潮　流

2013 年の経済・金融を展望して

代表取締役社長　古谷　周三

新年明けましておめでとうございます。本年もよろしくお願いいたします。

2012 年、世界経済は全体に成長鈍化の足取りであった。最大の下押し要因は欧州債務危機が燻り続けたことである。南欧中心に金融危機の後遺症でもある財政不安が表面化して以降、緊縮財政と景気悪化の悪循環から域内経済は減速、ソブリンリスクと金融システムの負の連鎖が続いた。ECB の踏み込んだ緩和と国債買い入れ、EMS 等安全網の構築、銀行監督一元化等ユーロ圏の懸命な努力が続けられたが、根本解決はなお遠そうである。これに雇用・消費の構造問題と「財政の崖」不安を抱え回復テンポの鈍い米国、牽引役の中国経済の減速が相互に連関し、世界経済は徐々に減速に向かった。日本もこうした対外経済減速の影響に加え、エコカー補助の終了、日中関係悪化による輸出の落ち込み等が重なり、景気は 12 年春を「山」に夏以降下向きとなった。金融市場は超緩和が継続、追加実施され、その長期化が明言されるなか、リスクオン・オフを繰り返す神経質な展開が続いている。

2013 年はこうしたトレンドが、どのタイミングで回復軌道に戻るか、見極める年になろう。中国に底入れの兆しがあり米国も住宅中心に上向きのセンチメントがある。日本も新たな政治体制の元、消費税上げ（14 年 4 月）までにデフレ脱却、底入れ確認に向けた政策、予算編成が動き出す。年後半には政策効果から回復も期待される。ただし、欧州問題はじめ地政学等多くのリスク要因も内在し、状況次第で回復は逃げ水のように遠のくだろう。潮目の変化・兆しを読み違えないようにしたい。

2013 年は金融の世界的な規制強化が始動する年でもある。金融危機以降長らく議論されてきたバーゼルⅢ（自己資本規制、流動性規制等）が段階的に適用開始になる。G 20 下の金融安定化理事会による「システム上重要な金融機関」に対する追加的規制もスタンバイ段階に入り、米国のドッドフランク法の具体化、EUの危機管理制度の議論も加速している。残念ながら、これら一連の国際的規制強化の背景には政治や規制当局の金融機関（とりわけ大銀行）に対する拭い難い不信感が根底にあるように感じられる。当局では「大きすぎてつぶせない」ことの反省から、大銀行には経営悪化の度合いに応じ解体計画や遺言状まで用意させ、各国当局で相互監視する念の入れようだ。

金融関係者としてはどうも居心地が悪い。何とか「金融機関は嫌われ者」という風潮から信頼を取り戻したいものである。制御しきれない市場金融から、産業の成長、生活の充実を分かち合える金融へと。この時、地域で顔の見える関係をベースにした協同組合金融が果たす役割は決して小さくない。

短期業績に追われる株式会社に比べ、組合員・利用者への貢献を第一義とする協同組合金融は、より長期的な経営姿勢で地域の経済と雇用を支えてきた。先の金融危機において国連にその点が評価され、また現在東日本大震災において、自ら被災しつつも相互支援により組織全体で地域を支え続けてきた。不透明・不安定な経済・社会にあってその果たす役割はより明確に再認識されるべきであろう。

当研究所としても、引き続き内外の協同組合とも連携し、事業実践の分析等を通じて協同組合金融の社会的認知に向け発信していとともに、経済金融情勢あるいは農業・地域社会の変化を適時に分析・発信することで皆様のお役に立って行きたいと考えている。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

情勢判断

国内経済金融

新政権の政策期待によって円安・株高傾向強まる

～国内景気は 13 年入り後に持ち直しへ～

南　武志

要旨

12 月 16 日の衆院総選挙では、政権与党が惨敗し、自公の連立政権が復活することとなった。金融資本市場では、新政権がデフレ脱却や成長促進に向けて積極的な金融経済政策を採用することへの期待感から、円安・株高が進行したほか、長期金利も国債増発などへの警戒感から上昇している。

一方、国内景気は、世界経済の減速傾向に加え、今秋以降の日中関係の冷え込みやエコカー購入補助金の終了などに伴って、12 年度に入って以降は弱含みでの推移が続いてきた。日銀短観などからは、12 年秋以降、企業の景況感が大きく悪化したことが見て取れる。ただし、13 年入り後は、海外経済の持ち直しや大型補正予算などの効果により、持ち直しの動きが始まるものと予想する。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

項目＼年／月			2012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		(%)	0.085	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1
TIBORユーロ円（3M）		(%)	0.3182	0.28～0.33	0.28～0.33	0.28～0.33	0.28～0.33
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	(%)	0.770	0.65～1.00	0.70～1.10	0.70～1.15	0.70～1.20
	5年債	(%)	0.180	0.10～0.25	0.10～0.25	0.10～0.25	0.10～0.30
為替レート	対ドル	(円/ドル)	83.9	80～90	82～95	85～97	85～100
	対ユーロ	(円/ユーロ)	110.9	98～120	100～125	105～130	105～135
日経平均株価		(円)	10,039	10,500±750	10,750±1,000	11,000±1,000	11,000±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12月20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

12 月 16 日に投開票が行われた衆院総選挙において、政権与党である民主党が改選前議席の約 4 分の 3 を失うという惨敗を喫し、自由民主党・公明党による連立政権へと交代することとなった。9 月に自民党総裁に復帰した安倍氏はこれまで、政権交代の暁には積極的な金融財政政策によって、円高やデフレからの脱却を実現し、経済成長を促進させるとの主張を繰り返してきた。解散・総選挙によって政権交代を予想した市場参加者はそれらを好感、円高修正と株高の流れが徐々に進行してきた。とはいえ、国内景気自体は依然として弱含み状況が続いており、市場の動きは期待先行といえる。

特に、9 月以降は日中関係の冷え込みに伴い、自動車・同部品を中心に対中国輸出が大幅に減少、その影響で製造業中心に景況感が大きく悪化している。日銀短観（12 月調査）によれば、代表的な大企業・製造業の業況判断 DI は▲12 と、

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

前回 9 月調査時から 9 ポイントの悪化を示した。なお、11 月の実質輸出指数は前月比 0.3%と 7 ヶ月ぶりにプラスへ転じたが、直近ピークの水準から 1 割超も低下したままであり、景気の牽引役はまだ不在といえる。

こうした景気悪化を受けて、野田内閣は11 月までに事業費 2 兆円規模の緊急経済対策を策定したほか、次期政権も 10 兆円規模の大型補正予算案の編成を念頭に入れた経済対策の策定方針を示している。

景気の先行きについては、すでに米中経済が改善傾向となっていることもあり、輸出持ち直しが早晩実現すると見られるほか、大型補正予算による景気刺激効果などの景気下支えも期待されることから、13 年入り後には持ち直しの動きが始まると思われる。とはいえ、当面は回復感の乏しい展開が予想され、景況感が高まるのは増税前の駆け込み需要が発生する 13 年度下期以降であろう。なお、12 年 7～9 月期の GDP 第 2 次速報（2 次 QE）ならびに 11 年度確報が発表されたが、足元 7～9 月期の成長率は前期比年率▲3.5%と、1 次 QE からの修正はなかった。しかし、遡及改訂により 11 年度下期以降の GDP の水準が上方改定された結果、12 年度へのゲタが 1.7 ポイントへと 0.3 ポイント上方修正された。それに伴い、当総研の 12 年度経済見通しも 1.0%へ上方修正している（当総研の経済見通しについては、後掲レポートをご参照ください）。

