

2013. 2 No.10

三井住友信託銀行

調査月報



時論

「大胆な金融緩和」の成否を左右する諸要因……………1

経済の動き

円安が日本にもたらすメリットとデメリット

(月例グローバル経済金融レビュー)……………3

都市化による中国経済成長の可能性……………14

日米農業金融の相違から見えるもの……………21

時論

「大胆な金融緩和」の成否を左右する諸要因

政府と日銀は、デフレ脱却を目指して連携を深める旨の共同声明を発表し、日銀は消費者物価上昇率2%の早期実現を図るとする物価目標を設定した。「共同声明」や「物価目標」といったイベントの画期性が強調されがちだが、金融政策の効果波及経路の考え方に少なからぬ転換があったことも押さえておきたい。

これまでの日銀が説明してきた波及経路は、超低金利が長期に渡って続くとの期待を醸成することで、企業投資や家計支出を促して需要と所得の好循環を生み出し、これによって需給ギャップが縮小し、結果として物価が上がり、デフレ期待も解消することを目指すものであった。

一方、アベノミクスにおける「大胆な金融緩和」の考え方は、ややラフに表現すれば、人々に近い将来物価は上がるとの予想・確信を持たせることを政策の起点に据え、それが自己実現する状況を作り出そうというものである。すなわち、日本経済低迷の最大の要因はこの国全体を覆うデフレ期待であるとし、デフレ期待をインフレ期待に反転させることが中央銀行の本来的使命であるとの論に基づき、日銀に一定のインフレ率達成を確約させることとした。

企業・家計が日銀の確約履行を信じてインフレ期待を抱くようになれば、退蔵されていたマネーは様々な財・サービス・資産の購入に向かい、信用創造が高まり、金融市場では為替円安・株価上昇が起り、設備投資・個人消費・輸出が増加して需給ギャップが縮小し、実際に物価が上がり始め、名目成長率が高まって税収も増え、財政再建の道筋もつけられる—という政策のトランスミッションを目指している。

庶民的感覚からすれば、「デフレから脱却できるかどうかは、あなたがそう信じるかどうかにかかっています」と言われているようなものだが、期待がマクロパフォーマンスに有意な影響を与えることは経済学の教科書上の空論ではなく現実には起こりうることであり、リーマン・ショック後、デフレの淵から持ち直した米国におけるFRBの実績もある。

ただ上記のような具合にうまく事が運ぶかどうかは、下記のような要因によって左右されよう。

第一は、日銀のコミットが企業・家計の物価見通しを誘導することができるかどうか、という点である。企業や家計の物価見通しの最大の形成ファクターは日々直面する製品・仕入価格や店頭の小売物価であり、これに為替相場や国際商品市況等多種多様なものが加わると考えるのが自然であり、日銀の物価目標という新たなファクターがどれほど影響力を発揮できるのかは定かでない。

第二は、デフレ期待が払拭できたとして、企業や家計が日本経済の成長力・競争力向上につながる投資・支出を増やすかどうか、という点である。

老後や雇用への不安、所得の伸び悩みに直面している家計が、物価上昇を視野に入れた際には、

財布の紐をむしろ締めるかもしれない。企業の設備投資は国内の物価見通しよりも中期的な期待成長率に左右されようし、設備投資を増やすとしても市場成長率が高い海外に軸足が置かれるのではないか。

また、インフレ期待の高まりによって、貴金属・不動産・株式などインフレに強いと言われる資産の購入意欲が煽られ、これらの価格のバブル的上昇あるいは乱高下という不健全な状況を生み出す懸念もある。

第三は、為替円安が景気にプラス要因となるかどうか、プラスの作用が持続的なものになるかどうか、という点である。

貿易におけるドル建て決済比率は輸出では約 5 割（円建ては約 4 割）、輸入では約 7 割（同約 2 割）である。円安による輸入金額の増加は輸出金額の増加を上回り、海外への所得流出が拡大して景気全体にはマイナスとなるかもしれない。

また、昨今の大手メーカーの大幅損失の要因は、為替円高のみならず、新興国市場向け商品の開発やマーケティング面で韓国企業に遅れをとったこと、中国企業の過大投資により東アジア市場の市況が大きく崩れたこと等にも求められ、1 ドル＝90～100 円程度の為替水準では輸出競争力、輸出採算が十分回復するとは限らないのではないか。

さらに、厳しいグローバル競争環境を勘案すると、恩恵を受けた輸出企業として雇用・賃金を増やすことには依然慎重なスタンスを維持しようし、企業部門から家計部門への果実分配というパイプの目詰まりは容易に解消しないかもしれない。

第四は、名目成長率の高まりによる税収増加が、財政事情をどの程度改善させるか、という点である。

現在のわが国の財政赤字の 7～8 割は、景気動向（＝税収の増減）との関係が低く、根雪のように溜まっている構造的赤字である。これは 90 年代以降、種々実施された恒久的減税措置や最高税率引き下げによるものである。また、「財政の金利ボーナス（国債残高が増加しても、国債金利の低下により利払い費が抑えられたこと）」も限界に来ており、インフレ期待への転換に伴い、幾ばくかでも国債金利が上昇すれば利払い費が少なからず増加するであろうことも勘案すると、名目成長率が上向いたとしても、プライマリーバランス改善の道筋が見えてくるとは言い切れないだろう。

このように、「大胆な金融緩和」の先行き、成否には少なからぬ不確実性が存在するが、これをミニマイズするのは政府の取り組み－成長戦略を着実に実行すること、持続可能な財政構造確立にも十分目配りすること－であろう。安易な楽観はできないが、徒に悲観する必要もない。時間はかかるだろうが、「成長力と競争力を兼ね備えた 2%インフレ率」という意味でのデフレ脱却が実現することを期待したい。

（調査部長 金木 利公：Kaneki_Toshikimi@smtb.jp）

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

円安が日本にもたらすメリットとデメリット

(月例グローバル経済金融レビュー)

<要旨>

欧州では実体経済の悪化が続く中でも金融市場は小康状態を維持しており、米国で昨年来の懸念材料であった「財政の崖」による景気失速は一旦回避された。かかる海外環境下において、昨年から金融緩和強化への期待が高まった日本が、急激な円安という大きな環境変化に直面している。

円安には輸出を押し上げるプラス面があり、その効果に対する期待から株価は上昇し、国内のマインドも改善したが、原材料をはじめとする輸入価格が上昇するというデメリットも無視できない。特に、今の日本経済が貿易赤字という過去と異なる条件下にあるために、輸入額増加による国富の流出額が増えやすくなっている他、この先海外景気が悪化して経常赤字に転落するという見方が強まれば、長期金利の急上昇を招きかねないといったデメリットが出やすい点には要注意である。

円安が日本経済にもたらすメリットとデメリットのどちらが最終的に大きくなるかは、この先の海外景気に左右される。日本経済にとってこの先の海外景気動向は、輸出増減のみならず円安の影響の良し悪しをも左右する、二つの意味で重要な要素となる。

1. 欧州 ～ 金融市場は小康状態続くも実体経済悪化に歯止めかからず

欧州中央銀行は、1月の理事会において政策金利を全会一致で据え置いた。前回12月の理事会では、ECBの景気・物価見通しが下方修正されるとともに、政策金利引き下げの議論が行われ、利下げを主張した理事会メンバーもいたため、2013年早々にも利下げが行われるのではないかと見方が強まったが、今回の全会一致の決定で利下げ観測は後退した(図表1)。

図表1 ECBスタッフによる経済見通し(2012年12月)

(%)

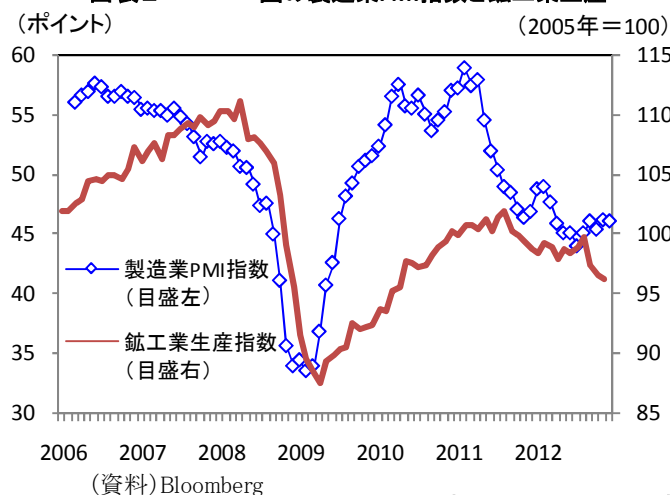
		経済成長率		
		範囲	中央値	前回比 修正幅
経済成長率	2012	▲0.6～▲0.4	▲ 0.5	▲ 0.1
	2013	▲0.9～0.3	▲ 0.3	▲ 0.8
	2014	0.2～2.2	1.2	-
消費者物価 上昇率	2012	2.5～2.5	2.5	0.0
	2013	1.1～2.1	1.6	▲ 0.3
	2014	0.6～2.2	1.4	-

(資料) 欧州中央銀行

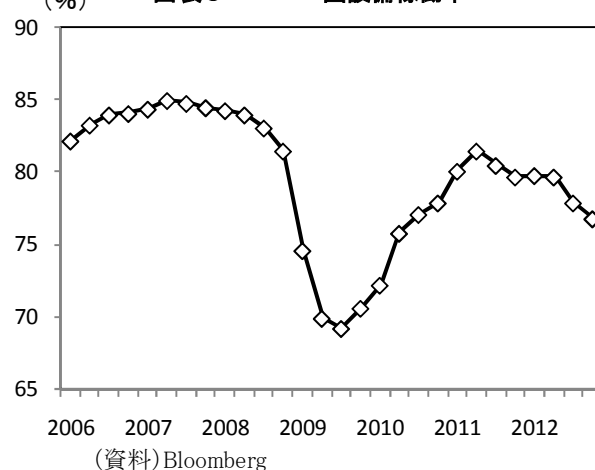
ECBの判断が変化した最大の要因は、ドラギ総裁によると「金融市場の大幅な改善」であった。より具体的には、国債利回りの低下・CDSプレミアムの低下・株価上昇とボラティリティの低下、ECBのバランスシート縮小などである。9月に表明した無制限の国債買い入れ策(OMT)が、今なお金融市場を安定させる効果を発揮し続けている。

しかし同時に、ドラギ総裁は「金融市場の改善がまだ実体経済には波及していない」とも述べた。ユーロ圏製造業PMI指数は2012年夏を底に上昇しているが、実際の生産は11月まで3か月連続で減少し、設備稼働率は低下を続けている。また、失業率は2012年11月に11.8%と上昇に歯止めがかかっておらず、消費者信頼感指数の低下も続いている(図表2～4)。こうした材料を踏まえると、ユーロ圏では金融市場の落ち着いた状態が続いていることで企業のマインドは改善しているものの、生産など実際の企業活動につながっているわけではなく、低い稼働率に鑑みれば設備投資への動きがすぐに強まる状況でもない。また家計所得環境も厳しく、消費の回復も期待できない。政府債務問題が残る中では大規模な財政支出も難しいため、ユーロ圏景気回復のためには、米中をはじめとする海外経済回復による外需の牽引を待つ他ない状態から脱していないと判断している。

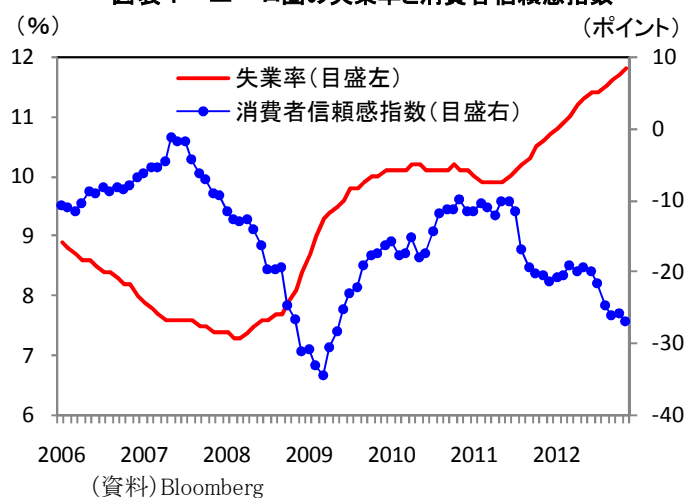
図表2 ユーロ圏の製造業PMI指数と鉱工業生産



図表3 ユーロ圏設備稼働率



図表4 ユーロ圏の失業率と消費者信頼感指数



政治面でこの先重要なのは、単一銀行監督メカニズム(SSM)と銀行の破たん処理ルール、および預金保険を一元化しようとする「銀行同盟」に向けた議論の進展であろう。これが実現すれば、

ユーロ圏内の金融システムの安定度を増すとともに、信頼を確保することが期待できる。現在のユーロ圏が陥っている、財政・金融システム・実体経済三者間の悪循環を断ち切るために、銀行部門の経営安定を確保できる意味は大きい。2013 年中にこれらの枠組みを整えるための議論や環境整備が進められる予定になっており、EU 大統領が 12 月に公表したレポートでは、銀行同盟が将来的な財政・経済統合に向けた第一歩と位置付けられている。2013 年はこの議論がスムーズに進むかどうか、欧州債務問題の再燃によって国際金融市場が再び緊張化の局面を迎える事態を避けられるかどうかの鍵の一つとなる(図表5)。

