

欧州の挑戦

代表取締役社長 古谷 周三

欧州は回復に向かっているのであろうか、それともリーマン後の債務危機の後遺症から脱しきれず喘いでいるのであろうか。

指標面では2013年4月～6月期実質GDP成長率はプラス圏に復し、生産も消費も緩慢ながら回復を見せ、最悪期を脱したようにも見える。ただし、その内容を点検すると多くの構造問題が横たわる。南欧中心に失業率は高止まり、国家・企業・家計の過剰債務はなお調整途上でデフインフレも進行し始めている。金融システムは脆弱で、緩和しても貸出金利は下がらず貸出も伸びない。手詰まりだ。

どうやら欧州の底離れはまだ見えない。本誌でも分析・報告のとおり、下方リスクを抱えての「底ばい」が当研究所の客観的見立てである。

昨年、こうした停滞に対して当の欧州、特にユーロ圏の金融関係者はどういう展望とシナリオ、苛立ちや不安を持っているのか、じかに顔色を見ながら聞いてみた。確かにエコノミストたちの歯切れはあまり良くなかった。経済指標の解説も「以前に比べればマシ」の類で、外需頼みのシナリオも多い。

面談してみた印象だが、経済の話題がいつか金融規制と新たな秩序・安全網の話に移り、それがガラス細工の仕組みであること、出口が遠いことに憂鬱な顔になる場面が多かった。日本では忘れられつつある感覚だが、金融機関の健全化対応が、信用収縮、特に中小企業の血流滞留を招くことが相当意識されている。銀行同盟の入口でクリアすべきストレステストは、「脱落者」の疑心暗鬼を伴う重いテーマになっていた。

中には欧州は米国投資銀行の「強欲」の被害者だ、と憤慨する人もいた。だが質が違う。米国の金融危機は無国籍の金融工学的市場が舞台だったが、欧州債務危機は「国」単位の地図的リスクの連鎖である。市場はその矛盾、単一通貨ユーロと凸凹な各国財政の矛盾を攻撃したのだ。対処法は、絡み合った国の債務と金融のリスクを慎重に遮断し、別々の安全網を構築して安定させるしかなく、困難で長い道のりを予想させる。それが憂鬱な顔の原因だ。

そこには新たな秩序作りに際しての共同体ゆえの独特の「苦しさ」と、しかし同時に「強さ」も感じられた。

説明者は「この難しさは他には理解できない」と語る。確かに米銀やメガバンクはそうだろう。しかし、実は我々にとっては身近な、手触りある内容だった。次に起こりそうなことすら想像できる。なぜならそれは、我々協同組織が独自の安全網を構築してきた道、経験した論点、課題、解決と瓜二つだから。

「苦しさ」はメンバーが独立したガバナンスを持つゆえの合意形成の難しさ、労力と時間の問題だ。風土や文化の異なる各国が各々議会承認を要する。メンバー間の異なる体力と負担の公平性、負の遺産の自助努力による処理、破綻処理ルールと意思決定プロセス、処理基金の負担等、俄かに判断しかねる問題だ。

一方「強さ」は、共同体ゆえの求心力、ギリギリ解決を探る粘り腰と「壊せない」という共通の意思だ。振り返れば長期流動性供給等応急措置とその間の異例処理、財政と金融のリスク遮断（ESM）、銀行同盟・監督一元化の枠組み等薄氷の交渉だった。破綻の危機は何度もあった。そこを最後は求心力が支えた。

金融規制は相変わらず逆風で銀行税のような「銀行叩き」も続く。「ビジネスモデルが作れない」との悲鳴もある。今後もユーロ圏各国間のアリとキリギリスのつばぜり合いは続くだろう。それでもユーロ圏は新たな秩序作りに前進する外はない。もう戻る選択はない。

元々欧州連合（EU）は市場の合理性や企業の成長という経済論理だけでなく、資源をめぐる紛争回避、石炭の共同管理構想に淵源を發する共同体としての政治的意思で結びついたのだ。それを思うと、研究所としてはむしろ客観的分析に徹するが、個人的にはユーロ圏の挑戦が成就することを密かに願っている。それは市場（的な価値）に対する共同体の対抗・挑戦でもあるから。

情勢判断

国内経済金融

「企業から家計へ」の流れは定着するか

～懸念が残る増税後の国内景気～

南 武志

要旨

アベノミクスへの期待感から、2013年の国内景気・物価には改善の動きが強まった。こうした動きは大企業のみならず、長年停滞していた中小企業非製造業に至るまで広がりを見せている。13年度末にかけて、消費税増税前の駆け込み需要が本格化することもあり、国内経済は高めの成長を達成、物価上昇率も1%前後で推移するだろう。しかし、14年度の増税直後には国内景気は足踏み状態に陥り、物価上昇圧力も一旦は解消すると見られる。政府の経済対策、賃上げ等を通じた「企業から家計へ」の所得分配は増税ショック吸収には不十分と見る。14年夏ごろには日本銀行は追加緩和策の実施を決断するだろう。こうした状況を踏まえれば、長期金利の低位安定状態は当面続くと予想される。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目		2014年				
		2013年 12月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)		0.073	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1
TIBORユーロ円(3M) (%)		0.2200	0.20~0.25	0.18~0.23	0.15~0.23	0.15~0.23
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 (%)	0.675	0.50~0.85	0.50~0.85	0.55~0.90	0.55~0.90
	5年債 (%)	0.215	0.15~0.40	0.15~0.40	0.20~0.45	0.20~0.45
為替レート	対ドル (円/ドル)	104.0	98~110	100~112	100~112	100~115
	対ユーロ (円/ユーロ)	142.3	130~150	130~150	135~150	130~150
日経平均株価 (円)		15,859	15,500±1,000	14,500±1,000	14,500±1,000	14,750±1,000

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

(注)実績は2013年12月19日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

国内景気:現状と展望

2013年はアベノミクスへの期待感に下支えされた1年であった。景気動向指数によれば、12年11月に一致CIは底入れし、それとほぼ同時に、積極的な経済政策運営に対する期待感から円安・株高が進行し始めた。これを受けて、家計・企業の景況感は一転、12年4月をピークにして沈滞していた経済活動が再活性化した。ちなみに、今回の景気回復の初期段階では民間消費など国内需要が主導的な役割を果たしており、逆に円安が定着したにもかかわらず、輸出が伸び悩むなど、

これまでとは様相が異なったのが特徴的である。

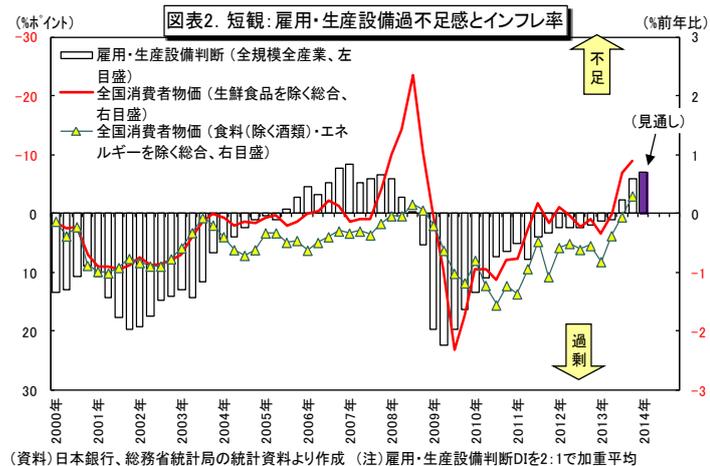
ただし、足元では世界経済の持ち直しもあり、輸出数量も緩やかに増加していることが見て取れる。とはいえ、原発停止による原油・LNG輸入の高止まり、生産拠点の海外シフトや消費税増税を控えた駆け込み需要による輸入増圧力もあり、貿易赤字は過去最大の更新が続いている。

なお、日銀短観12月調査によれば、全般的に企業経営者の景況感が改善したことが確認できるが、なかでもバブル崩壊以降、一貫して「悪化」超状態が続いて

きた中小企業・非製造業においても業況判断 DI が「良い」超に転じた（約 22 年ぶり）ことが目を引いた。金融緩和の浸透、公共事業の大幅増などの効果が出ていると思われ、非製造業では既に出始めていた雇用や資本設備の不足感が一段と強まっている。

一方、14 年の国内経済を展望すると、アベノミクスの真価が問われる年になるだろう。4 月に予定される消費税増税を前に、13 年度下期の経済成長が高めに推移することの反動もあり、14 年度上期の民間需要は大きく落ち込むのは不可避であろう。問題は、そうした状況から持続的成長経路へスムーズに戻れるか、である。政府は 5.5 兆円規模の 13 年度補正予算案を編成しているほか、業績改善企業に対して賃上げを要請し、増税後の景気落ち込みを緩和し、元の成長経路への早期回帰を支援する構えを見せている。しかし、増税による実質所得の目減り（消費税要因で 2% 程度の物価上昇が見込まれる）を完全に吸収できず、かつ耐久財消費などの低迷から、景況感は大きく悪化するものと思われる。増税ショックの吸収には「企業から家計へ」の所得分配が定着する必要があるが、まだまだ不十分と思われる（見通し詳細は後掲レポートを参照のこと）。

一方、消費者物価については、円安定着や電気・ガス代の値上げ継続などエネルギー高騰などを主因として、13 年半ばには下落状態から抜け出し、足元では前年比 1% 弱まで上昇率が高まってきた（10 月の全国消費者物価（生鮮食品を除く）は同 0.9%、食品（除く酒類）・エネルギー



一除くベースでは同 0.3%)。全般的に、底堅い消費を背景に需給環境が改善していることもあり、「川上（素原材料）」から「川下（最終需要財）」への価格転嫁も進行中である。

既にエネルギー関連の物価押し上げ効果は一巡しているが、13 年度末にかけては景気回復色の強まりなどで物価上昇率は 1% 前後での推移が予想される。ただし、14 年度には増税の影響を受けて、国内景気が一時的に大きく悪化することから、表面的には 2% 台後半の上昇となるものの、消費税要因を除けば物価上昇圧力が一旦は解消した姿となるだろう。

金融政策：現状と見通し

デフレ脱却に対して煮え切れない対応を続けてきた日本銀行であったが、13 年に入ってから政策運営の枠組みは大きく変化した。1 月には、全国消費者物価で前年比 2% とする「物価安定の目標」を設定、これをできるだけ早期に実現することを決定した。また、黒田新総裁が初めて臨んだ 4 月 3～4 日の金融政策決定会合では、マネタリー・ベースを今後 2 年で約 2 倍にすることなどを柱とする「量的・質的金融緩和（以下、異次元緩和）」を導入、2 年程度で物価安定目標を実現

できるとの見通しを示した。黒田総裁が政策の逐次投入はやらないと宣言した通り、その後の日銀はその政策効果を見極める姿勢を継続している。

それでも4～6月にかけて、日銀による大量の国債買入れ（毎月発行額の約7割に相当する国債を市中から購入）への警戒感から、長期金利が過度な変動を繰り返しつつ、上昇した。しかしながら、日銀が国債買入れオペを弾力運用したことが奏功、7月以降の長期金利は安定を取り戻し、再び低下し始めた。

こうした日銀の変化に対しては、日本経済を疲弊させてきたデフレからの完全脱却に対する責任が明確化され、日銀がその早期達成に向けて積極的に関与し始めたことなど、大いに評価できる。こうした政策運営の変更は、円安・株高傾向を定着させ、景況感の改善を促し、それらが物価全体の押し上げにつながるなど、好循環を生み出す素地を作ったといえるだろう。また、人々の予想インフレ率も上昇し、実質金利の押下げを通じた景気刺激効果も強まるなど、事前に想定した通りの効果を発揮していると日銀自身も自負しているようである。

とはいえ、2%の物価安定目標の早期達成については、困難との見方は変わらな

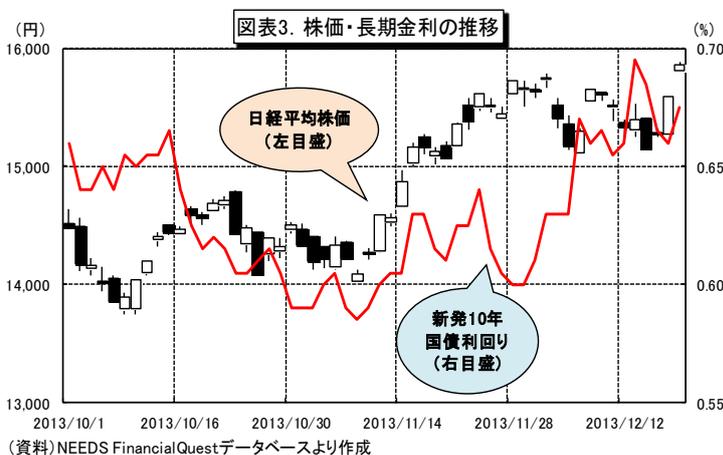
い。14～15年度の国内景気は需給バランスの大幅改善をもたらすほどの勢いはなく、前述のとおり、消費税増税後は物価上昇圧力が一旦は弱まると思われる。こうした動きが現実のものとなれば、金融政策はもう一段の緩和策を余儀なくされるだろう。そのタイミングとしては、日銀は現時点でも消費税増税の影響は限定的としていることから、事前に追加緩和を講じる可能性は小さく、14年夏ごろになるだろう。

金融市場:現状・見通し・注目点

13年を通して見れば、景気回復やデフレ脱却への期待から円安・株高傾向が定着する一方で、長期金利は日銀の金融政策によって低位に抑制された。なお、最大の懸案事項であった米金融緩和策(QE3)の規模縮小の開始は14年1月と決定されたが、しばらくはそれに伴う影響への注意が必要だろう。以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しを考えたい。

① 債券市場

13年度下期に入っても、長期金利（新発10年物国債利回り）は低位安定状態を続け、特に10月下旬から11月上旬にかけては0.6%割れも常態化した。こうした金利の低位安定の背景としては、日銀



が大量の国債購入を当面は継続するとの予想が定着するなかで、投資家の消去法的な国債購入スタンスも根強いこともあるだろう。加えて、消費税増税の決断が財政健全化の前進と評価されたことが挙げられる。なお、12月に入ってからではQE3の規模縮小が現実味を帯びてきたとの見方から

上昇した米長期金利に追随する形での金利上昇も見られ、0.7%近くまで上昇する場面もあったものの、投資家の押し目買い意欲も強く、限定的な動きであった。

先行きについては、内外景気の回復や米長期金利の強含み予想などが国内の長期金利にとっての上昇要因と意識されるが、極めて強力な緩和策の効果浸透、さらには14年の景気・物価の足踏み予想は金利上昇圧力を大きく緩和させるだろう。1%割れの長期金利は今しばらく継続すると予想する。

② 株式市場

13年5月下旬には一時1万6,000円に迫る勢いを見せた日経平均株価であったが、QE3の年内縮小の可能性を示唆したバーナンキ米FRB議長の発言を受けて、調整色が強い展開となり、その後は1万4,000円を中心としたボックス圏での展開が続いた。なお、11月中旬になって、次期FRB総裁に指名されたイエレン副議長が金融緩和策を当面継続する考えを示したことでリスク回避的な行動が弱まり、円安傾向が強まったことから、株価は約半年ぶりに15,000円台を回復するなど、再び堅調に推移し始めた。なお、12月18日には米QE3の規模縮小を14年1月から実施することが決定されたが、そうした

判断の背景となった米経済の底堅さが評価され、日米とも株価上昇と反応した。

先行きも年度末にかけての国内景気や企業業績の上振れ予想等を背景に底堅く推移するものと思われる。

③ 外国為替市場

5月下旬以降、内外の金融資本市場ではQE3の早期縮小の可能性を意識し始めた。本来であれば、日米金利差の拡大につながるQE3規模縮小は一段の円安を進行させる要因と捉えられるはずだったが、世界経済を牽引してきた新興国経済の成長の源泉であった「海外からの資本流入」が逆流するとの思惑が強まった。そのため、投資家はリスクオフ姿勢を強め、円高へ振れる場面も散見された。その後も、米金融政策の予想形成の上で重要視される雇用統計などの発表のたびに、QE3の規模縮小を巡る思惑が揺れ動く中、1ドル=90円台後半を中心としたレンジ内での展開が続いた。

なお、11月以降は円安傾向が再び強まった。米雇用統計は順調に改善してきたが、イエレン次期FRB議長候補の公聴会での証言内容がハト派的なものだったことが投資家のリスク許容度を高めた。また、対ユーロでも11月初旬のECBによる利下げ直後は一時円高に振れる場面もあ

ったが、それ以降は再び円安方向に戻している。なお、QE3規模縮小の決定を受けて円安ドル高が進行、約5年2ヶ月ぶりの104円台となった。

先行きも、米国では金融政策正常化、日本では緩和策の長期化観測が存在することから、円安気味に進行するものと思われる。(2013.12.19現在)



情勢判断

国内経済金融

2013～15 年度改訂経済見通し(2次 QE 後の改訂)

～13 年度 2.6%、14 年度 1.1%(いずれも変更なし)～

調査第二部

12月9日に発表された2013年7～9月期のGDP第2次速報(2次QE)および12年度確報での改定状況を踏まえ、当総研では11月18日に公表した「2013～15年度経済見通し」の見直し作業を行った。

景気の現状

デフレ脱却や成長促進を目論むアベノミクスの本格始動やそれに対する期待感、さらには円安・株高などを受けて、13年に入ってからの国内景気は内需主導での回復を開始、前半は年率4%前後の経済成長を達成した。日銀短観などからも、企業の景況感がリーマン・ショック以前の水準まで回復したことが示されている。その結果、遅ればせながらも、企業設備投資も回復に転じた。ただし、この1年で円安が大きく進んだにもかかわらず、海外経済の回復力がなかなか高まらないこともあり、輸出の増勢はあまり強まらなかった。