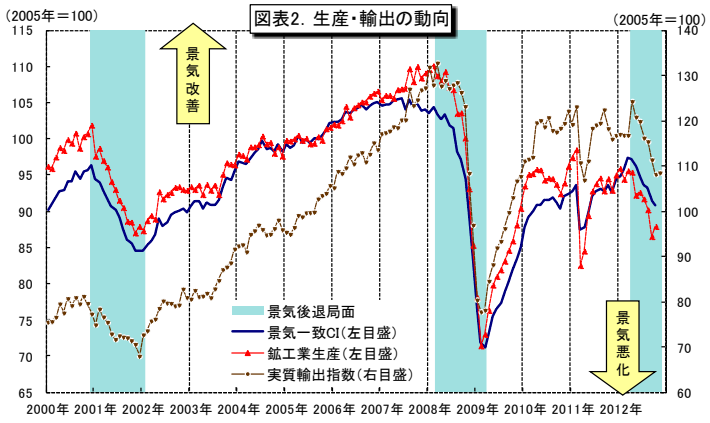
一方、物価動向に関しては、基本的には国内のデフレギャップの大幅乖離状態は継続しており、物価に対する下落圧力は根強い。だが、電気料金・ガソリンなどといったエネルギーに関しては前年同時期の水準が低めだったこともあり、前年比でみた上昇幅が拡大する傾向にある。その結果、10 月の全国消費者物価（除く生鮮食品、以下コア CPI）は前年比横ばいと、6 ヶ月連続での下落を免れた。

先行きも電気料金・石油製品などエネルギー価格が上昇すると見られるほか、世界的な穀物価格高騰の影響が食料品価格の押し上げにつながる可能性もあるが、基本的に賃金・所得が伸び悩む中、エネルギーや食料品を除くベース部分での下落は続く可能性が高いだろう。デフレ脱却は依然として見通せる状況にはない。

金融政策：現状と見通し

今回の総選挙では、デフレ脱却に向けた金融政策や中央銀行の独立性などが争点の一つとなっていた。特に、自民党では政権公約に「明確な「物価目標（2%）」を設定、その達成に向け、日銀法の改正も視野に、政府・日銀の連携強化の仕組みを作り、大胆な金融緩和を行います」と記載していたが、総選挙での圧勝を受けて、18 日には安倍自民党総裁と白川日銀総裁が会談し、日銀に対して物価目標を 2%に引き上げるよう要請した。

図表2. 生産・輸出の動向



(資料)内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

こうした国内政治情勢や前述したような国内景気の悪化、さらには 12 月 11～12 日に開催された米連邦公開市場委員会（FOMC）にて、失業率目標を導入し、かつ9月に導入した量的緩和策第3弾(QE3)に加えて、年末に期限切れを迎えるツイストオペの代替策として月額 450 億ドル（約 3.7 兆円）の国債購入を開始することを決定するなど、雇用改善を意識した格好での量的緩和策をさらに強化したこともあり、日銀の緩和観測は日増しに強まってきた。

12 月 19～20 日の金融政策決定会合では、国内景気について「一段と弱含んでおり、当面そうした動きが続く」と判断を下方修正し、政策金利（無担保コールレート翌日物）こそ 0～0.1%で据え置いたものの、資産買入等基金をさらに 10 兆円増額し、13 年末までに 101 兆円程度に積み上げることを決定した。また、次回1月の決定会合では、現在 1%程度としている「中長期的な物価安定の目途」について再検討することも発表した。今後とも金融政策は一段の緩和措置を検討・実施していくことになるだろう（内容については後掲レポート「今後の経済政策運営のポイント」を参照のこと）。

なお、こうした政府サイドの要請に関しては、「中央銀行の独立性」を揺るがしかねない、と懸念する意見もある。だが、最近の金融理論的な観点からは、インフレ目標政策の利点はむしろ政治的圧力からの遮断にあると考えられている。さらに海外に目を転じれば、政策目標に関して政府と協議するケース（イングランド銀行、カナダ銀行、ニュージーランド準備銀行など）も少なくなく、それをもって独立性が低いと評価されているわけでもない。こうした「独立性」と「説明責任」により、金融政策運営の透明性が高まることは好ましいと言えるだろう。

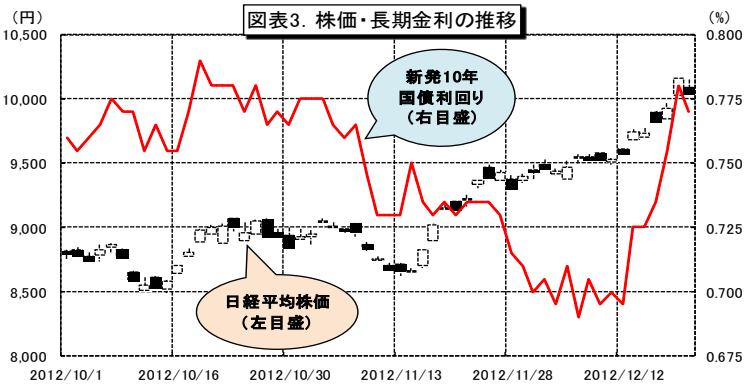
金融市場:現状・見通し・注目点

内外の金融資本市場は、欧州中央銀行（ECB）が条件付きながらも財政悪化国の国債購入策の表明した後、過度なリスク回避的な行動が弱まり、落ち着いた動きを続けている。そうした中、総選挙後の経済政策に対する期待感から円安への流れが本格化する様相を見せており、それに追随する格好で株価も持ち直し傾向を強めている。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。

① 債券市場

内外景気の鈍さ、収束の兆しが見えない欧州債務問題に伴って強まった「質への逃避」、さらにはデフレが続く中で日銀が一段の緩和策を余儀なくされるとの思惑なども手伝って、長期金利（新発 10 年物国債利回り）は半年以上も 1%割れの状態が続いている。特に、9 月下旬以降は 0.8%割れが常態化、12 月上旬には 9 年 5 ヶ月ぶりに 0.7%割れとなった。しかし、

図表3. 株価・長期金利の推移



（資料）NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

総選挙後は株高や国債増発懸念などから0.7%後半まで上昇している。

先行きについては、内外景気の改善ペースは当面緩やかとの予想や日銀による一段の緩和観測などが長期金利の低下圧力として働くと思われる半面、新政権が積極財政に転換し、国債増発に踏み切ったり、消費税増税の実施時期延期などに着手したりすれば、金利上昇圧力が高まることもあるだろう。

② 株式市場

株式市場では、9 月の先進国・地域の中央銀行による追加緩和決定などを受けて、株価（日経平均株価）が一時上昇するなど、リスク・オンの動きが復活したかに見えた。しかし、その後は国際通貨基金が公表した世界経済見通しに代表されるように、世界経済の先行き悪化懸念が重石となり、10 月中旬にかけて調整するなど、景気指標に一喜一憂しながら、9,000 円前後でもみ合うという展開を続けた。一方、11 月中旬の衆院解散後は、政権交代への思惑から為替レートが円安方向に振れたことを好感、12 月中旬には株価は約 8 ヶ月半ぶりに一時 1 万円の大台を回復した。

先行きに関しては、引き続き欧州債務問題や米国「財政の崖」への懸念などといった海外の影響を受けやすいと思われるが、新政権の本格始動によって円安の流れが本格的なものとなり、かつ大規模な経済対策が粛々と実行されていけば、株価も持ち直し傾向を続ける可能性があるだろう。ただし、日中関係の悪化が長期化することへの懸念があるほか、想定される内外経済の回復テンポは当面それほど高まらないこと、財政規律に対する懸念が「悪い金利上昇」につながる警戒感もあることから、株価の戻りが加速していくということはないだろう。

③ 外国為替市場

ECB による国債購入策発表や日銀の追加緩和の思惑、さらには日本の貿易赤字が長期化するとの予想などもあり、12 年秋以降、円高修正の動きが強まりつつあった。こうしたなか、解散が決まった 11 月中旬以降、総選挙による政権交代の思惑から、新政権の経済政策への期待感から円安が一段と進行した。その結果、一時的ながらも、対ドルでは 84 円台と 1 年 8 ヶ月ぶり、対ユーロでも 111 円台と 1 年 4 ヶ月ぶりの円安水準となった。