図表5 欧州経済金融情勢のチェックポイント

ポイント	進捗	現状・見通し
欧州民間銀の資本増強	△	2011年10月のEU首脳会議に基づき、2012年6月末に大半の銀行が自己資本比率9%まで増強済み。但し一部国では預金貸出減少止まらず
EFSF・ESM	○	ESMが10月8日に発足
OMT	△	スペインによる支援申請が必要も現状申請なし。既に2013年の必要資金調達を始めており、ラホイ首相は、「選択としてはあるが、現時点では必要ない」とコメント
銀行同盟	△	単一銀行監督メカニズム、破たん処理ルール統一、共通預金保険機構の3本柱で構成され、金融システム安定に貢献する効果が期待される。2013年から具体的議論を進める予定となっており、この成否が政府債務問題解決への試金石
財政統合に向けた動き		ドイツはじめてとするコア国が負担を嫌うため抵抗大きい。中長期的な課題
スペインソブリンリスク	△	S&P社がBBB+から投機的等級一步手前のBBB-に引き下げ。Moody'sはBaa3に据え置き、両社とも見通しはネガティブだが、このところ入札も好調で金利も低下傾向。
ギリシャ財政再建進捗	△	2012年の財政赤字目標は達成。ギリシャ向けの支援は継続中
ポルトガル		2013年予算で採用された緊縮財政の影響で、GDP成長率見通しを引き下げ
その他、選挙等		イタリア選挙(2/24～25) ドイツ総選挙(9月頃)

(資料)各種報道より三井住友信託銀行調査部作成

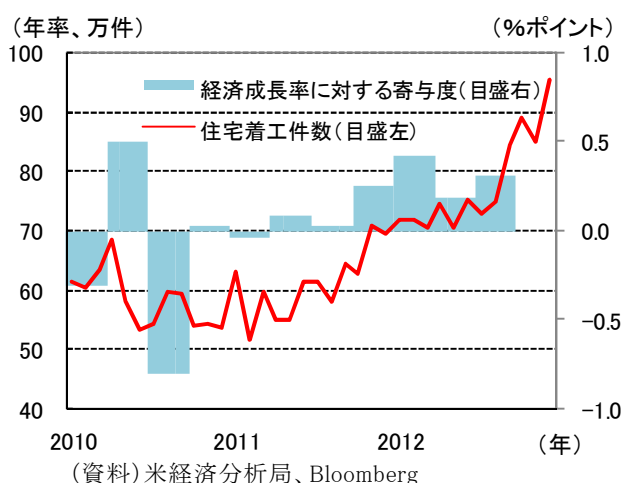
2. 米国 ～ 2013 年前半は2%以下の成長、設備投資が後半の成長ペースを左右

米国では、2012 年末を期限とする減税失効と強制的な歳出削減が重なることによる大幅な財政緊縮、いわゆる「財政の崖」問題が懸念されていたが、年末に民主・共和両党間でこの問題の取り扱いに関して合意に達し、年初以降の米国経済の急激な失速は一旦回避されることとなった。一方、防衛費などの歳出強制削減措置は2か月延期されており、法律で定められている連邦政府の債務額上限を引き上げなければならないという「債務上限問題」はまだ残っている。

今回、年収45万ドル以上の富裕層に対しては所得税率が35%から39.6%まで引き上げられた他、給与税減税は失効したために、2013 年に入ってから増税となった。これが家計消費に下押し圧力をかけることは避けられず、2013 年前半の米国経済成長率は2%を下回って推移すると見る。尤も、米国住宅市場の回復は安定の度合いを増しており、2012 年 11 月の住宅着工件数は季節調整済年率で95.4万件と約4年ぶりの水準まで回復、GDP 成長率への住宅投資の寄与も拡大してきている(次頁図表6)。この流れを背景に、増税の影響も弱まる2013 年後半からは消費の伸び率が再び高まっていくと見込んでいる。

その時期に、米国経済全体の回復ペースを左右するのが設備投資の動向である。2012年7-9月期の設備投資は前期比マイナスに落ち込んでいる(図表7)。米国の財政を巡る「財政の崖」問題に起因する不確実性が、企業に設備投資を手控えさせたものと見られる。2013年後半になれば財政に関するこれらの不確実性も解消されているために設備投資もプラスの伸びを取り戻し、米経済全体の成長率は2%台半ばから後半まで戻っていくというのが米国経済に関する基本的な見方である。但し財政に関する不確実性が設備投資に与える悪影響が長引いた場合には、年後半の成長ペースを押し下げるのみならず、程度によっては雇用情勢の改善ペースを抑える要因にもなりかねない。この点は、今年の米国経済を見る上で下振れリスクと認識している。

図表6 住宅着工件数とGDP成長率への寄与度



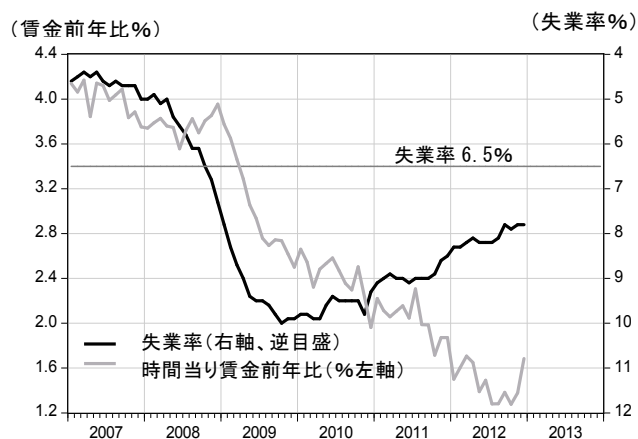
図表7 住宅着工件数とGDP成長率への寄与度

	2011		2012		
	III	IV	I	II	III
実質GDP	1.3	4.1	2.0	1.3	3.1
個人消費	1.2	1.5	1.7	1.1	1.1
非住宅(設備)投資	1.7	0.9	0.7	0.4	▲ 0.2
住宅投資	0.0	0.3	0.4	0.2	0.3
在庫増減	▲ 1.1	2.5	▲ 0.4	▲ 0.5	0.7
純輸出	0.0	▲ 0.6	0.1	0.2	0.4
輸出	0.8	0.2	0.6	0.7	0.3
輸入	▲ 0.8	▲ 0.9	▲ 0.5	▲ 0.5	0.1
政府支出・投資	▲ 0.6	▲ 0.4	▲ 0.6	▲ 0.1	0.8

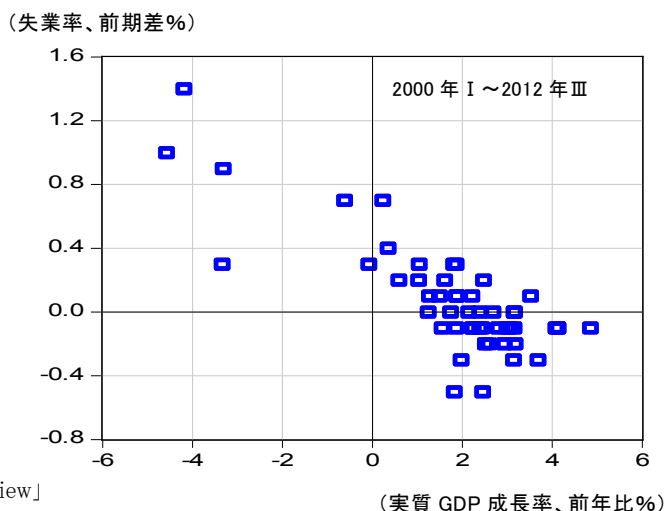
(資料)米経済分析局

米国長期金利については、今年前半は1%台後半の範囲内ではほぼ横ばいの推移を見込む。失業率の改善に伴って時間当たり賃金上昇率が底打ち反転していることは金利上昇要因だが、成長率が2%を下回ると失業率の改善は止まるというのが過去の経験則である。このため、2013年前半の失業率の改善ピッチは鈍化し、これが米10年債利回りの上昇を小幅に留める要因となろう(図表8、9)。年後半に成長率が2%を回復してから、長期金利も上昇トレンドに入って2%を上回っていくだろう。

図表8 失業率と時間当たり賃金(時系列)



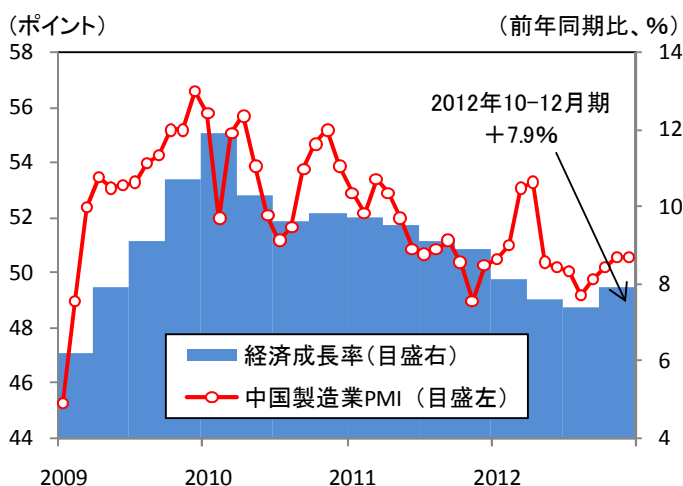
図表9 成長率と失業率変化(オーケン法則)



3. 緩やかな回復局面入りした中国経済

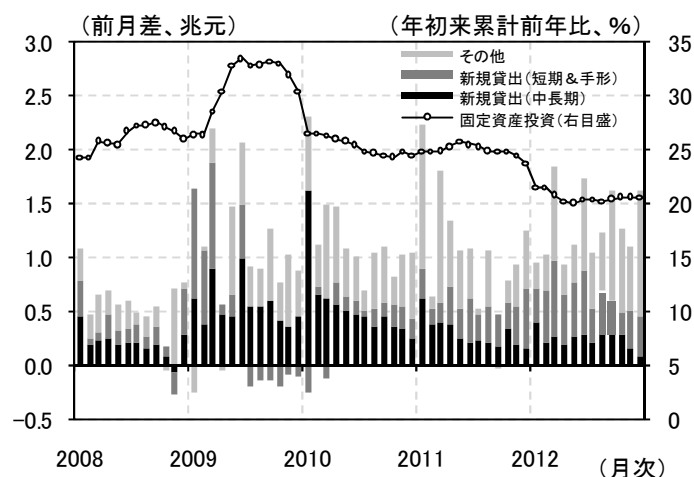
中国の 10-12 月期経済成長率は前年比+7.9%と、7-9 月期の+7.4%から約 2 年ぶりに反転上昇し、10 月から 50 を上回って推移していた製造業 PMI と同様に、昨年からの中国景気底入れを改めて確認できる結果となった(図表 10)。但し 2012 年の固定資産投資伸び率は前年比+20.6%と、2011 年の同+23.8%よりも低い伸び率に留まるなど、そのペースは緩やかなものに留まっている(図表 11)。この点は、先月の調査月報で示した「来年3月までの政権交代の日程がすべて終了するまで景気対策が手控えられる見込み」という見方に沿った動きであると判断している。

図表 10 中国製造業 PMI 指数と経済成長



(資料)CEIC より三井住友信託銀行調査部作成

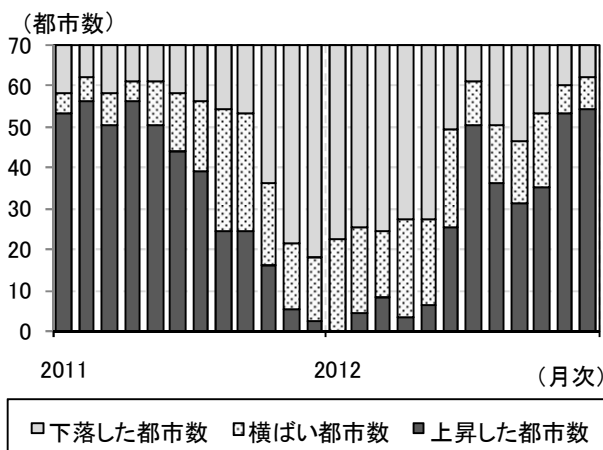
図表 11 社会融資総量と固定資産投資伸び率



(資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成

中国全体の信用動向を示す社会融資総量の内訳を見ると、過去においては政策当局の金融緩和によって大幅に増えた銀行貸出の増加幅が小さいのに対して、それ以外の資金の増加寄与が大きくなっているのがここ数カ月の特徴として見て取れる(図表 11)。これは、政策当局が積極的な金融緩和の度合いを弱める中でも景気を押し上げる材料が出てきていると見ることができる一方で、投資過熱を招いた場合に金融政策のコントロールが効きにくい部分が増える可能性を示唆する。ここにきて住宅価格が多くの都市で上昇し始めていることと関係していることも考えられ、今のところインフレ率は低いためすぐに金融引き締めに移ることはないだろうが、この先再び資産価格高騰とインフレ率が上昇するなど、過熱の芽が出てくる可能性は念頭に置く必要があろう(図表 12)。