一方、夏場にかけては民間消費を中心に減速も見られた。11月14日に発表された7～9月期のGDP第1次速報(1次QE)によれば、実質成長率は前期比年率1.9%と4四半期連続でのプラス成長となったが、成長率は大きく鈍化した。成長を牽引したのは民間在庫投資と公共投資であり、肝心の民間消費や企業設備投資が減速するなど、内容も芳しくなかった。

7～9月期は年率1.1%成長へ下方修正

今回発表された7～9月期の2次QEで

は、経済成長率が前期比年率1.1%へ下方修正され、夏場にかけて国内景気が減速した様子が一段と明確となった。内容的には、民間在庫投資の下方修正が主因であり、他は微修正にとどまった。また、GDPデフレーターについては前年比▲0.3%と1次QEと変わらず、デフレ状態が続いていることが改めて認識できた。

なお、最近の主要経済指標をみると、企業設備投資など一部で持ち直しの動きが強まっているほか、自動車など耐久財消費に増税前の駆け込み需要も見えるが、全体として見れば「緩やかな回復」の範囲内での動きにとどまっているように見える。

当面の景気・物価動向

以下では、当面の国内景気について考えてみたいが、基本的に景気シナリオについては11月18日に公表した「2013～15年度経済見通し」で示したものをほとんど修正する必要はないと考える。

国内景気は、13年度末にかけて堅調に推移するものと予想する。消費税増税を前に、耐久財などを中心とした民間消費やこれまでに契約された住宅建設の進捗など、いわゆる駆け込み需要が本格化すること、海外経済、特に米国経済の回復力が高まることに伴い、輸出が堅調になっていくと見られる。また、公共事業も景気下支え役を十二分に果たすと思われる。こうした動きを受けて、企業設備投資も回復傾向を強めていこう。

しかし、14年4月の消費税増税後は景気が一時的ながらも大幅に悪化するのとは不可避であろう。政府は、それを緩和するために国費支出規模で約5.5兆円の経済対策を策定、業績改善企業に対して賃上げを要請してきたほか、成長戦略の実現に向けた法制度の整備に着手しているが、耐久財消費などの不振や2%前後の実質所得の目減りもあり、増税後の景気回復力はなかなか戻らないと思われる。

以上を踏まえ、13～15年度の経済成長率について、13年度：2.6%、14年度：1.1%、15年度：1.4%としたが、前回予測からいずれも変更なしである。なお、13年度については、12年度確報によってゲタの水準が0.1ポイント上方修正されたが、今回7～9月期分の下方修正などで相殺されたと考えている。

また、物価面に関しては、6月に前年比プラスに転じた消費者物価（全国、生鮮食品を除く）は直近10月分で同0.9%まで上昇率を高めてきた。最近では、円安やエネルギーの上昇といった側面のほか、需給バランスが改善している効果も加わっており、食料（除く酒類）・エネルギーを除くベースでも前年比プラスに転じてきた。先行きも、電気料金の値上げが継続するほか、さらには一段の需給改善効果も想定されるこ

とから、消費者物価は13年度末にかけて前年比1%前後での推移となるだろう。しかし、14年度には国内景気の足踏みによって物価上昇圧力は一旦緩和する可能性が高い。

消費税増税後には追加緩和を検討へ

現在の金融政策は、消費者物価上昇率で前年比2%前後と設定された物価安定目標を早期に達成することを最大の目標としている。日本銀行は15年度内にはその状態が達成されるとの見通しを提示し続けているが、14年度の消費税増税後の景気悪化は大きな障害になるだろう。前述のとおり、増税後には2%に向けた物価の動きが一旦途絶える可能性が高いと予想されることから、14年夏頃には追加緩和策が検討されると思われる。

2013～15年度 日本経済見通し

	単位	2012年度 (実績)	2013年度 (予測)	2014年度 (予測)	2015年度 (予測)
名目GDP	%	▲0.2	2.4	2.4	2.2
実質GDP	%	0.7	2.6	1.1	1.4
民間需要	%	1.5	2.1	0.4	1.6
民間最終消費支出	%	1.5	2.7	▲0.5	1.2
民間住宅	%	5.3	6.6	▲5.6	▲1.4
民間企業設備	%	0.7	0.7	3.3	4.3
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲0.1	▲0.3	0.3	▲0.1
公的需要	%	1.4	4.3	2.0	0.2
政府最終消費支出	%	1.5	1.9	1.4	1.1
公的固定資本形成	%	1.3	15.6	4.4	▲3.8
輸出	%	▲1.2	4.2	5.6	4.9
輸入	%	3.8	4.6	3.7	4.1
国内需要寄与度	%pt	1.5	2.6	0.8	1.2
民間需要寄与度	%pt	1.1	1.6	0.3	1.2
公的需要寄与度	%pt	0.4	1.0	0.5	0.0
海外需要寄与度	%pt	▲0.8	0.0	0.4	0.2
GDPデフレーター(前年比)	%	▲0.9	▲0.2	1.3	0.7
国内企業物価(前年比)	%	▲1.0	1.8	4.1	2.5
全国消費者物価(〃)	%	▲0.2	0.6	2.7	1.7
(消費税増税要因を除く)				(0.7)	(1.0)
完全失業率	%	4.3	3.9	4.0	4.0
鉱工業生産(前年比)	%	▲2.6	3.2	0.9	1.9
経常収支(季節調整値)	兆円	4.4	4.4	6.8	8.9
名目GDP比率	%	0.9	0.9	1.4	1.8
為替レート	円/ドル	83.1	99.8	104.5	105.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.08	0.08	0.06	0.06
新発10年物国債利回り	%	0.78	0.70	0.74	0.84
通関輸入原油価格	ドル/バレル	113.4	108.6	110.0	115.0

(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。
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。

情勢判断

海外経済金融

回復の勢いが強まる米国経済

木村 俊文

要旨

米国では 12 月に入り、雇用や消費など好調な経済指標が発表され、回復期待が高まった。また、懸案となっていた財政協議も、強制歳出削減の軽減などで合意した。こうしたなか、政策当局(FRB)は 12 月の FOMC で量的緩和の規模縮小を決めた。

経済指標は改善の動き

最近発表された米経済指標は、総じて改善の動きを示している。まず、雇用関連では、11 月の雇用統計で、非農業部門雇用者数が前月差 20.3 万人増と前月(20.0 万人)を上回った。また、失業率も 10 月に一時帰休した連邦政府職員が復帰したことなどを受け 7.0%と、前月(7.3%)から 0.3 ポイント改善した。労働参加率の低下傾向は依然として続いているものの、今回の雇用統計は総じて良好な内容であり、雇用改善の動きが続いていると判断される。

個人消費は、11 月の小売売上高が前月比 0.7%と前月(0.6%)を上回り、5 ヶ月ぶりの高い伸びとなった。変動の大きい自動車・ガソリンを除くコア売上高も 0.6%と、引き続き堅調に推移している。内訳では、自動車販売が好調となり全体を押し上げたほか、年末商戦入りでネット販売も伸びが高まった。

また、12 月の消費者信頼感指数(ミシ

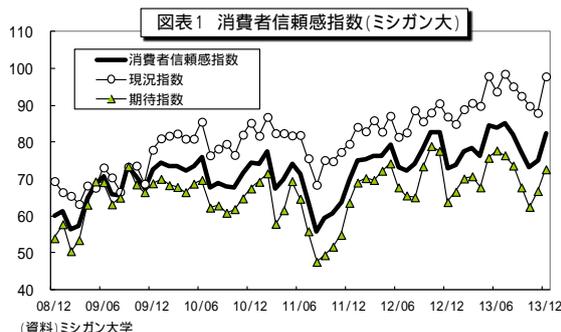
ガン大学、速報値)は 82.5 と、前月(75.1)から大きく上昇し、4 ヶ月ぶりに 80 を回復した。なかでも現況指数が 97.9 と株高などを背景に前月(88.0)から急上昇し、好調だった夏場の水準に戻した(図表 1)。

企業部門では、11 月の鉱工業生産が前月比 1.1%と、12 年 11 月(1.3%)以来の高水準となった。内訳では、自動車生産が 3.4%と上昇に転じて全体を押し上げたほか、寒波の影響で公益事業(電気・ガス)も 3.9%と伸び、さらに熱帯低気圧の接近で前月に一時閉鎖していた石油・ガス田が再開したことに伴い、鉱業も 1.7%上昇した。また、設備稼働率が 79.0%と前月(78.2%)から上昇し、08 年 6 月(79.2%)以来の高水準となったことから、設備投資が本格回復する可能性も出てきた。

住宅関連では、11 月の住宅着工件数(季調済・年率換算)が 109.1 万件と前月(88.9 万件)を大きく上回り、08 年 2 月以来 5 年 9 ヶ月ぶりの水準まで回復した。また、先行指標となる着工許可件数は、100.7 万件と前月を下回ったものの、2 ヶ月連続で 100 万件台を維持しており、持ち直し傾向が続いている。

財政合意で政府再開鎖は回避へ

13 年 10 月に 14 年度暫定予算などの法



案を可決した際に議会に設置され、当面の財政運営を検討することとなった与野党からなる超党派委員会は12月10日、強制歳出削減を今後2年間で630億ドル緩和（減額）し、14年度の裁量的支出を約1兆100億ドルと当初予定（9,760億円）よりも増やすことで合意した。

また、航空機利用者を対象に増税するなど歳入増も図ることから、今後10年間で財政赤字を230億ドル削減することでも合意した。今回の財政合意を受けて、14年1月15日に失効期限を迎える暫定予算は継続することとなり、政府機関の再閉鎖は回避される見通しとなった。

しかし、連邦政府の債務上限の取扱いについては未定であり、仮に期限の2月7日までに上限引上げで合意できず、財務省の特別措置による資金繰りが行き詰まる事態となれば、再び懸念が強まる可能性もあるだろう。

FRBは量的緩和縮小を決定

連邦準備制度理事会（FRB）は、雇用情勢の改善傾向などを踏まえ、12月17日～18日に開いた連邦公開市場委員会（FOMC）で、量的緩和策第3弾（QE3）の規模縮小を決定した。これまで月額850億ドルで実施している債券購入の規模を14年1月から住宅ローン担保証券（400億ドル 350億ドル）、米国債（450億ド

ル 400億ドル）それぞれ50億ドルずつ減額し、月額750億ドルになる。

一方、事実上のゼロ金利となる0.0～0.25%に据え置いている政策金利（FF金利）の継続見通しについては、これまで「インフレ率が2.5%を上回らず、失業率が6.5%を下回るまで」としていたが、新たに「インフレ率が2.0%を下回る状況が続くと予想される場合は、失業率が6.5%を下回った後もかなりの間低水準を維持する」との方針が加えられた。

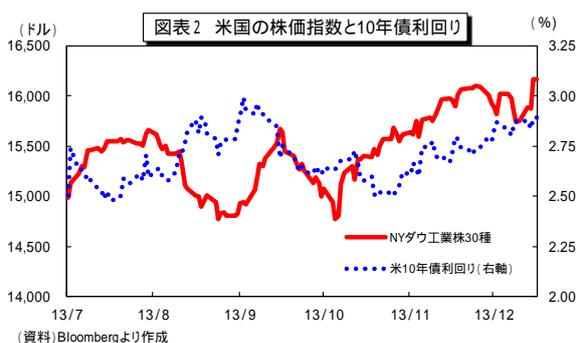
このようにQE3の規模縮小が決定されたとはいえ、債券購入は当面続き、ゼロ金利政策も長期化されることから、緩和策は今後も継続されると見てよいだろう。

米株価は史上最高値を更新

米国の長期金利（10年債利回り）は、11月の雇用統計が予想を上回ったことから12月初旬には一時2.92%と9月中旬以来約3ヶ月ぶりの高水準となった。その後は財政協議の行方を警戒してやや低下する場面も見られたが、経済指標の改善を受けて2.8%台で高止まりした（図表2）。長期金利は、引き続き景気回復期待を背景に上昇傾向で推移すると見込まれる。

一方、株式相場はQE3の縮小時期をめぐり神経質な展開が続いたが、FOMCで雇用や景気に対する楽観的な見方が示されたことから急反発。ダウ工業株30種平均は、12月18日のFOMC後に前日比292ドル（1.8%）上昇の16,167ドルと史上最高値を更新した。先行きの株価は、引き続き景気回復期待が強まるものの、一方では利益確定の売り圧力も強まると見られ、高値圏でもみ合う展開が予想される。

（13.12.19現在）



情勢判断

海外経済金融

経常収支から見たユーロ圏主要国の経済情勢

～ 外需に依存した経済回復には限界～

山口 勝義

要旨

ドイツとスペインでは輸出主導での経済回復が期待されるが、多大な経常収支黒字は経済の不均衡要因として批判を受けるほか、輸出拡大には様々な制約要因が存在している。このため、これらの国々による外需依存の経済回復には限界があるものと考えられる。

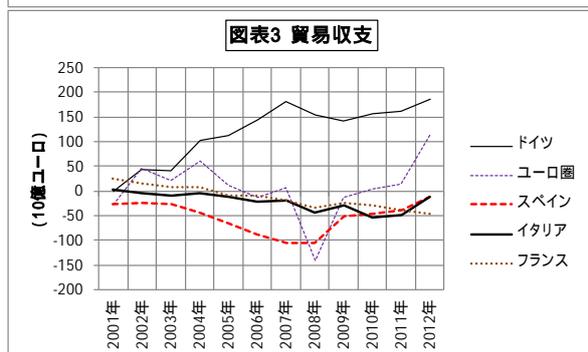
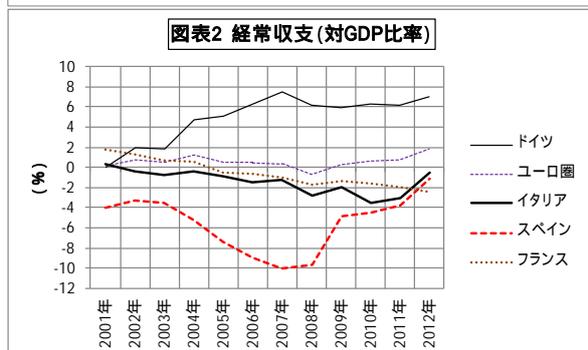
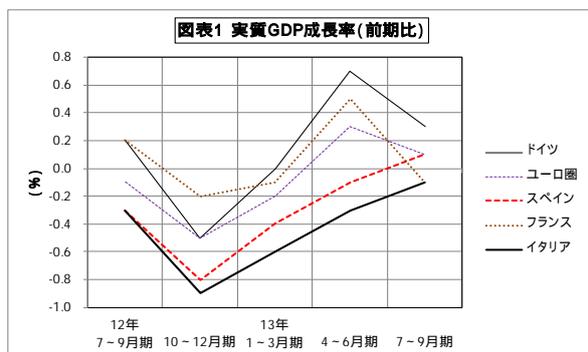
はじめに

ユーロ圏では、実質 GDP 成長率（前期比）が 13 年 4～6 月期には 0.3%と 7 四半期ぶりにプラスに転じた後、引き続いて 7～9 月期にも 0.1%のプラス成長を維持するなど、景気下げ止まりの兆しが現れている（図表 1）。

ここでのひとつの特徴的な動向は、7～9 月期には域内で経済規模が第 1 位と第 2 位であるドイツとフランスが成長率を低下させたのに対し、第 3 位と第 4 位のイタリアとスペインはその改善傾向を維持している点である。このほかイタリア、スペインの両国では経常収支赤字の縮小が進んでおり（図表 2）その主要な構成要素である貿易収支についても同様の傾向が認められる（図表 3）。

内需が弱くデスインフレ（物価上昇率の低下）による負の影響が懸念されるユーロ圏^(注1)では、景気回復のためには外需の取込みがカギとなる。以上の情勢からは、イタリア、スペインの 2 国では失業率が高く内需は抑制された状態が続いてはいるものの、外需に支えられた経済回復に向かいつつあるとも考えられる。

これら主要国の経済の実態はどうであり、今後の景気回復に向けどのような展望を持つことができるのであろうか。本



(資料) 図表1および3はEurostatのデータから、図表2はIMFのデータから、それぞれ農中総研作成。

稿ではユーロ圏の経済規模上位 4 ヶ国を取り上げ、主として経常収支の観点からこれらの点について考察するものである。

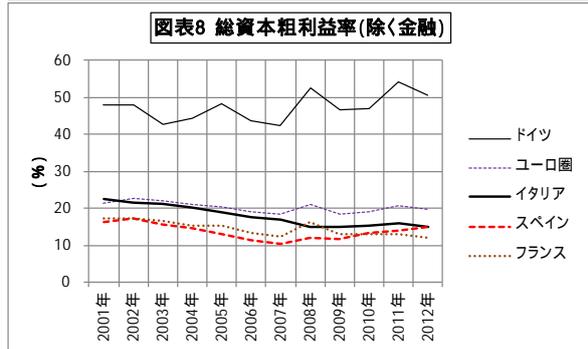
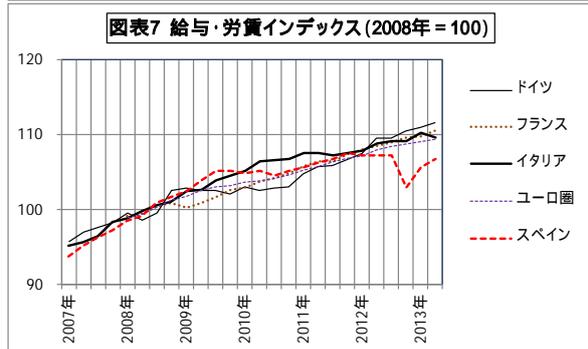
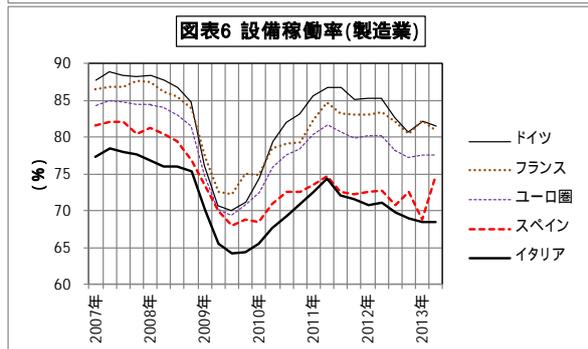
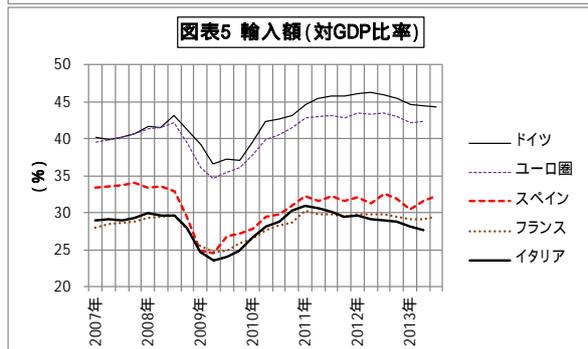
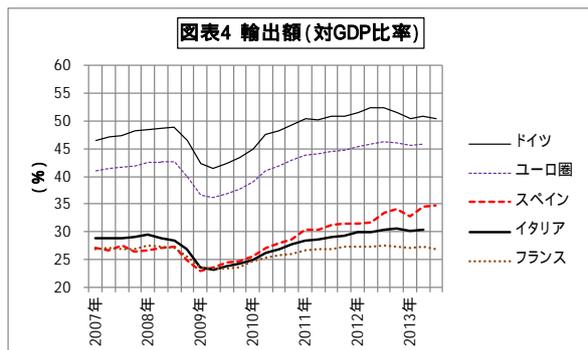
輸出の伸張が著しいスペイン