先行きについては、新政権による円高対策や日銀の金融政策運営の方針転換の行方などが影響すると思われるが、政府・日銀が協力して円高・デフレ脱却に挑んでいく姿勢が評価されるものであれば、08 年秋のリーマン・ショック以降 4 年以上も続いた円高局面からの転換も十分ありうる。ただし、世界経済・金融面で不透明感が高い状況はしばらく続くとみられることから、一時的に円高圧力が強まる場面も想定すべきであろう。

（2012.12.20 現在）

図表4. 為替市場の動向

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

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

情勢判断

国内経済金融

2012～14 年度改訂経済見通し(2 次 QE 後の改訂)

～成長率:12 年度 1.0%、13 年度 1.3%、14 年度 0.7%～

調査第二部

12 月 10 日に発表された 2012 年 7～9 月期の GDP 第 2 次速報（2 次 QE）および 11 年度確報での改訂状況を踏まえ、当総研では 11 月 15 日に公表した「2012～14 年度経済見通し」の見直し作業を行った。

なお、12 月 16 日には総選挙を控えているが、今回の改訂見通しでは政権交代の可能性は考慮しておらず、あくまで 1 次 QE 以降の情勢変化のみを取り入れた。総選挙後の政策運営の概略が判明した後、改めて見通しの改訂作業を行いたい。

景気の現状

国内景気は復興需要に下支えされてはいるものの、世界経済の減速や円高定着などの影響もあり、12 年度に入ってからは弱含んでいた。特に、9 月以降は日中関係の悪化から中国向け輸出が大幅減となったほか、エコカー購入補助金終了による自動車販売の激減もあり、一段と景気が悪化した。鉱工業生産、実質輸出は直近ピークの水準から、ともに 1 割前後の落ち込みを見せたほか、11 月に発表された7～9月期のGDP第1次速報(1次QE)からは実質成長率が前期比年率▲3.5%と 3 四半期ぶり（発表時）かつ大幅なマイナス成長に転じたことが明らかとなった。10 月の景気動向指数からは「悪化」との判定が下るなど、現状が景気後退局面である可能性は高い。

一方、政府・与党は、自民・公明両党の協力を得て、「社会保障と税の一体改革」関連法案を成立させ、14 年度以降の消費税増税の道筋をつけた。しかし、デフレ・景気低迷下での増税措置が必ずしも財政健全化を成功させるとは限らないことから、日本銀行に対する追加緩和策の要請を強めたほか、足元の景気悪化への対応策として10～11月にかけて事業費2兆円程度の緊急経済対策を策定した。

底上げされた 2012 年の GDP

今回発表された 2 次 QE によれば、公共投資や輸出は下方修正されたものの、民間消費・民間企業設備投資は上方修正され、全体の成長率としては 1 次 QE と変わらずの前期比年率▲3.5%であった。なお、内容的には、前期比成長率に対する外需寄与度が▲0.7 ポイントと弱い状況が続く中、民間最終需要も前期比▲0.8%と 6 四半期ぶりの悪化といった構図自体には変更はなかった。さらに、11 年度確報などの影響もあり、1 次 QE 発表時には同 0.3%と小幅ながらもプラス成長であった 4～6 月期が下方修正され、2 四半期連続でのマイナス成長へと変更されている。ちなみに、11 年度確報による遡及改訂の結果、11 年度下期以降の GDP の水準が底上げされ、12 年度へのゲタが 1.7 ポイントへ上方修正された（1 次 QE では 1.4 ポイント）。

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、冒頭で断った通り、総選挙後の政策運営によって左右される面は

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

否定できない。ただし、基本的に秋以降悪化した輸出や消費がどのような動きを辿るか、がポイントであると思われる。12年の世界経済は先進国、新興国とも低調であったが、足元では持ち直しの兆しも出始めている。特に、わが国との通商関係が深い米国や中国では回復力が強まりつつあると判断している。

もちろん、米国では「財政の崖」による悪影響が13年前半にかけて現れる可能性があるが、米国家計や住宅市場での調整圧力は大きく緩和しており、米FRBによるQE3実施といった大胆な金融緩和策の効果が先行き期待される。一方、中国経済が底打ちしたとしても、日中関係の改善が見込めない以上、その恩恵をわが国が享受できない可能性は高い。とはいえ、中国向け輸出や本邦企業の中国での生産活動はすでに大きく落ち込んでおり、さらに悪化が進行するというわけでもないだろう。欧州地域では景気悪化が進む可能性があり、引き続き世界経済全体の下振れリスクとして意識されるが、わが国の輸出環境は徐々に好転するだろう。

また、消費動向についても、乗用車販売は、各メーカーの販売努力も奏功し、10、11月とやや回復する動きも見えている。また、消費水準そのものも底堅さがあり、底割れの事態は回避できている。

その結果、12年内はマイナス成長が残ってしまうが、13年に入ればプラス成長に戻ると思われる。ただし、当面は輸出の勢いは弱く、低成長に甘んじるだろう。13年度下期には消費税増税前の駆け込み需要が発生し、景気の勢いは一時的に強まると思われる。しかし、14年4月の増税後には反動減も見込まれ、一本調子に景気の再加速が実現するわけではないだろう。

以上を踏まえ、12～14年度の経済成長率について、12年度1.0%（前回0.8%から上方修正）、13年度1.3%（前回と変わらず）、0.7%（同）とした。12年度の上方修正は、遡及改訂による前年度からのゲタが引き上げられたことが要因であり、景気シナリオの変更はほとんどない。

物価面に関しては、足元10月分の消費者物価（全国、生鮮食品を除く）は前年比横ばいと6ヶ月ぶりにマイナス圏から脱したが、大幅に乖離している需給ギャップが縮小するほどの景気回復は想定しておらず、日銀が目指している1%の物価上昇は当面見通せる状況にない。その結果、日銀は今度とも追加緩和を模索することになるだろう。

2012～14年度　日本経済見通し総括表

	単位	2011年度（実績）	2012年度（予測）	2013年度（予測）	2014年度（予測）
名目GDP	%	▲ 1.4	0.2	0.6	2.4
実質GDP	%	0.3	1.0	1.3	0.7
民間需要	%	1.4	1.2	1.8	0.9
民間最終消費支出	%	1.6	1.2	1.7	0.4
民間住宅	%	3.7	2.7	5.1	0.5
民間企業設備	%	4.1	▲ 0.3	1.2	2.2
民間在庫品増加（寄与度）	%pt	▲ 0.5	0.1	0.0	0.1
公的需要	%	0.9	4.0	1.3	0.2
政府最終消費支出	%	1.5	2.2	0.7	0.6
公的固定資本形成	%	▲ 2.3	12.6	3.6	▲ 1.3
輸出	%	▲ 1.7	▲ 1.4	0.0	4.6
輸入	%	5.2	4.3	2.6	5.0
国内需要寄与度	%pt	1.3	1.8	1.7	0.8
民間需要寄与度	%pt	1.1	0.9	1.4	0.7
公的需要寄与度	%pt	0.2	0.9	0.3	0.1
海外需要寄与度	%pt	▲ 1.0	▲ 0.8	▲ 0.4	▲ 0.0
GDPデフレーター（前年比）	%	▲ 1.7	▲ 0.8	▲ 0.7	1.6
国内企業物価　（前年比）	%	1.3	▲ 1.1	0.5	3.6
全国消費者物価　（　〃　）	%	0.0	▲ 0.1	0.3	2.4
（消費税増税要因を除く）					(0.3)
完全失業率	%	4.5	4.3	4.2	4.2
鉱工業生産　（前年比）	%	▲ 1.2	▲ 2.5	0.9	0.5
経常収支（季節調整値）	兆円	7.6	4.8	7.0	10.9
名目GDP比率	%	1.6	1.0	1.5	2.2
為替レート	円/ドル	79.1	80.7	84.5	88.5
無担保コールレート（O/N）	%	0.08	0～0.1	0～0.1	0～0.1
新発10年物国債利回り	%	1.05	0.80	0.88	0.94
通関輸入原油価格	ドル/バレル	114.0	114.4	122.5	130.0