図表 12 住宅価格変化方向別の中国都市数



(資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成

なお中国経済の行方を中長期的に見る場合、2015年頃から本格化するとされる少子高齢化に政策当局がどう対応するかが重要になる。この点について、2012年12月開催の中央経済工作会议における主要政策の中で、新たに加わった「都市化」が注目される。本格化する少子高齢化を前に、農村から都市への人口移動を促し、一人あたり生産性を引き上げて経済成長力を維持するものと解釈できる。これは高度成長期の日本でも起こったことで、この点に関する今後の政府対応や進捗は、中長期的に維持できる成長率がどの程度かを左右するポイントとして注目される(図表13、14)¹。

図表13 経済工作会议における決定内容

＜経済政策の基調＞

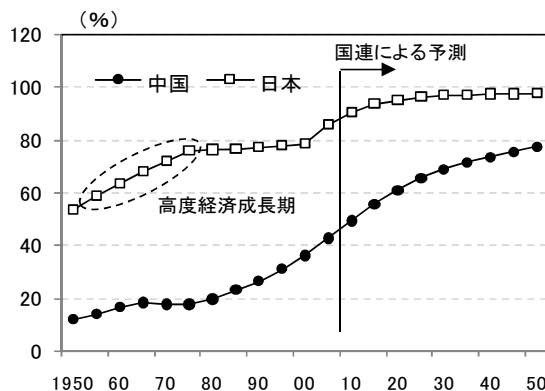
経済成長の質・効率を高めることを中心とし、安定を保ちつつ経済成長を促す(稳中求進)

＜主要政策＞

- ① マクロコントロールの強化と改善により、経済の持続的かつ健全な発展を推進する。
積極的な財政政策(*構造的減税&一般的支出の厳格化)
(中立に近い) 穏健な金融政策
(*社会融資総量の拡大&銀行貸出の適度な増加)
- ② 農業の基礎を固め、農産物供給の保障に努める
- ③ 産業構造調整を加速させ、産業全体の質の向上を図る
- ④ 都市化を積極的かつ穏当に推進し、都市化の質を高める
- ⑤ 民生の保障を強化し、人民の生活水準を引き上げる
- ⑥ 経済体制改革を全面的に深化させ、断固として開放を拡大する。

(資料)各種報道より三井住友信託銀行調査部作成

図表14 日中都市人口比率推移



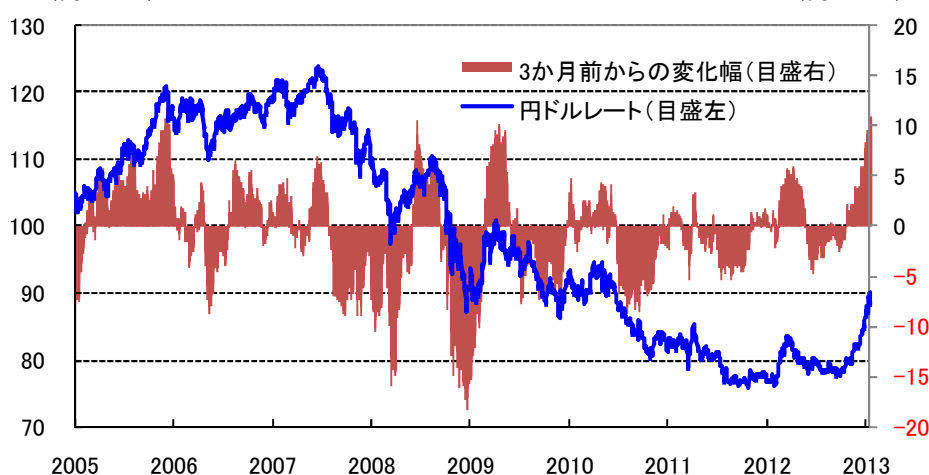
(資料)国連World Urbanization Prospectsより調査部作成

4. 円安が進んだ日本経済

(1) 急ピッチで進んだ円安の背景

ここ2～3カ月で金融市場が最も大きく変化したのは日本であろう。昨年10月から11月頃は1ドル＝78～80円だった円ドルレートは、2013年に入ってから一時同90円を超えており、この間の円レート下落幅は1ドル当たり10円を上回った(図表15)。名目実効レートで見ても、この3カ月で1割以上下落しており、同期間に殆ど変化なかった米ドル、若干上昇したユーロと比べても突出した動きとなっている。

図表15 円ドルレートの推移



(資料)Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

¹ この点についての考察は本調査月報「都市化による中国経済成長の可能性」をご参照

今回の大幅な円安進行の背景には、国内外双方の円安要因がタイミングよく重なったことがある。最も大きかったのは、自民党の安倍総裁が日銀に「大胆な金融緩和」を求める発言を繰り返したことで、金融緩和による円安効果への「期待」が高まったという国内要因であった。これに加えて海外では、欧州金融市場の小康状態が維持される中で先行きに対する安心感が徐々に広がってきた。また米国では住宅市場が回復し始め、雇用情勢も緩やかながら改善を続けるなど景気が回復基調にあるなかで、大規模な減税失効と歳出削減により生ずる「財政の崖」が一部先送りされて年初以降の米国経済の急激な失速が一旦回避されるとの見方が広がった。これら内外双方の要因が重なって、過去にあまり例のないペースでの円安につながったと理解できる。

(2)円レートの見通し

尤もこの先の円レートの動きについては、過去3か月の円安が「期待」に基づく部分が大きかっただけに、その期待が裏切られて円高に戻る可能性もある。

円安の最大の要因となった日銀の金融緩和に対する期待については、安倍首相は日銀との政策協定(アコード)を結び、具体的な数値と期限を伴った物価上昇率達成目標を設定するための日銀法改正にまで言及するなど、かなり強い調子で日銀に対する緩和要求姿勢を示していた。しかし2012年末には甘利再生相の「中央銀行と政府が物価上昇目標を掲げて何年何月までという表現をしている国は世界中にない」という発言があった他、年明け以降も日銀法改正について麻生財務相から「今のところ考えていない」という発言が出るなど、日銀に対する要求姿勢がトーンダウンしている。中央銀行の独立性に対する当然の配慮がなされたものと見られ、これらは金融緩和強化への期待で進んできた円安を戻す要因となり得る。しばらくは金融市場の緩和期待と実際に採用される政策とのギャップが円高要因になる局面があるだろう。

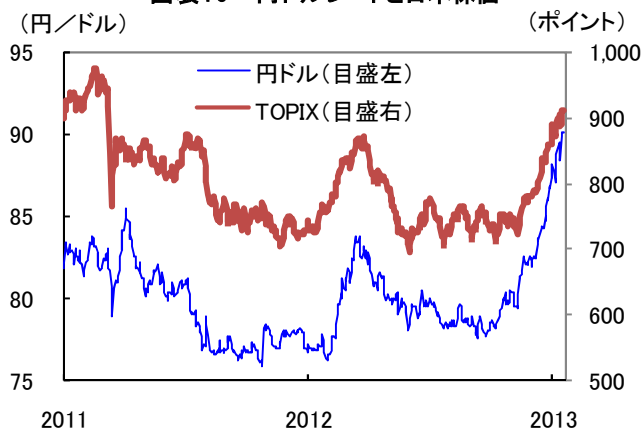
海外においても、欧州の金融市場は落ち着いた状態を保っているが、ギリシャやスペインの財政赤字問題が解決しているわけではない上に、銀行同盟など問題解決に向けた議論がスムーズに進まない可能性もある。更には実体経済の悪化が続いているために税収減による財政赤字の更なる拡大や銀行不良債権比率の高まりが、金融市場に再び緊張をもたらす事態も懸念される。そして米国では、「財政の崖」を一旦乗り切ったとはいえ、防衛費などの歳出強制削減措置は2か月延期されに過ぎず、債務上限問題は解決されていない。こういった材料が国際金融市場の警戒するところとなれば、再び円高圧力が強まることになる。また、今回の円安は政権が意図的に円安にシフトさせた色が濃厚であるだけに、米国自動車業界など海外勢からの牽制が強まった場合には、市場の期待が急変して円高要因となる。世界におけるどの地域の景気も万全とは言えない中、この可能性も念頭に置く必要があろう。

少なくとも、米国の財政に関する不確実性が残る2013年前半までの円ドルレートは、市場の期待の変化に影響されやすく振れの大きい展開になる可能性が高いと考えられる。

(3)円安の影響 ～ デメリットにも要注意

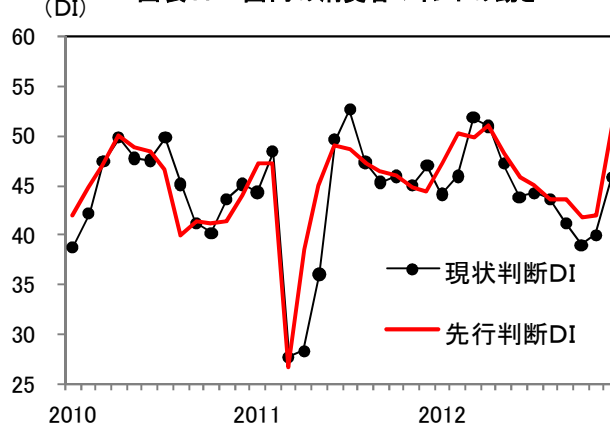
円安とともに株価が上昇し、マインドも大幅に改善したことにも見られるように、円安が我が国の景気に対してプラスの影響を及ぼす面を持つのは間違いない。円安による外貨建て価格の下落は、輸出数量を伸ばすプラス要因にもなる(図表 16、17)。

図表 16 円ドルレートと日本株価



(資料) Bloomberg

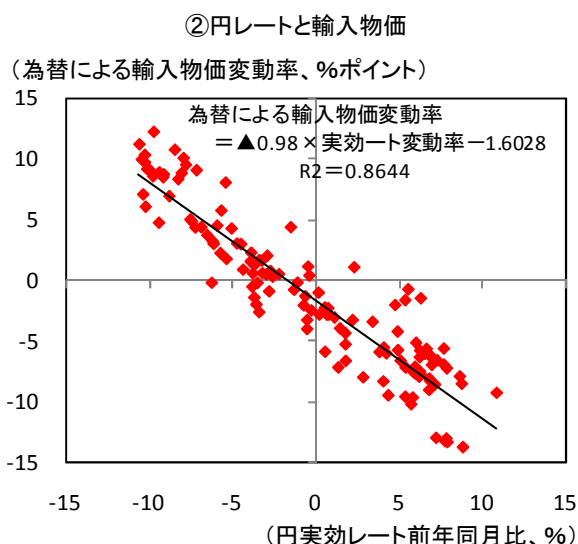
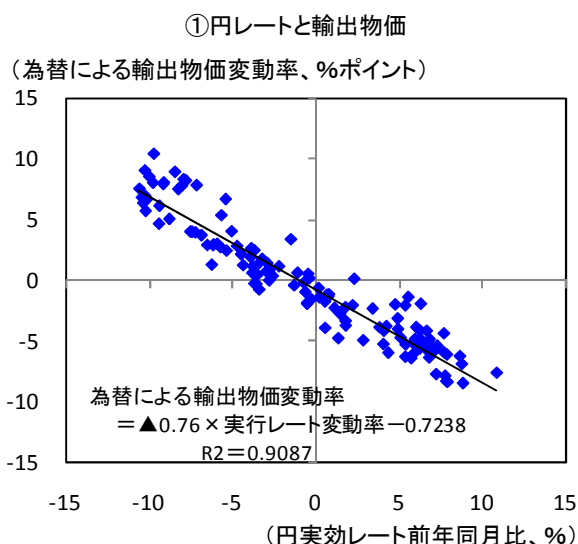
図表 17 国内の消費者マインドの動き



(資料) 内閣府「景気ウォッチャー調査」

しかし、円安の効果を考える際には、原材料などの輸入価格が上昇するというデメリットも無視できない。日本銀行の輸出入物価指数における契約通貨ベースと円ベースの変化率の差を、為替変動によるものとして、円レート変動幅との関係を見ると、円実効レートが1%下落した時に、輸出物価が0.76%押し上げられるのに対し、輸入物価は0.98%上昇するという結果が得られる(図表 18)。このことは、円安による価格押し上げ効果は、輸出よりも輸入において大きいことを示している。

図表 18 円実効レート変動率と輸出入物価上昇率の関係



こうした差異が生じる理由の一つに、輸出と輸入における通貨比率の相違がある。2012 年下半期の輸出・輸入それぞれの取引通貨比率を見ると、輸出ではドル建てが約半分で、円建ての比率は約4割となっている。一方輸入では、ドル建ての比率が 73.7%と輸出よりも大幅に高く、円建て

は2割強に過ぎない(図表19)。このため、為替レートが変動した時に、輸入物価の方が影響を受けやすくなっている。

図表19 輸出入における取引通貨比率(2012年度上半期)