輸出額の推移を見れば、ドイツの堅調さの他に、特にスペインでの伸張とともにフランスの出遅れ感が明らかとなっている（図表4）。一方、イタリアでは輸出額には伸び悩みが見られており、また輸入額は減少傾向にある（図表5）。ここからは、同様に経常収支の改善傾向は認められるものの、イタリアに比べスペインでの経済情勢の良好さが窺われる。

スペインの主要な輸出品目は自動車等の輸送機械やその他の工業製品であるが（注2）、足元では同国の設備稼働率は急速に改善しており（図表6）、工業生産高もイタリアに比べ強い回復を示しつつある。スペインにおけるこうした輸出に支えられたとみられる生産の回復には、労働市場を含む経済の構造改革が進展し、その結果低下した生産コストが貢献しているものと考えられる（図表7）（注3）。

以上から4ヶ国の経済の特徴としては、まずドイツは従来型の輸出主導での景気反転の路線に乗っているものと捉えられる。また、スペインでは高止まる失業率と個人消費の伸び悩み、更なる不動産価格の下落等のリスク要因を抱えながらも、輸出の伸張で経済の先行きに明るい兆しが現れてきている。一方、これらとの対比で、イタリアやフランスの停滞感が強まっている。経済の構造改革が進まず輸出競争力が改善しないなか、特にフランスは経常収支の改善で劣後するばかりか企業の収益性でも不冴であり（図表8）新たな投資力の限界が輸出伸張の制約要因となっていることも考えられる。

しかし、ドイツ経済にも課題は残されており、これについて最近では国際的にも議論が高まりつつある。



（資料）図表4～8は、それぞれEurostatのデータから農中総研作成。

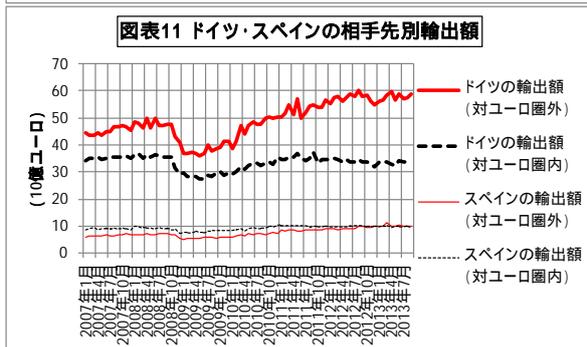
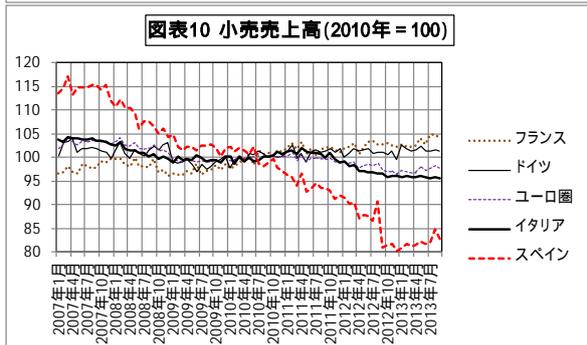
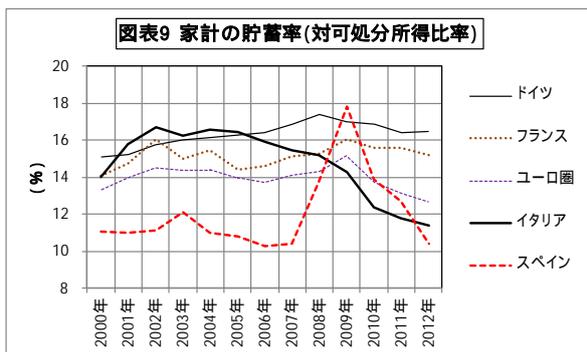
内需拡大を求められるドイツ

米財務省は10月30日に「為替政策議会報告」(注4)を発表し、ドイツの輸出依存度の高さと内需の伸び悩みがユーロ圏と世界経済にデフレバイアスを生じさせ、欧州経済の安定を阻害し、世界経済に悪影響を及ぼしていると指摘した。

一方、欧州委員会は11月13日発表の域内の経済不均衡に関するレポート(注5)で、ドイツの経常黒字がGDP対比6%(3ヶ年の平均)の上限基準を07年以降毎年上回っていることで通貨ユーロに上昇圧力をかけている可能性があり、ユーロ圏各国の景気回復を妨げている恐れがあるとして、ドイツを経済不均衡に関する詳細な調査対象国に含めることとした。

こうした動きに対してドイツは、経常黒字は地道な努力で生産性を上げ競争力を高めた結果であると反論を行っている。しかしながら、例えばドイツの貯蓄率は高止まりが続いており(図表9)、小売売上高も力強さに欠ける動きとなっている(図表10)。これらの結果、ドイツの多額の経常黒字がユーロ高を促し、これが同黒字と裏腹である内需の停滞とともにユーロ圏におけるデスインフレの進行を助長する要因となっている可能性は十分考えられる。加えて、ユーロ高は価格競争力に特に強く依存する南欧諸国産品の輸出を抑制するとともに、ドイツの内需の弱さはこれらの国々による輸出拡大に貢献することには結び付いてはいない。

しかしその一方で、ドイツは近年ユーロ圏外の相手先向け輸出を拡大している点が注目される(図表11)。このため、ドイツによる完成品輸出に向けて部品や半製品等の輸出の割合が高いスペインでは、ドイツの輸出拡大からメリットを享



(資料) 図表9～11は、それぞれEurostatのデータから農中総研作成。

受していることが考えられる(注6)。

このように、ユーロ圏内に限ればドイツの多額の経常黒字は一概に批判の対象とされるべきものとは限らない。しかし、世界的な視野からすれば、内需振興に疎いドイツが限られた外需を取り込むことで世界的にデフレ圧力を高めているとの批判にはやはり一定の合理性があるものと考えられる。このため、今後、公共投資の拡大や年金受給要件の緩和、柔軟な給与政策等、メルケル政権が本来望まない政策への一層の取組み強化を求める国際的な圧力が強まる可能性がある。

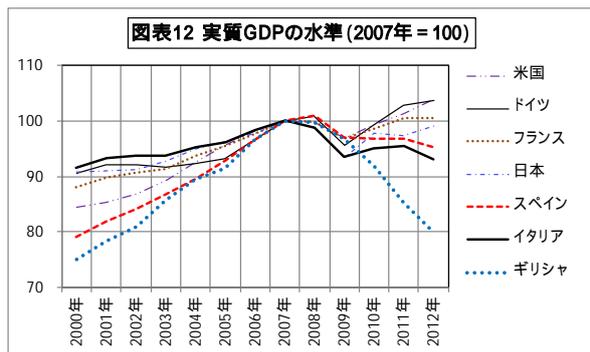
おわりに

内需が弱いユーロ圏では、外需の取込みは経済回復のカギである。しかし、少なくとも現時点では世界経済の回復は緩やかなものにとどまっており、外需に大きく依存できる環境にあるとは言えない。

GDP の水準を比較すれば、大規模な金融緩和が行われてきた米国でさえ 12 年には金融危機前の 07 年を 4% 程度上回る水準であるに過ぎない(図表 12)。この値はドイツと大差がなく、米国ではかつての経済成長の勢いは見られない。また最近では、新興国においても景気の減速感が強まっている。こうしたなか、輸出主導での経済回復は限られた需要の奪い合いになりかねず、ドイツ型の経済回復モデルに対しては反発が強まることになる。

また、スペインの輸出についても、垂直的な分業関係の下ではドイツを中心とした製品輸出国の動向に左右されることに加え、自らの研究開発投資は限定的であり固定資本投資額も低調であることなどから、製品に独自の競争力を付加できずに輸出が頭打ちとなる可能性も考えられる。さらに、スペインではイタリアとともに銀行融資に大きく依存する零細・中小企業の割合が高く、課題となっている金融機能の脆弱性^(注7)が生産拡大に対して一層困難な障害として働くことが考えられる(図表 13)。

輸出主導での経済回復が期待されるドイツとスペインであるが、以上のように外需に依存した経済回復には様々な制約要因が存在している。このため、今後、米国等の経済成長が目立って加速するなどの環境変化がない限りは、これらの国々における経済回復にも限界があるものと考えられる。(2013年12月18日現在)



(資料) IMF のデータから農中総研作成。

図表13 企業規模別 社数・売上高

<社数>	合計 (社)	割合 (%)			合計
		零細企業	中小企業	大企業	
ドイツ	2,158	81.8	17.7	0.5	100.0
フランス	2,567	94.2	5.7	0.2	100.0
イタリア	3,843	94.8	5.2	0.1	100.0
スペイン	2,087	94.1	5.8	0.1	100.0
EU(28ヶ国)	22,098	92.5	7.3	0.2	100.0

<売上高>	合計 (10億ユーロ)	割合 (%)			合計
		零細企業	中小企業	大企業	
ドイツ	5,569	11.1	37.0	51.9	100.0
フランス	3,621	22.5	35.3	42.1	100.0
イタリア	2,932	25.2	42.5	32.2	100.0
スペイン	1,634	22.7	38.8	38.5	100.0
EU(28ヶ国)	25,453	16.7	38.3	43.5	100.0

(資料) Eurostatのデータから農中総研作成。

(注) それぞれ、「零細企業」は従業員数10人未満、「中小企業」は同10～249人、「大企業」は同250人以上の企業を言う。

(注1) ユーロ圏で進むデインフレの要因や影響については、次を参照されたい。

・山口勝義「日本化する？ユーロ圏の経済～進むデインフレと注目される ECB の政策対応～」(『金融市場』2013年12月号)

(注2) スペイン国立統計局の次のデータによる。

<http://www.ine.es/jaxi/tabla.do?path=/t41/a121/a1998/11/&file=x10031.px&type=pcaxis&L=1>

(注3) 財政危機への対応の過程で、通貨安を通じた調整が期待できないユーロ圏の経常収支赤字国は、労働コスト等の引下げ(いわゆる internal devaluation)を通じた競争力の強化に努めてきている。

(注4) U.S. Department of Treasury, Office of International Affairs (October 30, 2013) "Report to Congress on International Economic and Exchange Rate Policies"

(注5) European Commission (13 November 2013) "Report from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Central Bank and the European Economic and Social Committee - Alert Mechanism Report 2014 -"

(注6) 例えば、次を参照されたい。

・Financial Times (20 November 2013) "German exports lauded as boon for Spain"

(注7) 次を参照されたい。

・山口勝義「ユーロ圏の経済は回復に転じるのか？～脆弱な金融機能と多額の債務が制約に～」(『金融市場』2013年11月号)

情勢判断

海外経済金融

持ち直しの動きが続く中国経済

～ 14 年も中立的金融政策 ～

王 雷 軒

要旨

投資は小幅鈍化したものの、消費と輸出の持ち直し傾向が強まったことから、足元の中国経済は緩やかな回復が続いていると見られる。13 年は政府の成長目標である 7.5% の達成は堅いとするが、14 年も積極的財政政策と中立的金融政策の下、13 年と同程度の 7% 台の成長が維持されると予想する。

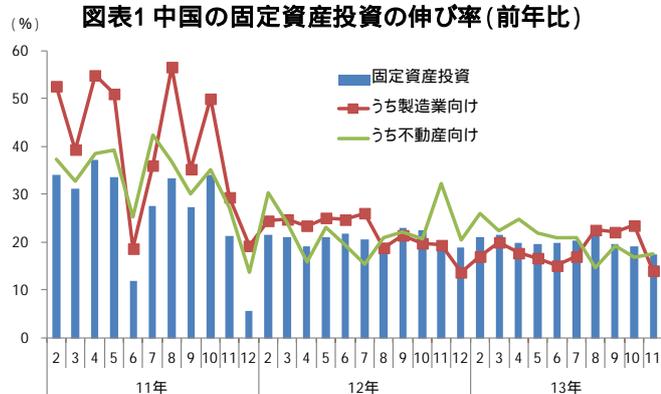
緩やかな景気回復が継続

中国経済は 2013 年前半までは減速基調が続いたが、7～9 月期の実質 GDP 成長率は前年比 7.8% と、4～6 月期（同 7.5%）から小幅持ち直した。しかし、景気の回復力は必ずしも強いものではない。以下では、足元の景気・物価動向を確認していきたい。

まず、消費については、11 月の社会消費財小売売上総額（物価上昇の影響を除いた実質）が前年比 11.8% と、10 月（同 11.2%）から伸びがやや高まった。11 月の新車販売台数は前年比 14.1% と過去最高を更新したほか、11 月 11 日の「光棍節」（独身者の日）商戦も好調であったことを受けて消費は底堅く推移したと考えられる。先行きについては、所得環境に大きな改善が見られないものの、引続き堅調に推移すると見られる。

外需については、11 月の輸出が前年比 12.7% と 10 月（同 5.6%）から回復傾向が強まった。地域別に見ると、日本向け（シェア 6.9%）がやや鈍化したものの、クリスマス商戦などを受けて欧米向け（同 32.4%）は大きく増加したほか、香港向け（同 17.4%）も大幅に持ち直した。

図表1 中国の固定資産投資の伸び率（前年比）



（資料）中国国家统计局、CEICデータより作成（注）毎年1月の数値は未発表

先行きについては、海外経済が緩やかな回復を続けると見られるものの、クリスマス商戦向けの輸出は一巡したことなどから伸びが鈍化すると想定される。

一方、投資については、不動産向け・交通運輸や水利・環境などのインフラ整備関連が伸びたものの、好調であった製造業向けが大きく鈍化したことを受けて、11 月の固定資産投資（農家を除く）は前年比 17.6% と 10 月（同 19.2%）から伸びが鈍化した（図表 1）。先行きについては、中央政府が鉄鋼業やセメントなどの業種における過剰設備投資を抑制し続けるものの、「新型城鎮化」（都市化）を積極的に進めることなどから、小幅に持ち直すものと思われる。

このほか、生産面においても、持ち直

しの動きが続いているものの、拡大のテンポは強まっていない。11月の鉱工業生産は前年比10.0%と10月(同10.3%)から小幅ながら伸びが鈍化したほか、中国国家统计局等が発表した11月の製造業PMIも51.4と10月(51.4)から変わらず、加速感は見られない。

以上から、足元の投資が鈍化するなど景気拡大のテンポは見られないものの、消費及び輸出の下支えで緩やかな景気回復は進行していると判断される。

一方、野菜価格の落ち着きなどを受けて11月の消費者物価指数(CPI)は前年比3.0%と10月(同3.2%)から上昇幅が小幅ながら低下した。このようにインフレ圧力がやや後退したものの、北京や上海などの大都市では不動産価格の上昇が続いていることなどから、現状の中立的金融政策は今年も実施されることになると思われる。

14年の成長目標は7.5%を維持か

14年の経済運営の基本方針を決定する「中央経済工作会議」が12月10~13日に開催された。事前に予想した通り、会議では14年も積極的財政政策と中立的金融政策の実施が決定された。

同会議では14年は安定成長を維持しながら構造改革を進める(稳中求進)という経済運営の基本方針が示された。一方、14年の成長目標が13年の成長目標7.5%から引き下げるかどうかが大いに注目されていたが、今回、数値は示されなかった。ただし、同会議では「合理的な成長を維持しながら、構造調整を進め、後遺症を残さないように成長の質と効率の向上に努める」と強調された。最終的には14年3月の全国人民代表大会(全人代)で発表されると見られるが、李克強

首相は雇用確保のための必要な成長率の下限として7.2%を示したことなどから、14年の成長目標も7.5%に設定される可能性が高いと思われる。

また、同会議では14年に取り組む6つの主要任務(課題)も提示された。第1は必ず中国の食糧安全保障を確保すること。穀物の基本的自給を維持しながら適度な輸入を行うことが強調された。

