

## 潮流

# 被災事業者の二重債務問題と地域金融機関

常務取締役 鈴木 利徳

東日本大震災の発生直後から二重債務問題は被災事業者向け金融対策における中心的な課題として、被災県から問題提起され、国会においても議論されてきた。その二重債務問題への対策の枠組みがやっと出来上がりつつある。それが産業復興機構と東日本大震災事業者再生支援機構（以下「再生支援機構」という）である。

産業復興機構は産業活力再生特別措置法に基づくファンドであり、昨年11月から12月にかけて被災県である岩手、茨城、宮城、福島の4県で順に設立されている。資金規模は設立当初は岩手100.1億円、茨城50億円、宮城100.1億円、福島100億円でスタートした。今後、業務の進捗に応じて岩手、宮城、福島は500億円、茨城は100億円程度への資金規模の拡大を想定している。出資割合は国（（独）中小企業基盤整備機構）が8割、地元金融機関が2割である。

一方、再生支援機構は議員立法に基づく株式会社として、今年の3月11日までに設立され、年度内に業務を開始する予定で準備が進んでいる。資金規模は5,000億円で、全額を国が出資する。

両機構の目的はいずれも、過大な債務を負っている被災事業者の二重債務問題に関し、金融機関が保有する債権の買取り、一定期間の返済猶予等によって債務負担を軽減し、事業再生を支援するものである。両機構の最大の違いはその支援対象（買取対象）である。産業復興機構の支援対象は再生可能性があると判断される事業者であり、中堅・中小企業が見込まれる。一方、再生支援機構の支援対象は商店等小規模事業者、農林水産事業者、医療福祉事業者等が想定されており、大企業、第3セクターは対象外である。

両機構が実際に業務を開始するにあたっての課題は、第一に、債権の買取価格の算定方法である。産業復興機構は当該事業者の被災前の業績や今後の見通しをもとに将来期待されるキャッシュフローを予測し、その総額を一定の割引率を用いて現在価値に割り戻す手法を採用するといわれている。一方、再生支援機構は事業再生計画、被災地域の復興見通し、事業者の経営見通し、担保財産価格の見通し等を勘案した適正な時価により買い取るとしており、業務開始までに買取価格の算定方法に関する具体的な指針を公表する予定であるという。

第二に、金融機関がこれらの債権買取機構を利用するインセンティブである。金融機関はこれまでも再生可能性の見込まれる事業者については、一定期間の返済猶予、貸出条件の変更などに取り組むとともに、被災事業者向けの復興支援ローン商品の開発、日本政策金融公庫との協調融資等に取り組んできた。とくに再生可能性が高いと見込まれる事業者については日本政策投資銀行と連携した東日本大震災復興支援ファンドやDDS（デット・デット・スワップ：債権者が当該債務者の再建計画と一体で既存の債権を劣後化することで、債務者の財務改善を図るもの）、あるいはDES（デット・エクイティ・スワップ：債務の株式化）等を検討している事例もある。両機構の設立は金融機関にとっては事業再生支援において利用できる選択肢・手法が増えることを意味するが、産業復興機構への出資や債権放棄等により地域金融機関の経済的な負担がかえって増す懸念も否定できない。

地域金融機関にとって利用しやすい設計とすることで、二重債務問題の解決を図り、復興が加速することを切実に望んでいる。

# 情勢判断

## 国内経済金融

### 円高・デフレ継続下で着手され始めた増税路線

#### ～ 年度末まで国内景気は足踏み継続 ～

南 武志

#### 要旨

国内景気は東日本大震災後の持ち直しが昨夏までには一服、秋以降は海外経済の減速傾向、さらに円高進行などを受けて、頭打ち感が漂っている。当面は輸出環境の悪化や復興需要の後ズレなどを踏まえれば、11年度末にかけて景気の足踏みが続く可能性が高い。一方、12年度に入れば、復興需要が景気の底上げに寄与し始めることが期待されるが、年半ばまでは輸出回復が期待できないこともあり、震災からの復興期の経済成長としては力不足感の漂うものにとどまるだろう。

こうした中、野田内閣は「社会保障と税の一体改革」の柱である消費税増税に向けた動きを強めているが、円高やデフレ圧力が強い状況下で増税路線に踏み切ることへの懸念もまた根強い。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年 / 月	2012年					
	1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 (%)	0.079	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.329	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 (%)	1.005	0.90～1.35	1.00～1.40	1.00～1.40	1.00～1.40
	5年債 (%)	0.350	0.30～0.65	0.35～0.70	0.35～0.70	0.35～0.70
為替レート	対ドル (円/ドル)	77.9	75～80	75～82	75～85	75～85
	対ユーロ (円/ユーロ)	101.5	90～110	90～110	90～115	90～115
日経平均株価 (円)	8,883	8,750±500	9,250±1,000	9,500±1,000	9,500±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1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

欧州債務危機は対岸の火事ではないとの認識から、日本の財政再建への意欲を前面に掲げてきた野田内閣は、1月24日に召集した通常国会で、いよいよ消費税増税を柱とする「社会保障と税の一体改革」の議論を開始することになった。たしかに、国・地方を合わせた長期債務残高は900兆円超(対GDP比率:192%、12年3月末見込み)と莫大な金額となっているほか、今後も続く高齢化や人口減少

などを考慮すれば、早い段階で財政健全化に向けた道筋をはっきりと示しておくべきと考えるのは為政者として当然のことであろう。しかし、行政のムダの削減努力が不十分な上に、円高・デフレ圧力が強い状況下で増税措置(復興や消費税などの増税)を強行することに対する危惧もないわけではない。欧州債務問題が半ば泥沼化している原因の一つに、経済成長と財政再建との調和の欠如があることも十分に踏まえるべきと考える。なお、

自公など野党では対決姿勢を強めており、消費税増税などの問題が今国会で決着できるかはかなり不透明な状況である。状況次第では年内の解散・総選挙の可能性も否定できない。

さて、国内景気については東日本大震災後の持ち直しがすでに一服、年度下期に入り、世界経済の減速傾向を受けて頭打ち気味の推移となっている。12月の通関貿易統計によれば、輸出金額は前年比

8.0%と減少幅を拡大、地域別にはユーロ圏やアジア向けが二桁減となっている。

当面は輸出の勢いが弱い状態が続くだろう。また、建設総合統計などからも、公共事業が依然として減少気味に推移していることが見て取れる。そのため、11年度末にかけては景気足踏みを続ける可能性が高い。一方、12年度については、年度上期は輸出環境の改善はあまり期待できないものの、11年度第3次補正予算などに盛り込まれた復興事業が本格化することにより、ある程度景気は底上げされるだろう。さらに後半になれば輸出の再持ち直しも始まることが想定される。ただし、震災からの復興期にしては力強さが感じられず、根強い円高圧力、原発

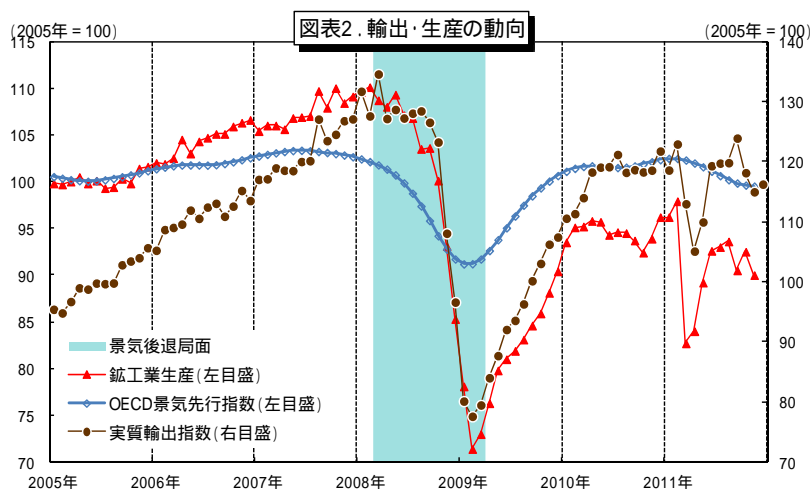
再稼働の可否に伴う電力不足懸念、さらには欧州債務問題等の行方など下振れリスクも多いため、先行きの不透明感はかなり強いと言わざるを得ない。

また、物価動向については、11年夏場にかけて、石油製品や電気料金などエネルギー中心に上昇し、7～9月には全国消費者物価(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推移したが、10月には再びマイナスに転じ、さらに11月には下落幅を拡大させた。基本的に国内には大きなデフレギャップが存在しており、エネルギーや食料品を除くベース部分では物価下落が続いている。先行きについても、弱含み気味に推移する可能性が高く、12年度中のデフレ脱却は展望が困難なままである。

## 金融政策の動向・見通し

日本銀行は10年10月に政策金利の引下げ(0～0.1%)、時間軸効果の再導入、資産買入等基金の創設、からなる包括緩和策を導入した。しかし、その後も、東日本大震災に伴う景気悪化、欧州債務危機など世界経済の下振れリスク、さらには根強い円高・デフレ圧力もあり、

資産等買入基金等の漸次増額を柱に金融緩和措置を強化していった。この結果、資産買入等基金は総額55兆円程度の規模が設定され、うち資産買入れは20兆円、固定金利オペは35兆円(期間3ヶ月:20兆円、期間6ヶ月:15兆円)となった。これらは12年末までに枠を使い切



(資料)OECD、内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成 (注)OECD景気先行指数はOECD+6新興国

の方針となっている（ちなみに、資産買入基金については1月20日時点の残高を考慮すれば、残りは約10兆円である）。

このように日銀が緩和策を続けているのは間違いないが、その効果がほとんど検出されていない上、一段の緩和策に対して慎重な姿勢をにじませるなど、他の中央銀行に比べて消極的であるのは否めない。とはいえ、政府はデフレ脱却を経済財政政策運営の最重要課題と捉えていることもあり、今後も一段の緩和策の検討を迫られる場面があるものと思われる。

その際には、これまでと同様、資産買入等基金を漸次増額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。

### 市場動向：現状・見通し・注目点

11年度下期に入っても欧州債務問題が一段と深刻さを増した上、これまでの引締め効果も加わって新興国の景気減速も明確になるなど、世界的にリスク回避的な行動が強まり、株安・金利低下・円高

が進行した。その後、米国経済の過度な悲観論の解消やユーロ圏諸国の欧州債務問題への取り組み進展もあったが、金融市場は依然として不安定さが残っている。

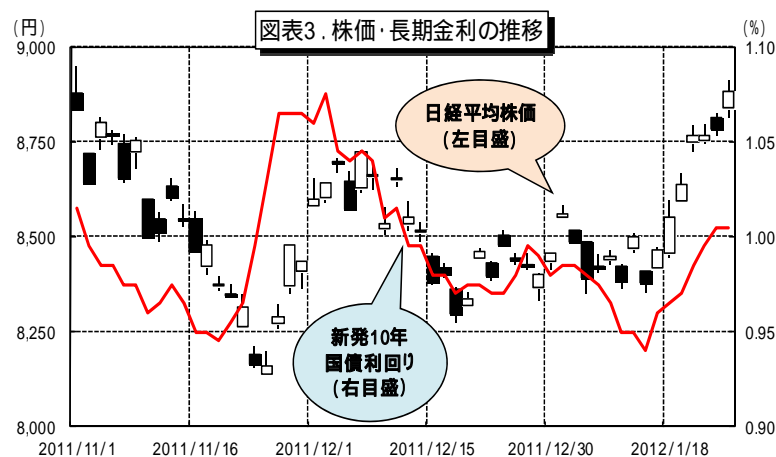
以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えて見たい。

### 債券市場

11年度入り当初、長期金利（新発10年物国債利回り）は1.3%台で推移していたが、その後は緩やかな低下傾向をたどった。東日本大震災に伴う復旧・復興費捻出のための一時的財源として期待される国債増発への警戒感があったが、欧州債務危機により投資家のリスク回避的な行動が強まった結果、JGBに対する需要はほぼ一貫して堅調であった。11月にはドイツ国債の入札不調をきっかけに、一旦は1.1%手前まで上昇する場面もあったが、景気の足踏み開始、根強いデフレ、国内投資家の運用難などといった環境は当面変わることはないとの認識から、年度下期は概ね1%を挟む狭いレンジでのみ合いが続いている。