	米ドル	円	ユーロ	その他
輸出	49.2	40.4	5.5	4.9
輸入	73.7	22.0	2.9	1.4

(資料)財務省「貿易取引通貨別比率」

同じ観点から品目別の輸出入価格への影響を見ると、鉄鉱石や非鉄金属、石油の価格上昇率が大きくなっており、これらの品目を原材料とする素材系製造業にとっては、円安が交易条件悪化要因になることが示唆される(図表20)²。また、小売や陸運など、販売先の殆どが国内で価格転嫁が難しい業種には収益圧迫要因となる他、原油価格の上昇は家計にとってもエネルギー価格上昇による実質所得の目減りにつながる。こういった円安のマイナス面は、この先じわじわと現れてくるだろう。

図表20 円実効レートが1割下落した際の輸出入価格変化率

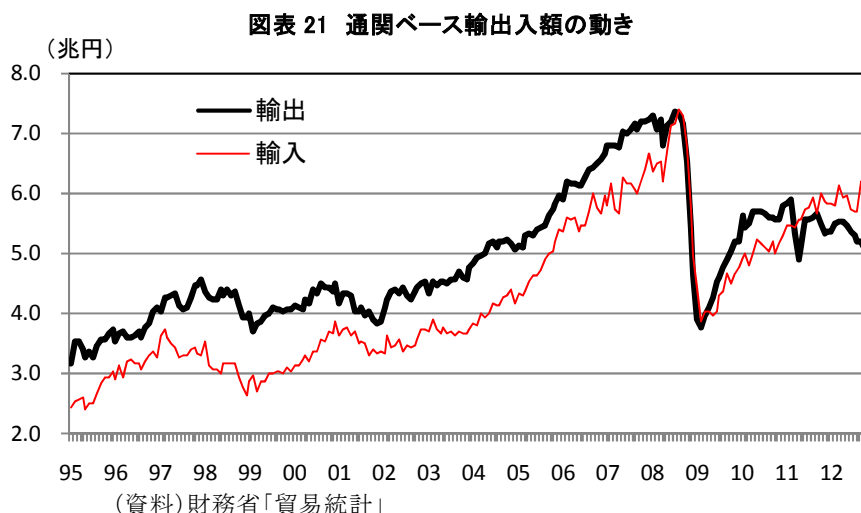
	輸出	輸入
総平均	7.6	9.8
食料品・飼料		10.2
繊維品	10.0	6.1
鉄鋼(鉄鉱石)	10.8	15.3
非鉄金属	9.5	11.4
木材・同製品		10.9
石油・石炭・天然ガス		14.0
化学製品	9.9	7.2
はん用・生産用・業務用機器	5.2	8.4
電気・電子機器	6.9	6.5
輸送用機器	7.9	7.0
その他産品・製品	8.2	9.4

(資料)日本銀行「企業物価指数」

更に、円安によるデメリットは、現在の日本が過去と異なる条件下にあるために、過去よりも大きくなる可能性がある。

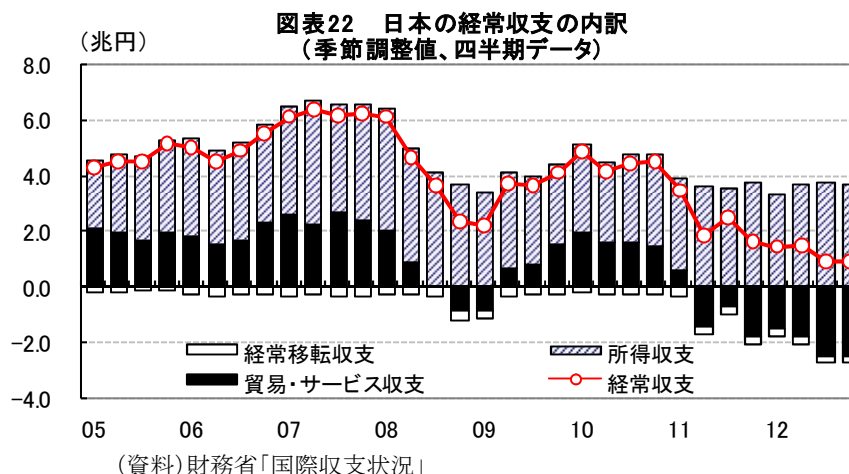
「過去と異なる条件」とは、東日本大震災以降、発電エネルギーの中心を火力にしたことによる燃料輸入額の上振れなどで輸出金額よりも輸入金額の方が多い貿易赤字が定着している点である(次頁図表21)。円安が進むと、燃料をはじめとする円建ての輸入額はすぐに増える一方で、円安が輸出を押し上げるまでにはある程度の時間を要するのが一般的な動きであるため、貿易収支はまず悪化する(Jカーブ効果)。現在の局面から見ると、貿易赤字が更に拡大することになる。時間が経てば円安による輸出押し上げ効果が表れて貿易収支は改善に向かうのが通常の動きだが、もともと輸入の方が多いために、貿易収支が改善するために必要な輸出の増加幅はかなり大きくなる。貿易収支の解消のためには円安だけでは不十分であり、米国とアジアを中心とする、日本の輸出先の景気が明確に回復していることも必要となる。海外景気の回復が遅れた場合には、円安と貿易赤字が続き、燃料輸入による国富流出によって円安のデメリットの方が大きい状態のまま国内景気低迷が長期化する可能性が高まる。

²一部品目で価格変動幅が▲10ポイントを超えている(価格が円実効レートの変動幅以上に振れる項目)のは、ドルなど特定の通貨での取引比率が高いことによるものと見られる。例えば、全額がドル建てで輸入されている品目の場合、円ドルレートの変動幅は円実効レートよりも大きいいため、輸入価格は実効レート以上に振れることになる。



更に、この先の海外景気が急激に悪化した場合、円安のデメリットは更に大きくなる。日本では、所得収支黒字の厚みが貿易収支の赤字を補って余りあるほど多いため、経常収支全体では黒字を保っており、これは巨額の財政赤字を抱える中でも、海外からの円に対する信認を支えてきた重要な要素であった(図表 22)。しかしこの先、海外景気が悪化して貿易赤字が大幅に拡大し、金融市場において「いずれは経常収支も赤字に陥る」という予想が支配的になれば、この支えは失われる。日本の政府債務規模が GDP 比で 230%と、ギリシャさえ上回る水準にあつてなお上昇する中、経常赤字に陥ってその状態が定着するという見方が強まれば、ギリシャと同様に海外からの信認が失われて円安に歯止めがかからなくなる恐れが強くなる。

また、政府と中央銀行の関係が金融市場からどのように見られるかについても懸念が残る。今回の円安のきっかけになった政府から中央銀行への強い金融緩和要請は、過去の円安局面にはなく、他の先進国でも例を見ないものであるだけに、これを金融市場が中央銀行の政策決定に対する度を越した介入であると看做した場合には、通貨への信認が毀損する。今のところそういった事態には至っていないものの、巨額の債務を抱える政府が中央銀行への金融圧力を強めたことが市場から「中央銀行への介入」と見られる可能性を高める材料であることは否定できず、この先貿易赤字の拡大という他の悪条件と重なった場合には、財政破綻という最悪の事態には至らないとしても、国内長期金利が大幅に上昇して景気に大きな打撃を与える程度のことは考えられよう。



このように、今回の円安の背景にある経済条件、および政治の動きが過去と異なっているために、円安のメリットだけではなく今までは見えにくかったデメリットが過去よりも大きく出てくるリスクを念頭に置く必要がある。どちらがどの程度大きくなるかは、今後の海外景気の回復ペースに大きく左右される。日本経済にとってこの先の海外景気動向は、輸出増減のみならず、円安が及ぼす影響の良し悪しをも左右する、二つの意味で重要な要素となる。

図表 23 日米欧中の経済・金利見通し総括

		単位	2013			見通し総括
			1-3	4-6	7-9	
実質経済成長率	日本	前期比年率 %	+ 1.0	+ 2.1	+ 2.7	緊急経済対策による公共投資と米中向け輸出回復が重なり、2013年度前半は高成長に
	米国		+ 1.6	+ 1.0	+ 2.0	2013年前半は増税の影響もあって成長率は1%台に低下、後半から2%成長回復
	欧州		+ 0.0	+ 0.5	+ 1.0	米中景気底打ちの恩恵で上向くが、全体としては低成長続く
	中国	前年同期比 %	+ 8.0	+ 8.2	+ 8.3	経済政策発動が緩やかなものに留まるため、成長率も8%台前半で推移
金融市場	日本 10年債利回り	%	0.65～0.90	0.60～1.00	0.70～1.10	追加緩和で長期金利には低下圧力かかる状態続く。年後半は米国金利に引っ張られて若干上昇
	米国 10年債利回り		1.60～1.90	1.60～2.00	1.80～2.20	成長率が1%台に留まる年前半はほぼ横ばいの範囲内、後半から2%超
	円ドル レート	円/ドル	84.0～90.0	85.0～90.0	85.0～90.0	年前半は米財政に関する不確実性と米成長率の低下が円高要因、振れの大きい展開続く。
	ユーロドル レート	ユーロ/ドル	1.27～1.35	1.25～1.35	1.23～1.33	欧米双方に残る不確実性のため、1ユーロ＝1.30ドル中心に振れの大きい展開

(資料) 三井住友信託銀行調査部マクロ経済調査グループ作成

(マクロ経済調査グループ 木村 俊夫: Kimura_Toshio@smtb.jp
 花田 普: Hanada_Hiroshi2@smtb.jp
 黨 貞明: To_Sadaaki@smtb.jp
 鹿庭 雄介: Kaniwa_Yuusuke@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

都市化による中国経済成長の可能性

<要旨>

中国の中長期的な経済成長を考える上で大切なのは、近い将来に訪れる少子高齢化が経済成長率への構造的な下押し圧力をもたらす中で、一人当たり生産性をいかに維持し、伸ばしていくことができるかという点にある。これに対して中国政府は2013年の経済政策の柱の一つに「都市化推進」を打ち出してきた。これが実現できればかつての高度経済成長期の日本と同様に、産業構造の転換などを通じて生産性を高め、かねてより中国が目指す消費主導型経済への転換も視野に入ってくる。

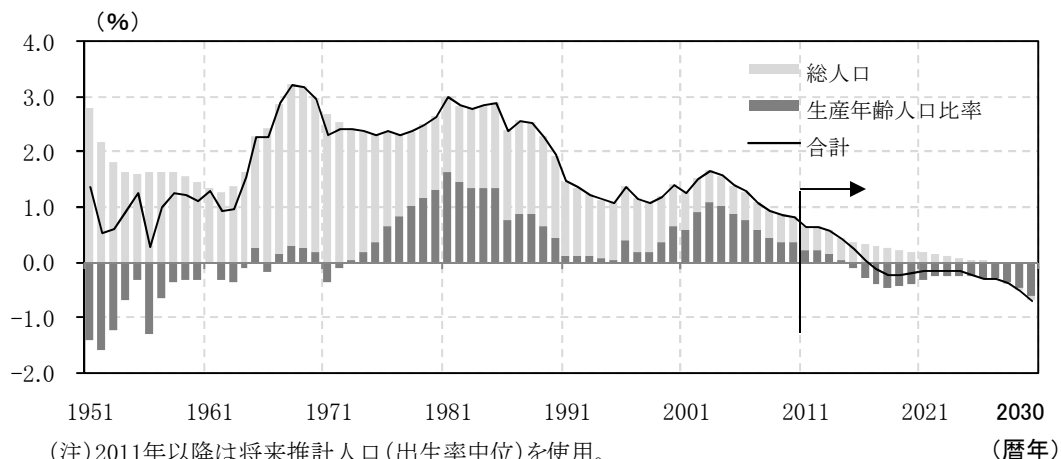
もっとも、今の中国はこの点での沿海部と内陸部で大きな格差がある。遅れている地域の都市化と経済構造の転換を進めるためには、農村から都市への移動を制限する戸籍制度の改革といった政治的決断やインフラ投資の効率性向上が必要であり、これらが今後の経済成長力を左右するポイントとして注目される。

1. 中国の中長期的な経済成長の決定要因

2012年の中国の経済成長率は前年比7.8%と1999年以来13年ぶりの8%割れとなった。もっとも昨年10月以降中国経済は回復に向かっており、インフラ投資前倒しの効果も相俟って、8%台を確保できるのではないかと見方が広がりつつある。