（注）全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前年度比。
完全失業率は被災3県を除くベース。
無担保コールレートは年度末の水準。
季節調整後の四半期統計をベースにしているため統計上の誤差が発生する場合もある。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

情勢判断

海外経済金融

財政協議未決ながらも、底堅く推移する米国経済

木村　俊文

要旨

米国経済は、「財政の崖」に対する不透明感が続いているものの、消費や生産が底堅く推移するなど、緩やかな回復基調をたどっている。ただし、財政協議が長引いていることを受け、消費者や企業の景況感が悪化しており、先行き弱含む可能性がある。こうしたなか、米政策当局（FRB）は、直近の会合で金融緩和の強化策を決定した。

経済指標は底堅さ維持

最近発表された米経済指標に基づき、足元の動きを見ると、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 14.6 万人増と下方修正された前月（17.1 万人→13.8 万人）を上回り、雇用改善の動きを示している。

また、失業率は 7.7%と 0.2 ポイント改善した。ただし、これは 10 月末に襲来した大型ハリケーン「サンディ」の影響で求職活動ができない人々が増加したことに伴う、一時的な労働力人口の減少が主因と思われるため注意が必要である。

なお、12 月第 1 週の新規失業保険週間申請件数は、34.3 万件と 4 週連続で減少し、ハリケーンの影響で遅れた申請が一気に増えた状況は徐々に解消しつつある（図表１）。

図表１　失業保険新規受給申請者数

（資料）米労働省

個人消費は、ハリケーンの影響による反動増のほか、11 月下旬から始まった年末商戦が好調なスタートとなったこともあり、11 月の小売売上高が前月比 0.3%と 2 ヶ月ぶりに増加した。内訳では、食料品やガソリン販売が減少したものの、天候要因で一時的に落ち込んだ自動車販売が好調さを取り戻したほか、電化製品や建築資材など幅広い分野で底堅い動きを示した。

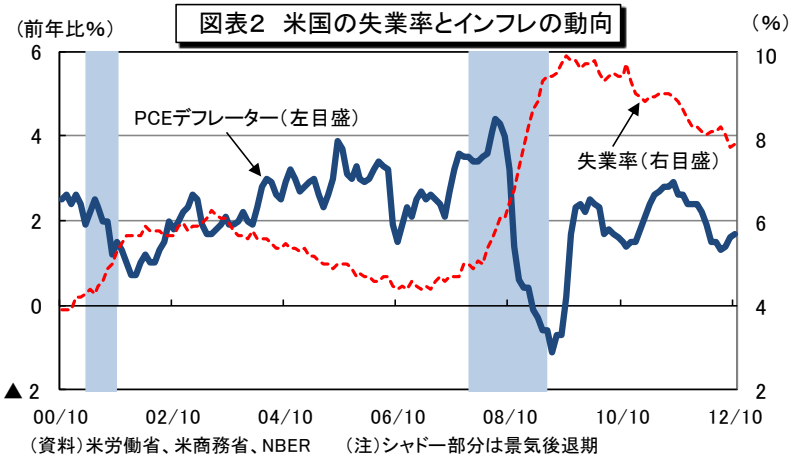
ただし、12 月の消費者信頼感指数（ミシガン大学、速報値）は 74.5 と前月（82.7）から急低下した。これは 13 年初に実質増税と強制歳出削減が重なる「財政の崖」をめぐる米政府と議会の協議が難航していることが背景にあり、先行き不透明感から将来に対する悲観的な見方が強まった。賃金上昇率が伸び悩むなか、増税不安が意識されることから、消費抑制につながる可能性が高いと思われる。

企業部門では、11 月の鉱工業生産が前月比 1.1%と 2 ヶ月ぶりに上昇した。FRB は、ハリケーンの被害を受けた産業の回復（木材や一次金属など）のほか、自動車部門の生産拡大が全体を押し上げたとの見

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

方を示した。

一方、企業の景況感を示す11月のISM指数は、製造業が 49.5 と前月（51.7）から低下し、景況感の分かれ目となる 50 を再び下回った。また、非製造業も 54.7 と前月（54.2）からほぼ横ばいの動きにとどまった。このところは海外経済の下振れや「財政の崖」への懸念などから弱い動きが続いている。



（資料）米労働省、米商務省、NBER　（注）シャドー部分は景気後退期

なお、12 月のニューヨーク連銀製造業景況指数は▲8.1 と、5 ヶ月連続で業況悪化を示すマイナス圏で推移しており、製造業の活動が縮小する可能性がある。

住宅関連では、11 月の住宅着工件数（季調済・年率換算）が 86.1 万件と前月（88.8 万件）を下回った。一方、先行指標となる着工許可件数は、前月比 3.6%の 89.9 万件と 08 年 7 月以来約 4 年半ぶりの水準まで回復し、持ち直し傾向が続いている。

FRB は緩和策を強化

米連邦準備理事会（FRB）は、12 月 11～12 日に開催した連邦公開市場委員会（FOMC）で、政府支援機関の住宅ローン担保証券（MBS）を月額 400 億ドル（約 3.4 兆円）のペースで購入する量的緩和策第 3 弾（QE3）の継続に加え、12 年末に期限到来となるツイストオペ（保有債券の償還期間を長期化する措置）の代替策として、13 年 1 月から毎月 450 億ドル（約 3.7 兆円）の米長期国債を購入することを決定した。こうした緩和強化策を決定した理由として「一段の緩和政策がなければ経済成長が労働市場の持続的な改善を実現するために十分な強さとならない可能性がある」ことを挙げている。

また、08 年 12 月に事実上のゼロ金利となる 0.0～0.25%に引き下げて以降、据え置いている政策金利の継続見通しについて、これまでの「少なくとも 15 年半ばまで」としていた期限に関する文言を声明から削除し、新たに「インフレ率が 2.5%を上回らず、失業率が 6.5%を下回るまで続ける可能性が高い」と経済指標を参照する方針に変更した。

こうした手法の変更について、従来は単に期限を示すのみで経済情勢の変化との関連が不明確だったが、FRB は具体的な経済指標と関連づけることにより政策決定の透明性を高めることを狙ったと思われる。

ただし、声明の最後の部分で、緩和期間の継続判断については「労働市場に関する補足指標のほか、インフレ圧力やインフレ期待を示す指標、金融動向の見通しなど他の情報も考慮する」としており、特定の指標に連動して政策決定するわけではないことを明記している。さらに、「緩和解除の開始を決定する際には、雇用最大化と物価安定という長期目標に沿うバランスの取れたアプローチを採る」と解除方針も示している。したがって、

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表３ FRB理事・地区連銀総裁による経済見通し（12年12月時点）

（各項目のカッコ内は12年9月時点） （%）

	2012年	2013年	2014年	2015年	長期
実質ＧＤＰ	1.7～1.8 (1.7～2.0)	2.3～3.0 (2.5～3.0)	3.0～3.5 (3.0～3.8)	3.0～3.7 (3.0～3.8)	2.3～2.5 (2.3～2.5)
失　業　率	7.8～7.9 (8.0～8.2)	7.4～7.7 (7.6～7.9)	6.8～7.3 (6.7～7.3)	6.0～6.6 (6.0～6.8)	5.2～6.0 (5.2～6.0)
ＰＣＥ デフレーター	1.6～1.7 (1.7～1.8)	1.3～2.0 (1.6～2.0)	1.5～2.0 (1.6～2.0)	1.7～2.0 (1.8～2.0)	2.0 (2.0)
コアＰＣＥ デフレーター	1.6～1.7 (1.7～1.9)	1.6～1.9 (1.7～2.0)	1.6～2.0 (1.8～2.0)	1.8～2.0 (1.9～2.0)	未集計
FFレート 誘導水準	0.25 (0.25)	0.25 (0.25～0.5)	0.25～1.5 (0.25～1.75)	0.5～2.5 (0.75～3.5)	3.75～4.25 (3.75～4.5)