先行きについては、第3次補正予算の成立に伴って国債増発がすでに始まっているほか、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、長期金利に対して上昇圧力が徐々に強まっていくものと思われる。とはいえ、景気の牽引役である輸出の伸び悩み懸念や追加金融緩和策への思惑などが、金利上昇に対して抑制的に働く可能性も否定できない。一時的に大



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

きな上下動がみられる場面もあると思われるが、当面は総じて低水準での展開が続くものと予想する。

## 株式市場

大震災発生によって大幅下落した日経平均株価は、その後持ち直し、5月上旬には1万円台を回復する場面もあった。しかし、その後は、欧州債務危機や新興国の減速など世界経済の先行き不透明感の強まり、それらに伴うリスク回避目的での円買い圧力などもあり、概ね下落傾向をたどった。それでも10月下旬には、ユーロ圏諸国の欧州債務問題への対応に一定の進展が見られたことや政府・日銀による為替介入や追加緩和策導入などもあり、一時9,000円台を回復する動きも見せたが、その後は8,000円台半ばを中心にもみ合うなど、上値の重い状態が続いている。それでも1月下旬にかけては一時8,800円台を回復するなど、やや明るさも見え始めている。

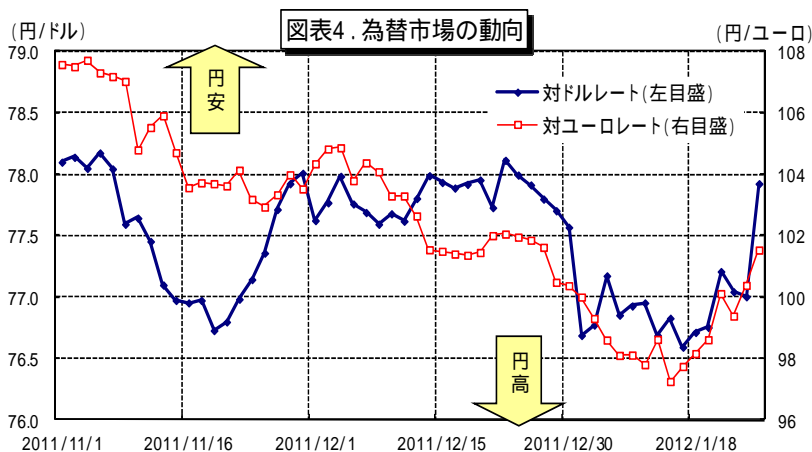
先行きについては、復興需要への期待感が徐々に高まるとはいえ、内外景気の不透明感が強いほか、円高や交易条件の悪化、慢性的な電力不足問題やそのコスト負担など、不安な要素は少なくない。

総じて海外経済の先行きに対する思惑などに株式相場が一喜一憂する展開が続くだろう。

## 外国為替市場

欧米先進国・地域が経済・金融・財政面で不透明要因を抱えていることに加え、これまでの欧米中央銀行に比べて日銀の金融政策が小幅なものにとどまっていることから、歴史的な水準での円高状態が定着しつつある。政策当局としては、為替市場への円売り介入を始め、いくつかの対応策を発表してきたが、市場からはほとんど評価されず、10月下旬にかけては対ドルレートがほぼ連日のように戦後最高値を更新し続けた。政府は10月末には11年になって3度目の介入に踏み切ったため、直近に至るまで円高進行自体は止まっているが、1ドル=70円台後半という歴史的な水準が続くなど、円高圧力が解消したとは判断できない状況である。また、対ユーロでは、欧州危機への警戒感が残っていることもあり、徐々にユーロ安が進行しており、1月上中旬にかけては約11年ぶりの水準である1ユーロ=100円割れでの推移となった。

当面は欧米で経済・金融面での不安要素が



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成 (注)東京市場の17時時点

素が煽っていること、さらに欧米中央銀行が一段の追加緩和策を導入する可能性など、円高圧力の高い状態が続くことが見込まれる。しかし、為替介入への警戒感も強く、特に対ドルレートで過度に円高が進行する可能性は低いだろう。

(2012.1.25 現在)

# 情勢判断

## 海外経済金融

### 海外情勢は不透明でも、持ち直す米国経済

木村 俊文

#### 要 旨

米国経済は、雇用環境が改善傾向を示し、個人消費や生産が底堅く推移するほか、住宅部門にも底入れの兆しが出るなど、緩やかに回復している。こうしたなか、米政策当局（FRB）は異例の低金利を2014年後半まで先送りするといった時間軸の延長を決定した。

#### 経済指標は改善傾向

最近発表された米国の主要な経済指標は、総じて改善の動きを示している。

雇用関連では、12月の雇用統計で非農業部門雇用者数（前月差）が20.0万人増となり、前月（10.0万人）から増加幅が拡大した（第1図）。ただし、雇用者数の増加には、小売業や宅配業などクリスマス商戦に伴う一時的な雇用拡大が含まれており、今後反動減となる可能性もある。

また、失業率は8.5%と前月（8.7%）に引き続き改善し、2年10ヶ月ぶりの低水準となった。とはいえ、失業率の低下は前月同様、失業中の人々が職探しをあきらめたことに伴う労働力人口の減少が一因であるため注意が必要である。

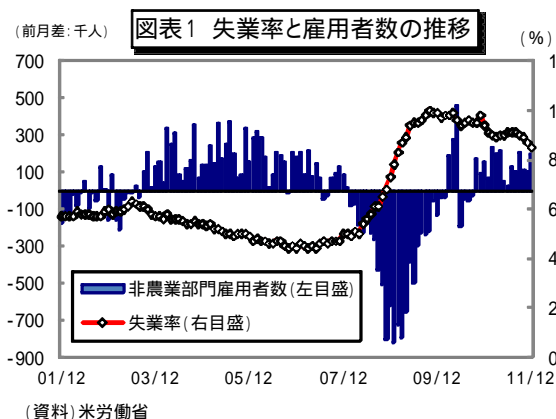
個人消費は、年末商戦が好調な滑り出しだったことから期待が高かったが、12月の小売売上高は前月比0.1%と直近7ヶ月間で最も弱い内容となった。業種別

では、自動車関連の売上高が引き続き増加したものの、電化製品に加え、ガソリン価格下落を受けガソリン売上高が減少し、全体を押し下げた。

一方、1月の消費者信頼感指数（ミシガン大学、速報値）は74.0、さらに先行きの見通しを示す期待指数も68.4と、いずれも5ヶ月連続で上昇した。夏場に景気後退期並みの水準まで低下した消費者センチメントは、失業率が低下するなど雇用の先行き不安が後退し、企業や家計をめぐる状況についても今後改善していくとの楽観的な見方が出てきたことから反転して推移している。ただし、時間当たり賃金など所得の鈍化傾向が続いており、消費拡大を抑えていると考えられる。

企業部門では、12月の鉱工業生産指数が前月比0.4%と前月（同0.3%）から持ち直した。製造業は同0.9%と1年ぶりの高い伸びとなり、木材・金属など建設関連資材のほか、タイの洪水による供給障害で前月に減少したと思われる情報通信関連や自動車の生産が拡大した。世界景気が減速傾向を示すなかで、米製造業の生産は底堅さを維持している。

しかし、設備投資の先行指標である航空機を除く非国防資本財受注（実質）は、11月に前月比1.2%と2ヶ月連続で落ち込んだ。投資減税失効前の駆け込み需要が失速したほか、世界的な景気減速や



欧州情勢の先行き懸念からやや慎重になっている可能性が高い。

住宅関連では、12月の住宅着工件数(季調済・年率換算)が65.7万件と前月(68.5万件)を下回った。また、先行指標となる着工許可件数も12月は67.9万件と小幅減少した。中古市場への差し押さえ物件の流入や住宅価格の下落が続いているものの、一方で住宅販売は新築・中古ともに持ち直しの動きが見られるなど、住宅市場が一部底入れしつつある。

### FRB は時間軸への信頼性を強化

連邦準備制度理事会(FRB)は、1月25日の連邦公開市場委員会(FOMC)終了後に理事や連銀総裁ら FOMC メンバーの政策金利予想を公表することになった。これはバーナンキ議長が目指す金融政策の透明性向上に沿った措置であり、昨年12月の会合で決定した。FOMC は年4回、メンバーが想定する実質 GDP 成長率や失業率、インフレ率の見通しを公表しているが、今後はこれらに加えて将来の利上げ時期のほか、長期予想を含めた政策金利の見通しを公表する。

FRB は、昨年8月のFOMC 声明以降「少なくとも2013年半ばまで異例の低金利を正当化する可能性が高い」といういわ

ゆる時間軸効果をねらった方針を明示している。しかし、3委員が反対票を投じるなど、ゼロ金利政策の期間を固定することに対しては批判的な意見が少なくなかった。そこで、政策金利予想を年4回公表することにより、透明性の向上を図るとともに時間軸への信頼性を高める狙いがあると考えられる。

すでに市場は2年先まで利上げがないことを織り込んでいるが、今回発表された FOMC 声明文および利上げ時期予想は「2014年後半まで」と、これまでの時間軸(2013年半ば)よりも1年半ほど延長された。このため、市場の見方をさらに後退させ、金融緩和効果を高めることが期待される。

### 米国株価が上昇、半年ぶり高値

米国債市場では、年明け後も欧州債務危機の影響で米国債への逃避需要が高まった。米10年債利回りは、1月13日に格付大手S&Pがユーロ圏9ヶ国を格下げしたことを受け、年初来最低の1.86%に下げた。しかし、その後は改善を示す米経済指標や主要企業の好決算が発表されたことを受け2.0%台に上昇した。先行きも米長期金利は、上昇傾向で推移すると見込まれるものの、欧州危機の影響やゼロ金利政策の長期化見通しなどから低下圧力が強いだろう。

一方、米株式相場は、昨年末からの流れが続き年明け後も上昇した。ダウ工業株30種平均は1万2,700ドルを回復し、昨年7月下旬以来半年ぶりの水準まで上昇した(第2図)。米株式市場は、欧州情勢の先行きに一喜一憂しながらも、下値の堅い展開が予想される。

(12.1.26 現在)



## 情勢判断

### 海外経済金融

## ユーロ圏財政危機における「複数均衡」と「自己実現」

### ～ 危機対策の明確化と着実な実行の重要性 ～

山口 勝義

#### 要旨

ユーロ圏の財政危機では、市場が懐疑的になれば、懸念されたとおりに問題が拡大する傾向が顕著である。これを防止するには、ゲーム理論の観点からは、危機解決への対策を明確化し着実に実行することなどで、市場の信頼を回復することが何より重要である。

#### はじめに

昨年末、ハーバード大学やマサチューセッツ工科大学教授の経歴を持つオリビエ・ブランシャル国際通貨基金（IMF）経済顧問兼調査局長が、IMFのブログに、「2011年を振り返って：4つの歴然たる事実」（“2011 In Review: Four Hard Truths”）と題する短評を掲載した（＜参考文献＞）。このなかで、同局長は、2011年は世界経済の回復で始まったもののその終盤に回復は頓挫したとし、この間の経験から、教訓として次の事実を確認することができるとしている。

2008～2009年の危機の後、世界経済は複数均衡（multiple equilibria）に満ちている。つまり、悲観的な見方や楽観的な見方がそれぞれ悪い結果や良い結果を生むという自己実現的な現象（self-fulfilling outcomes）が生じており、それが経済に重大な影響を与えている。

不徹底で部分的な政策対応は、事態を一層悪化させかねない。

投資家は財政再建への取組みを歓迎する一方で、それが経済の低成長につながるという点で、より大きなリスクプレミアムを要求するという矛盾した側面を持っている。このため、財政