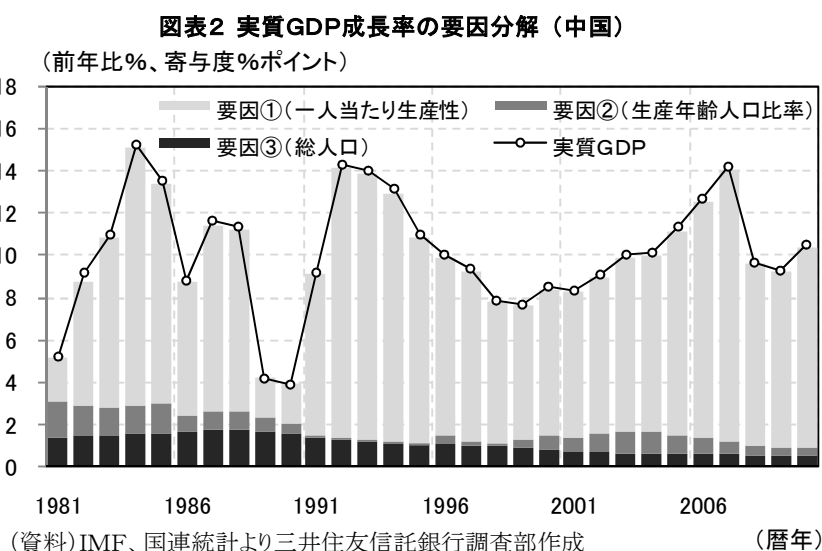
しかし中長期的に見た場合、中国がいつまでも同程度の成長率を維持することは難しく、潜在成長率は徐々に低下していく可能性が高いと考えられる。その最大の要因は少子高齢化であり、国連によれば生産年齢人口比率（総人口に占める15歳から64歳人口の割合）の伸びは、早ければ2015年にはマイナスになると予想されている（図表1）。さらに2025年には総人口も減少に転じるとみられ、中国全体のGDPの伸び率は生産年齢人口比率の低下と総人口減少の両面から下押し圧力にさらされる可能性が高い。

図表1 生産年齢人口比率と総人口による成長率への影響（中国）



しかしながら中国の成長率を押し下げるこれら 2 つの要因は、中国の成長率全体から見れば相対的に影響が小さいことが分かる。図表2は中国の成長率を生産年齢人口比率と総人口、一人当たり生産性の 3 つの要因に分けてみたものである。この中で中国の成長率を大きく左右する要因は一人当たり生産性であり、先述の生産年齢人口比率と総人口が今後の中国経済に与える下押し圧力は 2030 年においても 1%未満と相対的に小さい。

現在の中国は日本の高度成長期に例えられることが多いが、高度経済成長期が終わってから少子高齢化が本格化するまでおよそ 20 年の猶予があった日本に対して、中国は高度経済成長期にあたる時期が終わってすぐに少子高齢化に直面する。このため、安定成長を確保するために生産性を引き上げる必要性はかつての日本よりも高いと言える。



2. 都市化による生産性向上への波及経路

しかし一般的な見方に沿えば、この先少子高齢化が進む局面の中で今と同じ生産性の伸びを維持することは決して容易ではないはずである。これに対して、昨年 12 月に開催された 2013 年の中国の経済政策を決定する中央経済工作会议において主要政策として新たに打ち出されたのが「都市化」である(図表3)。

図表3 中央経済工作会议の内容（2012 年）

＜経済政策の基調＞

経済成長の質・効率を高めることを中心とし、安定を保ちつつ経済成長を促す(穩中求進)

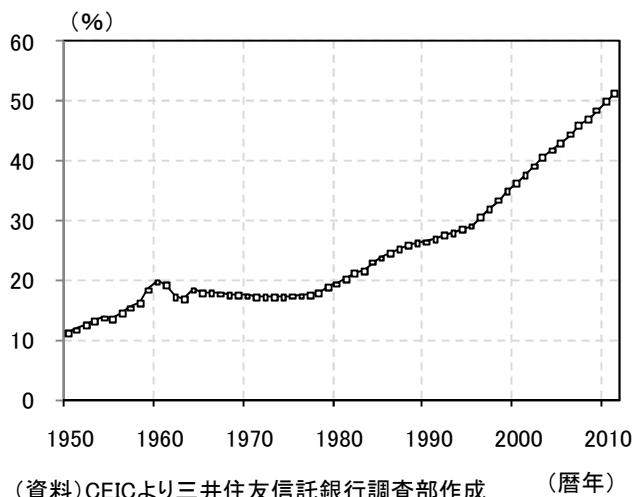
＜主要政策＞

- ① マクロコントロールの強化と改善により、
経済の持続的かつ健全な発展を推進する。
積極的な財政政策(*構造的減税&一般的支出の厳格化)
(中立に近い) 穏健な金融政策
(*社会融資総量の拡大&銀行貸出の適度な増加)
- ② 農業の基礎を固め、農産物供給の保障に努める
- ③ 産業構造調整を加速させ、産業全体の質の向上を図る
- ④ 都市化を積極的かつ穏当に推進し、都市化の質を高める
- ⑤ 民生の保障を強化し、人民の生活水準を引き上げる
- ⑥ 経済体制改革を全面的に深化させ、断固として開放を拡大する。

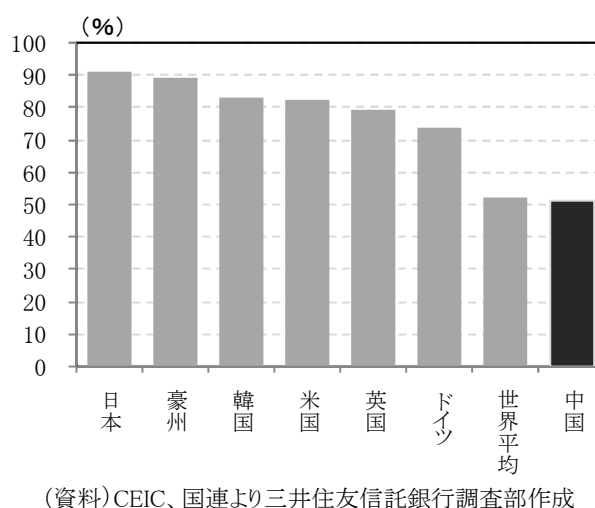
(資料) 各種報道より三井住友信託銀行調査部作成

足元の中国の都市化率(=人口全体に占める都市人口割合)をみると、2011 年で 51.3%と年々上昇はしてきているものの、他の先進国が軒並み 70%以上でことから見れば依然として低い水準にある(図表4、5)。逆に言えばさらに引き上げる余地があるということでもあり、これを上昇させて、将来の成長率を確保しようというのが今回「都市化」を主要政策に加えた理由であると考えられる。

図表4 都市化率の推移(中国)



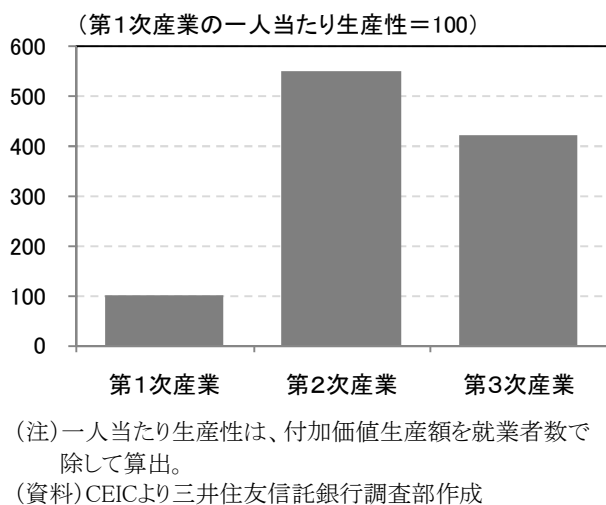
図表5 各国の都市化率(2011 年)



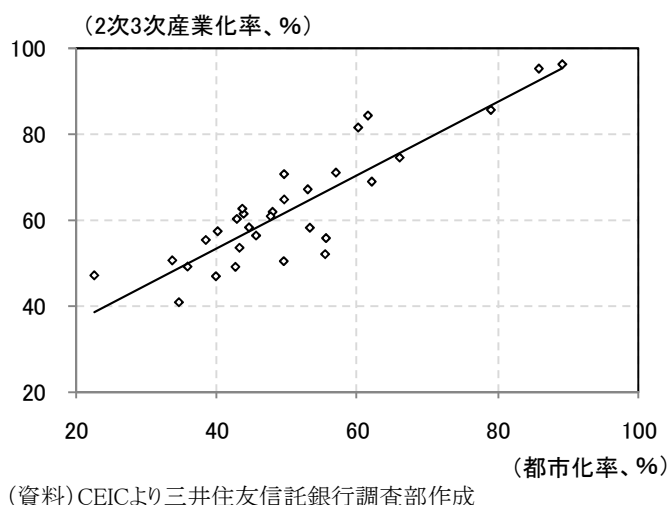
では都市化を進めればどのようなルートで国全体の生産性上昇に寄与するのであろうか。

第一に挙げられるのは、農村住民が都市に移住することで国全体の産業構造が農業を含む第1次産業から、一人当たり生産性のより高い製造業といった第2次産業やサービス業などの第3次産業にシフトしていくことである。1次2次3次産業別の一人当たり生産性は、第2次産業で第1次産業の5倍以上、第3次産業でも4倍以上と格段に高く、都市化率の高い省ほど2次3次産業比率も高まっていることから生産性の向上に寄与しているものと見られる(図表6、図表7)。日本の高度成長期にもこの要因が重要な役割を果たした。

図表6 1次2次3次産業別の一人当たり生産性(2011 年)

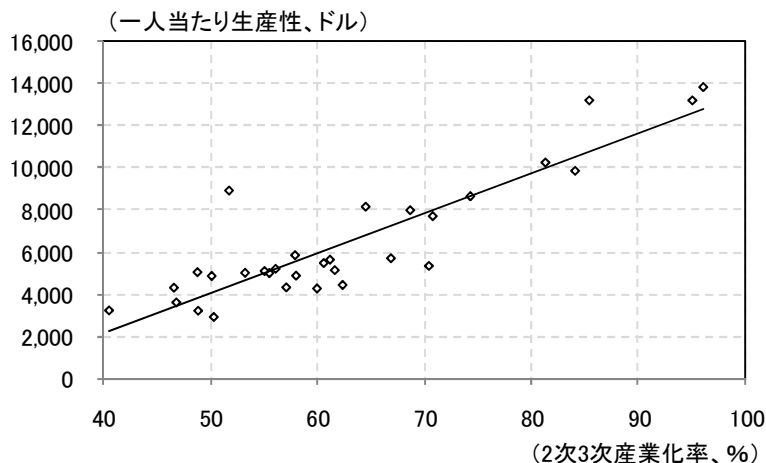


図表7 都市化率と2次3次産業比率(2010 年)



その自然な帰結として、第2次第3次産業の比率が高まり産業構造の高度化が進むことで、一人当たり生産性が上昇していることが分かる(図表8)。

図表8 2次3次産業化率と一人当たり生産性(2010年)

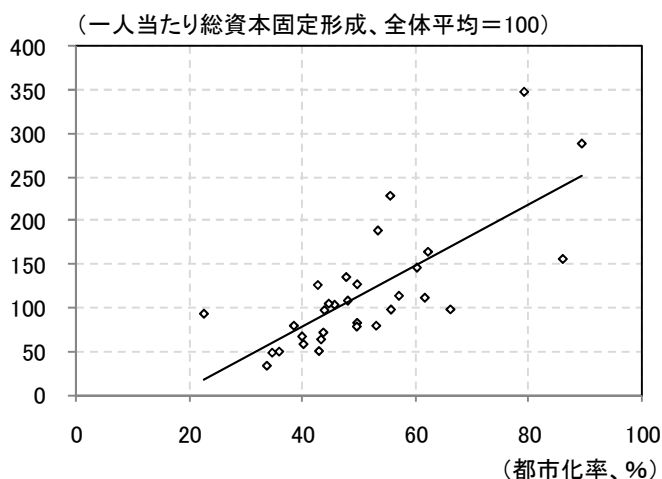


(注) 2次3次産業化比率は、就業者数全体に占める2次3次産業就業者数の割合を示す。

(資料) CEICより三井住友信託銀行調査部作成

そしてもう一つは、都市人口の増加によってインフラ整備などの固定資産投資に対する需要が喚起され、これが直接的な需要増加につながるとともに、投資が増える結果としての資本装備率上昇を通して生産性を押し上げるルートである。2010年の省別データから見ても、都市化率の高い地域では一人あたりの固定資産投資額が大きく、固定資産投資額の多いところでは生産性が高いという関係が確認できる(図表9、10)。

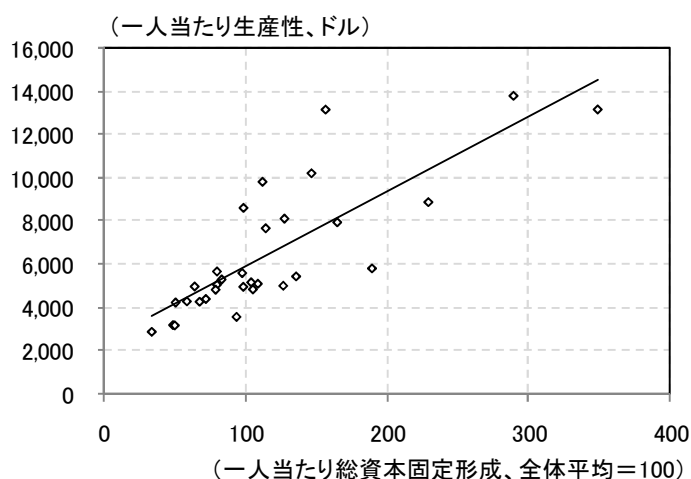
図表9 都市化率と一人当たり総資本固定形成(2010年)