第2は産業構造の高度化を図ること。過剰生産分野への投資を着実に抑制する一方で、新素材などの戦略的新興産業及びサービス業の発展を大いに促進させていくとした。

第3は地方政府の債務リスクを防止すること。地方政府関連の債務を地方政府の予算管理枠に組み入れ、経済成長だけを重視する地方政府の姿勢も改めることなどが挙げられた。

第4は地域間のバランス取れた発展を積極的に進めること。むやみな開発をとりやめ、国全体の地域発展戦略に基づき地域開発を行うことが強調された。

第5は国民生活を改善すること。雇用について大学卒業生の就職や過剰生産分野の抑制による失業者の再就職に注力し、住宅環境について低所得層向けの保障性住宅の供給を増やし、大気汚染などの環境問題を改善することが挙げられた。

第6は対外開放のレベルをさらに高めること。手続きの簡素化など対内投資環境の改善、輸出の勢いを維持しながら構造調整に必要な設備や技術の輸入を拡大していくことなどが言及された。

最後に、景気の先行きについて述べておきたい。13年通年の成長率は前年比7%台後半になることが確実視されているが、14年も7%台の成長を維持すると予想する。(12月18日現在)

情勢判断

今月の情勢 ~経済・金融の動向~

米国金融・経済

12月17~18日の米連邦公開市場委員会(FOMC)では、月額850億ドルの資産を買い入れてきた量的緩和策第3弾(QE3)を、14年1月から750億ドルに縮小することを決定した。また、政策金利(0~0.25%)については、今後も失業率が6.5%を上回り、向こう1~2年のインフレ見通しがFOMCの長期目標である2%から上下0.5%ポイント以内に収まると予想される限りは現行水準を維持するとされたほか、インフレ率が2.0%を下回り続けると予想される場合には、失業率が6.5%を下回った後も長期的にこの水準を維持するという方針が新たに加えられた。

経済指標をみると、11月の雇用統計では、失業率が7.0%と前月から0.3ポイント低下したほか、非農業部門雇用者数は20.3万人増と事前予測(18.5万人増、ブルームバーグ社集計)を上回った。このことから、景気回復期待が高まっている。

国内金融・経済

11月20~21日の日銀金融政策決定会合では、マネタリーベースを年間約60~70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節(長期国債、ETF・J-REIT、CP・社債等の買入れ)を行うことを軸とし、これにより2年程度で2%の「物価安定目標」を実現することを目指す量的・質的金融緩和の維持を決定した。

経済指標をみると、日銀短観(12月調査)では、大企業製造業の業況判断IDが16と前回から4ポイント上昇したほか、中小企業・非製造業も上昇し、約22年ぶりの「良い」超となった。また、機械受注(船舶・電力を除く民需)の10月分は、前月比0.6%と2ヶ月ぶりに上昇した。さらに、10月の鉱工業生産指数(確報値)も前月比1.0%と2ヶ月連続で上昇したほか、製造工業生産予測調査でも11月が同0.9%、12月が2.1%とともに上昇が予想されている。このように、日本経済の緩やかな回復は継続しているとみられる。

金利・株価・為替・原油相場

長期金利(新発10年国債利回り)は、日銀の長期国債買い入れオペの継続期待から、低下圧力の強い展開が続いており、概ね0.6%前後とボックス圏での推移となった。ただし、12月中旬には、株高・円安が進行したほか、QE3をめぐる思惑から米長期金利が上昇したこともあり、一時0.7%に迫る場面もみられた。

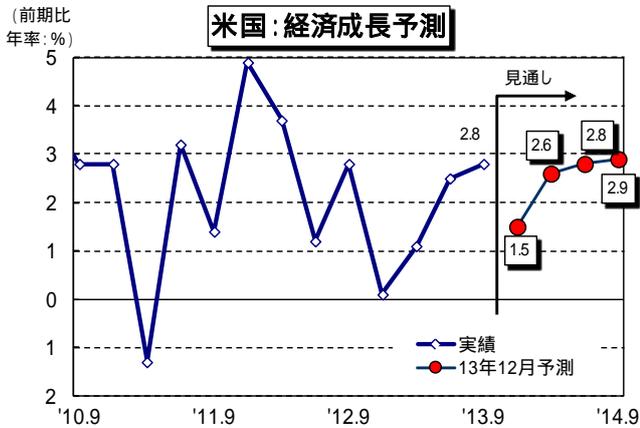
日経平均株価は、米国経済の回復期待の高まりや円安の進行を受けて上昇が続き、11月下旬には15,700円台を回復した。その後は過熱感から下落したものの、円安の進行等から底堅い動きとなった。12月中旬にはQE3の縮小決定により米国経済の回復期待が高まり、一時15,800円台と約7か月ぶりの高水準となっている。

ドル円相場は、米国経済の回復期待の高まりやQE3の縮小見通しに伴う米長期金利の上昇などを受けて円安・ドル高が進行。FOMCがQE3の縮小を決定した12月中旬には、一時1ドル=104円台となるなど、約5年ぶりの水準となっている。

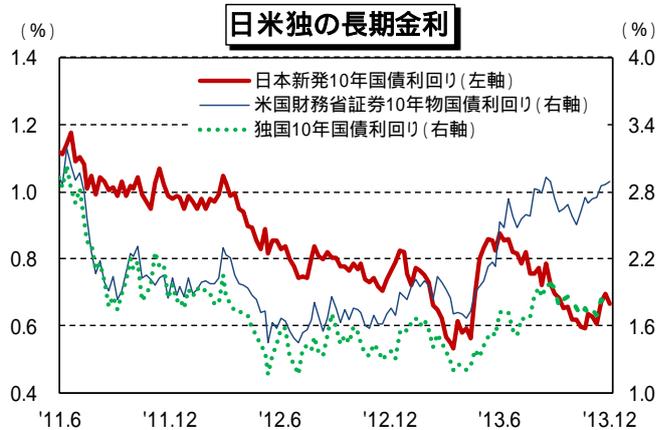
原油相場(ニューヨーク原油先物・WTI期近)は、シリア危機による供給不安が後退したことや、供給超過状態が続いていることなどを受けて弱含んでいたが、12月に入り、米国の景気回復期待が高まったことなどから、1バレル=98ドル前後まで上昇している。

(2013.12.19現在)

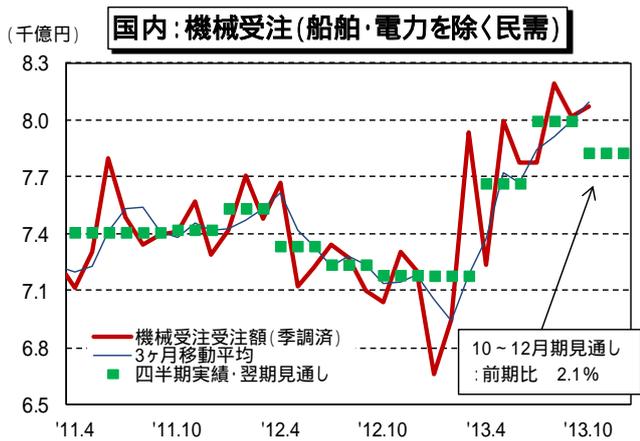
内外の経済・金融グラフ



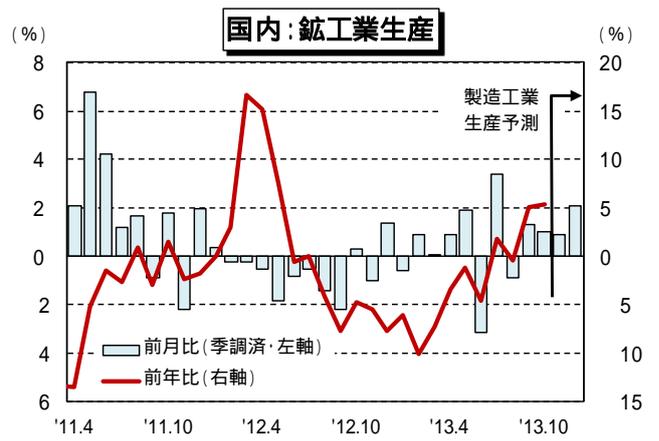
(資料) Bloomberg (米商務省) より作成。見通しはBloomberg社調査



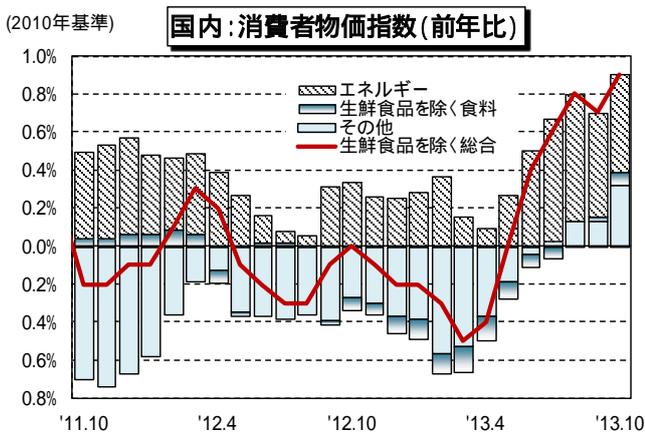
(資料) Bloombergより作成



(資料) Bloomberg (内閣府「機械受注統計」) より作成



(資料) Bloomberg (経済産業省「鉱工業生産」) より作成



(資料) 日経NEEDS-FQ (総務省「消費者物価指数」) より作成



(資料) Bloombergより作成

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

分析レポート

海外経済金融

インドネシア経済が直面する経常赤字

多田 忠義

要旨

内需主導で安定成長するインドネシア経済は、11年以降、経常赤字に直面している。この原因は貿易収支が黒字から赤字に転じたため、主要産品である石油・ガスが貿易赤字に転じた他、その他の分野でも黒字幅を縮小させている。一方、資本収支はおおむね黒字で推移し、特にリーマン・ショック以降は直接投資が資本収支の黒字化に寄与している。

はじめに

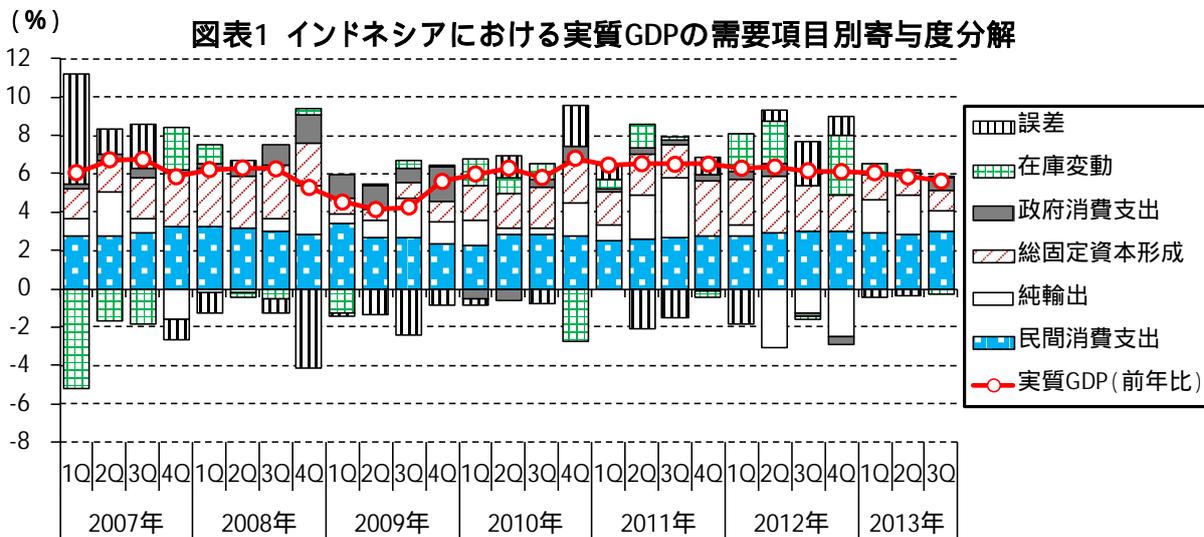
多田（2013）では、インドネシア・ルピアの変動要因を分析し、燃料補助金の削減によるインフレ懸念が台頭したこと、ルピア売りの圧力が為替介入でコントロールできなくなったことに起因することを明らかにした。本レポートでは、こうした足元の現状を踏まえつつ、経常赤字が過去最大となった経済構造を、国内総生産と国際収支の視点で捉え、同国のマクロ経済構造が抱える課題と見通しを明らかにする。

しつつあるなかで、国内消費が堅調に推移する「内需型」にある。図表1では経済成長率の需要項目別寄与度分解をまとめたが、民間消費支出は2007年以降常に実質GDP成長率に対し半分程度の寄与度である。一方、輸出や設備等の投資、政府消費支出は安定しないことが特徴である。

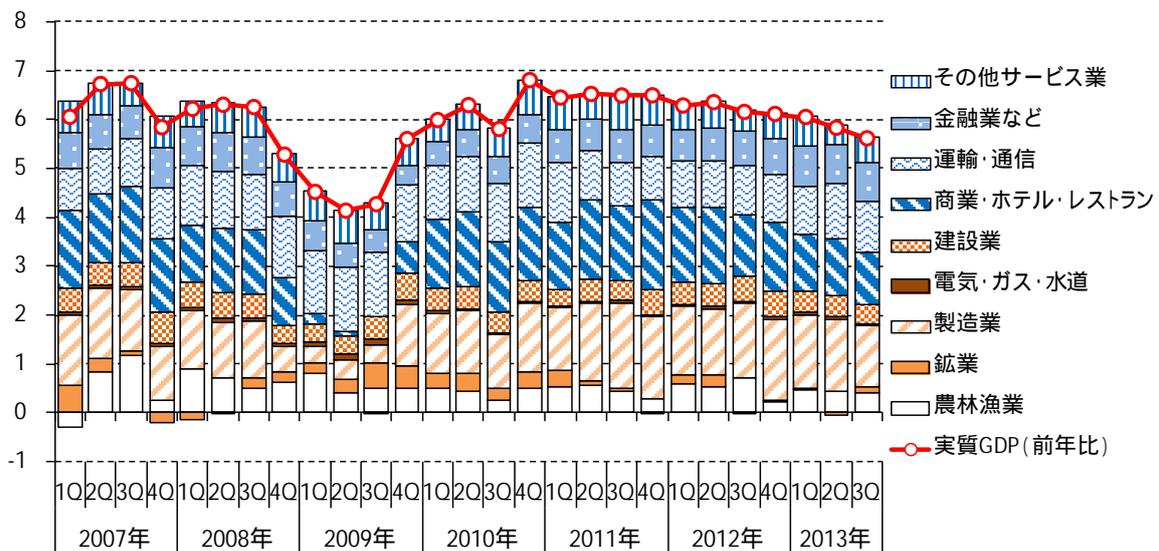
次に、供給項目別の寄与度分解から同国の経済構造を捉える（図表2）。特徴の一つは、インドと同様に農林漁業が一定程度経済成長に寄与するのと同時に、製造業が主要な成長産業となっていることである。また第三次産業では、商業・ホテル・レストランの成長率の押し上げ幅が縮小傾向にある。

内需主導で安定成長するインドネシア

インドネシア経済の特徴は、世界第4位の人口（2.4億人）が中間所得層へ移行



図表2 インドネシアにおける実質GDPの供給項目別寄与度分解



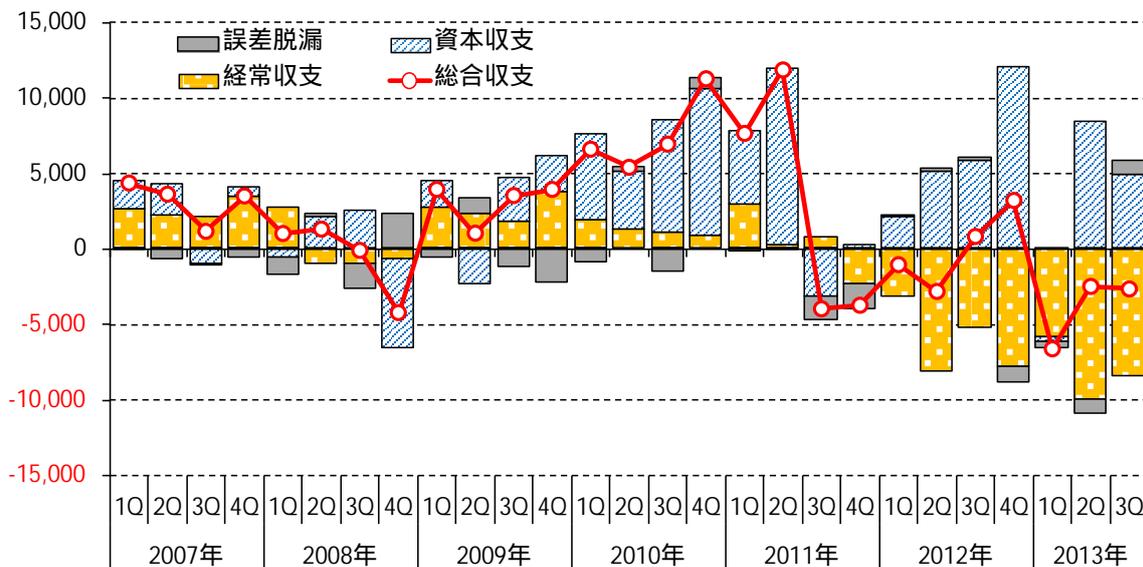
(資料) Thomson Reuters Datastreamより作成

資本流入、経常赤字の総合収支

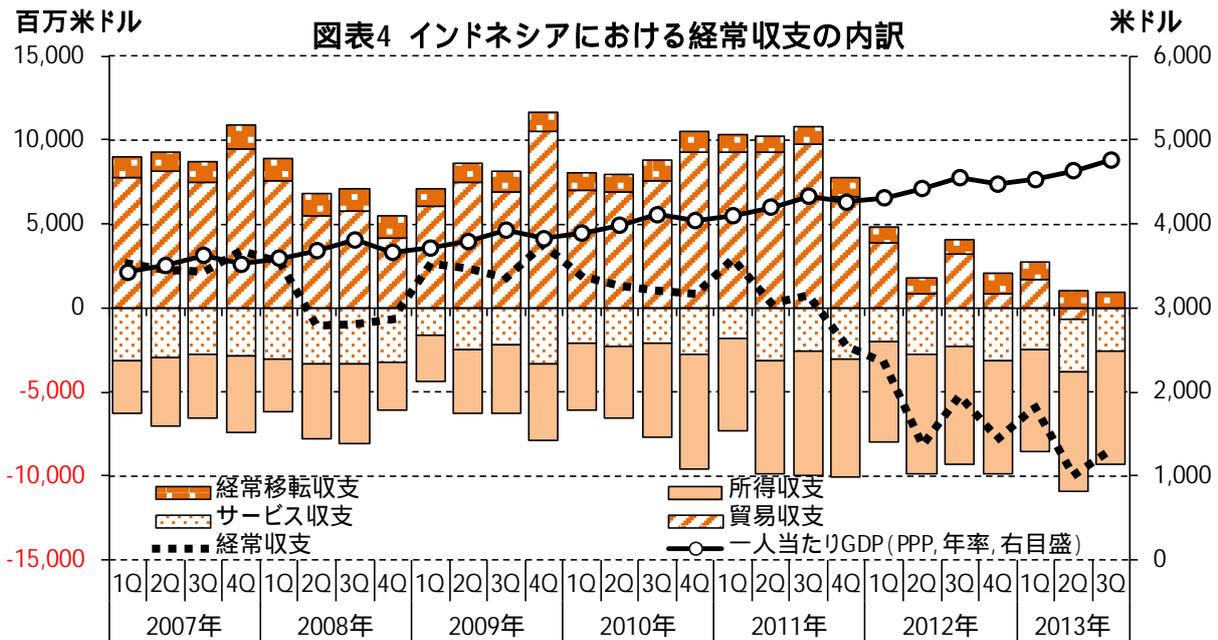
次に、国際収支（総合収支）の推移を経常収支、資本収支の動きから確認する（図表3）。リーマン・ショック以前は、経常収支、資本収支ともに小幅黒字で推移し、この状態は11年上期まで続いた。リーマン・ショック後に世界経済は大きく悪化したが、インドネシア経済は内需型であるために底堅く成長し続け、新た