改善は過度に性急なものとならないよう注意が必要である。

いったん市場心理が悪化すると、それは容易には回復しない。例えば2011年の夏場までは平静であったイタリア国債市場であるが、その後危機感の高まりで投資家が引き上げた資金は簡単には市場に戻ってはこない。

同局長は、以上の認識を踏まえ、2011年末の情勢は年頭に比べ非常に困難なものとなったとし、実効性のある危機対策として、信頼できる現実性のある財政再建計画の策定、適切な流動性の供給、計画の着実な実行、より効果的な関係者間の協調の4点が不可欠であるとしている。

以上のうち、～については従来からしばしば指摘されてきた事項である。また、危機対策としての4点の何れにも違和感はない。しかし、～は何を意味しているのだろうか。

同局長は、特に財政危機での悲観的な見方の自己実現性を指摘している。確かに、ユーロ圏では、市場が懐疑的になり始めれば国債利回りの上昇が続き、結局、懸念された問題拡大が現実化するという傾向が顕著になっている。

こうした事象はどのように説明されるのだろうか。



## 「複数均衡」や「自己実現」の概念

「複数均衡」や「自己実現」は、ゲーム理論で使用される概念である。同理論は、ある特定のルールや情報の下で、互いに影響を与え合う各主体が選択する最適な行動の組合せを数学的に分析するツールである。1940年代にその理論化の出発点を持つが、その後の精緻化を経て、現在では経済学のほか経営学、社会学等で幅広く活用されている。

同理論では、各主体が他の主体の行動を予測して行動した結果、

- 「良い均衡」と「悪い均衡」の複数の均衡<sup>(注1)</sup>が生じる可能性があること
- また、事実はそうでなくとも多数の主体が悪い内容を予測することで、「悪い均衡」が自己実現してしまう可能性があること

が示されている。

こうしたゲーム理論の特性を具体的にイメージするために、ひとつの事例として、欧州中央銀行（ECB）により供給された資金を活用した、銀行による国債投資の可能性を取り上げることとする。

2011年12月、ECBは定例理事会で上限を定めない期間約3年の資金供給オペレーション（以下「期間3年オペ」と言う）を2回実施することを決定した。これは、ユーロ圏財政危機の深刻化が懸念されるなか、銀行の資金繰り支援の目的で、公開市場操作である既往のLonger-term refinancing operations（LTROs）の枠内で実施するものであるが、今回の約3年という期間はこれまでの最長となる<sup>(注2)</sup>。その第1回オペレーションは12月21日に実施されたが、ユーロ圏の523行が応札し、事前の予想を上回る応札額4,890億ユーロ全額が政策金利で供給された。

これを受け、サルコジ仏大統領等は、資金調達を行った銀行が財政悪化国の国債購入を行うことを通じ、危機対策の即効薬とされる反面、批判の強いECBによる国債買取りプログラムの外側で、実質的に同プログラムの強化と同じ効果を発揮することへの期待を示した。

しかし、実際に銀行はこうした国債の購入に動くのであろうか。ここでは、最も単純化された次の事例を想定することとする。

- 主体として2人の投資家A、Bのみが存在し、ある国債Xへの投資を検討する。
- 投資家A、Bがともに国債Xに投資すればそのデフォルトは回避されるが、AまたはBの1人のみの投資にとどまれば国債Xはデフォルトに至る。
- 投資を行った場合には、調達コストであるECBの政策金利（現行1.00%）と対象国債Xの利回り（例えば残存3年のイタリア国債であれば約4.5%）とのスプレッドを享受することができる。

本想定では、他の投資家が投資を行う場合には自分も投資しスプレッドを享受することが最適な行動となり、一方、他の投資家が投資しない場合には自分も投資を見送りデフォルトからの損失を回避することが最適な行動となる。この結果、A、Bとも投資しデフォルトとならない「良い均衡」と、A、Bともに投資せずにデフォルトに至る「悪い均衡」の複数の均衡が自己実現的に発生することになる。

なお、ゲーム理論では、投資家の数を増やすなど、より現実的な分析を行った場合にも、結果には本質的な違いは生じず、多くの投資家の予測により、それに対応する均衡が自己実現する可能性が示されている。

## 実際の銀行の行動

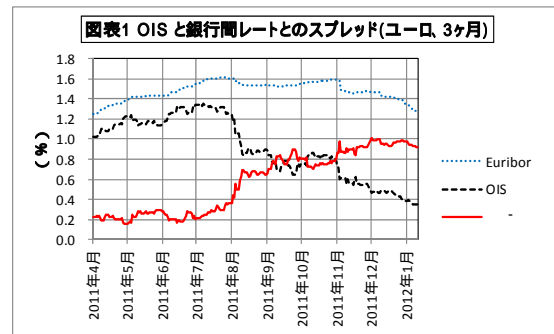
では、期間3年オペを受け、銀行は実際にはどのような行動を取ろうとしているのだろうか。

まず、短期金融市場を見ると、最近では銀行間レートであるEuriborは低下傾向を示し、銀行間の貸渋りの程度を示すOIS(Overnight Indexed Swap)とEuriborとのスプレッド(注3)にも落ち着きが見られる(図表1)。このほか、米ドル調達の困難性を示す、調達の際の上乗せ金利であるEuro Basis Swapも11月末をピークに若干縮小している。こうしたことから、期間3年オペにより、銀行の資金繰りにかかる緊張感はやや緩和されたものと判断できる。

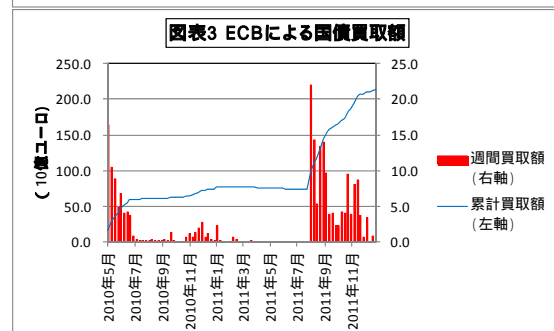
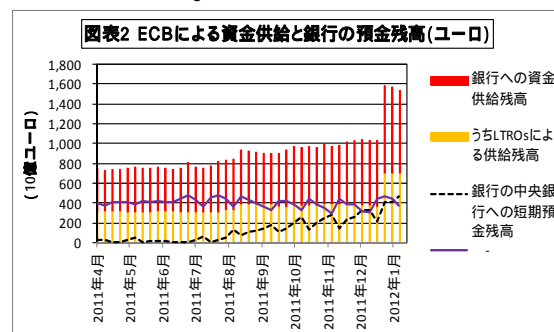
一方で、ECBによる銀行への資金供給残高と銀行の中央銀行への短期預金残高の推移を見ると、期間3年オペの実施で前者は急増したが、同時に後者も増加することで、両者の差額には大きな変動は生じていない(図表2の - ) (注4)。つまり、現在のところ、ECBにより供給された資金の大部分は、中央銀行への短期預金として滞留しているものと捉えることができる。

このように、ECBによる国債買取りプログラムがドイツ等からの強い批判のもとその拡大が困難であるなか(図表3)、期間3年オペで供給された資金を活用した期待されている銀行による国債投資は、少なくとも現時点では、目立った動きとして生じてはいないと考えられる。

実際のところ、銀行は、自らのリファイナンスニーズが大きいほか、10月のEU首脳会議で合意された中核的な自己資本比率(コア Tier 1 比率)9%以上の達成に向け、財政悪化国の国債残高を逆に減



(資料) Bloomberg のデータから農中総研作成



(資料) 過去の ECB "Consolidated financial statement of the Eurosystem" から農中総研作成

少させるインセンティブが強く働いている。また、財政悪化国の国債への過度な投資で10月に破綻した米 MF Global の記憶がまだ生々しい。さらに、1月の S&P によるフランス等9ヶ国の格下げで、銀行行動は一層保守的となる可能性もある。

以上からすれば、財政悪化国への投資で多大のスプレッドを享受できるとしても、他の銀行はこうした投資には消極的だろうとの思惑が生じる可能性が高い。この結果、各主体の行動がお互いに影響を与え合うゲーム理論が想定する状況の下では、「悪い均衡」に至る可能性が高いとすることができる。

図表 4 協調性の欠如による混乱(事例)

2010年10月、メルケル独首相は、財政悪化国に対する恒久的な支援制度である欧州安定メカニズム (ESM) の創設検討に当たり、フランス等の反対に対し、国債の秩序ある債務再編手順の導入を強く主張した。これに伴う市場混乱が、2010年11月にアイルランドを国際的支援要請に追い込むきっかけとなった。
2010年12月、メルケル独首相は、ルクセンブルグ首相およびイタリア経済財政相によるユーロ共同債の導入にかかる提案に対して即座に反対を表明し、これがまた提案者の強い反発を招くなど、ユーロ圏の中でぎくしゃくした関係が強まった。
2011年5月、ギリシャ対策にかかる会議で、メルケル独首相は納税者のみならず投資家も負担を負うべきとの政治上の観点からギリシャ国債の償還期限延長を主張したのに対し、トリシェECB総裁(当時)は強く反発し、報道では会議を途中退席した。メルケル首相は、上記の会議後も、引き続きギリシャ国債の償還期限延長を強く主張し、ギリシャ対応を材料とした市場混乱の主要な要因のひとつとなった。

(資料) 各種報道から農中総研作成

### おわりに：政策上のインプリケーション

以上は最も基礎的なゲーム理論の思考方法に沿った推論であるが、より新しい理論では、信頼性の高い情報を提供すれば、ある情報の水準を境界として、「良い均衡」と「悪い均衡」のいずれかが一意的に定まるとされている。これによれば、ユーロ圏の財政危機終息のためには、危機解決に向けた実効性ある対策を明確化し、着実に実行することなどで、「良い均衡」に不可欠な内容の信頼性の高い情報を提供すること、すなわち市場の信認を回復することが何より重要であることが確認されることになる。

これに対し、ユーロ圏における対応経緯を見ると、各国の協調性の欠如による混乱(図表4)や抜本的対策の先送り、また実行力の弱さ等により、こうした情報の提供に失敗している。最近でも、10月のEU首脳会議で「包括策」のひとつとして合意された欧州金融安定ファシリテイ(EFSF)の実質1兆ユーロまでの拡充策は具体化が進まず、またギリシャ国債の債務再編についても調整が難航し、12月末を期日とした同国に対する追加支援策の策定も未了となっている。これに加え、1月13日のS&Pによるフランス等の格下げで、ユーロ圏を巡る不透明感は一層高まっている。

ブランチャール局長は、前記のブログで、教訓のひとつとして「不徹底で部分的な政策対応は、事態を一層悪化させかねない」と指摘したうえで、4点の危機対策を示している。ゲーム理論に裏打ちされた見解として、ユーロ圏の政策担当者は、これらに改めて耳を傾けるべきものと考えられる。(2012年1月24日現在)

#### <参考文献>

Olivier Blanchard (2011) "2011 In Review: Four Hard Truths" 『iMFDirect』、2011/12/21

(次のアドレスに掲載:

<http://blog-imfdirect.imf.org/2011/12/21/2011-in-review-four-hard-truths/>)

安田洋祐(2010)「(経済教室)破綻の条件 新理論で解明」『日本経済新聞』、2010/3/4

竹田憲史(2007)「通貨・金融危機の発生メカニズムと伝染: グローバル・ゲームによる分析」『金融研究』(日本銀行)、2007/4、pp.87-130

(注1) 均衡とは、全ての主体がお互いに最適な行動を取り合っている場合の行動の組合せをいう。

(注2) LTROsは通常は期間3ヶ月で実施されるが、例外的に、リーマンショック後に期間1年で実施された経緯がある。なお、第2回めの期間3年オペは2012年2月28日に実施される予定。

(注3) 3ヶ月OISは、オーバーナイト金利を3ヶ月変動金利に変換した金利。これと銀行間の金利である3ヶ月Euriborとのスプレッドは、銀行間の資金調達の困難の程度を示している。