(注) 一人当たり総固定資本形成は、2005年から2010年までの総固定資本形成の合計額を就業者数で除して算出。

(資料) CEICより三井住友信託銀行調査部作成

図表10 一人当たり総資本固定形成と一人当たり生産性(2010年)



(注) 一人当たり総固定資本形成は、2005年から2010年までの総固定資本形成の合計額を就業者数で除して算出。

(資料) CEICより三井住友信託銀行調査部作成

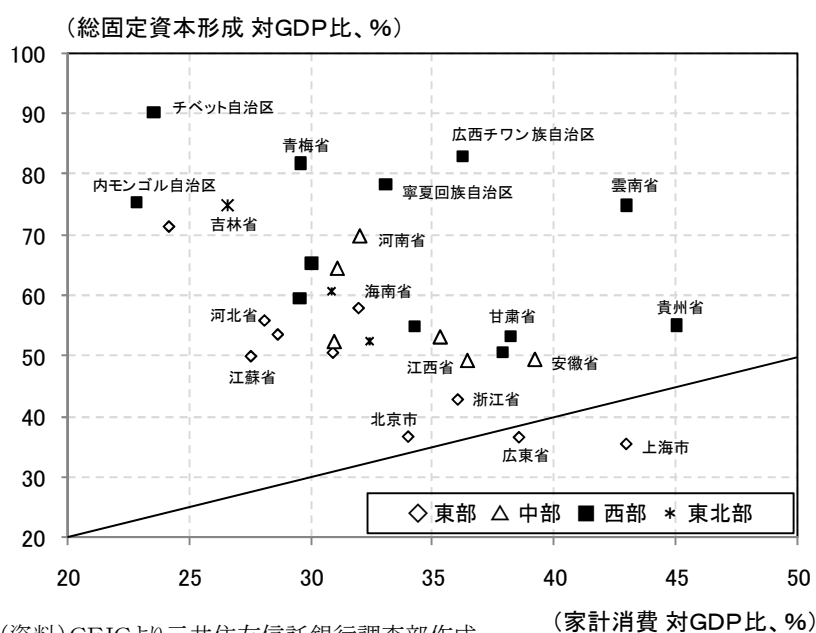
しかし中国が中長期的な安定成長を達成するためには、いつまでも固定資産投資に頼り続けることはできない。一般的に固定資産投資は振れの大きい性質を持っている(設備投資の加速度原理)上に、中国における固定資産投資は過剰投資と言われることが多く、投資依存の成長を続ける限り経済全体の生産性が損なわれる危険が常に付きまとうためである。産業構造の変化や、資本装備率上昇の結果として生じた一人当たり生産性(=所得)の向上が、中国経済全体の体質を現在の投資主導から消費主導にシフトしていく必要がある。日本の高度成長期から安定成長期への移行期には、高度成長期間中に生じた一部過剰な設備調整の必要もあって設備投資の伸びが低下したが、厚みを増した中間層による耐久財消費の増加がこれを補ったために深刻な停滞に陥ることが回避できた。

3. 地域別にみた消費主导体質への転換プロセス

中国経済が消費主導への体質転換を進める必要性が叫ばれてから久しいが、リーマンショック後の景気刺激策が固定資産投資に頼ったものになったように、現時点では順調に進んでいるとは言い難い。では地域別に見た場合はどうだろうか。今まで見てきたような都市化の進行による2次3次産業への産業構造変化や一人当たり生産性上昇による果実を得られた地域では、消費主導経済へのシフトに繋がっているのだろうか。

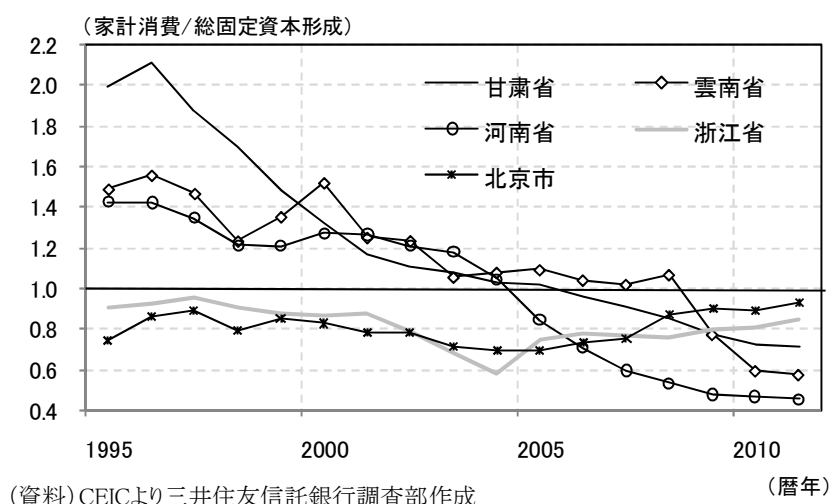
この問題意識に基づいて、2011年における消費と投資それぞれがGDPに占める割合を省別に見たのが図表11である。上海市や広東省、北京市といった既に経済発展を遂げている沿海部の多くがGDPに占める消費と投資の割合が近い、あるいは消費の割合の方が上回っており、これら地域は既に消費主導の体質に近いことがわかる。そして中部の安徽省や江西省といった地域は投資の比率の方がやや高く(図表11では中央付近に位置する)、西部のチベット自治区や内モンゴル自治区、青海省といった地域は投資比率の方が圧倒的に高く(同図表の左上)、消費主導の経済成長にかなり遠い姿が見てとれる。

図表 11 GDPに占める家計消費と総固定資本形成の割合 (2011 年)



そして図表 11 からいくつか代表的な省を取り出して、それぞれの省がどの程度「消費主導型」の体質になっているかを消費と投資の比率で測ることとして、その比率の時系列推移を見たのが図表 12 である。これによると、沿岸部の北京市や浙江省ではここ数年上昇しており、徐々に消費主導の体質に近づいているのに対して、中部の河南省は下げ止まりつつある段階にあり、西部の甘肅省や雲南省は今なお低下を続けているという相違が確認できる。

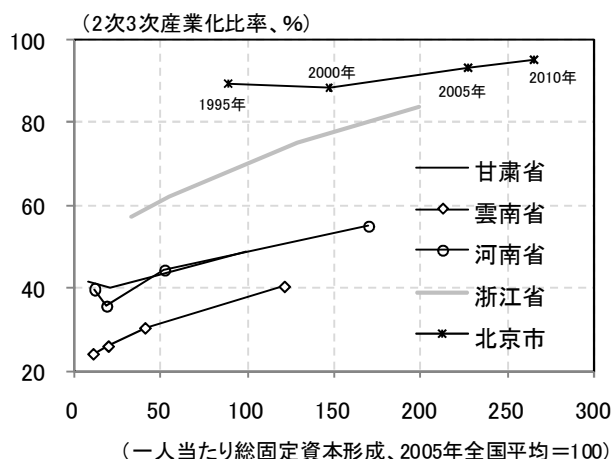
図表 12 消費/投資比率の推移（省別）



そして図表 12 に示した地域がどの程度消費主導體質に近づいているかを、一人当たり固定資産投資と2次3次産業比率、一人当たり生産性と消費/投資比率との時系列推移で見たのが図表 13 と 14 である。

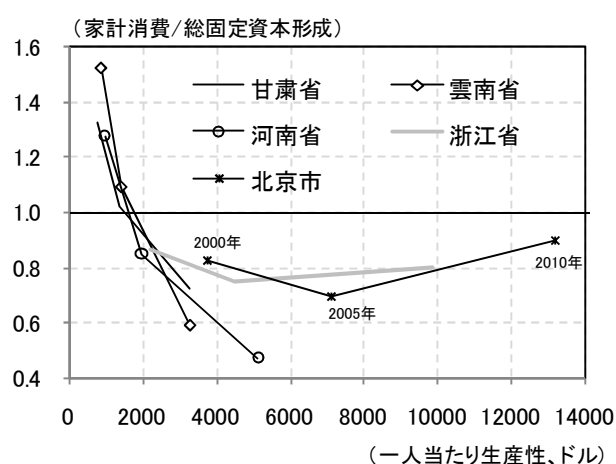
図表 13 からは、各地域が 1995 年以降一人当たり総固定資産投資の増加とともに2次3次産業比率が上昇してきた姿がうかがえる。そして一人当たり生産性を横軸に消費/投資比率を縦軸に取って各地域の動きを見た図 14 からは、生産性の水準が非常に低い段階では消費が投資を上回っている状態が続き、次第に消費/投資比率が下がり投資主導の経済に転換していく様子が把握できる。そしてその後、一人当たり生産性が更に上昇するにつれて消費/投資比率は徐々に下げ止まりから上昇に向かうというU字型のパスを描くことが見て取れる。

図表 13 一人当たり総固定資本形成 と 2次3次産業化比率



(資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成

図表 14 一人当たり生産性と消費/投資

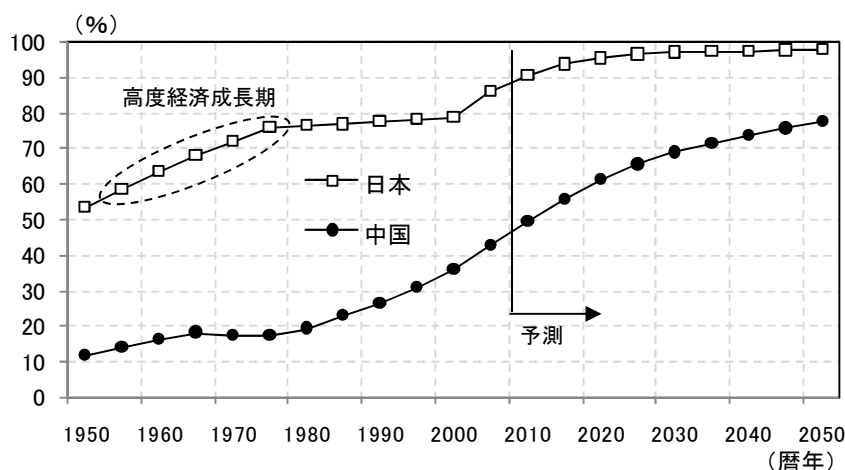


(資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成

これが消費主导体質への転換という観点で見た各地域の発展プロセスであり、北京市は他の地域に先行してこのプロセスを進んでいる。そして消費/投資比率が下げ止まりの段階にある浙江省や中部の河南省がこれに続き、この比率がまだ低下している西部の甘粛省や雲南省はこのプロセスの最後尾を走っているということになる。今後はこういった地域の都市化、その結果としての投資積み上げと2次3次産業割合引き上げを重点的に進めることで、経済全体の生産性を引き上げるとともに消費主導経済体質への転換を図ることが可能になるだろう。

国連の都市化に関する将来予想では、中国の都市化比率はこの先もある程度し続けるという予想になっている(図表 15)。これは、都市化率の上昇が1980年前後にほぼ完全に止まった日本とは対比的な動きである。冒頭で見たように、人口構成では高度成長期の日本と比べて厳しい条件にある中国も、この予想が実現できれば都市化を進める余地が大きい点で日本よりも好条件下にあると言えるだろう。もっともこの国連の予測のように都市化率が上昇していくためには、中国特有の戸籍制度やより都市化率を高める効率的な投資などを行えるかがこの国連の都市化率実現の鍵にもなる。中国が今後安定成長を確保できるかどうかは、日本を含めた他国にも大きな影響を及ぼすだけに、この先の中国政府の対応が注目される。

図表 15 日中の都市化率推移



(資料)国連「World Urbanization Prospects」より三井住友信託銀行調査部作成

(経済調査チーム 鹿庭 雄介:Kaniwa_Yuusuke@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

日米農業金融の相違から見えるもの

<要旨>

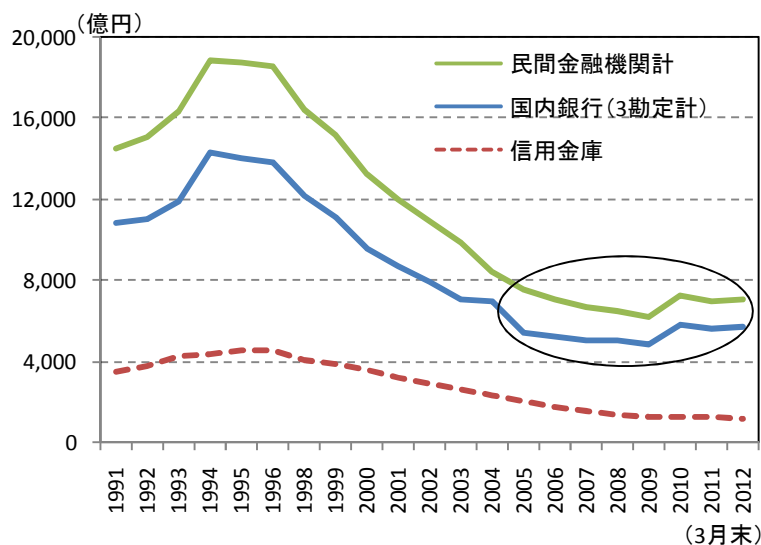
農業を成長産業の一つとしようとする流れの中で、我が国の農業金融においても、地方銀行等を中心に農業向け貸出に取り組む事例が増えてきている。また政策的にも、日銀による「成長基盤貸付制度」や6次産業化ファンドの創設など、成長分野への民間資金の活用が模索されている。とはいえ、現状では農業向け貸出に占める民間金融機関の存在感は極めて小さい。