な投資先として注目度が増し、資本収支の黒字幅は拡大していった。11年下期はタイ洪水、中国景気の減速などで一時黒字幅は縮小したものの、13年にかけて資本収支は増加している。一方、経常収支は11年下期以降赤字に転じ、現在に至るまで黒字に再び転換できていない。こうした背景を、経常収支、資本収支の内容から明らかにする。

図表3 インドネシアにおける総合収支と部門別寄与度



(資料) Thomson Reuters Datastreamより作成



(資料) Thomson Reuters Datastream (GDPはOxford Economicsのデータを使用) より作成

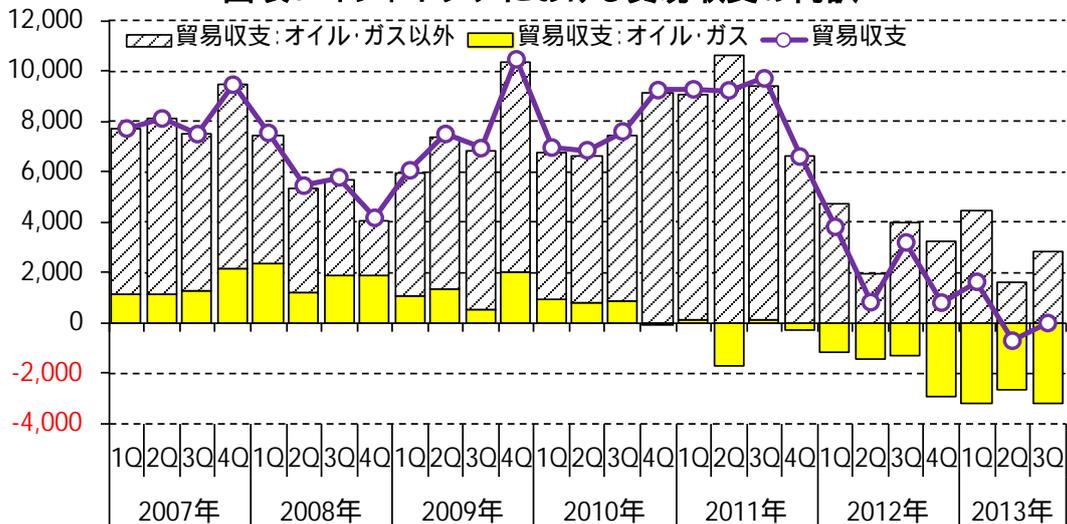
経常収支の内訳

図表4は、経常収支の内訳、一人当たりのGDPを示したものである。11年第4四半期以降、貿易収支の黒字幅が縮小し、13年にはマイナスへと転じた。この間、貿易収支以外の経常収支を構成する各収支（サービス・所得・経常移転収支）に大きな変化は見られず、経常収支は赤字となった。

そこで、貿易収支の内容を分析するため、インドネシアにおける貿易収支の内訳を図表5に示した。インドネシアでは、

石油、天然ガス等の天然資源が主な輸出品で、これまで貿易黒字を支えてきたが、国際商品市況の変化や主要輸出先である中国などの新興経済国で資源消費量が低迷したことにより、資源価格は下落、輸出量も減少した一方で、国内のエネルギー需要は拡大し続けており、石油・ガスは11年以降純輸入国に転換している。また、石油・ガス以外についても、主要輸出品が定まらない中、中間所得層の拡大に伴い全般的に輸入が伸び、貿易赤字に陥りやすい経済構造となっている。

(百万米ドル) **図表5 インドネシアにおける貿易収支の内訳**



(資料) Thomson Reuters Datastream (Bank Indonesia "Balance of Payments") より作成

資本収支の内訳

国際収支のもう一方を構成する資本収支の内訳を、図表6に示した。リーマン・ショック以前は低調だった直接投資が増加傾向にあり、資本収支に占める証券投資の割合を上回っていることが特徴である。この動きは、流動性の高い資金がインドネシアへ流入する以上に、同国へ海外から安定的な投資資金が流入し始めたといえる。ただし、現在の直接投資の水準は、13年5月以降見られるルピア安を食い止められるほどの投資額には達しておらず、同国の為替水準を安定化させるためには、海外からの直接投資を喚起できる規制緩和や投資対象となる産業の育成、これに合わせたインフラ整備等の構造改革が必要となろう。

経常赤字スパイラルから抜け出せるか

中間所得層が急拡大する中で、国内消費が底堅く推移し、一方で中国をはじめとする海外経済が振るわなくなったことから、資源輸出型経済がうまく立ち行か

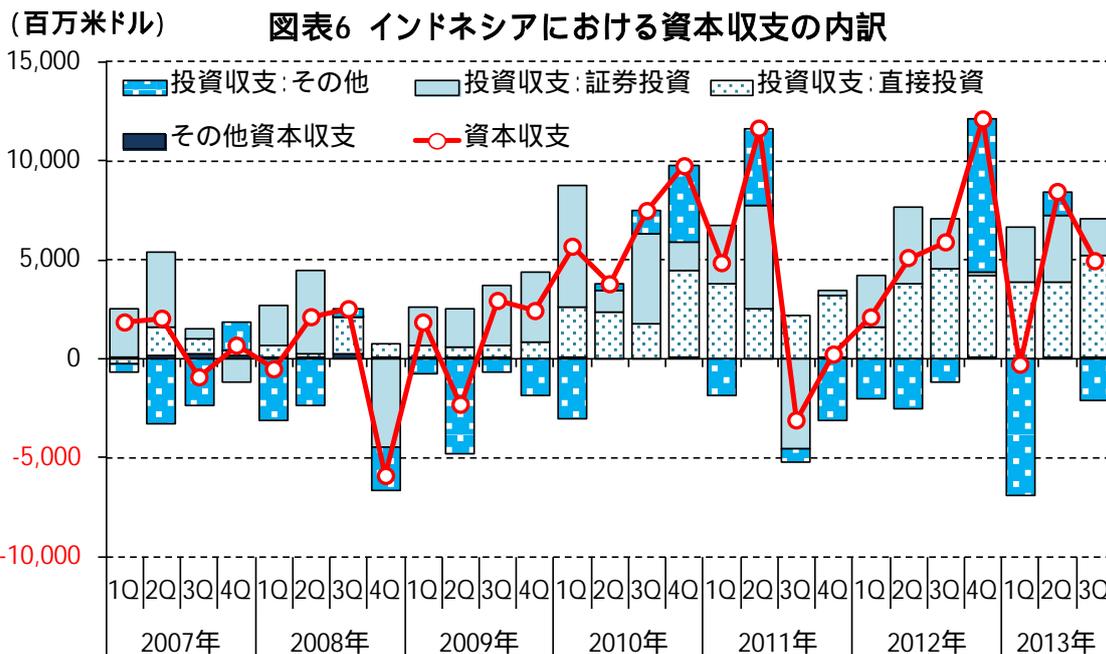
ない状況となっている。その結果、インドネシア経済は経常赤字に陥ったと考えられる。

内需は堅調に推移しているため、現在は政策金利の引き上げによるインフレ抑制と内需引き締め、燃料補助金削減による財政健全化の政策を実行しつつ、なおも安定した経済成長を達成していることから、同国経済の構造調整は、まずは産業構造の転換と外国からの投資をより拡大させる政策を着手するべきであろう。恒常的に経常赤字となるサイクルへ陥った現在、同国がこの問題にどのように対処するかがファンダメンタルズに対する悪影響を与えるか否かを決定づけよう。

本誌連載「新興国ウォッチ！」の今月号では、インドネシアの貿易・サービス収支、所得収支、経常収支の長期系列を用いて発展段階説から同国経済を分析しましたので、合わせてご覧ください。

参考文献

多田忠義(2013)「遅れて「新興国ショック」に反応したインドネシア経済」『金融市場』2013年12月号, 32-35.



(資料) Thomson Reuters Datastreamより作成

分析レポート

国内経済金融

岩手県の震災復興における公的支援の活用状況

多田 忠義・寺林 暁良

はじめに

筆者らは、既存債務への対応や被災者の資金需要に応える融資などの面から被災企業や被災者を支援する被災地の地域金融の役割について報告してきた（寺林（2012）、多田（2013）、多田・寺林（2013））。

2012年度までの状況を扱ったこれらの報告では、防災集団移転促進事業や土地区画整理事業による再建先用地整備（以下、面整備）の遅れから、特に沿岸部の住宅ローンや事業性融資の活用が足踏みしていることを指摘した一方、これらの面整備の進展に合わせて資金ニーズも顕在化してくるという展望も示した。それでは、震災から3年が経とうとしている現在、被災地の資金ニーズはどのように変化してきているのであろうか。

本稿では、これを公的支援の活用状況から明らかにしていきたい。公的支援に注目する理由は、地域別の詳細なデータが公表されていることである。そして、震災から3年が経ち、各種支援制度の終了が見込まれる中、それらの支援制度の必要性を再検討することにもつながると考えられる。

また、本稿は被災3県のうち、上記のようなデータを網羅的に入手することが出来た岩手県を中心に分析を行うこととする。

岩手県における住宅再建の支援政策

まず、岩手県における住宅再建に係る金融支援の活用状況についてまとめていきたい。岩手県では、東日本大震災から

の住宅再建を後押しするため、国の制度（被災者生活再建支援制度、住宅金融支援機構による被災者向け融資）とは別に独自の支援政策を展開^{（注1）}している。その内容は大きく4つに分けることができる（図表1）。

一つ目は利子補給に関するもので、新築、補修、既往債務を問わず利用することが可能である。当初5年間分（既往債務の場合は、今後5年間分）の利子相当額が補助される。

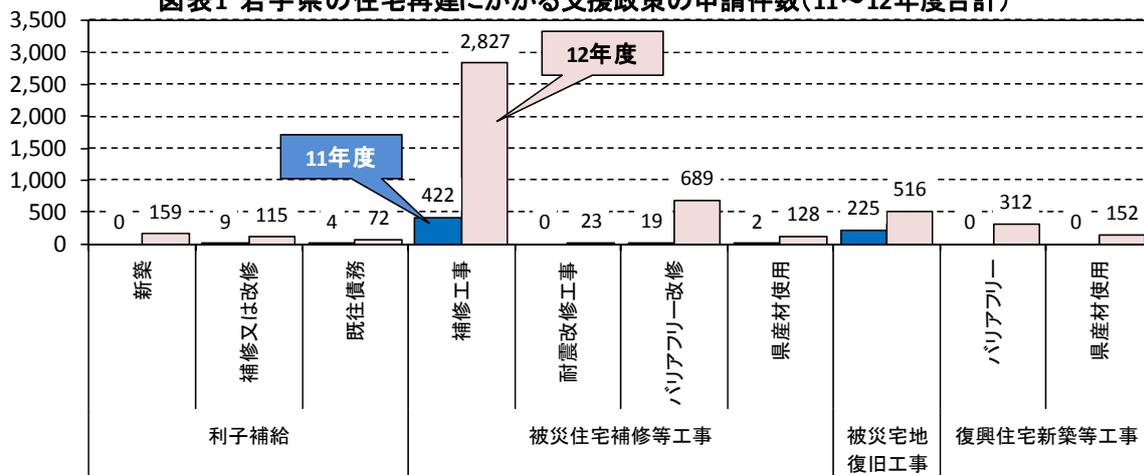
二つ目は被災住宅補修等工事に関するものである。半壊や一部損壊と判定された住宅が主な補助対象で、補修工事の場合、補修費用の2分の1（最大30万円、応急修理制度との併用は不可）が支給される制度である。

三つ目は被災宅地復旧工事に関するものである。補助額は宅地復旧に要する費用の2分の1（最大200万円）である。

四つ目は復興住宅新築工事に関するものである。これは、住宅が全壊、半壊解体、または居住不能となった被災者が、県内で新しい住宅を建設・購入する場合に補助されるもので、バリアフリー対応、県産材を使用した場合に最大で130万円の補助を受けられる。

これ以外に、被災者生活再建支援法に基づき、国から住宅再建時に加算支援金として最大200万円が支給される。また、13年度から岩手県では県が予算を配分する形で、被災者住宅再建支援事業を実施している。当初は県独自の事業で実施してきたが、被災実態に細やかに対応する

図表1 岩手県の住宅再建にかかる支援政策の申請件数(11~12年度合計)



(資料) 岩手県提供資料より作成

ため、被災自治体独自の制度に切り替わった(加算支援金とは別に、最大100万円を補助)。さらに、太陽発電設備を設置した場合にも補助を受け取ることができ、制度の組み合わせ次第で、新築の場合、国・県・市町村等から合わせて700万円程度(義捐金、保険金等は除く)の補助を受けることが可能である。

岩手県における独自の支援政策の申請件数は、11年度に低調だったものの、12年度に入り急増している。特に補修工事での補助申請件数が多いことが特徴である。一方、新築や既往債務に対する利子補給の制度利用は低調である。このことから、同県における住宅再建は緩やかなペースであると考えられる。

(注1) 制度の詳細内容は、岩手県公式Webを参照されたい(2013年12月17日閲覧、<http://www.pref.iwate.jp/view.rbz?nd=4242&of=1&ik=1&np=53&pnp=4201&pnp=4293&pnp=4298&cd=44766>)。

住宅再建支援政策の申請件数分布

それでは、図表1でみた支援政策の申請件数を、岩手県内の全壊、半壊、一部損壊の実数と比較しながら見てみたい(図表2)。

岩手県では、内陸部に一部損壊が多く分布するのが特徴である。岩手県の担当者によると、一部損壊は主に11年4月7日の余震で多く発生しており、これに伴う被災住宅の補修工事にかかる申請件数が岩手県内陸南部(特に一関市)に集中している。