(注4) 図表2は通貨ユーロにかかる動向を示しており、米ドル供給オペレーション等は含まない。また、短期預金には規制上の最低準備預金を含まない。なお、EurosystemとはECBと各国中銀からなるユーロ圏の中央銀行システムの総体を意味している。

## 情勢判断

### 海外経済金融

## 2012年の中国経済：前低後高となる可能性が高い

### ～春節前にも資金供給が大きく増大～

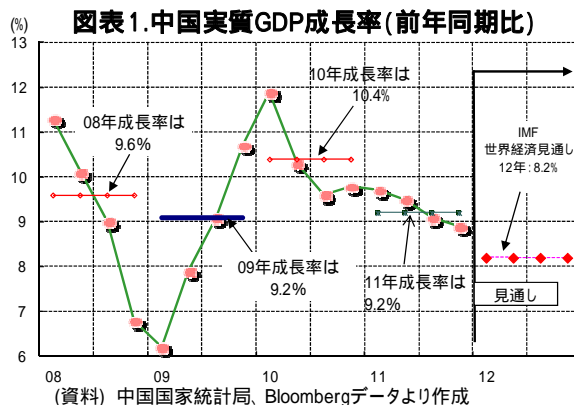
王 雷 軒

#### 要旨

2011年の中国の実質GDP成長率は前年比9.2%と10年(同10.4%)から鈍化したが、市場予想より底堅い内容だった。とはいえ、足元の中国経済は固定資産投資の減速や輸出環境の悪化などから減速感が強まったことや、物価水準の上昇幅が縮小してきたことなどを踏まえ、政策当局は春節前にも大規模な資金供給を増やしており、徐々に金融緩和に転じつつあると見る。その結果、12年前半は景気減速が続くが、後半から再度拡大基調に転じることが見込まれる。

#### 足元の景気は減速感が強まる

中国経済はこれまでの金融引締めや外需の急減を受けて、緩やかな減速基調を辿っている。国家統計局が発表した2011年10～12月期の実質GDP成長率は前年比8.9%と、4四半期連続での減速となった。その結果、11年の経済成長率も9.2%と10年(10.4%)から鈍化した(図表1)。



需要項目別の実質GDP成長率に対する寄与度は、最終消費が4.8%、総資本形成が5.0%、純輸出が0.5%となった。10年と比較すると、最終消費の寄与度は高まったものの、総資本形成は低下、純輸出はマイナスに転じた。以下、主な需要項目別の足元の景気動向を確認してみよう。

まず、個人消費については、12月は前年比18.1%と、11月(同17.3%)から

伸び率が拡大した。消費者物価の上昇率が低下に向かっていくことや、所得環境の改善が続いており、特に農村部での耐久消費財購入意欲が強いことなどを背景に、今後の消費も底堅く推移すると見られる。

一方、12月の固定資産投資は前年比5.7%と、11月(同21.4%)から伸びが大幅に鈍化した。住宅購入制限など不動産抑制策が継続されていることが原因と見られる。先行き、保障性住宅(中低所得層向けの住宅)や鉄道などインフラへの投資は、固定資産投資を下支えすると見るが、これまでの引締め効果がしばらく残ることから、固定資産投資の伸びは低調さが続く可能性があると思われる。

外需の動向については、海外経済の減速のほか、国内の人件費の上昇や中小企業の資金繰り難などを受けて、12月の輸出は前年比13.4%と、11月(同13.8%)から小幅減速した。今後も欧州の景気減速などにより、輸出を取り巻く環境の好転はあまり見込めそうもない。

一方、食料品価格が落ち着きつつあることなどをを受けて、12月の消費者物価上昇率は前年比4.1%と、7月(同6.5%)をピークに、上昇幅が大きく縮小した。

消費者物価の先行指標とされる生産者物価の上昇率も大きく縮小していることもあり、今後のインフレ上昇率は鈍化傾向となり、12年を通じては前年比4%程度が予想される。

また、これまでの住宅購入制限や住宅ローン融資の厳格化により、不動産価格の下落傾向は強まっている。様々なメディアの報道内容を見ても、資金繰り難などから、一部の地域の不動産販売業者は10月に比べて2~4割も住宅価格を値下げしているようだ。

### 春節に向けての資金供給が増大

前述した景気減速、インフレの沈静化や資産価格の下落傾向などを踏まえ、12年の経済政策の軸足はインフレ抑制から安定成長へシフトする可能性が高まっている。

実際、安定成長の実現に向けて、既に11年後半から資金繰りが悪化した中小企業や農業分野などに対する貸出増加策などのような対策もとられている。また、12月初めに中国人民銀行は預金準備率0.5%の引下げを実施し、事実上の金融緩和に踏み切っている。その結果、12月のマネーサプライ(M2)は前年比13.6%と上向きに転じ、また同月の人民元建て新規融資額も6,400億元(約8兆円)と先

月から増加した(図表2)。

さらに、春節(1月23日)を前に流動性逼迫の解消のため、1月中旬に人民銀行は新規手形の発行停止や個別の金融機関を対象とした資金供給の実施を行った。これに先立つ、12月には大規模な中央財政資金も市中に投入されており、金融機関の資金繰りにも自由度が高まっているようだ。

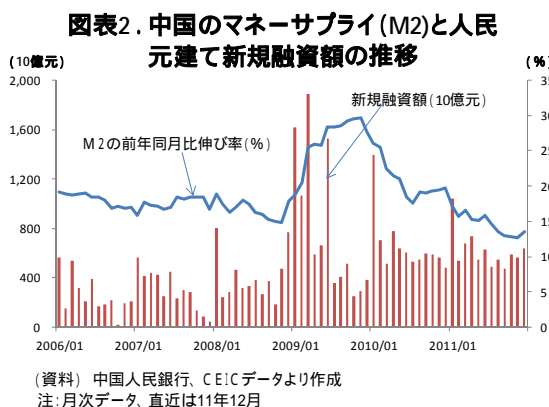
### 今後の金融政策と経済の見通し

12年の経済政策の方向性を決定する中央経済工作会議によれば、11年と同様、「積極的財政政策、穏健な金融政策(中立的金融政策)」が打ち出された。なお、中立的金融政策とされてはいるが、12年前半には更なる預金準備率の引下げなどを含め金融緩和策が実施されるとの見方が有力である。

ただし、産業構造の高度化や内需の拡大を目指し、経済構造調整が行われるなか、かつてのような超金融緩和政策は打ち出されにくいと考えられる。また、実質金利が依然マイナス水準であることを考えてみれば、当分利下げを行う可能性は低だろう。今後、海外経済の状況や、春節後の景気や物価を見極めつつ、次の金融緩和を探る展開となると予想される。

今後の経済見通しについては、緩やかな減速は12年前半までは続く可能性が高いと見る。ただし、12年秋に開催予定の共産党大会という大きな政治イベントを控え、12年前半には金融緩和が打ち出されることもあり、实体经济は12年後半から再度拡大基調に転じることが見込まれる。総じてみると、12年の経済成長率は8%後半になると予想される。

(2012年1月25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

12月13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13年半ばまで維持するとの方針とともに、10月3日から実施されている長期国債を4,000億ドル買入れる一方で同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」の継続も示された。

経済指標をみると、12月の雇用統計は、非農業部門雇用者数が前月比20.0万人と事前予測（同15.5万人）を上回り、失業率も8.5%と前月（8.7%）から改善するなど、堅調な結果を示すものが目立つ。ただし、欧州債務問題への懸念が続いており、景気減速懸念は拭いきれていない。

#### 国内経済・金融

1月23~24日の日銀金融政策決定会合では、10年10月に導入した「包括緩和策」（政策金利の誘導目標0~0.1%、時間軸の設定、金融資産等買入）の維持が決定した。3月以降順次拡充された金融資産（国債や社債、ETF、J-REIT等）買入れ額（20兆円）と固定金利方式共通担保オペ（35兆円）も維持した。また、11年10月の展望レポートの中間評価を行い、GDP成長率見通しについて11年を0.4%（10月は同0.3%）に、12年度を同2.0%（同2.2%）にそれぞれ下方修正した。

経済指標をみると、機械受注（船舶・電力を除く民需）の11月分は、前月比14.8%と3ヶ月ぶりに上昇したが、10~12月期は事前予想通り4四半期ぶりに減少するとみられる。また、11月の鉱工業生産指数（確報値）は、前月比2.7%と3ヶ月ぶりに下落した。製造工業生産予測調査によれば、12月に同4.8%、1月に同3.4%とともに上昇が見込まれているが、海外経済の減速もあり、達成は不透明とみられる。

#### 金利・株価・為替

長期金利（新発10年国債利回り）は、欧州債務問題への懸念の高まりから「質への逃避」が進み、1月中旬には一時0.935%と約1年2ヶ月ぶりの水準まで低下。しかし、欧州における危機対応の進展期待の高まりを受けて1月下旬には再び1%台まで上昇した。

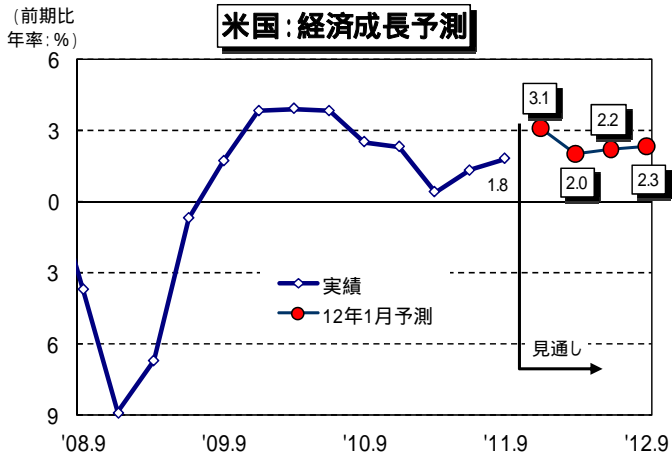
日経平均株価は、海外経済指標の回復から持ち直す場面もあるものの、欧州債務問題への懸念の拡大などが上値の重石となり、1月以降は8,000円台前半から半ばでの一進一退が続いた。ただし、1月下旬には海外株価の回復を受けて一時8,800円台まで上昇。

外国為替相場のドル円相場は、世界経済の減速懸念が根強い中でドルが弱含んでおり、概ね1ドル=76円台後半~77円台前半での取引が続いている。ユーロ円相場は、欧州各国の財政懸念材料が示される中でユーロの下落が続いており格付会社S&Pがフランスの国債格付けを最上位（AAA）からAA+に1段階引下げするなどした1月中旬には、1ユーロ=97円台前半と約11年ぶりの安値を更新した。

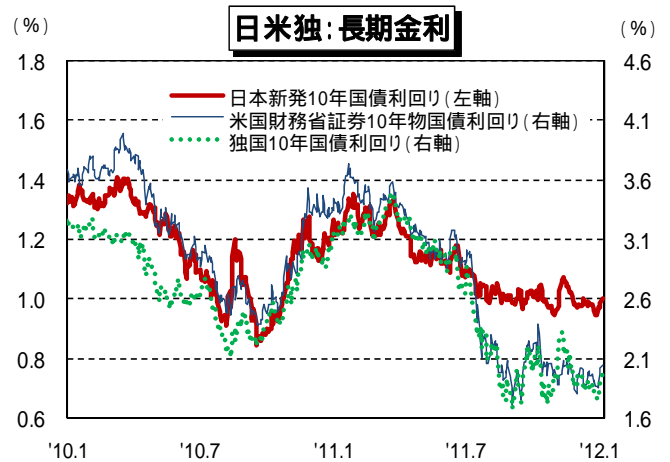
#### 原油相場

原油相場（ニューヨーク原油先物・WTI期近）は、OPECが生産目標を上げたことなどから12月中旬に1バレル=90ドル台前半まで下落したが、イランが欧米の経済制裁への対抗としてホルムズ海峡の封鎖をほのめかしたことなどから中東の原油供給への懸念が広がり、上昇した。1月中旬以降は1バレル=100ドル前後で推移している。（2012.1.24現在）