米国では、農業金融の中心的役割を商業銀行が担っているが、その背景を比較すると、農業金融の発展経緯の違いという以外に、(1)「担い手の収益力」や(2)「貸出リスクを低減させる要素」の有無に違いがある。日本でも、民間金融機関が参入しやすいような環境整備を進め、農業ファイナンスにおける選択肢を増やすことは、農業が成長産業へと発展していく過程において重要な施策の一つとなるのではないか。

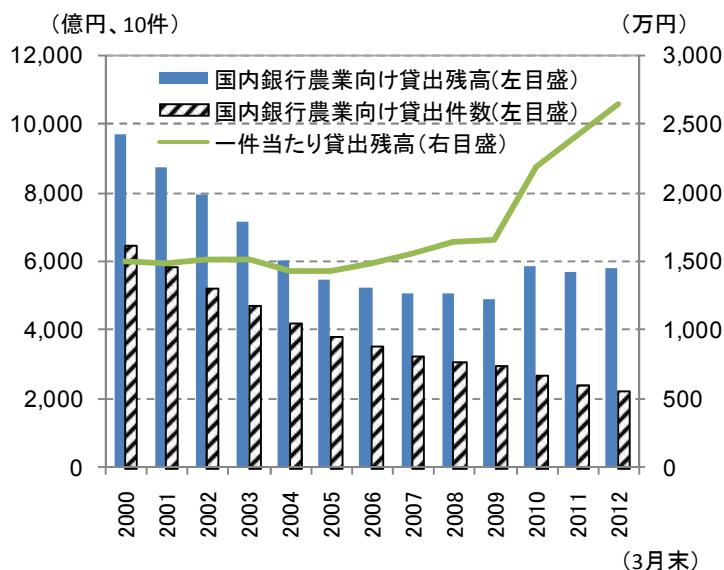
1. 日米農業金融の現状

農業を成長産業の一つとしようとする流れの中で、我が国の農業金融においても、地方銀行等を中心に民間金融機関が参入する事例が増えてきている。日本銀行の貸出統計で、民間金融機関による農業向け貸出残高の推移をみると、農業向け貸出の大半が農業者の生活資金向けであることもあり、大きく減少しているように見えるが、2005年以降の下げ止まりと増加が農業経営向け貸出を増やす動きと合致しているとみられる(図表1)。下げ止まりないし増加の主因となっている国内銀行の動きをやや詳しく見ると、貸出件数の減少が続く一方、一件当たりの貸出残高は2005年以降増加傾向にあり、2009年以降は顕著に拡大しているのが分かる(図表2)

図表1 民間金融機関農業向け貸出残高の推移



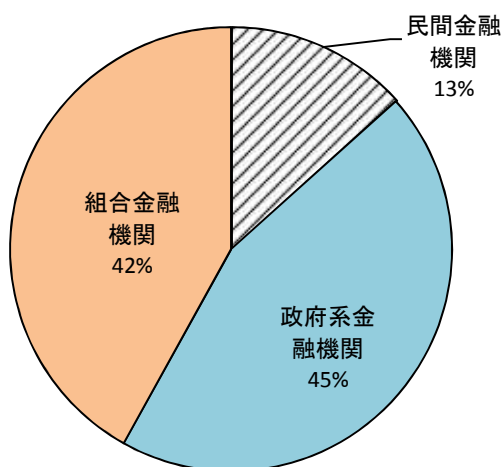
図表2 国内銀行による農業向け貸出件数・残高の推移



(資料) 図表 1,2 ともに日本銀行資料より三井住友信託銀行調査部作成。

また、政策的にも、2010 年の日銀による「成長基盤貸付制度」の導入や 2012 年 8 月の「株式会社農林漁業成長産業化支援機構法（6 次産業化ファンド法）」の成立など、成長分野と目される産業への民間資金の活用が模索されており、前者の制度では、農林水産業・農商工連携事業向けに、2010 年 4 月から 2012 年 6 月までの累計で、127 行、1,953 億円の貸付が行われた。とはいえ、農業向け貸出残高を金融機関別にみると、民間金融機関の占める割合は 1 割程度（この中には、農業者の生活資金向けが含まれ、農業経営向けとなると、その比率はさらに少ない）であるなど、民間金融機関の存在感は極めて小さいのが実情である（図表 3）。農業ファイナンスにおける選択肢を増やすために必要な条件は何かについて、米国との比較から考えてみたい。

図表 3 金融機関別農業向け貸出残高の割合
（総額 5.2 兆円、2011 年 3 月末）



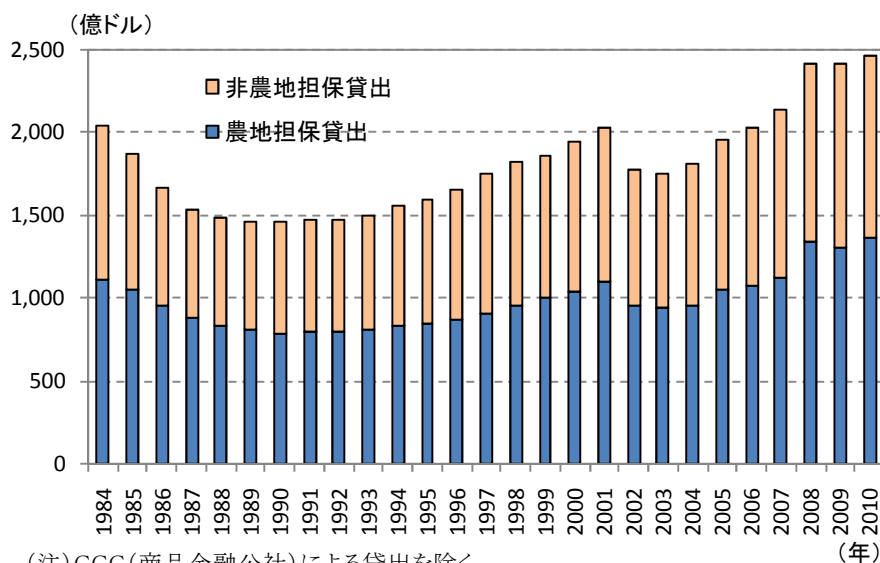
（注）系統金融機関の貸出残高は公庫委託資金を除く。民間金融機関の貸出には農業者への生活資金等を含む。
（資料）農林中金総合研究所「農林漁業金融統計」より三井住友信託銀行調査部作成。

まず、米国における農業の経済的位置づけ、農業金融の現状について簡単にみてみよう。

米国における農業の経済的位置は、GDP 比で 0.9%と、我が国（GDP 比 1%）とほぼ同じであり、決して高いとは言えない。ただし、農業は食料安全保障や環境保全など、多面的機能を有することから、自由主義経済を標榜する米国においても、政府の保護下に置かれる特殊な産業となっている。そのため、農業金融についても一定の政策金融が存在する。米国における政策金融は、農業のほかにも住宅、教育、中小企業など公共性の高い事業分野で設けられており、政府支援機関（Government Sponsored Enterprise:GSE）によって担われている。農業分野では、日本の農協組織にほぼ該当する「連邦農業信用制度（Federal Farm Credit System:以降 FCS）」や住宅金融におけるファニーメイやフレディマックのような役割を担う「連邦農業抵当公社（Federal Agricultural Mortgage Corporation:FAMC=ファーマーマック）」がある。

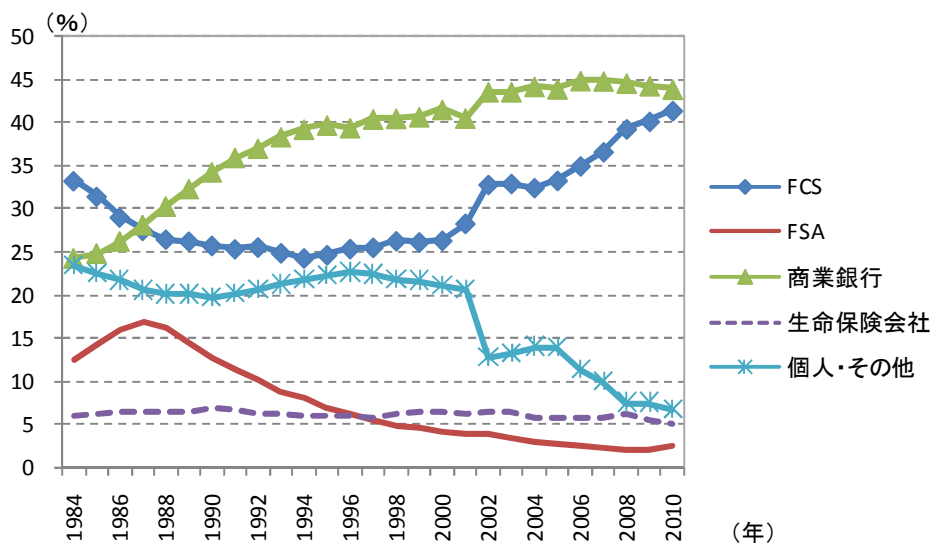
米農務省の統計によれば、農業向け貸出額は、2010 年で 2,466 億ドルと、増加傾向で推移している（次頁図表 4）。これを、農場などを担保とした長期貸出金（農地担保貸出）、及び作物担保あるいは無担保の短期貸出金（非農地担保貸出）とで分けてみると、足元で農地担保貸出の増加が目立つ。

図表4 農業貸出額の推移



また、融資機関別にその割合をみると、最もウェイトが高いのが商業銀行で、2010年で農業貸出総額の44%を占める。次いで高いのがFCSで、2000年以降、個人の貸出減少分を補うように増加しており、2010年で41%と商業銀行とほぼ並ぶ水準にある(図表5)。一方、農務省の出先機関である農業サービス局(Farm Service Agency:FSA)による貸出は、1987年をピークに減少しており、2010年で2%程度となっている。

図表5 融資機関別農業貸出額の推移



2. 米国で商業銀行が農業貸出の中心的役割を担える背景

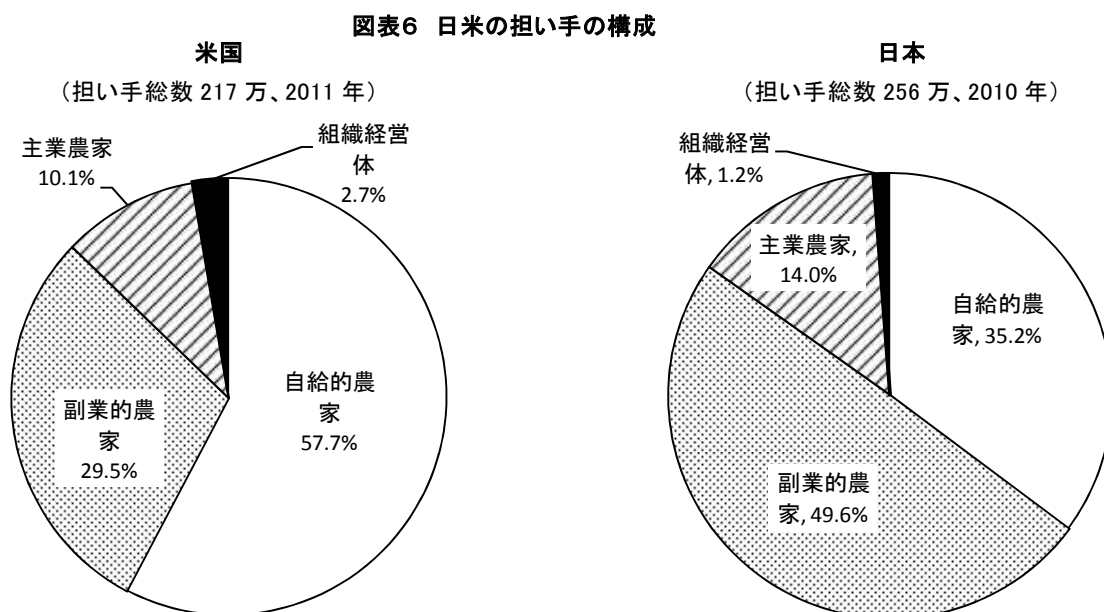
米国では、なぜ、農業というリスクの高い産業に対する貸出において、商業銀行が中心的な役割を担えるのだろうか。

そこには、米国農業金融が、もともと農地を担保とした民間金融から発展した¹ という経緯の違いに加え、(1) 農業経営体の収益力、(2) 貸出リスクを低減させる要素の有無、に大きな違いがあると考えられる。以下それぞれについてみてみよう。

(1) 農業経営体の収益力の違い

米国というと、大規模な担い手が多いというイメージがあるが、実際には、217 万戸の担い手(2011 年)のうち、我が国の概念でいうところの主業農家+組織経営体(=売上規模が 25 万ドル以上の大規模農業経営体とした)の割合は 1 割程度に過ぎず、6 割近くが自給的農家、残りの 3 割が農業以外からの所得が多い「副業的農家」となっている(図表6)。また、大規模農業経営体においても家族経営が基本となっており、法人化しているのは大規模経営体のうち 2 割(全担い手に占める割合は 2.7%)と少ない。