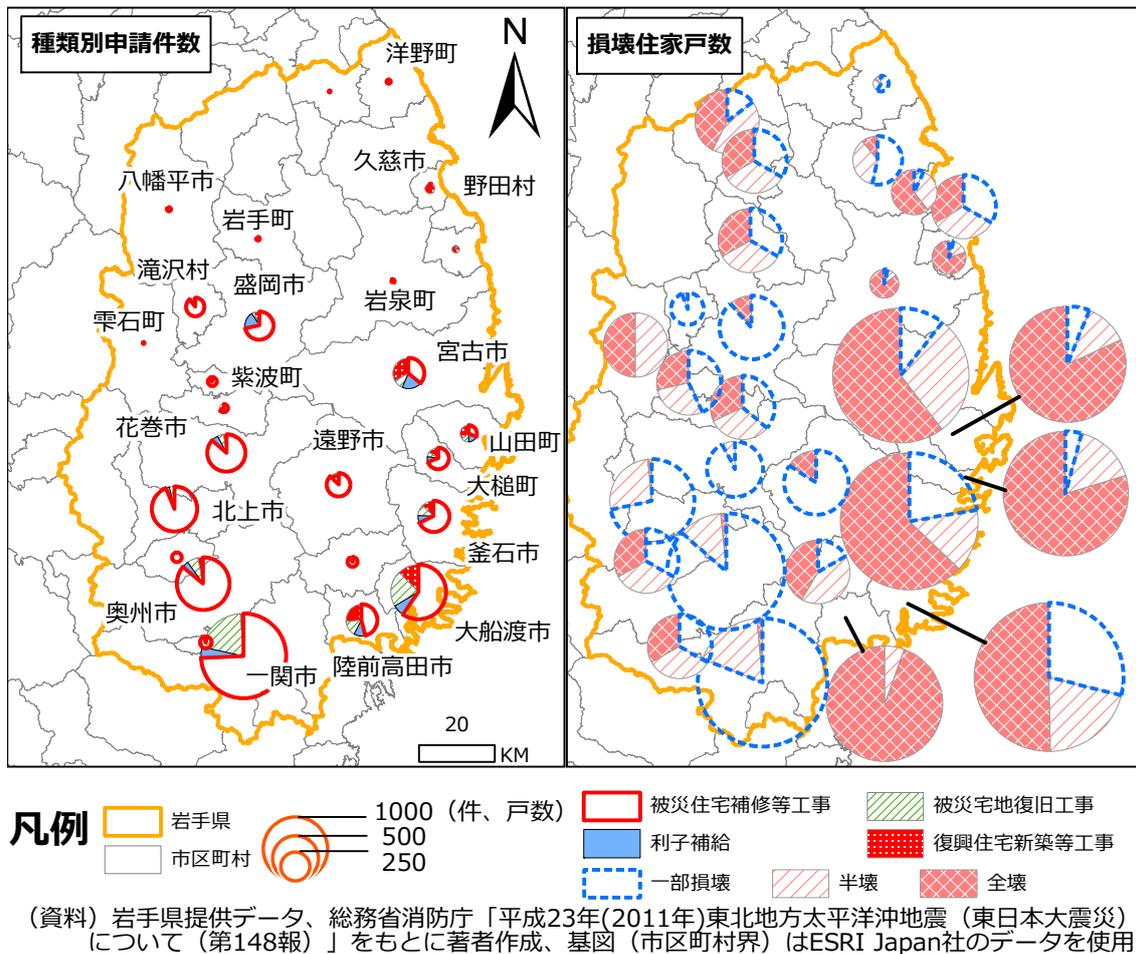
その一方、津波被害の大きかった沿岸部では、全壊・半壊の家屋が過半を占めている。そのため、半壊・一部損壊の割合が高かった大船渡を除き、住宅再建にかかる同県の支援政策の申請件数はあまり増えていない。

以上のことから、一部損壊に対する制度申請が進む内陸部に対して、全壊・半壊が多い沿岸部における住宅再建が始まったばかりであることが、改めて確認される結果となったといえるだろう。

岩手県の中小企業向け金融支援策

次に、岩手県における中小企業再建に係る金融支援の活用状況についてまとめていきたい。被災地の経済には、一定程度の回復が見られる。復興庁(2013)は、

図表2 岩手県住宅再建制度への申請件数（11、12年度合計、左）と損壊住家戸数（左）



被災地の鉱工業生産が震災前の水準に戻りつつあるほか、小売売上高も震災以前及び全国と比較しても高い水準になりつつあるとまとめている。こうした中、地域復興の要ともいえる中小企業の復旧・復興も本格化が望まれる。

他の被災県同様、岩手県でも、国や県による中小企業支援政策の活用が進んでいる。例えば、グループ補助金事業は、設備費用の2分の1を国が、4分の1を県が補助するものであり、13年8月時点で岩手県内98グループ(1,185企業)に対し、763億円が交付されている。また、岩手県産業復興機構による買取決定は71件にのぼるほか、東日本大震災事業者再

生支援機構の活用も進むなど、二重ローン対策や相談対応にも一定の寄与してきたのである。

もう一つ、被災地支援のために大きな役割を果たしているのが、国や県の制度融資である。岩手県は、既存の震災復旧資金に加え、11年5月には中小企業東日本大震災復興資金を創設した。この新設制度は、貸付限度額が8,000万円、貸付利率が10年以内で年1.5%、10年超15年以内で年1.7%と国の制度融資と比較しても条件が良く、2012年度の実績では岩手県内で活用される国・県の震災関連制度融資のうち、件数ベースで97.5%、金額ベースで96.2%を占めるほどになっ



(資料) 岩手県信用保証協会「保証概況」(各月)より作成

ている。

制度融資の活用状況

それでは、これらの制度融資の活用状況を見てみよう。

図表3によると、岩手県内の東日本大震災関連の制度融資は、震災後から増加し、2012年の春ごろに一旦ピークを迎えている。これは、震災直後から地震の被害が主であった内陸部を中心に資金需要が発生したことがけん引役となったようである。

一方、沿岸部では、インフラ整備や面整備に時間を要しており、中小企業の復旧・復興に向けた資金需要もいまだに本格化していない。特に、岩手県は、陸前高田市などのように津波被害が甚大であり、元の土地での復旧・復興が進められない場所も多い。こうしたことから、沿岸部での設備資金需要は本格化してこなかったのである。このように内陸部と沿岸部では資金需要の出方が異なるのは各県にいえることである。

ただし、震災から3年が経ち、沿岸部においても面的整備の進展から復興事業の進展にある程度メドが付き始めている地域もある。さらに、図表3の保証状況

を見ても、資金需要自体は12年後半以降も一定以上の水準を保っており、13年9月末にはむしろ微増しているなど、資金需要の増加の兆しも見え始めている。今後は沿岸部においても、資金需要の拡大が期待でき、制度の重要性も再び増すと思われる。

まとめ

本稿では、公的支援制度の活用状況から、岩手県の復旧・復興の状況を確認した。

住宅再建や中小企業融資における支援制度活用の状況を見る限り、制度活用の中心は地震被害を受けた内陸部が中心であり、津波被害も重なった沿岸部では活用が限定的であるといえるだろう。

ただし、沿岸部においても、資金需要拡大の兆しは見え始めている。中小企業向け制度融資のように、来年度までの継続が未定の制度もあるが、以上を踏まえれば、今後も公的支援制度がこれらの復旧・復興を支えていくことが必要だといえるだろう。民間の金融機関による融資との兼ね合いを考慮しつつも、必要な資金に関する支援策が継続されることが望まれる。

参考文献

- ・ 多田忠義 (2013) 「宮城県における住宅再建を取り巻く現状について」『金融市場』24 (2) : 18-25.
- ・ 多田忠義・寺林暁良 (2013) 「東日本大震災被災地における地銀の貸出動向と金融支援—震災から2年を経過して」24 (4) : 32-35.
- ・ 寺林暁良 (2012) 「東日本大震災の被災地における地域金融機関の対応」『季刊個人金融』7 (1) : 22-29.
- ・ 復興庁 (2013) 「復興の現状と取組み」(2013年12月18日閲覧、<https://www.reconstruction.go.jp/topics/main-cat1/sub-cat1-1/>).

分析レポート

海外経済金融

日本のシェールガスの輸入

～米国とカナダからの輸入可能性～

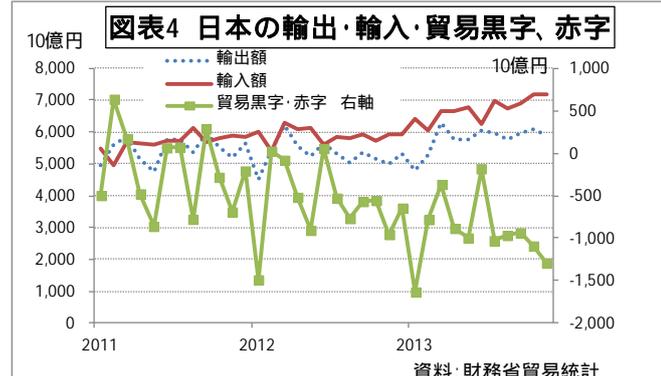
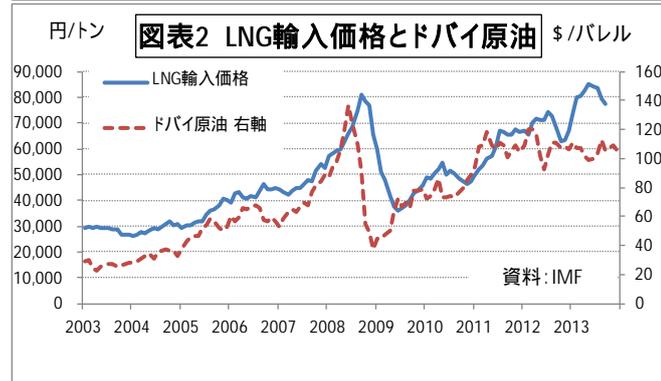
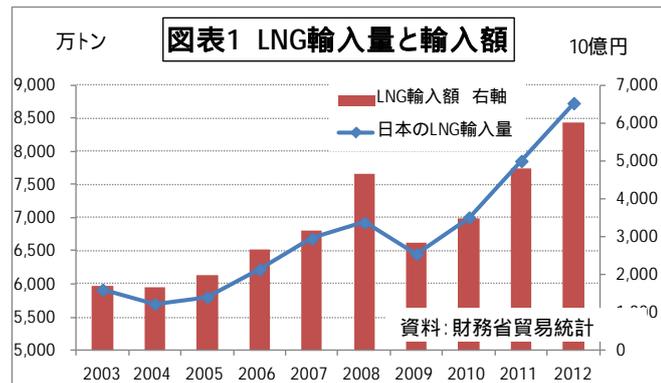
竹光 大士

はじめに

東日本大震災以来、原発の稼働停止等により、日本は火力発電の増加と共にLNGの輸入量(図表1)の増加を余儀なくされている。日本のLNG輸入量は2010年には7,001万トンであったものが12年には約8,725万トンに約25%増加している。これをLNG輸入額でみると10年の3兆4,710億円から、12年には73%増加して6兆30億円となっている。

日本が輸入しているLNGの価格の8割弱は現在、原油価格にインデックスされる方式である^{注1}。原油価格の高止まりとともに、LNG輸入価格(図表2)も高止まりしてきた。それに比べ米国の天然ガス価格(図表3)はシェール革命以降低位で推移している。ここで、米国から安価にLNGを輸入することが望まれるが、シェールガスの入手には、規制の存在やインフラの整備が必要なため、すぐには輸入できないのが現状である。

こうしたこともあり、日本の貿易赤字(図表4)は拡大が続いている。日本の貿易収支は11年より赤字に転落し、13年11月には単月で1兆2,929億円の赤字となっている。貿易赤字は13年11月時点で17ヶ月連続となっている。図表5のように日本は現在、LNGをカタール、マレーシア、豪



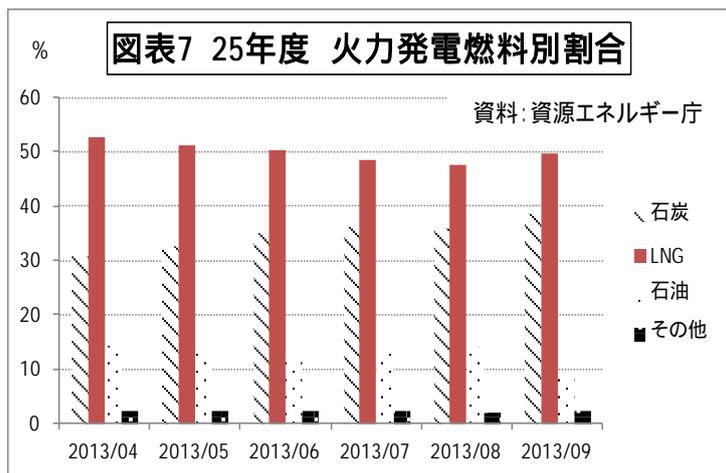
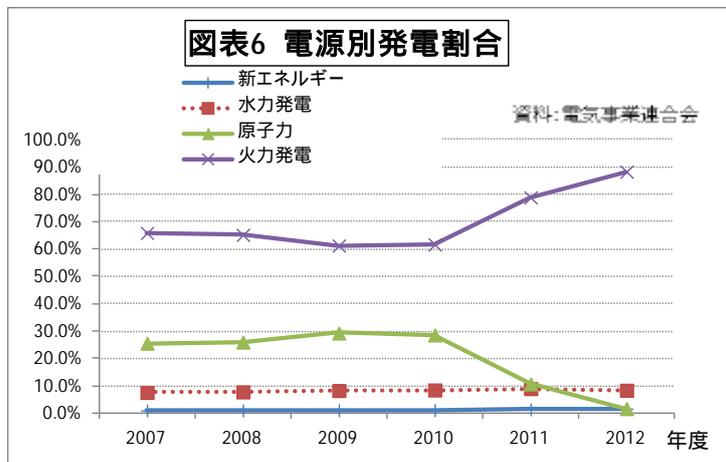
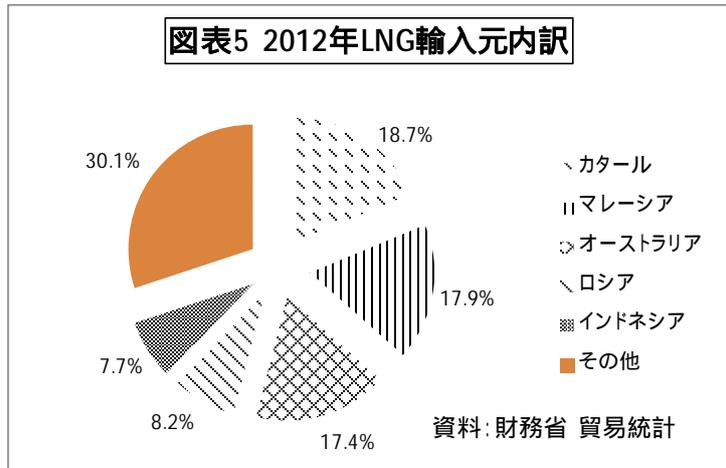
州等から輸入しているが、シェールガスの輸入が始まれば主要な調達先を多様化できると考えられる。安価な火力発電原料の調達が可能となれば貿易赤字の縮小に貢献する可能性がある。

LNG と火力発電

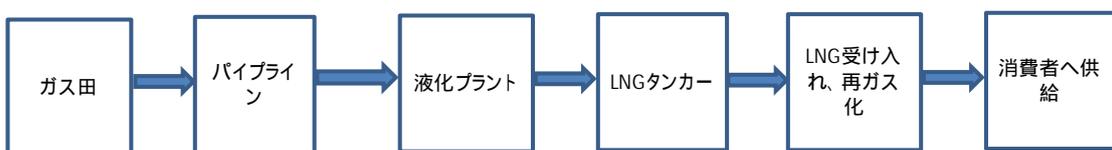
ここで、LNG と火力発電についておさらいしたいと思う。福島第一原発事故後に原子力発電の割合が急低下し、それに火力が取って代わったことが図表 6 から分かる。火力発電において燃料 LNG 使用率は概ね 5 割(図表 7)で推移しており、その依存度の高さがうかがえる。

LNG 輸入による火力発電には、ガス田からのパイプラインでの搬送、液化、タンカーでの輸送、再ガス化、火力発電所への配送という作業が必要(図表 8)である。従って、輸出元には液化プラント、輸入元には再ガス化プラントが必要である。

輸出用液化装置は2013年9月現在、米国で処理能力2,591万トンが申請中^{注2}。日本国内での再ガス化設備の



図表8 ガスの採掘から輸入まで



資料: プリティッシュコロンビア州「LNG」を参考に作成

図表9 日本企業の保有している権益 資料:各社IR資料より作成

権益を取得した会社	国・場所	取得比率	権益分予定年間生産量	生産時期
三菱商事	カナダ・プリティッシュコロンビア	40%	900万トン	2010年代後半
三菱商事	カナダ・プリティッシュコロンビア	30%	105万トン	2010年代後半
三井物産	米ベンシルベニア	16%	249万トン～320万トン	-
三井物産	米テキサス	7.5%	65万トン～79万トン	-
三井石油開発	米テキサス	5%	43万トン～53万トン	-
伊藤忠商事	米テキサス、オクラホマ等	25%	100万トン	-
住友商事	米テキサス	30%	-	生産中
住友商事	米ベンシルベニア	約30%	840万トン	一部生産中
国際石油開発帝石(82%、日揮18%)	カナダ・プリティッシュコロンビア	40%	331万トン	-
中部電力・大阪ガス・東芝	米テキサス	10%	計660万トン	2017年
豊田通商	カナダ・アルバータ	33%	33.15万トン	生産中
双日	米テキサス	100%	14万トン	生産中
東京ガス	米テキサス	25%	35～50万トン	-
東京ガス+住友商事+関西電力	米メリーランド	100%(住友商事)	230万トン	2017年

能力は約 18,000 万トンであり、使われている能力は 49%である^{注3}。シェールガスの流通に向けては輸出側における液化設備の設立が鍵となる。

シェールガス権益

図表 9 から分かるようにシェールガスの調達候補地に日本企業は既に権益獲得という形で動き出している。現在、日本企業は米テキサス州及びカナダを中心に権益を獲得している。多くの権益で生産開始が 2010 年代後半となっているが、これは米国では液化プラントの建設、カナダではパイプライン及び液化プラントの建設が必要だからであ