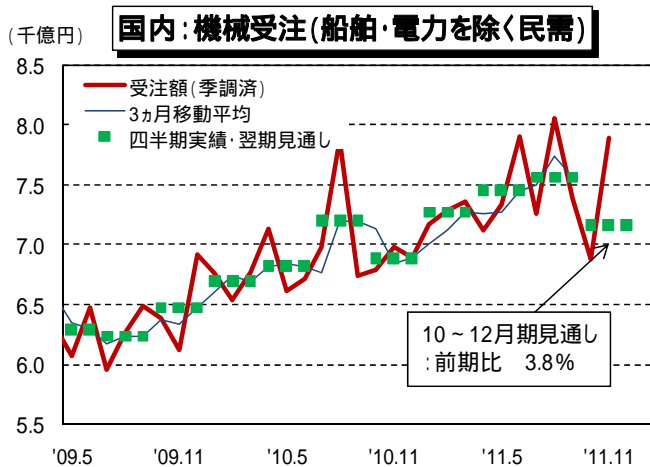
## 内外の経済・金融グラフ



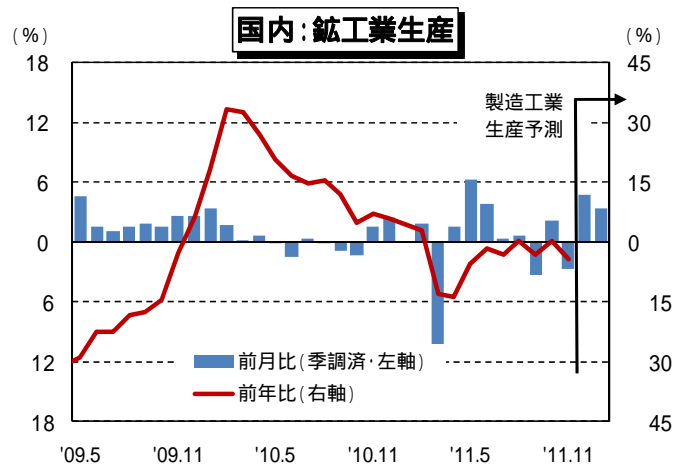
（資料）Bloomberg（米商務省）より作成。見通しはBloomberg社調査



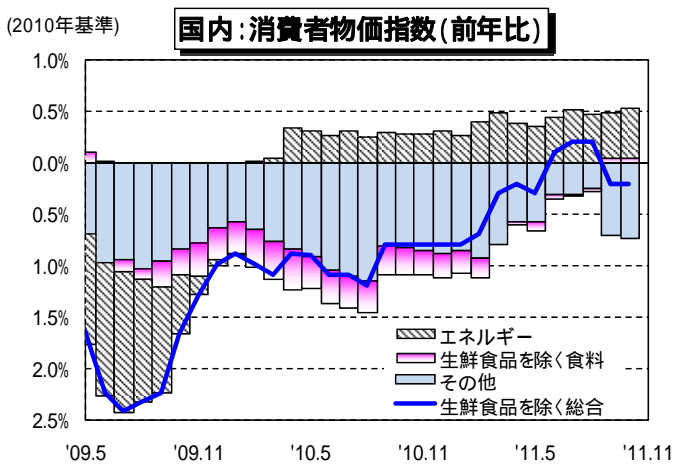
（資料）Bloombergより作成



（資料）Bloomberg（内閣府「機械受注統計」）より作成



（資料）Bloomberg（経済産業省「鉱工業生産」）より作成



（資料）日経NEEDS-FQ（総務省「消費者物価指数」）より作成



（資料）Bloombergより作成

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

## 今月の焦点

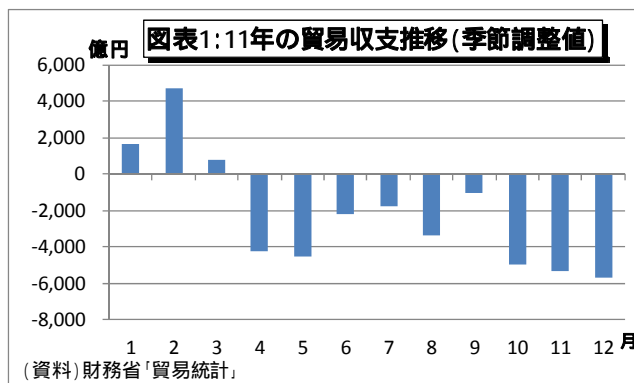
### 国内経済金融

## 2011年の貿易収支の動向と12年の見通し

岡山 正雄

### はじめに

1月25日に公表された財務省「貿易統計(通関ベース)」によると、12月の貿易収支(季節調整値)は5,676億円と9ヶ月連続で赤字となった(図表1)。原数値でも11年は12ヶ月中7ヶ月が赤字とな

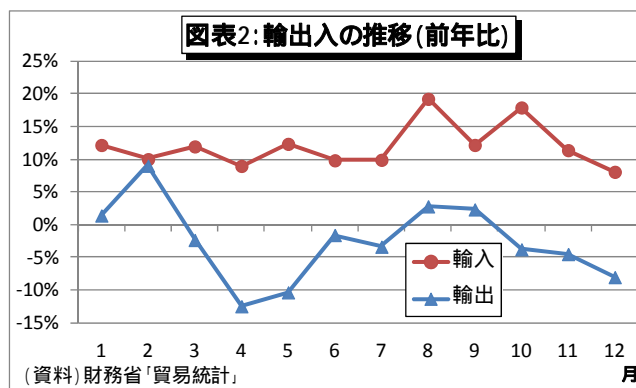


ったため、11年は2兆4,927億円となり、第二次石油危機に見舞われた1980年以来、31年ぶりに暦年で貿易赤字となった。

11年の貿易赤字の背景は、当然、東日本大震災後の輸出減と輸入増によるものが大きい。以下ではその要因を輸出と輸入それぞれについて見たうえで、12年の貿易収支の見通しについて述べたい。

### 輸出:供給網の寸断と海外要因で減少

前年比伸び率の推移を見ると(図表2)、11年の輸出は1、2月に中国の春



節休暇による特殊要因から、1月に小幅増に留まった後、2月に大幅増になって始まった。その後、東日本大震災が発生すると、生産拠点が被災したことで供給網が寸断されたことから、生産活動が停滞。これにより輸出も前年比10%を超える減少幅が4、5月と続いた。特にそれぞれ輸出の20%前後を占めていた電気機器と輸送用機器では、4月にそれぞれ同12.5%、43.2%と大幅な落ち込みを見せた。

しかし、供給網の回復は当初の見込みよりも堅調に進んだことから、輸出は徐々に回復、8、9月には一時前年比プラスとなり、底堅い推移となった。ただその後は為替相場が1ドル=80円を割り込む歴史的な円高水準で定着したことや、欧州財政問題の深刻化を端緒とした海外経済の減速感、タイでの洪水被害などを要因に輸出が下振れており、直近の12月も前年比8.0%と低い水準に留まっている。

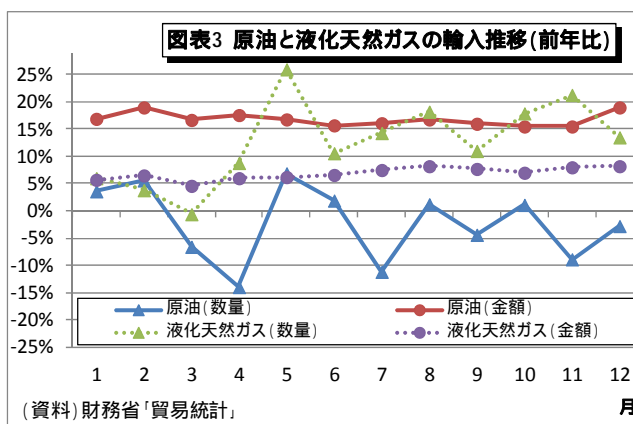
このように11年の輸出減の背景には震災だけではなく、海外要因も少なからずある。

### 輸入:原油価格上昇と火力シフトで増加

一方、輸入は11年を通して前年比で概ね10%程度の増加幅が続いていた(図表2)。この要因は第一に原油価格の上昇が挙げられる。10年末から中東諸国で続いていた民主化運動は、1月にジャスミン革命へと発展、チュニジアで政権が崩



壊すると、他国へも民主化運動が波及した。このような不安定な中東情勢を受けて、11年初から原油価格は上昇基調となり、5月にはWTI原油価格が一時1バレル=114.57ドルとなった。その後も原油価格が高止まりし続けたため、数量ベースで見ると、原粗油の輸入は前年比横ばい近辺で推移していたが、金額ベースで見ると、前年比15%を超える輸入増加が続くこととなった(図表3)。



第二に電力の火力シフトである。福島第一原発での事故を受けて、発電において原子力から火力へのシフトが発生、これにより4月以降、火力発電所の主力燃料である液化天然ガスの輸入が、一貫して数量ベースで前年比10%を超える急増を続けた。ただし、原油とは異なり液化天然ガスの価格は前年比低下基調だったことから、金額ベースでの輸入額は、火力シフト前後にかかわらず、概ね5~10%の間で推移している。

### 12年の貿易収支は小幅赤字か

以下、12年の貿易収支を簡便的だが試

図表4: 12年輸出入予想の前提

	前提	見通し(兆円)
輸出	4~7月は10年並、その他は11年並。	67.1
輸入	原油は価格が10%下落、数量ベースでは11年並。 液化天然ガスは数量ベースで10%増。 その他の品目は11年並。	67.4
	貿易収支	0.3

算したい(図表4)。

輸出は重い足取りを見せる米国経済の回復や、欧州財政問題の更なる深刻化、中国などの新興国における景気減速懸念が下振れ要因としてある。ただし、11年4~7月に見られた震災による影響が、12年にはないことから、仮に4~7月を10年並、その他の月を11年並とすれば、12年の輸出総額は67.1兆円(前年比2.4%増)と推定される。

一方輸入は、原油価格の動向と原発の再稼働可否に左右される。このうち原油価格は中東情勢の沈静化を受けて、11年比で10%下落すると仮定する。

また5月には全停止する原発が年内に再稼働されず火力シフトが続くとすると、液化天然ガスの輸入は12年も11年比で10%は増加して推移するだろう。

これらを踏まえたうえで、他の輸入額が11年比横ばいで推移すると仮定すれば、輸入総額は67.4兆円(前年比1.0%増)と推定される。

以上より12年の貿易収支は0.3兆円と貿易赤字になるものの、赤字幅は大きく縮小すると予想する。

### まとめ

11年の貿易収支は東日本大震災の影響と原油価格の高止まりが主因となって赤字となったと考えられる。12年はこの要因が剥落し、年後半には貿易も巡航速度に戻ると考えられる。イラン情勢や世界経済の減速感などのリスク要因があるものの、それらのリスクが顕在化しない限りは、貿易赤字が今後定着する懸念は低いだろう。

# 分析レポート

## 国内経済金融

### 包括緩和政策下でのマネタリーベースの動き

南 武志

#### はじめに

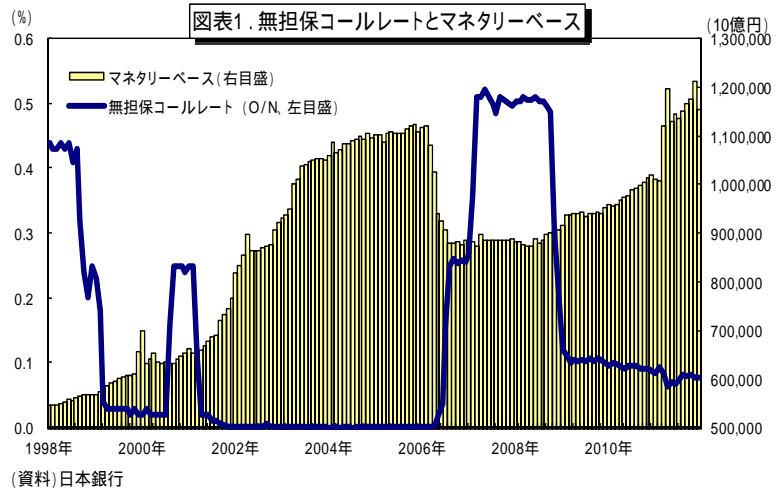
2010年10月に日本銀行が決定した包括緩和策の導入から1年超が経過した。この間、東日本大震災の発生や急激な円高進行などにより、包括緩和策に包含される資産買入等基金が漸次増額されるなど、金融緩和策は強化される方向にあった。にもかかわらず、円高圧力は一向に解消されず、さらには11年末にかけて物価下落圧力が強まるなど、目に見える成果は得られていない状況である。