一見すると、米国の方が自給的農家が多いが、自給的農家はその名が示すとおり、自家消費を目的とするものであり、農地の維持という面で役割はあるものの、農業生産という意味からはほとんど無視しうるものである。実際に日米ともに、農業産出額のほぼ 9 割超を自給的農家以外(=農業経営体)が産出している。そこで、農業経営体に絞って比較すると、日米ともに、農業経営体の構成比は、主業農家+組織経営体が 2 割強、副業的農家が 8 割弱とほぼ同じである。



(注) 担い手を日本の概念に近いものとして次のように分類した。「自給的農家」は、リタイヤ農家及び Residential/lifestyle 農家、「副業的農家」は農業経営を目的とし、中低規模(売上 25 万ドル未満)の農家、「主業農家+組織経営体」は大規模農家(売上 25 万ドル以上)及び非家族経営体とした。なお、日本では準主業という分類もあるが、農外所得が主であるという点から副業的農家としてカウントした。

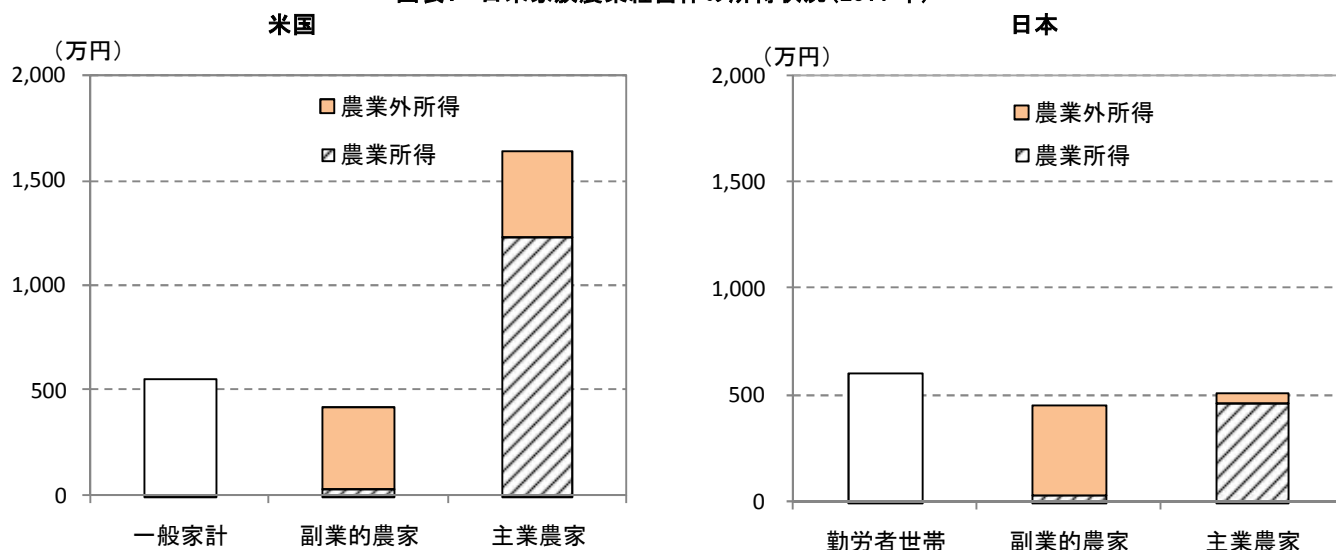
(資料) 米国農務省資料及び農林水産省資料より三井住友信託銀行調査部作成。

農業経営体の構成比が同じである一方、農業産出額では米国が日本の 4 倍の規模を誇る。次頁図表7は日米の家族農業経営体の所得状況をみたものである。主業農家の農業所得(企業会

¹ 民間金融業者の中で悪質な業者も多く、行き過ぎた取り立て等をめぐるトラブルが絶えなかったことから、こうした行き過ぎを是正する役割を担って共同組合(FCS)の仕組みが取り入れられた。

計で営業利益に該当)は、日本では勤労者世帯平均値を下回る一方、米国では、農産物価格の高騰の影響もありやや割り引いてみる必要はあるものの、一般家計所得の約2倍以上を得るなど、主業農家の収益力に歴然とした差がある。なお農業所得には政府からの補助金が含まれており、米国では、農業所得に占める補助金の割合が多い時で4割超という時もあるが、2011年はその割合は1割程度となっている。

図表7 日米家族農業経営体の所得状況(2011年)



(注) 1. 1ドル=80円として換算。

2. 日米ともに農業所得には農家に直接支払われる補助金・保険の受取金を含む。また農外所得には年金等の収入を含む。

(資料) 米国農務省資料及び農林水産省資料より三井住友信託銀行調査部作成。

また、金融機関側から見た場合、貸出先の自己資本の厚みが貸出に際しての一つの目安となる。2011年時点で、日本が18.5%(日本では家族経営体のデータがないため、組織経営体のデータ)に対し、米国では89.5%(最も低かった1985年でも77.8%)と高いことも特徴である。

(2) 貸出リスクを低減させる要素の違い

農業は、天候等の経営リスクが大きく、そのリスクをいかに低減させることができるかが重要となる。貸出リスクを低減させる要素としては、①政府の補助金や作物保険などの経営安定化措置、②農地の担保価値、③貸出債権の証券化機能、④金融機関からみた経営状況の把握、⑤地理的多様性の確保、といったものが挙げられ、日米の状況は図表8の通りである。

図表8 日米における貸出リスク低減要素の比較

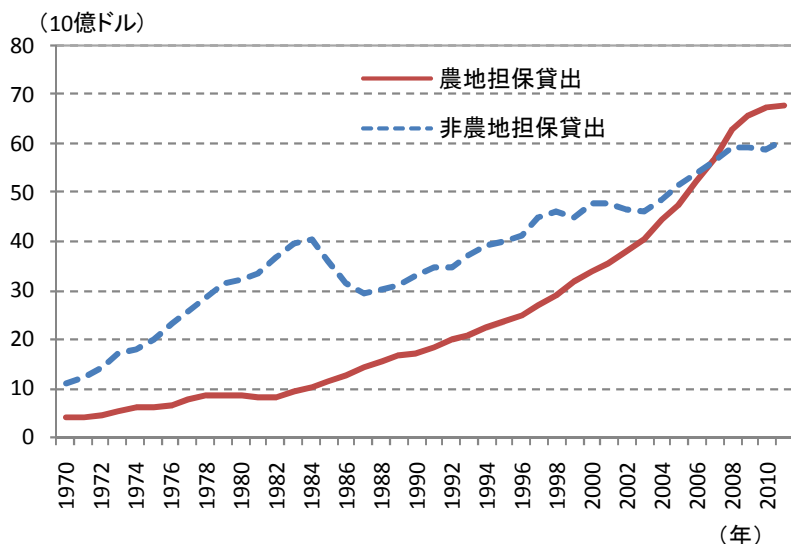
	米国	日本
①経営安定化措置 ・政府補助金 ・保険	○ ○	○ ○
②農地の担保価値	○	△
③貸出債権の証券化	○	△
④経営状況の把握	○	×
⑤地理的多様性の確保	○	×

(資料) 米国農務省資料及び農林水産省資料より三井住友信託銀行調査部作成。

①の経営安定化措置については、両国ともその方法には違いがあるが、一定の政策が施されている点は同じである。

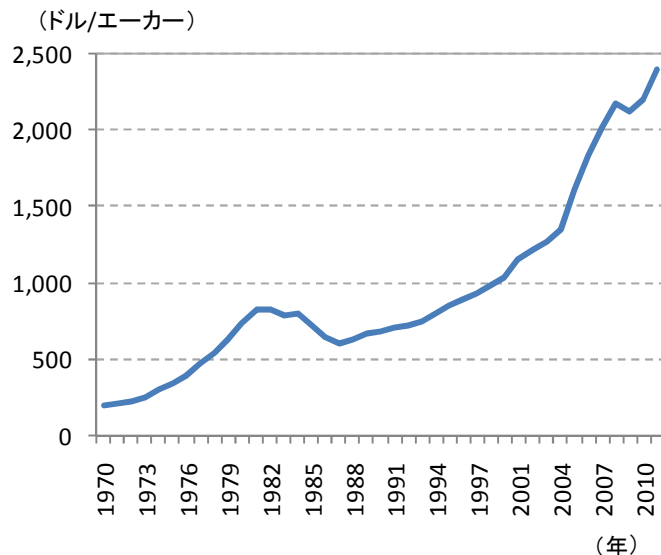
②の農地の担保価値については、日本においては、農地の所有に厳しい制限が設けられていることもあり、商業銀行にとって農地の担保価値はほとんどないといつてよい(ただし、政府系金融機関は農地を担保とした貸出を行う)。一方米国においては、農地の転用に関しては厳しい規制が設けられている(州による規制)ものの、農地が農地として利用される限りにおいては、その売買については、比較的自由に行うことができる。FCS と商業銀行では資金調達方法に違いがあるため(前者は債券発行、後者は預貯金)、農地を担保とする長期的資金はFCS、商業銀行は短期資金というすみ分けがなされてきたが、商業銀行においても農地を担保にした貸出は増えている(図表9)。特に、2000 年以降は、穀物高による農地需要の増加や投資マネーの流入等もあり、農地価格が急騰していることもあって(図表 10)、ややバブル的な要素を抱えている可能性はあるものの、農地担保貸出が非農地担保貸出を上回って推移している。

図表9 商業銀行の農業向け貸出の推移



(資料)FDIC 資料より三井住友信託銀行調査部作成。

図表10 農地価格の推移(名目)



(資料)米農務省資料より三井住友信託銀行調査部作成。

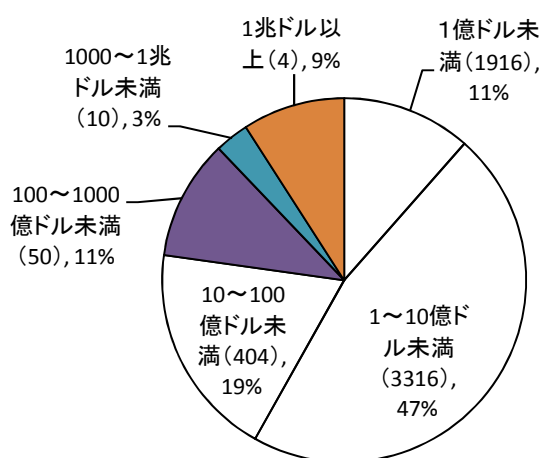
③の貸出債権の証券化については、米国では、1980 年代に農業不況に見舞われた際の対応策として農業金融面で新たな仕組みが導入された。その主要なものの一つが、農業貸出債権の証券化を円滑にすすめるための専門機関(連邦農業抵当公社)の設立であった(1987 年)。この公社の役割は一定の基準に該当する貸付債権を、商業銀行や FCS の機関から担保付きで買い取ってプールし、それを見合いとする資産担保証券(=ファーマー・マックと呼ばれる)を発行するものである。これにより、商業銀行は貸出債権を切り離して流動化を高めることが可能となった。日本においても、目下、政策金融公庫による貸出債権の証券化事業が行われているが、緒に就いたばかりという状況である。

④の経営状況の把握については、日本では農業法人は財務諸表の作成が義務付けられているものの、農業者で青色申告を行う先は少なく、民間金融機関にとっては経営状況の把握を難し

くさせる一因となっている。一方、米国においては、農業保険プログラムとの関係から、農業者の農業所得税申告は 100%に近い。

⑤の地理的多様性の確保については、農産物には地域的リスクがあるため、県や地域を超えて広域化することで貸出リスクを分散することができる。日本においては、農協にしても地銀にしても活動エリアが一定の地域に限定されるため、地理的多様性を確保することが難しい。一方米国では、農業向け貸出を行う商業銀行を資産規模別にみると、資産規模が 100 億ドル以上の銀行で、農業貸出の 4 分の 1 近くを占めている(図表 11)。支店を広範囲に持つ大規模銀行では、地理的多様性を確保しやすいとみられる。

図表 11 商業銀行の資産規模別にみた農業貸出割合(2012 年 9 月現在)



(注) 括弧内の数字は農業向け貸出を行う銀行数。

(資料) FDIC 資料より三井住友信託銀行調査部作成。

以上をまとめると、農業金融における民間金融機関の位置づけが日米で大きく異なる背景には、農業金融が発展してきた経緯や、融資対象となる農業経営体の収益力という基本的な条件の差だけでなく、担保となる農地の流動性や、証券化を活用した与信リスク分散の仕組みの有無といった多くの相違点があると考えられる。

自民党が発表した「日本経済再生に向けて緊急経済対策」においても、高付加価値化、競争力向上を伴う「攻めの農林水産業」の展開があげられている。公的金融の充実とともに、民間金融機関が参入しやすいような環境整備を進め、農業ファイナンスにおける選択肢を増やすことは、農業が成長産業へと発展していく過程において重要な施策の一つとなるのではないか。

(経済調査チーム 貞清 栄子 : Sadakiyo_Eiko@smtb.jp)