（資料）FRB資料より作成

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

労働市場の改善ペースやインフレの状況次第では早めに引き締めに動く可能性もあると考えられる。

なお、バーナンキFRB議長は、FOMC後の会見で「財政の崖」について、この問題が消費者や企業の景況悪化のほか、設備投資の抑制、金融市場の不安定につながっているとの見方を示した上で、財政協議が決裂した場合には「FRBは資産購入額を少し増やすことは可能でも、金融政策で悪影響のすべてを相殺することはできない」と述べ、米政府・議会に対策を講じるよう改めて警告した。

こうしたなか、オバマ大統領は政府関係者とともに野党・共和党指導者との間で、実質的な期限である12月23日までの決着を目指して「財政の崖」回避に向けた協議を続けている。協議進展の期待は高いものの、未だに最終合意には至っておらず、依然として不透明感がくすぶっている。

FRBの成長率見通しは下方修正

FRBは、FOMC後に最新の経済見通し（年4回発表）を発表した。これによれば、FRB理事と連銀総裁の19人による12年の実質GDP成長率（予想中心帯）は1.7～1.8%と、前回（9月時点）の予想（1.7～2.0%）から小幅引き下げられ、13～15年についても前回予想から下方修正された（図表３）。

また、失業率やインフレ率についても、足元の実勢を踏まえ全体的に低く修正された。こうした見通しを前提に利上げ時期予想についても、15年以降（19人中13人が15年、1人は16年と予想）に後ずれした。

ちなみに、前述の数値目標に照らしてみると、インフレ率は15年になっても2.5%を上回ることはないが、失業率は15年に6.5%に到達する見通しとなっている。つまり、緩和維持の期間としては、従来の時間軸（15年半ば）とほぼ同じと言えるだろう。

13年のFOMCはハト派が優勢

ところで、年明け後の1月29～30日に予定されている次回のFOMCから投票権を持つメンバーのうち、地区連銀総裁4名が入れ替わる（図表４）。

13年のFOMCメンバーは、前年に比べ緩和政策に前向きなハト派的なメンバーが増える。新メンバーのハト派としては、850億ドル規模の資産購入を継続し、失

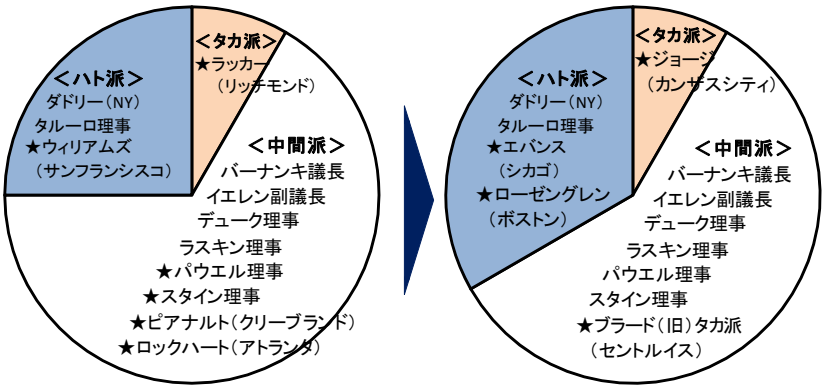
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

業率が6.5%になるまで低金利を続ける案を出していたエバンス・シカゴ連銀総裁に加え、金額や期限を決めずオープンエンド型で資産購入を実施すべきと主張していたローゼングレン・ボストン連銀総裁が13年に投票権を得る。

なお、FRBの緩和政策に反対してきたタカ派のラッカー・リッチモンド連銀総裁が外れるものの、ジョージ・カンザスシティ連銀総裁が加わるため、タカ派の勢力は変わらない。

このように13年は、ハト派がさらに優勢になることから、緩和政策の長期化期待が一段と強まる可能性がある。

図表4　FOMC投票メンバーの変化



（資料）FRB公表資料や報道等から作成　（注）★は新メンバーを示す。

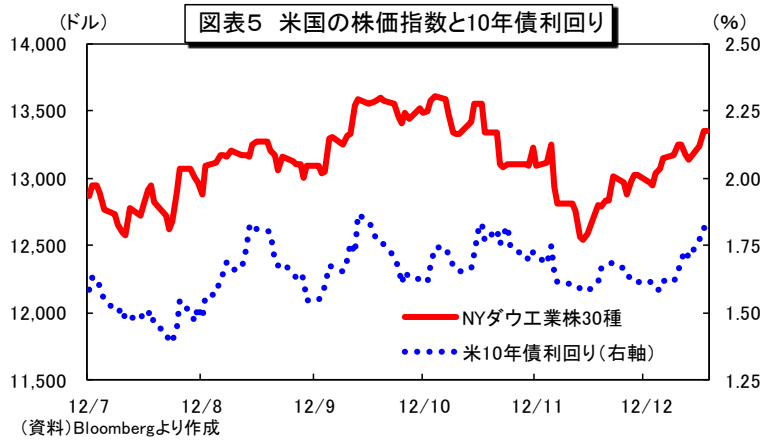
米金融市場は財政協議を楽観視

米国の長期金利（10年債利回り）は、「財政の崖」回避をめぐる与野党協議が進展せず、様子見ムードが強まり、12月初旬には1.58%と11月中旬以来約2週間ぶりの水準に低下した（図表５）。しかし、その後は、11月の雇用統計や小売売上高など好調な経済指標が発表されたほか、FRBによる緩和強化策の決定に加え、米財政問題をめぐる協議の進展期待などから楽観的な見方が強まり、12月中旬には1.8%台と10月下旬以来約2ヶ月ぶりの水準まで上昇した。

先行きは、欧州債務問題に対する懸念や米緩和政策の長期化見通しなどが金利下押しに作用すると考えられる。とはいえ、米経済が底堅く推移するなか、リスク選好の動きが強まっていることから金利低下は限定的となり、米長期金利はやや上昇傾向で推移すると思われる。

また、株式相場も、財政協議への懸念はあるものの、上昇傾向で推移し、ダウ工業株30種平均は12月中旬に1万3,350ドルと10月下旬以来約2ヶ月ぶりの高値となった。今後も株価は、財政協議の行方をにらみながら、下値の堅い展開が続くと予想される。（12.12.20現在）

図表５　米国の株価指数と10年債利回り



（資料）Bloombergより作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

情勢判断

海外経済金融

近付く？フランスへの危機波及

～迷走するオランド政権の政策～

山口　勝義

要旨

オランド政権下のフランスでは経済の回復は鈍く、諸改革についても取組みの遅れが明らかになりつつある。現在のところ市場ではこれらを織り込む動きはないものの、わずかなきっかけで波乱に転じる可能性は否定できず、今後の動向に注意が必要となっている。

はじめに

ユーロ圏ではギリシャ債務の持続可能性等の問題を抱えつつも市場は概して平穏な動きとなっているが、その背後ではフランスに対する注目が高まりつつある。

英誌 Economist は 11 月 17 日号の特集記事（参考文献②）で財政危機におけるフランスの潜在的なリスクの大きさを指摘したが、その直後の 19 日、ムーディーズが同国の国債格付けを「Aa1」に引き下げるとともに見通し「ネガティブ」を継続した（参考文献③）。この結果、フランスは、今年 1 月の S&P による格下げに続き主要な 2 格付機関から最上級格付けを失ったことになる（図表 1）。

また、これに先立ち、国際通貨基金（IMF）は 10 月 29 日付の経済情勢等にかかる年次のコンサルテーション（第 4 条協議）の結果報告（参考文献①）で、同国の抱える様々なリスクを指摘している。

上記に共通する指摘は、フランスの経済成長力の弱さや今後の財政等の改革にかかる不透明感の強さである。確かにフランスはユーロ圏おける GDP シェアは 20%と高いばかりか（図表 2）、ドイツとともに財政危機対策を主導する主要国の立場にあるため、仮に同国に財政危機が波及した場合には、スペインやイタリア、あるいは次の懸念国とされるベルギー等への波及に比べてその影響の程度は各段に大きなものになると考えられる。