以下では、銀行券と日銀当座預金の合計であるマネタリーベースに注目しながら、包括緩和策について考えてみたい。

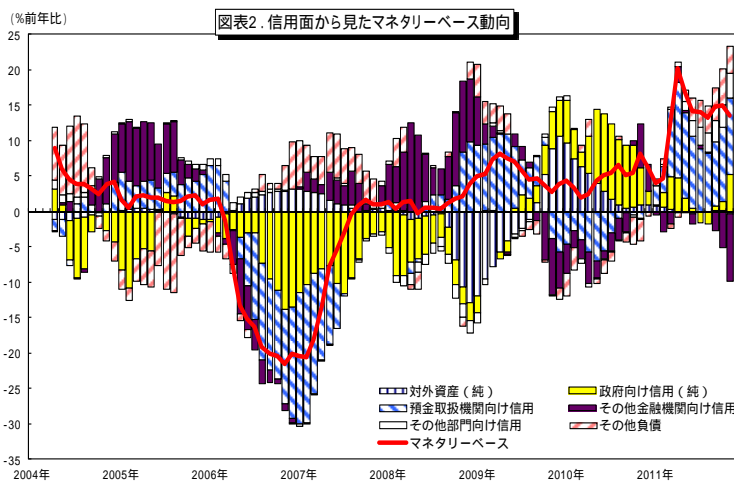
以下では、銀行券と日銀当座預金の合計であるマネタリーベースに注目しながら、包括緩和策について考えてみたい。

#### マネタリーベースの動向

06年の量的緩和政策解除や利上げなどに伴い、日銀当座預金残高が大幅に減少



したことで、06年央から08年央までマネタリーベースは80兆円弱の水準で推移していた(図表1)。その後、サブプライム問題の顕在化、さらにはリーマン・ショック後の世界金融危機の発生によって、日銀は資金供給の拡大を再開、さらに包括緩和策の導入によってマネタリーベースは増加傾向をたどってきた。11年12月のマネタリーベースは前年比13.5%と10ヶ月連続での二桁増となっている。



#### 信用面からの寄与度分解

図表2は「マネタリーサーベイ」を用いて、マネタリーベースの増減率を信用面から寄与度分解したものである。これによれば、最近では「預金取扱金融機関向け信用」が大きなプラス寄与となっており、包括緩和策の導入に伴って資金供給オペが増加された

この影響が出ている。また、「その他部門向け信用」の増加や「その他負債」の減少もプラスの寄与となっている。一方、「その他金融機関向け信用」は減少しており、マイナス寄与となっている。さらに「政府向け信用」は、国債買入オペの増額（08年12月、09年3月）効果が一巡したせいか、包括緩和策導入後はもはやマネタリーベースの増加に寄与しなくなっている。

### 不完全な非不胎化介入

包括緩和策導入以降の金融緩和措置は政府による為替介入とほぼ同時に決定されているのが特徴である。なお、日銀は介入資金を市場に一定期間放置することを匂わせるなど、あたかも非不胎化介入であるかのような態度を取ってきた。

しかし、統計をみる限り、日銀は為替介入によって国内市場に放出された円資金の分を考慮して資金供給オペを行っている可能性が指摘できる。

「日銀当座預金増減と金融調節（12月実績）」からは、10年10月に導入された包括緩和策によって増額されたオペによる資金供給が、最近では為替介入もあって、縮小傾向にあることが見て取れる（図表3）。つまり、日銀は結果的に不胎化しているように見える。

ちなみに、現行制度下で非不胎化介入をするためには、介入資金を回収せずに市場に放置することだけでは不十分で、追加的な資金供給をしなけ

ればならない（南（2010）、南（2011）など）。

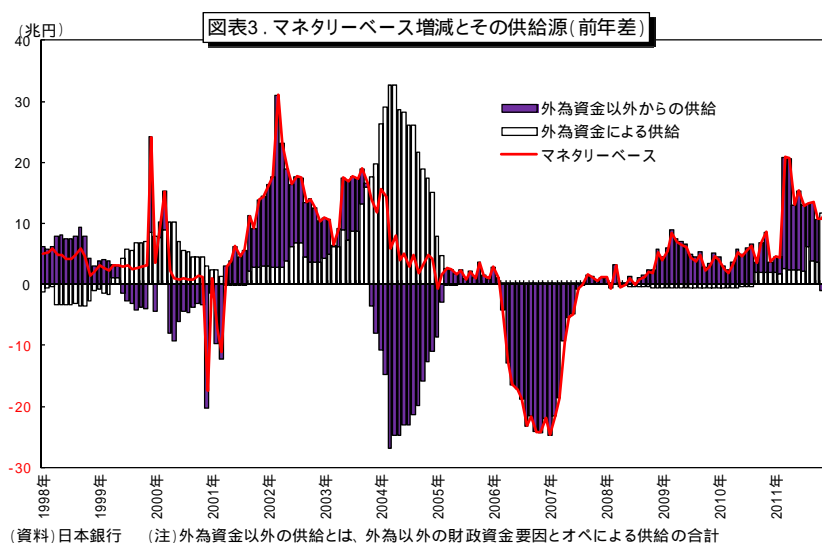
### 求められる日銀の対応

12年の経済・物価情勢を展望してみると、震災復興の本格化などが想定されるとはいえ、年前半は海外経済の減速傾向が続く可能性もあり、国内景気情勢は厳しさも残ると思われる。また、円高・デフレの長期化は経済を疲弊させ、将来の成長余力を縮小させる懸念がある。それゆえ、日銀にさらなる努力を求める意見が続くことになるだろう。

もちろん、日銀が主張するように、単純に資金供給を拡大しさえすれば、即座に物価下落に歯止めをかけるというわけではないだろう。それゆえ、マネーがインターバンク市場内に滞留せず、経済全体を適切に循環し始めるような工夫も必要であろう。

### 参考文献

南武志（2010）「非不胎化介入と日本銀行「包括緩和」策の位置づけ」、金融市場11月号  
南武志（2011）「量的緩和解除後の金融政策運営と課題」、農林金融10月号



# 分析レポート

## 国内経済金融

### リオ+20 とグリーン経済の動向

寺林 暁良

#### はじめに

1992年、ブラジルのリオデジャネイロで国連環境開発会議（UNCED）が開催された。この会議は、気候変動枠組条約（FCCC）や生物多様性条約（CBD）等の締結につながるなど、地球環境問題が国際政治の中心的課題になる契機となった。また、これらの条約では、京都議定書やカルタヘナ議定書のような法的拘束力を持つ議定書も作られ、現在の社会・経済に大きな影響を与えている。

そして、2012年6月、再びブラジルのリオデジャネイロで国連持続可能な開発会議（UNCSD）が開催される。国連の持続可能性に関する会議は、02年のヨハネスブルクに続いて3回目で、今回のUNCSDは92年に開かれたUNCEDから20年後ということで、リオ+20と呼ばれる。

92年のUNCED以降、地球の持続可能性は、改善するどころか悪化の一途をたどってきた。当時と比較すると、55億人だった世界人口は昨年10月に70億人を突破し、世界GDPはこの20年間で、実質ベースで約60%増加している。その分、一次エネルギーの消費は同55%以上増加し、温室効果ガスの二酸化炭素（CO<sub>2</sub>）の総排

出量も同30%以上増加するなど、環境負荷も増大している（図表1）。リオ+20は、こうした状況に対して、更なる対応を迫るものである。

本稿は、リオ+20の中心的テーマとなるグリーン経済に関する議論を振り返るとともに、今後の課題や日本への影響について考察する。

#### リオ+20の機能とテーマ

本会議は、社会・経済・環境の3本柱の統合を進め、持続可能な開発を実現することを目的とした会議で、国連における環境関連の議論を総括する役割を持つ。

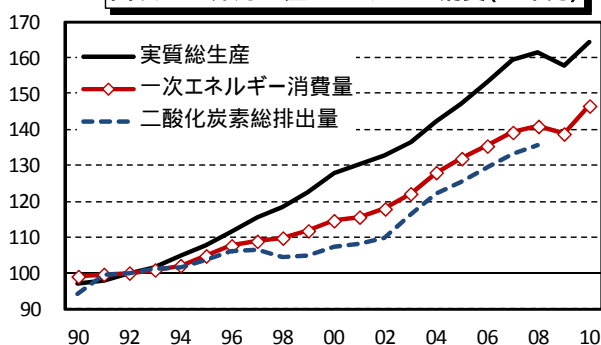
この主要テーマには、09年12月の国連総会で、持続可能な開発及び貧困克服の文脈におけるグリーン経済と持続可能な開発のための制度的枠組の2点が決まった（UN 2009）。特にのグリーン経済への転換は、各国の金融・経済政策によって推進され、民間企業・産業界の関わりも強く要請されるだけに、利害関係者からの関心も高い。

#### グリーン経済とは

リオ+20のテーマとなるグリーン経済の定義は、必ずしも一定ではないものの、国連環境開発会議（UNEP）では、「環境悪化リスクや生態系サービスの劣化を大幅に減らすことによって、人類の福祉や社会資本の改善につながるもの」と定義している（UNEP 2011）。

グリーン経済については言葉の定義よりも、それに関係する分野を具体的に把

(92年=100) 図表1 世界総生産とエネルギー消費(92年比)



(資料) UN data, BP statistical review of world energy より作成 (年)

図表2 グリーン経済の投資対象と移行手段

自然資本への投資	農林漁業
	水の管理・インフラ整備
エネルギー・資源の効率化への投資	再生可能エネルギー
	製造業
	廃棄物処理
	建造物
	輸送・交通
	持続可能なツーリズム
グリーン経済への移行手段	都市づくり
	モデル構築
	政策策定
	ファイナンス

(資料) UNEP (2011) をもとに作成

握ることが重要である。UNEP では、グリーン経済の投資対象として自然資本やエネルギー・資源の効率化などの分野を、移行手段としてはモデル構築や政策策定、ファイナンスを挙げている（図表2）。

国際社会においてグリーン経済への以降の注目が高まったのは、いうまでもなく、08～09年の金融危機がきっかけである。同年、UNEP がグリーン経済を推進するイニシアティブを発表したが、これに前後して米国やEU諸国、韓国等がいわゆる「グリーン・ニューディール」とされる一連の政策を行った。それから数年が経過し、政策的な実績も出始めていることから、リオ+20ではこれらの政策を世界規模で共有し、普及させることが求められている。

### リオ+20 準備会合での議論

リオ+20ではグリーン経済に関してどのような議論が行われるのだろうか。それを理解するため、リオ+20の本会議に先立って行われる準備会合の内容を確認したい。準備会合は、すでに10年5月に第1回、11年5月に第2回が開かれており、本会議直前の12年6月にも第3回が開催される予定である。

### (1) 第1回準備会合：現状把握と課題整理

第1回準備会合では、国連事務総長の報告という形でグリーン経済への移行の重要性と各国の政策の必要性が示され、これをもとに議論が行われた。

議論では、事務総長の提案を支持するとの意見が大勢となる一方で、グリーン経済の内容が不明瞭であり、経済成長や途上国の貧困問題の解決に向けた効果についてのマクロ経済面での実証分析も不足しているとの指摘が出た。また、特定の産業界や資源輸出国の競争力を損なわせる、あるいは過度な環境保護主義に陥る、技術ギャップが拡大するといったリスクへの懸念も示された。これらの意見は、次回会合への大きな課題となった。