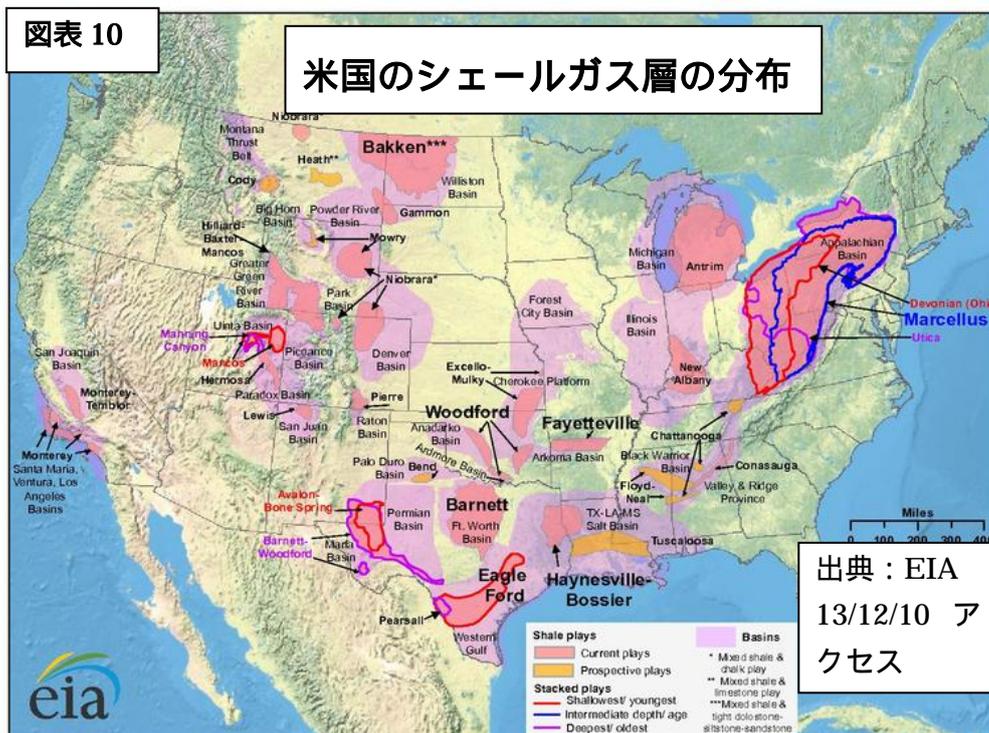
る。

米国からの輸入計画

まずは米国の状況を見てみたい。図表 10 から分かるように米国のシェールガスは米国中西部、テキサス等を含む南部、そして北東部に集中している。なお、米国内はガスパイプライン網がめぐらされており、ガスの輸送に問題はない。

一方、米国は原則、FTA を結んでない国々へのシェールガスの輸出を原則禁止しているが、米政府は 13 年に米テキサス州の中部電力・大阪ガス・東芝の案件と米メリーランド州の東京ガス・住友商事・関西電力の

図表 10



出典：EIA
13/12/10 ア
クセス

Source: Energy Information Administration based on data from various published studies.
Updated: May 9, 2011

2 件の日本向け輸出を許可しており、17 年以降最大で 890 万トンの LNG が日本に輸出される予定である。

ただし、米政府が輸出量を制限することが有り得る。これには米国の製造業に安価なガスを供給したいとの意図がある。米国は巨大消費地が採掘場の近くにあり、米国製造業にガスを提供するインセンティブもあるため、今後輸出の認可は政治的な動きに左右される可能性が高いと言える。しかし、充実したパイプライン網等のインフラがあるため、輸出環境が整えば日本企業がさらなる権益を獲得する余地が広まるであろう。

カナダからの輸入計画

一方、カナダからの輸入にはパイプライン建設が必要である。日本への輸送日数は 10 日と言われており、米国からの 20 日より短くて済む。カナダはシェール革命以降、米国向けに輸出していた天然ガスの市場を失っており、国内人口も多くないため、シェールガスを売却する市場を欲していると考えられる。三菱商事は 2013 年 2 月にカナダ政府の輸出許可を受けており^{注 4}、輸入量は少なくとも日本の年間輸入の約 1 割に当たる 800～900 万トンとなる見通し。パイプライン延伸がネックになってくるが、米国南部から天然ガスを運ぶより短い期間で輸送でき、これは有利な条件である^{注 5}。なお、経済産業省はカナダ産シェールガスの早期輸出についてカナダ・ブリティッシュコロンビア州と定期協議をひらくことを決めており、今後の展開が注目される。

シェールガス受け入れに向けての動き

国内海運会社は LNG 船を大量発注しており、2020 年までの発注数は 90 隻にのぼり、現在より 5 割増える見込みである^{注 6}。液化し

たシェールガスの日本への輸入体制が整えられてきている。また、東京電力は今後 10 年間で調達する LNG の半分に相当する 1 千万トンをシェールガス等安価なガスに置き換えていく方針を固めている^{注 7}。このため、今後権益の拡大等により乗り出していくことが考えられる。

シェールガスの輸入は、燃料輸入先の多様化を意味し、既存の輸入先との価格交渉力を高める他、日本のエネルギー安全保障にとって望ましいことであると考えられる。ただし、2010 年代後半までは、長期契約に基づき高価なガスの輸入を余儀なくされる可能性が高く、再生エネルギーの奨励等、代替エネルギーの確保も求められよう。

<参考文献>

注 1 EIA (2012) 「International Gas Pricing- A Challenge to Economic Modelling」

注 2 Congressional Research Service (2013) 「U.S. Natural Gas Exports: New Opportunities, Uncertain Outcomes」

注 3 International Gas Union (2013) 「World LNG Report 2013 Edition」

注 4 日経新聞 (2013/09/22) 「カナダ産シェールガスで協力 日加首脳が確認へ」

注 5 毎日新聞 (2013/09/26) 「シェールガス 輸入最大 900 万トン カナダと合意」

注 6 日経新聞 (2013/11/28) 「LNG 船 特需 2 兆円 北米シェール輸出に対応」

注 7 産経新聞 (2013/11/30) 「東電、シェール専用タンク 富津火力内に 2 基新設」

連 載

物価 古今東西 <第 10 回>

期待インフレ

～ 物価安定への中央銀行の役割 ～

竹光 大士

期待インフレとは

期待インフレとは将来時点における人々のインフレ率の予想である。期待インフレを実際に算出するには、アンケートを取り、物価に関する回答を集計する方法、金融市場の債券利回りから求める方法、等がある。

経済学で扱われる「期待」には合理的期待と適合的期待がある。適合的期待とは、例えば期初における期待インフレ率と実際の物価上昇率が異なった場合、両者乖離分を徐々に実際の物価上昇率に適合するよう修正していくという考え方である。それに対し、合理的期待とは現在得ることができる全ての情報を人々が駆使し、最適な予想をする場合の予想値である。

米国の期待インフレ

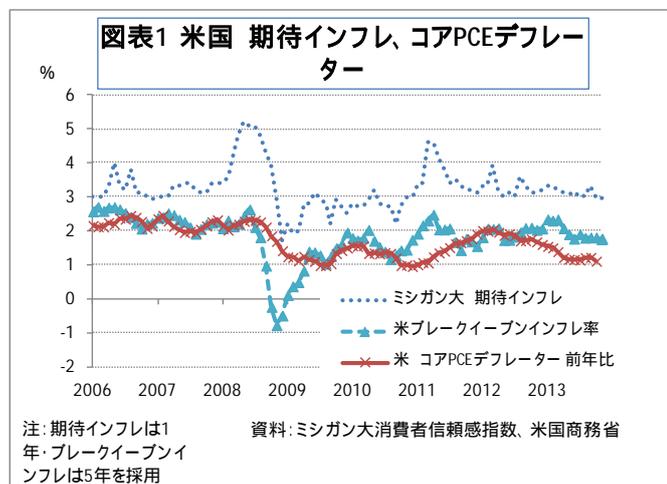
図表 1 は米国のミシガン大学の集計する「消費者信頼感指数」における期待インフレ率（消費者 500 人に対する月次のアンケート調査）と米ブレイクオープンインフレ率（国債の利回り-物価連動国債の利回り）を示したものである。米国では 2009 年のリーマン・ショックにより期待インフレが低下した。フィッシャー方程式(実質金利=名目金利-期待インフレ)によれば、期待インフレの低下は実質金利の上昇を引き起こすことから、総需要の抑制という効果を

伴う。このため、FRB の金融緩和によって期待インフレの低下に歯止めをかけることが試みられた。

その結果、米国では 2009 年中頃から期待インフレが上昇に転じた。2 年ほど遅れて、変化の激しい食品・エネルギー価格を除いたコア PCE デフレーターも上昇し始め、12 年初め頃には 2% 近辺に押し上げられた。

米 CPI と期待インフレの関係

物価目標の達成には期待インフレの安定が不可欠である。その期待インフレの安定には中央銀行への信認が重要である。ブレイクオープンインフレ率は 2% 程度、ミシガン大・期待インフレ率は 3% 台で比較的安定的に推移している。しかし、直近 2 年間コア PCE デフレーターは低迷しており、FRB が目標としている 2% 程度には届かず、直近は 1% 程度での推移となるなど、デフレーションへの警戒も根強い。

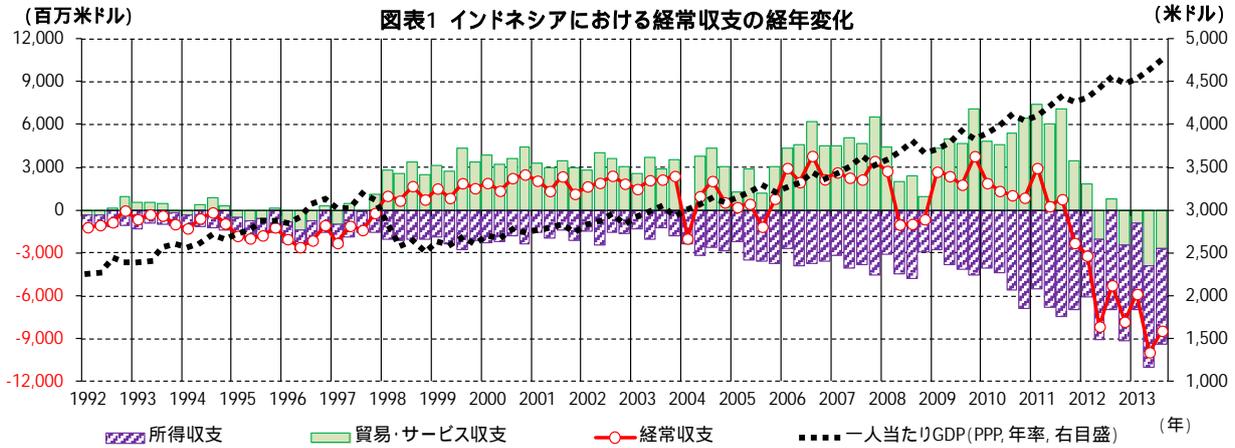


連載

新興国ウォッチ！ <第19回>

国際収支(3)

多田 忠義



(資料) Thomson Reuters Datastreamより作成(インドネシア中央銀行「国際収支」、Oxford Economics「購買力平価、2005年基準、一人当たり実質GDP」)

インドネシア経済を発展段階説で検証

本誌 13 年 12 月号、14 年 1 月号で取り上げているインドネシアを例に、貿易収支、所得収支、対外純資産 (BPM5 ベースのため、2001 年以降のデータ) の経年変化を追った。

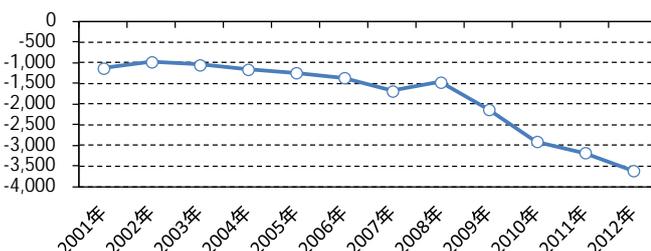
本誌分析レポートの拙稿で示した通り、インドネシアは資源輸出国であると同時に内需国で、主たる輸出製品を確立していない状況である。一方、周辺諸国からの資本や技術が流入し続ける中で、人々の生活水準は徐々に上昇し、貿易・サービス収支は 97 年以降黒字になったのち、12 年以降は再び赤字へ (図表 1) 所得収支は赤字が継続、対外純資産はマイナス幅を拡大させている (図表 2)。こうした実態を踏まえると、インドネシアは「

成熟債務国」の段階に至ったものの、貿易・サービス収支が再び赤字になった例といえよう。

輸出産業の成長が鍵となるか

クローサーらの発展段階説では、工業化と輸出産業の伸びに伴って貿易・サービス収支がはじめに黒字となり、技術進歩や輸出産業の成長が実現して、経常収支、次に所得収支が黒字となることを仮定している。インドネシアが直面している課題は、貿易・サービス収支が再び赤字に戻ることで、この状況は、工業化・技術進歩や輸出産業の成長スピード以上に中間所得層が増加し、海外から生産財ではなく消費財を多く輸入しているために引き起こされていると考えられる。また、これまで貿易黒字に寄与した商品は石油、ガス、鉱物など原材料となる資源で、工業発展はこれから始まるという「未成熟債務国」の末期であったともいえよう。輸出産業のさらなる成長が、同国経済発展の鍵となりそうである。

図表2 インドネシアにおける対外純資産



(資料) Thomson Reuter Datastream (Bank Indonesia) より作成

2013（平成 25）年の主な出来事

調査第二部

【マクロ経済概観】

■日本経済:「アベノミクス」でリーマン・ショック以前の水準まで景況感回復

わが国の経済は、金融緩和、財政出動、成長戦略の「三本の矢」による「アベノミクス」で円安株高となり、リーマン・ショック以前の水準まで景況感が回復した。米量的緩和策第3弾（QE3）の規模縮小を近い将来開始することが示唆されると、円高株安となる局面はあったものの、総じて見れば、消費税増税前の駆け込み需要や、5月以降、12年度大型補正予算に伴う公共事業など、底堅い内需に経済は支えられた。ただし、これまでの円高で生産拠点の海外移転が進んだほか、リーマン・ショック以降の世界経済をけん引してきた中国をはじめとする新興・資源国の経済成長が鈍化したことから、輸出や設備投資は緩やかな伸びにとどまっている。

■海外経済:緩和マネーの出口戦略に翻弄された新興国経済

米国は、住宅市場、自動車をはじめとする小売が好調だったが、緊縮財政の影響もあり、緩やかなペースでの回復にとどまった。なお、10月には債務上限の引き上げと、2014年度予算案の暫定執行をめぐって政府機関が一時閉鎖する事態も発生したが、実態経済への影響は限定的であった。欧州は、英国・ドイツで景気の底打ち感が強まった一方、フランスやイタリアなどでは回復力が弱く、デフインフレが進んでいる。中国は、経済成長率が7%半ばとなり、12年に引き続き中成長への構造調整が進んだ1年となった。新興国は、QE3の規模縮小への思惑から、投資マネーの巻き戻しが発生したほか、資源・製品輸出先の景気が減速し、成長率は鈍化した。

【金融政策概観】

■国内金融政策:「量的・質的金融緩和」を導入

日本銀行は、1月の金融政策決定会合で、消費者物価の前年比2%上昇を「物価安定の目標」に掲げるとともに、政府と共同でデフレ脱却と持続的な経済成長の実現のために政策連携するとの声明を発表した。また、3月に就任した黒田東彦新総裁のもとで開かれた4月の会合では、マネタリー・ベースを年間約60～70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調整（長期国債、ETF・J-REIT、CP・社債等の買入れ）を行うことを軸とした「量的・質的金融緩和」を決定し、これにより2年程度で「物価安定の目標」の実現を目指すこととなった。

■米国金融政策:12月にはQE3縮小を決定

米国では、1月の連邦公開市場委員会（FOMC）で決定した、失業率が6.5%を上回り、向こう1～2年のインフレ見通しがFOMCの長期目標である2%から上下0.5%ポイント以内に収まると予想される限り、08年12月から継続している政策金利（0～0.25%）を維持するとの方針が据え置かれている。また、12年9月に導入された量的緩和策第3弾（QE3）については、政府支援機関の発行する住宅ローン担保証券（MBS）の月額

400億ドルに加え、1月には12年末で終了したオペレーション・ツイストの代替案として米長期国債も月額450億ドルのペースで購入することを決定し、合計月額850億ドルの金融資産買入れが行われることとなった。しかし、12月のFOMCでは14年1月から両者を50億ドルずつ減額し、合計月額750億ドルに縮小することを決定した。

【金融市場概観】

■債券市場:4月に史上最低の0.315%に低下直後、6月まで乱高下

長期金利(新発10年国債利回り)は4月初めまで低下傾向が続き、日銀の「量的・質的金融緩和」導入直後の4月5日には史上最低の0.315%を記録。しかし、その後は流動性低下への懸念やリフレ政策による物価上昇予想から、時折大きく変動しながら上昇し、5月23日に一時1.00%台となった。その後は、日銀が国債買い入れオペの運用見直しの効果等から低下に転じ、10月下旬から11月中旬にかけては一時0.6%を割り込んだ。ただし、年末にかけてはQE3早期縮小観測の高まりから0.6%台後半で推移している。

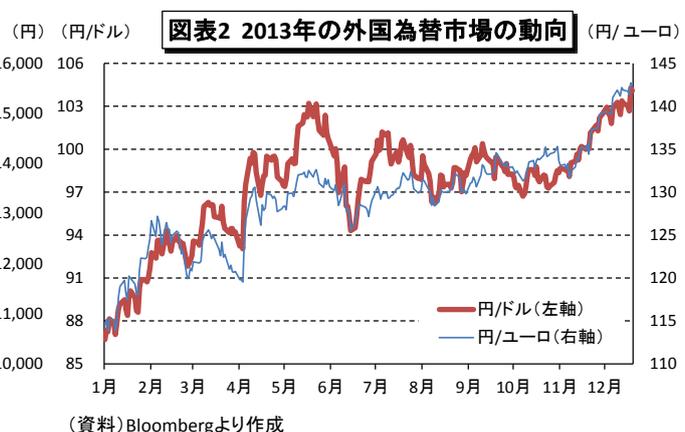
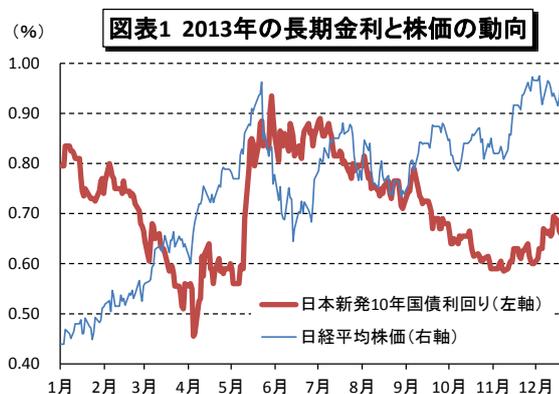
■株式市場:アベノミクスへの期待から約6年ぶりの高値を記録