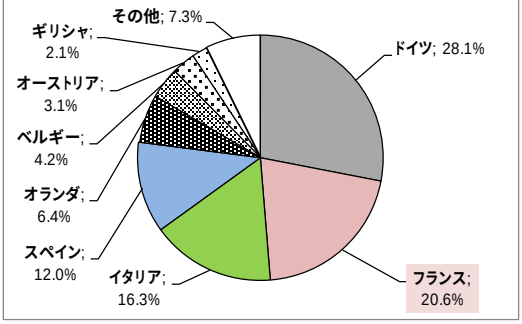
本稿では、フランスを取り巻くリスクを具体的なデータを踏まえ検証するとともに、今後の展開について考察することとしたい。

図表1　主要国の格付け

		S&P	ムーディーズ	フィッチ
ユーロ圏	ドイツ	AAA	Aaa	AAA
	オランダ	AAA	Aaa	AAA
	フィンランド	AAA	Aaa	AAA
	オーストリア	AA+	Aaa	AAA
	フランス	AA+	Aa1	AAA
	ベルギー	AA	Aa3	AA
	イタリア	BBB+	Baa2	A-
	スペイン	BBB-	Baa3	BBB
	アイルランド	BBB+	Ba1	BBB+
	ポルトガル	BB	Ba3	-
	ギリシャ	B-	C	CCC
その他	英国	AAA	Aaa	AAA
	デンマーク	AAA	Aaa	AAA
	スウェーデン	AAA	Aaa	AAA

（資料）Bloombergのデータから農中総研作成。

図表2 ユーロ圏のGDPシェア（2011年）



（資料）IMF“ World Economic Outlook Database, October 2012”から農中総研作成。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

競争力の劣後による経済成長の停滞

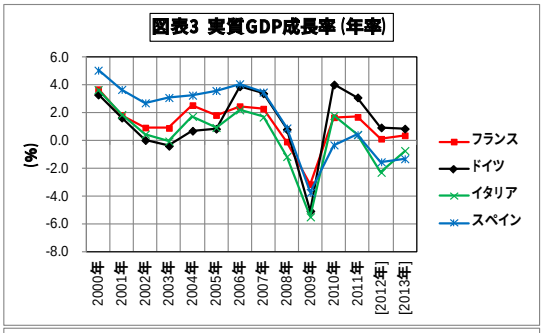
経済規模の大きさやこれまで相対的に良好であった財政状況等から、ドイツとともにユーロ圏経済の牽引が期待されるフランスではあるが、現実には経済の停滞感がこれまでになく強まっている。

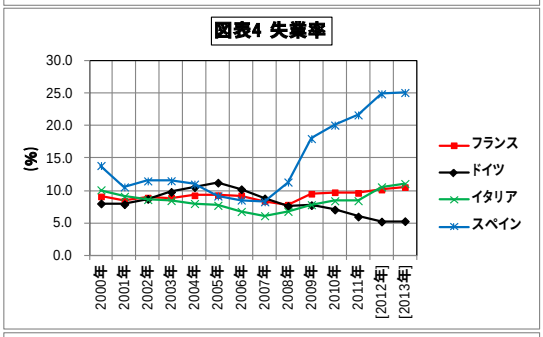
GDP成長率の回復力は弱く（図表 3）、失業率も高水準にとどまったまま低下の兆しはない（図表 4）。なかでも若年層（15～24 歳）の失業率は 2012 年 10 月末時点で 25.5%に達しており、ドイツの 8.1%に比べ相当高い水準にある[注 1]。また、企業景況感指数や消費者信頼感指数も、長期間の平均値 100 を下回りかつ下降傾向が続くなど、経済活動を巡るセンチメントは悪化しており、今後とも経済成長の顕著な回復は期待し難い状況を示している（図表 5）。

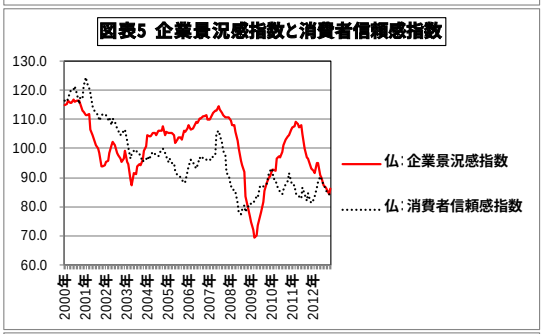
こうしたフランス経済の停滞の主要な要因としては、経済競争力の弱さがある。

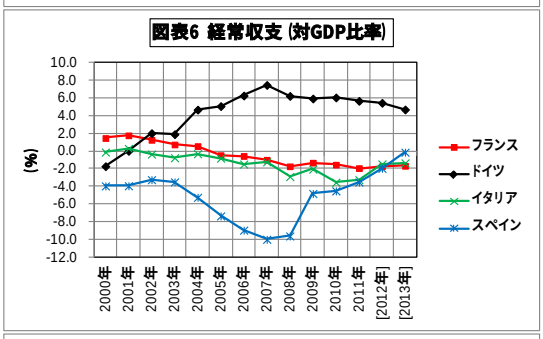
同国の経常収支を見れば、長期にわたりマイナスに沈みドイツとは大きな格差が生じているばかりか、改善の足取りは極めて鈍い（図表 6）。例えば、フランスでは単位労働コストは高い水準にとどまっているが（図表 7）、労働市場を含めた諸改革の遅れがこの経済競争力の弱さに反映しているものと考えられる。

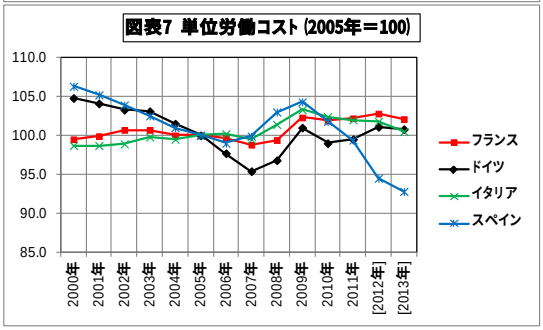
ここで注意すべき点は、シュレーダー政権（首相在任 1998 年～2005 年）での取組みを中心に早期にコスト削減等の経済改革を成し遂げたドイツはもとより、今回の危機下で改革を進めるスペインやイタリア等の財政悪化国に比較してもフランスの改革の遅れが際立ちつつあるということである。これらの結果、最近では危機がスランスに直接飛び火する可能性さえも懸念されるに至っている[注 2]。











（資料）図表 3、4、6 は、IMF “World Economic Outlook Database, October 2012”、図表 5 は INSEE（仏国立統計経済研究所）、また図表 7 は Eurostat（欧州連合統計局）のデータから、それぞれ農中総研作成。
（注）[ ]内は、それぞれの機関が示す予測値。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

遅れる改革と経営効率化への介入

フランスでは、今年 5 月の大統領選挙で、経済成長と雇用拡大を掲げるオランド候補が、緊縮財政と財政規律向上を堅持する現職のサルコジ候補に勝利し、17年ぶりに社会党が政権復帰を果たした。

就任後は、6 月の欧州連合（EU）首脳会議における 1,200 億ユーロ規模の成長戦略の取りまとめを主導することで存在感を示したほか、所得税最高税率の 75%への引上げを含む富裕層や企業への課税強化、キャピタルゲインや配当に対する増税、最低賃金の引上げ、前政権により既に決定済みの年金支給開始年齢引上げの一部撤回や付加価値税増税の撤回等の政策を相次いで打ち出してきた。

これに対し、昨年 11 月成立のモンティ政権下のイタリアでは、今年 6 月には労働市場改革法を成立させ、業績悪化などを理由とする正社員の解雇を可能としたほか、若年層の見習いを名目とした短期就労を制限するなどの対策を講じた。また別途、タクシー業界等の規制緩和で、新規参入を容易にもした。一方、スペインにおいても昨年 12 月に就任したラホイ首相のもと、正社員を解雇する手続きの簡略化、退職手当の引下げ、団体交渉権の縮小などの多面的な労働市場改革策の具体化に向け取組みを進めてきている。さらにポルトガルにおいても、9 月に発表された追加緊縮策で、企業の社会保障費負担の軽減を織り込んでいる。