### (2) 第2回準備会合：課題への回答と推進手段の検討

第2回準備会合では、前回会合の課題に答える形で2つの報告書が提出された。

まず、国連経済社会局（UN-DESA）等が経済学者によるグリーン経済に関するマクロ経済レポートを提示し、グリーン経済への移行のために有効な経済政策のレビューやリスク回避に関する提案などを示した（UN-DESA et al. 2011）。

次に、UNEP が、主要セクターに50年までの毎年世界GDPの2%を投資することにより、現行シナリオ以上のGDP成長、貧困の緩和、継続的な雇用創出などの経済効果を得られるとの分析を公表したほか、政策手段やグリーン経済への移行度を計る指標案も示された（UNEP 2011）。

以上の報告書によって全ての課題が解決したわけではないが、各国の政策強化の必要性等については、大筋の合意に至り、実施の具体策が次の課題となった。

### (3) 第3回準備会合（予定）：成果文章原

## 案の検討

本会議直前に開催予定の第3回会合は、前2回の会合の結果と、各国政府や非営利組織（NGO）、メジャーグループと呼ばれる利害団体等の意見書に基づき、具体的な成果文章のドラフトについて検討されることになる。

この中でとりわけ重要な検討課題となるのが、プラットフォームの創設である。これは、政策手段、成功事例、進展の指標、資金援助メカニズムなどを共有する機能を有するもので、各国がグリーン経済への移行を進めるための中心的役割を果たすことになるだろう。

## リオ+20の展望と課題

これまでの準備会合では、持続可能な開発を実現させるためにはグリーン経済への移行が必要であること、そしてそのためには各国が政策を実施し、民間参画を進めることが必要であることが、概ね合意されてきた。

それは先進国だけの話ではなく、世界GDPにおけるシェアの拡大する新興国等にも共有が進んでいる。中国が11年に開始した「第12次五ヶ年計画」において省エネ・環境保護や新エネルギー等を「戦略的新興産業」と位置づけ、グリーン経済への移行を急速に進めているという事実も新興国等のグリーン経済への移行を後押しすることになるとみられる。

ただし、リオ+20における議論の中では、いくつかの課題も鮮明になるだろう。第一に、リオ+20で創設が要求されると思われる、プラットフォームの規模や内容についてである。このプラットフォームは、ひとまず情報共有程度の機能にとどまる可能性もあるが、準備会合ではこ

れが国際条約の批准につながるものになることも示唆されている。プラットフォームの形式や権限は、グリーン経済への移行の推進力に大きく関わるため、議論の行方に注目が必要である。

第二に、そのプラットフォーム等と各国の政策をどのように接続させるかである。経済・社会・環境の状況は各国・各地域で大きく異なるため、グリーン経済に関する政策の選択は、各国に委ねる必要がある。グリーン経済の推進に伴うリスクへの警戒を強める国もあるなかで、各国の最善策の実施をどのように支援していくのかは課題となるだろう。

## 日本におけるグリーン経済の展望

最後に、グリーン経済への移行に関する世界的動向が、日本にどのような影響を与えるのかを展望したい。

日本は、世界各国と同様に金融危機対策として自民党政権下の09年4月にも「緑の経済と社会の変革」を発表し、「日本版グリーン・ニューディール政策」を実施した。また、民主党政権への交代後も、10年6月の「新成長戦略」の中で、成長7分野の一つとしてグリーン・イノベーションを挙げ、20年までに50兆円超の環境関連新規市場の創出といった目標を掲げている。こうした中で、すでに日本は、グリーン経済に関わる複数の政策・経済手段を組み合わせて実施してきたのである（図表3）。

しかし、リオ+20政策共有が進む中で、こうした政策にもある程度の見直しが求められるそうだ。リオ+20で想定されるグリーン経済への移行は、長期的な計画のもとで推進されるものである。それに対して、これまでの日本の政策は金融危機

図表3 日本におけるグリーン経済への移行を促進する経済政策の例

	日本の導入例	根拠法等	導入時期	各国・各地域の導入例
<b>直接規制</b>	従来の環境問題対策の主流			
<b>環境税</b>	森林環境税(31県) 炭素税の導入が検討されており、11年度税制大綱にも検討趣旨が記載されている	各県条例	03年(高知県)～	英、独、スイス、アイルランド、北欧諸国等の炭素税等
<b>補助金</b>	エコカー補助金 太陽光発電購入補助金	09年度1・2次補正予算 10年度予算～	09年6月～10年9月 09年1月～	米のエコカー補助金、欧州各国の太陽光発電購入補助金等
<b>減免税</b>	エコカー減税 省エネ改修促進減税 東京都版中小企業向け省エネ促進税制	税制特措法(10年改正) 08年税制改正 東京都条例	09年4月～ 10～15年開始分5年間 10年3月～15年3月(法人事業税)	欧州各国のエコカー減税等
<b>電力固定価格買取制度</b>	太陽光発電余剰買取制度* 再生可能エネルギー全量買取制度	エネルギー供給構造高度化法(09年) 再生可能エネルギー特措法(11年)	09年11月～ 12年7月(予定)～	欧州各国、中国、ブラジル等の再生可能エネルギー買取制度等
<b>排出量取引制度</b>	国内排出量取引制度について検討中			EU、NZ、米一部州等
<b>ポイント制</b>	家電エコポイント 住宅エコポイント(11年10月～復興支援・住宅エコポイント)	09年度1次補正～10年補正予算 09年度2次補正～11年3次補正予算	09年5月～11年3月 09年12月～11年7月、11年10月～	韓国各地方自治体の炭素ポイント制度等
<b>環境直接支払</b>	中山間地域等直接支払制度	00年度予算～	00年4月～	EUの環境直接支払、コスタリカのPES(生態系サービス直接支払)等
<b>グリーン証書・エコラベル</b>	民間主導で、グリーン電力証書や生きものマーク農産物、森林認証、水産エコラベルなどの取組みが行われている。			電力買取固定枠制導入国の一部で電力証書発行

(資料) 環境省ホームページなどを参考に作成

(注) \* は電気事業者による新エネルギー等の利用に関する特別措置法(RPS法、03年～)の買取制度と併用

への対応が主な目的だったこともあり、「エコカー購入補助」や「家電エコポイント」のように、短期的な消費拡大を狙った政策が主であった。現行の「新成長戦略」も市場創出等についての目標はあるものの、具体的な投資計画等については特に示されていない。

また、リオ+20の議論と照らし合わせると、現行の政策が 施策分野が住宅、エコカー、再生可能エネルギー等、特定分野に偏っている、環境面での効果について十分な予測と実証がなされていない、各種政策の役割分担が不明確、といった問題点も浮かび上がってくる。

以上のことから、今後日本では、グリーン経済への移行に関して 長期的な投資計画、政策対象分野の拡大、各種政策の効果と役割についての実証的分析

等が求められるものと思われる。

リオ+20は、グリーン経済への移行を世界の確固たる潮流とすることを目的としている。ここでの議論が日本の環境政策に与える影響は決して小さくなく、各企業・産業界にはグリーン経済への対応がますます求められることになるだろう。

## 参考文献

- ・ First Preparatory Committee Meeting for the UNCSO (2010) *Co-Chairs Summary*.
- ・ Second Preparatory Committee Meeting for the UNCSO (2011) *Co-Chairs Summary*.
- ・ UN (2010) *Implementation of Agenda 21, the Programme for the Further Implementation of Agenda 21 and the outcomes of the World Summit on Sustainable Development*, (A/RES/64/236).
- ・ UN-DESA, UNEP & UNCTAD (2011) *The Transition to a Green Economy: Benefits, Challenges and Risks from a Sustainable Development Perspective*.
- ・ UNEP (2011) *Towards a Green Energy: Pathways to Sustainable Development and Poverty Eradication*.

# 分析レポート

## 国内経済金融

### COP17 の合意内容と日本の課題

安藤 範親

#### これまでの経緯

地球温暖化問題に対する国際的な取り組みの必要性から、大気中の温室効果ガスの濃度を安定化させ、現在及び将来の気候を保護することを目的とした「第1回国連気候変動枠組条約締約国会議（COP1）」が95年に開催された。97年のCOP3でその大枠が決まったことから、開催地である京都の名を冠した「京都議定書」が採択された。

京都議定書では、参加表明する先進国に対し、08～12年の間（第1約束期間）の温室効果ガス平均排出量に対し、90年の排出量よりも約5%削減することを求めた。特に日本に対しては6%削減を義務付けた。

ただし、国内のみで削減することが難しい国もあることから、京都議定書では、他国で削減したものを自国で削減したとカウントしたり、他国からの排出削減量を購入することで削減目標を達成する「排出量取引」という市場原理を活用した仕組みが導入された。

#### COP17での「ダーバン合意」

こうした中、昨年COP17が、11月28日から12月11日まで南アフリカ共和国のダーバンで開催された。

このCOP17では、12年末に迎える京都議定書の第1約束期間終了を控え、13年以降の枠組みをどうするかというのが主な課題であったが、図表1のとおり、「ダーバン合意」がまとめられた。その内容

は、京都議定書の延長と同時に、20年発効を目指した温室効果ガスの2大排出国である米国や中国、また途上国等を含む各国に対して排出削減目標を求める新しい枠組みが設立された。その他、一昨年のCOP16で採択されたカンクン合意に基づいたグリーン気候基金の運営開始や各国の削減目標・行動推進のための仕組み等も合意された。

図表1 ダーバン合意の主な内容

<b>京都議定書第2約束期間の設定</b>
・13年1月から開始する。第2約束期間の終了時期（17年12月または20年12月）や、参加する先進国の削減目標は、12年のCOP18で設定。ただし、すでに日本、カナダ、ロシアは不参加を表明。
<b>新しい枠組み（ダーバン・プラットフォーム）の設立</b>
・京都議定書に代わり、米国や新興・途上国を含む新しい国際的枠組みを構築するため「ダーバン・プラットフォーム特別作業部会」を立ち上げる。20年発効を目指し、15年までに作業を終える。
<b>「グリーン気候基金」の運営開始</b>
・途上国での温暖化対策を支援するための基金に関する運営事項を決定。12年に理事会が立ち上げられる。また、先進国が20年から約束する年間1,000億ドルの拠出に関する協議が始まる予定。
<b>「カンクン合意」の実施強化</b>
・各国の削減策についての測定・報告・検証制度のガイドラインの決定。また、新しい市場メカニズムに向けた作業の開始など。

（資料）UNFCCC:Decisions adopted by COP 17 and CMP 7 (<http://unfccc.int/2860.php>)、日経エコロジー2012.2

#### 第2約束期間と新しい枠組み

図表1の京都議定書第2約束期間は、08～12年に取り組まれている第1約束期間後の空白期間を作ってはいけないと、新興・途上国が中心となって求めたために設定された。ただし、終了時期は交渉中である。EUや豪州などは第2約束期間への参加を約束したが、日本などいくつかの国は反対した。

日本の反対理由は、削減義務を負う先



進国が、世界の温室効果ガス排出量の約27%しかカバーしておらず、一部先進国のみの負担は公平でないとしたためである。日本は今後、実効的な排出削減を行うためには、排出量の割合が大きく京都議定書に参加していない米国や経済発展に伴い排出増を続ける中国・インド等の新興国を含んだ世界全体で対策に取り組むべきであり、第2約束期間の設定は、すべての主要排出国が参加する新しい枠組み構築に資さないとの立場を貫いた。

なお、20年発効を目指している新しい枠組みには、多くの主要排出国が参加し、世界の温室効果ガス排出の7割近くをカバーするものとなっている。ただ、罰則規定などを伴う削減義務を負いたくない新興国と負わせたい先進国の間で交渉は難航したため、新しい枠組みは、京都議定書並みの強い「議定書」から、より曖昧な義務を連想させる「法的効力ある合意」まで、幅のある解釈を盛り込んだ内容となった。