年初から5月にかけて株価はほぼ一本調子に上昇した。とくに4月に日銀が「量的・質的金融緩和」を発表して以降は、株価上昇が加速した。しかし、QE3を早期規模縮小するとの観測が出たことを受け、日経平均株価は5月23日にザラ場高値15,942円60銭をつけた後、急落し、その後は13,000円台から14,000円台のレンジ相場になった。11月からは円安により再び株価上昇が始まり、12月19日には米国経済の回復期待を受けて15,859円22銭と終値ベースで約6年ぶりの高値水準となった。

■外国為替市場:日銀の金融緩和もあり円安が進む

外国為替市場は12年暮れの総選挙で大胆な金融緩和によるデフレ脱却を掲げた自民党が政権に返り咲いたことから円安傾向が続き、さらに4月に日銀が「量的・質的金融緩和」を決定して以降、5月にかけて円安が進んだ。5月22日につけた高値103円74銭は約4年7ヶ月ぶりの円安水準。その後はアベノミクス第3の矢待ち、株価の停滞から90円台後半から100円を挟み、もみ合い推移。しかし、米景気回復期待から12月に入って円安基調が強まり、米QE3縮小決定で104円前半の円安となった。

(13.12.19現在)



2013年の主な出来事(上半期)

月	国内政治・社会	国内金融・経済
1月	1日 復興特別所得税導入 21日 日本未来の党、嘉田由紀子共同代表が辞任 23日 産業競争力会議、初会合	1日 東証と大証が経営統合、日本取引所グループ(JPX)が発足 1日 東京電力、福島復興本社を設立 4日 みずほ証券とみずほインベスターズ証券が合併 22日 日銀、消費者物価前年比2%という「物価安定の目標」の導入を決定
2月	8日 環境省、中国からのPM2.5の飛来で暫定指針を発表 22日 安倍首相、ホワイトハウスでオバマ米大統領と初会談	1日 農林漁業成長産業化支援機構(A-FIVE)が発足 12日 東京商品取引所が発足 18日 全銀電子債券ネットワーク(でんさいネット)、491金融機関で運用開始
3月	15日 安倍首相、TPPに向けた交渉に参加することを正式に表明 31日 中小企業金融円滑化法が終了	20日 日銀総裁に黒田東彦氏が就任、副総裁には岩田規久男氏と中曽宏氏 23日 交通系ICカード10種類、全国で相互利用開始 27日 イオン、TOBでダイエーを子会社化 31日 国際統一基準行、バーゼルⅢの段階適用を開始
4月	1日 改正高年齢者雇用安定法及び改正犯罪収益移転防止法が施行 1日 自賠責保険の保険料、約15%値上げ 19日 改正公職選挙法が成立、インターネット選挙運動解禁へ 23日 復興庁、宮城県の水産業復興特区の復興推進計画を認定、9月1日より開始	1日 教育資金の一括贈与非課税制度が開始 4日 日銀、マネタリー・ベースが年間約60~70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行うことなどを軸とする「量的・質的金融緩和」の導入を決定 5日 長期金利、史上最低の0.315%に低下
5月	24日 「マイナンバー法」が成立、28年から利用開始 27日 改正公職選挙法が成立、成年被後見人の選挙権が回復	1日 関西電力9.75%、九州電力6.23%の電気料金値上げ 23日 日経株価指数、年内取引時間内最高値の1万5,942円60銭を付ける。長期金利も1年2ヶ月ぶりに1%台に上昇
6月	12日 改正金融商品取引法が成立 14日 政府、「骨太の方針2013」と「日本再興戦略」を発表 22日 ユネスコ、富士山を世界文化遺産に登録することを決定 24日 改正公職選挙法が成立、衆院の小選挙区を「0増5減」	30日 「国の借金」が1,000兆円を突破(8月9日財務省発表)

2013年の主な出来事(上半期)

月	米 国	海 外・そ の 他
1 月	<p>1 日 「財政の崖」を回避する法案が可決</p> <p>16 日 連邦航空局 (FAA)、航空各社に対し、不具合が続いたボーイング 787 型機を運航停止するよう命令</p> <p>21 日 オバマ大統領、2 期目の就任式</p> <p>23 日 連邦債務上限を 5 月半ばまで引き上げる法案を可決</p>	<p>1 日 EU、経済通貨同盟の安定・協調・ガバナンスに関する条約 (財政協定) 発効</p> <p>10 日 ムーディーズ、キプロスの格付けを「B3」から「Caa3」へ 3 段階引下げ</p> <p>16 日 アルジェリア人質拘束事件が発生、日本人 10 名が犠牲に</p>
2 月	<p>12 日 オバマ大統領、FTA に向け EU と交渉に入るよう呼びかけ</p> <p>14 日 アメリカン航空親会社 AMR、US エアウェイズとの合併を発表</p> <p>27 日 議会上院、ルー前大統領首席補佐官の財務長官就任を承認</p>	<p>12 日 北朝鮮、3 度目となる核実験を実施</p> <p>15 日 ロシア、ウラル地方に隕石落下</p> <p>22 日 ムーディーズ、英国の信用格付を最上級から「Aa1」に 1 段階引下げ</p> <p>25 日 伊上下両院総選挙、下院は中道左派が勝利も上院は勢力が分散</p> <p>25 日 韓国、朴槿恵氏が大統領に就任</p>
3 月	<p>1 日 強制歳出削減策が発動</p> <p>21 日 3 月 27 日に失効する暫定予算を 9 月末まで延長する法案が可決</p>	<p>13 日 ローマ法王にアルゼンチン出身のグレゴリオ枢機卿を選出</p> <p>23 日 キプロス、10 万ユーロ以上の預金に 25%課税することで ECB、EU、IMF (トロイカ) と合意</p>
4 月	<p>12 日 財務省、半期に一度の為替政策報告書で、日本の経済・金融政策が内需拡大につながるか緊密に監視すると表明</p> <p>15 日 ボストンマラソン爆破テロ事件</p> <p>17 日 銃規制法案、上院で否決・廃案</p> <p>24 日 オバマ政権、日本の TPP 交渉参加を受け入れる意向を米議会に通知</p>	<p>3 日 北朝鮮、ケソン工業団地への韓国人従業員の入りを禁止し、順次操業停止 (9 月 16 日操業再開)</p> <p>19 日 G20 閉幕、日銀の金融緩和について、「デフレを止め、国内需要を支えることを意図したもの」とする</p> <p>30 日 伊、大連立政権が発足</p>
5 月	<p>1 日 エネルギー省、輸入増により原油在庫が 3 億 9,528 万バレルと 1982 年以降で最高水準に増加したと発表 (5 月 24 日の 3 億 9,755 万バレルがピーク)</p> <p>17 日 財務省、連邦債務が法定上限に達することに伴い、緊急措置を発動</p>	<p>15 日 IMF 理事会、キプロスに対する 3 年間で約 10 億ユーロの支援融資を承認</p> <p>30 日 OECD 閣僚会合、来年の議長国を日本とすることを確認</p>
6 月	<p>5 日 米当局が独首脳などの通信傍受との報道</p> <p>10 日 S&P、米長期国債の格付見通しを「弱含み」から「安定的」に引き上げたと発表</p> <p>19 日 バーナンキ FRB 議長、13 年以内に資産購入縮小に着手し、14 年半ばには終了させる可能性がある」と表明</p>	<p>10 日 米ケリー国務長官、シリアのアサド政権の化学兵器使用を認定</p> <p>26 日 豪、ラッド首相が返り咲き</p> <p>27 日 EU 財務相会合、域内の問題銀行を破綻処理する際の統一ルールについて合意</p>

2013年の主な出来事(下半期)

月	国内政治・社会	国内金融・経済
7月	<p>2日 復興庁と財務省、被災地と関係が薄い事業に使われた復興関連予算の未執行分1,017億円の返還を要請すると発表</p> <p>15日 日本初参加のTPP交渉会合がマレーシアのコタキナバルで開幕</p> <p>21日 第23回参院選挙、自民党が第一党となり、「ねじれ」解消</p>	<p>1日 みずほ銀行とみずほコーポレート銀行が合併</p> <p>10日 ソフトバンク、米スプリント（米通信大手）を買収</p> <p>26日 日本郵政グループとアフラック、がん保険の提携強化を発表</p>
8月	<p>7日 みんなの党渡辺喜美代表、江田憲司幹事長を更迭、浅尾慶一郎政調会長を後任に</p> <p>12日 高知県四万十市で国内観測史上最高気温となる41.0度を観測するなど、西日本を中心に記録的猛暑</p>	<p>21日 内閣府景気動向研究会、09年4月から続いた景気拡大期の「景気の山」を12年4月と暫定的に設定</p> <p>28日 原子力規制委、東京電力福島第一原発タンクからの汚染水漏出を「レベル3」に引き上げ</p>
9月	<p>2日 埼玉県越谷市・千葉県野田市で竜巻発生、負傷者64人・住家損壊608棟</p> <p>7日 2020年夏季オリンピック・パラリンピック開催都市が東京に決定</p> <p>16日 台風18号が愛知県豊橋市に上陸、気象特別警報運用開始後初の発令</p>	<p>1日 北海道電力7.73%、東北電力8.94%、四国電力7.8%の電気料金値上げ</p> <p>6日 金融庁、金融モニタリング基本方針を公表</p> <p>13日 経団連、新卒採用方針を決定</p> <p>27日 みずほ銀行、反社取引問題で金融庁から業務改善命令</p>
10月	<p>1日 安倍首相、消費税率を14年4月から8%に引き上げることを正式に表明</p> <p>16日 台風26号が東日本付近を通過、伊豆大島では記録的豪雨となり、大島町に災害救助法を適用、死者35名</p>	<p>1日 少額投資非課税制度（NISA）口座の開設手続き開始、運用は14年1月から</p> <p>10日 東京都民銀行と八千代銀行、14年10月の経営統合で基本合意</p> <p>22日 大手ホテル等で食材偽装問題が判明</p> <p>31日 台湾の中国信託商業銀行、東京スター銀行を520億円で買収すると発表</p>
11月	<p>13日 改正電気事業法が成立、発送電分離へ</p> <p>17日 福島市長選、現職を破り小林香氏が初当選、福島県内で現職首長の落選相次ぐ</p> <p>22日 東京電力福島第一原発4号機で、使用済み燃料の取り出しを開始</p> <p>26日 猪瀬直樹東京都知事、徳洲会グループからの5,000万円受取りで緊急記者会見</p>	<p>5日 大阪府内の3信金合併、大阪シティ信用金庫が誕生</p> <p>14日 東証、足利HDの再上場を承認</p>
12月 (19日 まで)	<p>4日 国家安全保障会議（日本版NSC）発足</p> <p>4日 ユネスコ、和食を世界無形文化遺産に登録</p> <p>6日 特定秘密保護法が成立</p> <p>18日 みんなの党を離党した江田憲司衆院議員が新党「結いの党」を結党</p> <p>19日 猪瀬直樹東京都知事、辞意を表明</p>	<p>5日 政府、消費増税に備えて家計や中小企業を支援する「経済対策」（5.5兆円）を決定</p>

2013年の主な出来事(下半期)

月	米 国	海 外・そ の 他
7月	<p>2日 FRB、バーゼルⅢを14年1月から米国で段階的に適用することを決定</p> <p>6日 サンフランシスコで韓国ソウル発のアシアナ航空214便が着陸に失敗、炎上</p> <p>18日 ミシガン州デトロイト、連邦破産法9条の適用を申請、米自治体としては過去最大の破綻</p>	<p>1日 クロアチア、EUに加盟</p> <p>3日 エジプトでクーデター、モルシ大統領の権限を剥奪</p> <p>12日 フィッチ、仏の長期国債格付けを「AAA」から「AA+」に1段階引下げ</p> <p>20日 G20財相・中銀総裁会議、新興国からの資金流出の影響を監視する方針で合意</p>
8月	<p>7日 ホワイトハウス、9月に開催予定だった米ロ首脳会談の実施を見送ると発表</p> <p>26日 ルー財務長官、議会が連邦債務の法定上限引き上げで迅速に行動しなければ、10月半ばに政府資金が底をつくと警告</p> <p>31日 オバマ大統領、シリアに対し軍事行動を取るべきと表明、議会に承認を要請</p>	<p>1日 伊最高裁、ベルルスコーニ元首相の有罪を確定</p> <p>2日 イラン、ロウハニ新大統領就任</p> <p>29日 英、下院否決でシリア軍事介入参加を断念</p>
9月	<p>10日 オバマ大統領、シリア保有の化学兵器を国際管理するとのロシア提案を国連安保理で協議することで英仏と合意</p> <p>15日 サマーズ元財務長官、次期FRB議長候補を正式に辞退</p> <p>25日 ルー財務長官、10月17日までに政府の借入手段が尽きる見込みと発表</p>	<p>2日 バーゼル銀行監督委員会、デリバティブの新たな国際規制に関する最終報告書を発表</p> <p>22日 独総選挙、CDU/CSUが勝利し、メルケル首相の3期目続投が決定</p> <p>28日 伊、ベルルスコーニ元首相派の5閣僚が辞任</p>
10月	<p>1日 財政協議まとまらず、一部の政府機関が17年ぶり閉鎖、職員約80万人一時帰休</p> <p>9日 オバマ大統領、次期FRB議長にイエレン副議長を指名</p> <p>16日 債務上限引き上げと暫定予算を盛り込んだ法案が可決、政府機関は再開へ</p>	<p>15日 EU財務相理事会、ユーロ圏諸国の銀行監督権限のECB一元化を決定</p> <p>19日 伊ミラノ高裁、ベルルスコーニ元首相の公職追放2年との判決</p> <p>28日 中国、天安門前に自動車が突入</p> <p>29日 トルコ、イスタンブールに欧州とアジアを結ぶトンネル及び地下鉄が開通</p>
11月	<p>5日 NY市長選、元市議のデブラシオ氏が当選、民主党勝利は24年ぶり</p> <p>13日 イエレンFRB副議長、緩和継続を示唆する公聴会証言の原稿を公開</p> <p>20日 FOMC議事要旨(10月開催分)、数人の委員が今後数ヶ月内に量的緩和策の規模縮小を決定できると発言</p>	<p>7日 ECB、政策金利を史上最低の0.25%へ引き下げ</p> <p>8日 フィリピン、台風30号が直撃、死者・行方不明者は約7,800人</p> <p>23日 中国、尖閣諸島を含む東シナ海上空に防空識別圏を設定</p>
12月 (19日まで)	<p>10日 米財政協議、与野党妥協案で合意</p> <p>18日 FOMC、量的金融緩和第3弾(QE3)の資産買入額を14年1月より月間850億ドルから750億ドルへ縮小することを決定</p>	<p>5日 マンデラ元南アフリカ大統領が逝去</p> <p>9日 インラック・タイ首相、反政府デモ拡大を受けて下院解散を発表</p> <p>10日 TPP閣僚会合閉幕、年内妥結を断念</p>

海外の話題

香港は日本ブーム、だが・・・

農林中央金庫 香港駐在員事務所長 落合 顕久

香港は、第3次(?)日本ブーム到来と言われている。2013年の香港人の日本への旅行者は昨年比ほぼ倍増の70万人に達すると見込まれている。これは香港人口の1割にあたる驚異的な数である。円安や日本入国ビザの免除が影響しているのだろうが、そもそも日本に魅力を感じているからであって、我々日本人にはうれしい話である。

目的地は多様化しており、日本の空港でレンタカーを借りて、自由に各地を巡る個人旅行者が増えているようだ。旅行代理店によると、今年は福岡空港で車を借りて九州各地のひなびた温泉宿で、地元の素材を使った和食を堪能し、ゆっくりと温泉に浸るのが流行っているらしい。

日本の観光情報は豊富にある。旅行ガイドブックは「九州」「北海道」「東京」のように地域毎で一冊の本として売られ、どの本も的確に観光スポットを選択し、広東語の横には日本語(ひらがな)が並記され、旅先でも何とかコミュニケーションが取れるように工夫してある。テレビは「ジャパNAVI」など、香港人タレントが日本の田舎を紹介する旅行番組を毎週放送しており、日本人が見ても魅力的な内容になっている。

このブームは意外と裾野が広く、いわゆる富裕層に留まらず、中流層にも広がっている。代表例は日本料理店と日本のテレビ番組の人気である。香港にある日本料理店の数は2012年で1,160店、中華を除く外国食レストランでトップ(JETRO資料による)、2013年には1,200店を超えたと言われている。とりわけ回転寿司、ラーメン、とんかつ、カレー、居酒屋など日系外食チェーンの出店が相次いでいる。1千~2千円程度で食事が出来るので、若者中心に人気を集めており、今年7月にオープンした博多ラーメンの店は初日4時間待ち、今でも1時間待ちの行列が出来ているようだ。テレビでは、頻繁に日本のドラマやバラエティ番組を放送しており、「半沢直樹」はこちらでも話題を呼び、当地の新聞の一面に「倍返し」特集が組まれた程である。

しかし、ブームだからと言って、彼らが盲目的に日本に憧れ、受入れていると捉えるべきではない。数年前に日本の農業問題を巡るテレビ討論番組で「識者」が、「日本の農産物は品質が良いから、幾ら高額でもアジアの富裕層は購入するのだ」と述べていたが、当地で暮らしていると違和感を感じる。高級スーパー等流通関係者に聞くと、日本と同程度の品質の他国産がより安く売られると、日本産農産物は売れ残るのである。前述の日系外食チェーン店も、価格設定やメニュー・味付けに工夫を凝らして香港人に受けるように研究しているとのこと。基本はやはり「良いものを、より安く」。

英国植民地時代から、自由貿易の国で育ってきた国民だけに、評価する目は厳しいとおいた方がよさそうである。