このように、賃金や雇用条件の柔軟化や、企業負担の社会保障料や法人税の軽減等を通じ経済の競争力強化に注力する国々に対し、労働者寄りの左派的政策を重視するフランス政府の経済の構造改革への取組みの出遅れが目立ってきている。

また加えて、フランス政府による企業の経営効率化対策への介入が続いている。

例えば、フランスの自動車大手プジョー・シトロエン・グループ（PSA）は 7 月に約 8,000 人の人員削減策を発表したが、雇用維持を最優先するフランス政府はその修正を要求し、協議が継続している。また、鉄鋼世界最大手のアルセロール・ミタルが 10 月、フランス北部の製鉄所の閉鎖を発表した際には、約 600 人の従業員解雇計画に対しフランス政府は同社を一時国有化する可能性を示し、雇用維持等の譲歩を引き出した。この他、製薬のサノフィでは、2,500 人の人員削減計画が、フランス政府の反対で結局 900 人の削減に修正を余儀なくされている。

以上の諸政策に対する経済界の反発もあり、7 月、フランス政府は、航空・防衛大手 EADS の最高経営責任者（CEO）の経歴を持つルイ・ガロワ氏に経済の競争力強化に関する報告書の作成を依頼し、これらを踏まえ 11 月に新たな経済対策を発表した。ここでは、付加価値税引上げや歳出削減を通じ、2013 年から 3 年間で企業の労働コスト負担を約 200 億ユーロ削減する対策を柱としている。また、これに先立つ 9 月には、増税と歳出削減により、EU 承認済みの従来の計画どおり、財政赤字を GDP 比 3%以内に抑える 2013 年予算案を決定した。

しかしながら、以上の取組みにもかかわらず、前政権が決めた付加価値増税を 7 月に撤回したばかりであったこともあり政策の一貫性が疑われる結果となった。また労組からは、増税・緊縮財政路線への転換ではないかとの批判を呼び、これらの結果、大統領支持率が大幅に低下することとなっている[注 3]。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

おわりに

以上のとおり、フランスでは諸改革の進捗は遅く、経済の回復の足取りは鈍い。他の国際的な比較でも、フランスの企業の税・社会保障負担は重く、採用・雇用手続き上も競争力が劣後しているばかりか、労使交渉が泥沼化する事例も多く、経済の効率化を進めるうえでの障害となっている実態も現れている（図表 8）。また、2013 年の実質 GDP 成長率は、前年比 0.8%と予測するフランス政府に対し、労働市場や運輸・小売などのサービス部門の改革の遅れによる経済競争力の弱さや依然として課題の残る金融機能等を理由に、EU の欧州委員会や IMF は慎重な見方を強め、ともに 0.4%と予測している。こうしたなか、フランスでは財政改革も道半ばにとどまっている（図表 9）。

これらに対し、例えば縮小傾向にある国債スプレッドの推移から窺われるように、市場の受止め方は概して楽観的である（図表 10）。しかし、これまでにもユーロ圏ではわずかなきっかけで市場センチメントが急速に悪化し一方向の国債利回り上昇となるなど、波乱に転じたケースがしばしば見られてきている。

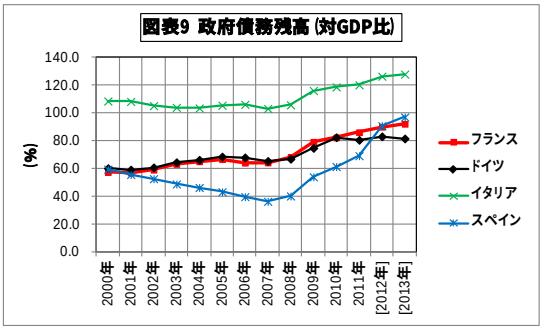
左派政権の立場から労働者の利益を重視し、経済の効率化には消極的なオランド政権。しかも、国内政策の一貫性には疑念を生んでいる。ユーロ圏の危機対策では、緊縮財政を重視するドイツとのこれまでの連携も揺らいでいる。

フランスには危機感がないのではないか、かつてのイタリアのようにこうした疑いはいつ強まってもおかしくはない。そしてその時には市場の急変が始まり、ユーロ圏はこれまでにない大きな危機に晒されることになるだろう。

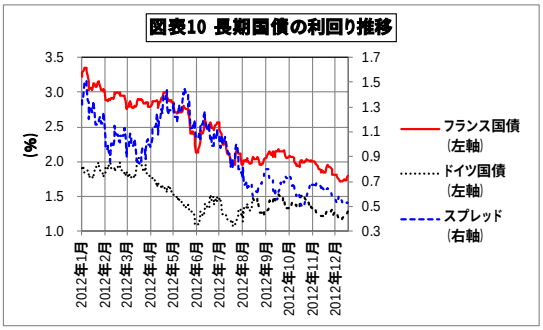
図表8　競争力比較（評価対象144ヶ国中の順位）

	企業の税・社会保障費負担	採用・解雇手続き	労使間の協力関係
フランス	128	141	137
ドイツ	103	127	20
イタリア	133	136	127
スペイン	72	129	117
（参考）日本	108	134	7
（参考）米国	103	8	42

（資料）World Economic Forum “The Global Comtetitiveness Report 2012-2013”から農中総研作成。
（注）数字は、最高評価国（1）から最低評価国（144）までの順位を示す。



（資料）IMF “World Economic Outlook Database, October 2012”から農中総研作成。
（注）[ ]内は IMF による予測値。



（資料）Bloomberg のデータから農中総研作成。

（2012 年 12 月 19 日現在）

＜参考文献＞

① IMF（2012 年 10 月 29 日）“France: 2012 Article IV Consultation – Concluding Statement”
② The Economist（2012 年 11 月 17 日）“The time-bomb at the heart of Europe”
③ Moody’s Investment Service（2012 年 11 月 19 日）“Rating Action: Moody’s downgrade France’s government bond rating to Aa1 from Aaa, maintains negative outlook”

（注 1）Eurostat による。なお、同時点でイタリアは 36.5%、スペインは 55.9%となっている。
（注 2）参考文献②は、この可能性を指摘している。
（注 3）例えば、仏調査会社 TNS ソフトによる調査では、大統領の 2012 年 11 月の支持率は 36%で、就任後 20 ポイント近く低下したと報道されている。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

情勢判断

海外経済金融

内需の堅調さで、緩やかに回復する中国経済

～ただし、回復の勢いはそれほど強くない～

王　雷軒

要旨

消費と投資の底固い推移によって、7 四半期連続で減速した中国経済は回復に向かっていると見られる。ただし、輸出の不安定な動きもあり、その回復の勢いはまだ弱い。2013 年は積極的財政政策の実施下、インフラ整備や民生分野への投資が一層拡大する見込みで成長率が 8%台前半に戻ると予測。

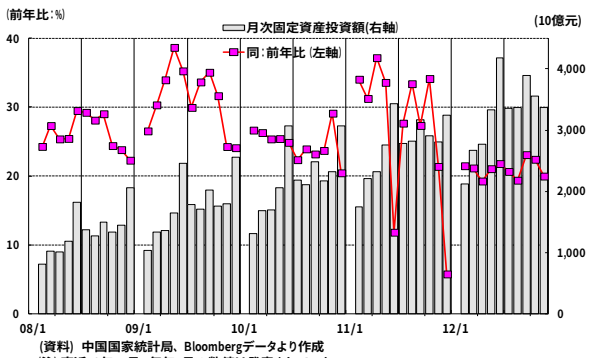
拡大基調にある内需

2012年に入ってから景気悪化を危惧されていた中国経済であるが、最近発表された経済指標からは、既に回復に向かいつつあることが見て取れる。

11月の消費(社会消費財売上総額)は、前年比 13.6%（実質ベース、9 月：同 13.2%、10 月：13.5%）と緩やかな拡大傾向となっている。品目別をみると、自動車が消費刺激策の終了（11 年末）で伸び率は依然として低いが、それ以外の多くの品目では伸び率が高まってきた。先行きについては、自動車需要の調整が終了に向かっているほか、12 月にはボーナスの支給もあり、消費拡大傾向が続くと見られる。