## 今後の課題と期待

COP17により、20年までに新しい枠組み発効を目指すことで合意した意義は大きいですが、実現までのハードルは高いと考えられている。まだ具体的な内容は決まっていないが、今後は、排出削減の義務を可能な限り避けたい新興・途上国と厳しい削減義務を回避したい先進国との間の交渉となり、15年の期限までに利害を乗り越え合意できるかが焦点となろう。

今回日本は、第2約束期間への参加は見送ったが、議定書自体からは離脱していない。ダーバン合意で定められる排出

削減量の削減義務はなくなったものの、国連に対しての排出削減量の報告義務は依然負っている。

また、日本は新興・途上国の排出削減への貢献は重要であるとし、今後排出量取引を活用する意向を示している。ただし、その取引には二国間オフセット・クレジット制度（日本と途上国の個別合意で省エネ技術の海外移転による結果として実現した排出削減の一部を日本の貢献分として評価する仕組み）と呼ばれる新たな排出量取引制度を提案しており、新たな仕組みとしてこの制度の利用が認められる必要がある。さらに、第2約束期間に参加しない国が排出量取引を行うためには、日本以外の京都議定書の締約国がその利用を認める合意が必要であり、今後の課題となっている。

このため、日本は、削減義務こそ追わないものの、排出量取引や省エネなどを進めるためには、自主的な削減目標を定め、対策を整えなければならない。

日本の排出削減目標として、鳩山政権は2020年までに90年比25%減を掲げたが、それは原子力発電に頼った計画であった。これが東日本大震災の発生で見直されることになり、本年はエネルギー政策と排出削減目標が見直される予定である。昨年夏以降の原発事故による節電が、経済活動の負担となったことは間違いないが、同時に、省エネ家電などの市場が広がったことを踏まえると、適度な制約は新たな経済活動を活性化させる可能性もある。制度の見直し内容次第では、今後の低炭素社会構築に向けた投資促進効果が期待されよう。

## 連 載

## 経済指標の窓 &lt; 第 11 回 &gt;

## 財政関連指標 健全化判断基準と再生判断基準

岡山 正雄

## 財政破綻を未然に防止する

07年3月、北海道夕張市が財政破綻し財政再生団体となった。従来、地方自治体の破綻への対処に対しては、1955年制定の地方財政再生特別措置法で定められていた。この法律では財政赤字が一定程度以上になると財政再生団体に指定され、国の管理下で財政立て直しを図ることとされていたが、財政破綻を未然に防ぐ枠組みがなく、また財政をチェックする対象も一般会計のみとしていた。

そこで、07年に自治体財政健全化法が制定され、従来の財政再生団体にあたる財政再生団体のほか、財政破綻に至る兆候がある自治体を早期健全化団体とし、財政健全化を前広に行う枠組みが作られた。また判断にあたっては一般会計だけでなく、公営企業や第三セクターも対象に含まれるようになった。

## 4つの指標で判断

早期健全化団体に該当するかは次の4つの健全化判断比率を用いる。

一般会計の財政赤字の規模を表す「実質赤字比率」  
 一般会計以外も含めた財政赤字の規模を表す「連結実質赤字比率」  
 地方債の返済額の規模を表す「実質公債費比率」  
 地方債の返済額と将来支払う可能性のあるその他の負担の規模を示す「将来負担比率」

これらのうち1つでも、定められた健全化判断基準を上回ると早期健全化団体となり、財政健全化計画の策定と、

個別外部監査などが義務付けられる。

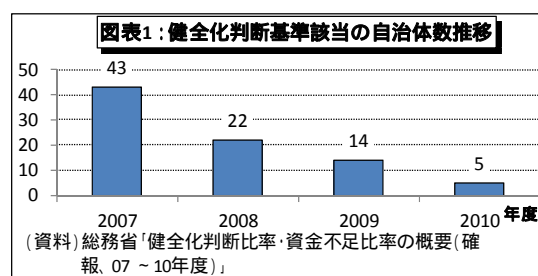
さらに、～のいずれかが定められた再生判断基準を上回ると、財政再生団体となる。この場合には外部監査の他、財政健全化計画よりも厳しい財政再生計画の策定などが義務付けられ、実質的に国の管理下に置かれる。特に財政再生団体になると、財政の均衡が求められ公債の発行が制限されることから、公共サービス提供に支障が生じ、住民の生活に深刻な影響を及ぼすことになる。

## 早期健全化団体は減少傾向

図表1には早期健全化基準以上に該当する、早期健全化団体及び財政再生団体の推移を示した。運用が開始された07年度には43の自治体が該当したが、直近の10年度は5つの自治体が該当するに留まっている。

この背景には早期健全化団体となった自治体が歳入増加や歳出削減に取り組み、財政健全化に向けた取組みを行ったことや、08年度以降、地方交付税交付金が増額され、歳入が改善したことなどが挙げられる。

いずれにせよ、財政破綻を未然に防ぐこの制度は、現状機能していると言えるが、仮に今後東日本大震災の復興が進まない場合には、被災自治体を中心に早期健全化団体が増加する懸念がある。



## 連 載

## 経済金融用語の基礎知識 &lt; 第 11 回 &gt;

## 市場による金融政策変更の予想を反映する OIS

安藤 範親

## 中央銀行の資金供給

昨年 11 月末、日米欧の主要 6 中央銀行は、欧州の銀行の米ドル資金調達コストが欧州債務危機に伴い急上昇し、一部欧州銀で流動性がひっ迫したことから、金融機関に貸し出す米ドル資金の金利を引き下げること、米ドル資金の供給を支援する拡充策を発表した。

これまで上記中央銀行から金融機関への固定金利方式の米ドル資金貸付金利は、貸付期間に応じた米ドル・オーバーナイト・インデックス・スワップ(OIS)市場の金利に 1% 上乗せていたが、これを 0.5% へ引き下げた。

1 月 16 日には、白川日銀総裁が、上記米ドル資金供給策と昨年 12 月末の欧州中央銀行による資金供給と合わせて、「短期のドル調達金利が低下するなど幾分改善する動きもみられる」とその効果を述べている。欧州金融機関の米ドル資金調達環境の緩和により、欧州債務危機に対する懸念の一つが和らぎつつある。

では、上記の OIS とはどのような取引なのだろうか。

## OIS とは

OIS は、日本では、一定期間における無担保コール(担保を必要としない金融機関相互間の貸借取引)翌日物金利の加重平均値と固定金利を交換する金利スワップ取引で、店頭における相対取引(OTC)で行われている。

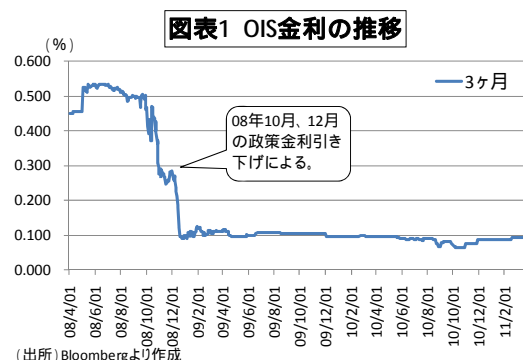
この無担保コール翌日物金利は、日本の金融機関が短期資金の貸借を行うコール市場の需給バランスで決まるが、金利水準が金融政策(日銀金融政策決定会合)で決定

した政策金利の誘導目標水準に落ち着くよう、金融機関の資金調達市場に対する中央銀行の公開市場操作で調整されている。

OIS は、金融機関が、将来の金融政策変更を予想し売買することで、利上げによる資金調達費用の上昇リスクを回避したり、逆に利上げ利下げ時期を予想して利ザヤを稼いだりする取引である。

また、翌日物金利の予想を直接取引対象としているため、翌日物金利を操作目標とする中央銀行から見れば、OIS 取引は、政策金利に対する市場見通しの観察に適している。

日本では、97 年頃に OIS 取引が開始されたが、ゼロ金利政策(99 年 3 月～00 年 8 月)や量的緩和政策(01 年 3 月～06 年 3 月)で翌日物金利の変動余地がほとんどなかったため取引量は低迷していた。日銀が両政策を解除した 06 年以降は、金利水準の変動性が高くなるにつれて取引量が拡大。しかし、リーマン・ショックなどに伴う世界景気の悪化を受け、日銀は 08 年末に政策金利を、0.1% 前後で推移するよう引き下げた。さらに 10 年 10 月には、0.1% から 0～0.1% へ引き下げられた。欧州債務問題の深刻化から現在も継続されており、金利低迷による影響を受けている(図表 1)。



## 海外の話題

# 燃えよ！ イヤー・オブ・ザ・ドラゴン

農林中央金庫 香港駐在員事務所長 田辺 徹也

ご案内のとおり、他の中華圏同様、香港でも正月と言えば、旧暦をベースとした所謂旧正月、春節である。今年の春節元日は新暦では1月23日に当たるため、本号が出る頃の当地はまだまだ正月気分が抜けきっていないはずである。当然ながら旧暦であろうが干支は一緒で、春節元日以降が辰年となる。

辰年というと「イヤー・オブ・ザ・ドラゴン」という、ジョン・ローンやミッキー・ロークの出世作となった、舌を噛みそうな名前の映画を思い出す人も多いのではないだろうか。ハリウッド映画の題名としても位負けしない辰＝龍だが、中国では昔から権力や財力の象徴とされ、もともと権力や財力が大好きな中国系の人々にとって、辰年というのは極めて縁起の良い年である。今でも中華圏では通常の年に比べ出生数が増加するそうで、今年も5%程度は増えると見られている。

「九龍」という主要エリアの名称からも分かるよう、香港は古来龍との関係が深い地だが、日本人、特に我々の世代にとって「香港」「ドラゴン」といえば、ブルース・リーであろう。彼＝ドラゴンのイメージは代表作である「燃えよドラゴン」から来ているのであるが、実際、彼の名前の中国語表記は「李小龍」といい、さらに彼の後継者ともいえるジャッキー・チェンの中国語名も「成龍」という。やはり香港人にとって龍はスターであり、ヴィジュアル的にも華があるため、春節を祝う香港市内のディスプレイやイルミネーションも今年はひときわ賑やかで気合いが入っている。

さて、そんな縁起も威勢も良い2012年であるが、現実にも目を向けると香港には越年した課題が山積している。まず、今年は米国の始めとした世界的な選挙イヤーであり、香港でも3月に5年に1度の行政長官選挙が行われる。ドナルド・ツァン現長官は退任するため、中国本土同様、確実にトップの交代となるが、有力候補は事実上2人に絞られており、今まさに龍虎の戦いが燃え上がっているところである。一方、経済の動向であるが、去年1年間でハンセン指数は約20%下落した。出だし堅調だっただけに竜頭蛇尾のような相場であったわけだが、輸出依存度の高い香港にとって、欧州債務危機の行方は、中国本土の景気とともに、今後も大いに気になるところである。また昇り龍では困るのが物価であるが、中国本土に比べ、インフレ沈静化ペースが遅れ気味だ。高騰が続いていた住宅価格やオフィス賃料はここに来てピークアウトした模様だが、いずれも依然過去最高かつ世界最高水準にあることに変わらない。さらにずっと課題とされていながら、抜本的な解決策が見出せない大気汚染も年々深刻化しており、昨年は過去最悪を記録したそうだ。上空を飛ぶ龍も、さぞ目が痛いことであろう。

とはいえ、悪いことばかりではない。実は、紆余曲折の末、昨年香港政府が景気刺激策として永住権を持つ成人全員に現金HK\$6,000(約6万円)を支給することを決定し、年末から実際の支払いが順次行われているのである。このお年玉に加え、本土からの買物客は相変わらず引きも切らず、クリスマスから春節にかけての商戦は好調で、ブランド街で有名な広東道のある九龍は今年も燃えている。

ところで、香港はアニメや映画・ドラマ、音楽等、日本の芸能文化が大いに浸透していることでも知られるが、今やアジア中で人気があるAKB48の海外でのオフィシャルショップ1号店は、当地の「ドラゴンセンター」という商業ビルの中にある。こちらは「萌えよドラゴン」だ。