また、中国の GDP 成長率を大きく左右する資本形成（農村家計を除く）は、11 月分が前年比 20.0%と、先月からやや鈍化したものの、依然底堅く推移した（図表 1)。国家発展改革委員会（マクロ経済の調整などを実施する行政組織）が 9 月初めに地下鉄など都市公共交通の整備やインフラ施設の整備に関する約 1 兆元規模（約 13 兆円）のプロジェクトを承認したことが背景であろう。今後、鉄鋼などの過剰生産分野への投資が抑制されながらも都市化の推進で中西部のインフラ整備や民生分野への投資が拡大する見込みで、資本形成は引き続き経済成長を牽引していくだろう。

図表1 中国の固定資産投資(農村家計を除く)の動向



(資料) 中国国家統計局、Bloombergデータより作成
(注) 直近12年11月、毎年1月の数値は発表されていない。

このほか、生産面でも、11 月の鉱工業生産が前年比 10.1%（9 月同 9.2%、10 月同 9.6%）と伸びを高めつつある。また、国家統計局などが発表した製造業購買担当者指数（PMI）も 50.6 と 3 ヶ月連続での上昇となっており、製造業の回復傾向が見て取れる。

11 月の輸出は再び減速

一方、輸出（季節調整後）は、11 月に前年比 3.8%（9 月同 11.4%、10 月同 10.5%）と大きく落ち込んだ。輸出は一時的に持ち直してきたが、欧州経済の低迷によって、対欧輸出が 10 月の

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

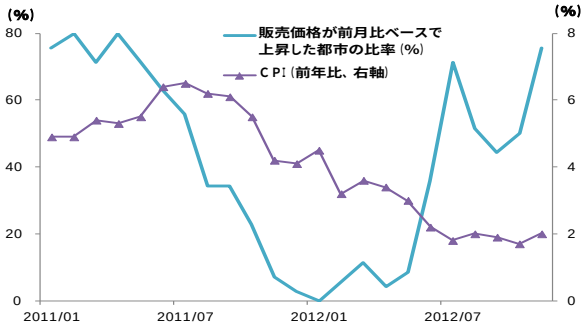
同 8.1%から▲18.0%へと大幅な落ち込みとなったほか、クリスマス商戦向けが一段落したこともあり、対米輸出も減少したことによって再び低調となった。先行きについては、世界経済の不透明感が多く残る中、人民元高や人件費の上昇による輸出企業の国際競争力の低下などを背景に、厳しい状態が続く可能性が高い。

総じて言えば、輸出が低迷したものの、前述したように、内需（消費＋投資）は底固さが続いているため、景気回復に向かっていると見られる。ただし、外需の不安定さもあり、景気回復の勢いはそれほど強いものではない。

当面金融政策は現状維持

一方、11 月の消費者物価上昇率は食品価格の上昇を受けて前年比 2.0%と先月から上昇幅が小幅高まった。また、11 月の不動産価格指数では、70 主要都市のうち、新築住宅価格が上昇した都市は 10 月の 35 から 53 へ増加した（図表 2）。一部の都市では再び列を並んで住宅を購入する現象が生じているようだ。

図表2 消費者物価指数（CPI）と新築住宅販売価格が上昇した都市の推移



（資料） 中国国家統計局、CEICデータより作成
注：70主要都市に占める比率、直近は12年11月

前述のように、足元では景気の回復基調が続き、住宅価格が上昇するほか、物価上昇率が高まる兆しもあり、中国人民銀行（中央銀行）が利下げなどの追加金融緩和を実施する必要性は乏しく、当面金融政策は現状維持になるだろう。

2013 年の経済政策と景気展望

こうしたなか、12 月 15～16 日に 13 年の経済運営方針を決める「中央経済工作会議」が開催された。同会議では世界経済の不透明性が依然高いとの認識のもと、13 年の経済運営方針として、中国経済の安定的な成長を実現するために、昨年と同様な積極的な財政政策と穏健な金融政策（中立よりやや緩和気味）の実施が決定された。

また、政府が 13 年に以下のような 6 つの主要任務を取り込むことも同時に発表された。①マクロコントロールの強化と改善を図り、経済の持続的かつ健全な成長を促進する、②農業の基盤を強固なものとし、農産物供給を保証する、③産業構造を早期に調整し、産業全体のレベルを引き上げる、④都市化を積極的かつ安定的に推進し、都市化の進展に努める、⑤社会保障の整備を強化し、国民の生活水準を向上する、⑥経済体制の改革を全面的に推進する、である。

それらの内容から見れば、新政権も、持続可能な成長の実現に向けて、産業構造の調整、都市化の推進、社会保障の整備、行政組織改革などを引続き行っていこうとするスタンスを示しており、基本的にこれまでの経済政策が継承されると考えられる。

最後に景気の先行きについて述べておきたい。外需があまり期待できないものの、消費の安定的な推移に加えて、景気下支えのために前倒しで実施されている公共投資の効果も顕在化しつつあることから、景気が緩やかに回復するのは確となろう。13 年は 8%台前半の成長ペースに戻ると予測。（12 年 12 月 20 日現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

情勢判断

今月の情勢　～経済･金融の動向～

米国金融･経済

12 月 11～12 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%）の継続見通しを、これまでの「少なくとも 15 年半ばまで」から「失業率が 6.5%を下回るまで」に変更した（なお、FRB の大勢見通しでは、その時期は 15 年中となっている）。また、政府支援機関の住宅ローン担保証券（MBS）を月額 400 億ドルのペースで購入するという量的金融緩和策第 3 弾（QE3）の維持とともに、12 月末で終了する「ツイストオペ」に替えて米長期国債を毎月 450 億ドル買入れる、という金融緩和の強化を発表した。

米国経済については、「財政の崖」問題に対する調整が難航していることから悪化懸念が解消されないものの、11 月の雇用統計の失業率は 7.7%と前月から 0.2 ポイント改善し、非農業部門雇用者数も事前予測（同 8.5 万人：ブルームバーグ集計）を上回る 14.6 万人となるなど、経済指標の改善も目立っている。

国内金融･経済

日本では、12 月 19～20 日の日銀金融政策決定会合で、政策金利の誘導目標（0～0.1%）を据え置く一方、固定金利方式共通担保オペと資産買入等の基金の合計額を 91 兆円程度から 101 兆円程度に増額する追加金融緩和が決定したほか、貸出支援資金供給を 14 年 3 月末までの無制限（15 兆円超）で行うと公表した。また、次回会合で中長期的な物価安定の検討を行うとした。

経済指標をみると、日銀短観（12 月調査）の大企業・製造業の業況判断 DI は▲12 と、前回 9 月調査時から▲9 ポイントの悪化となり、先行き 3 月も▲10 と小幅改善にとどまる見通しとなった。一方、機械受注（船舶・電力を除く民需）の 10 月分は、前月比 2.6%と 3 ヶ月ぶりにプラスとなったほか、10 月の鉱工業生産指数（確報値）も、前月比 1.6%と 4 ヶ月ぶりに上昇した。ただし、いずれも水準としては依然として低い。

金利･株価･為替

長期金利（新発 10 年国債利回り）は、金融緩和期待の高まりや国債入札結果の好調を受けて低下を続け、12 月上旬には一時 0.685%と約 9 年半ぶりの水準となった。その後は総選挙後の自民党政権によるリフレ政策期待が高まる中で低下圧力も根強いものの、円安・株高の進行や財政悪化懸念から上昇に転じている。

日経平均株価は、米国で「財政の崖」問題への懸念が高まった 11 月下旬に 9,100 円台まで下落したが、その後は円安の進行や自民党新政権による経済政策期待の高まりなどを背景に続伸し、12 月中旬には一時 8 ヶ月ぶりに 10,000 円台を回復した。

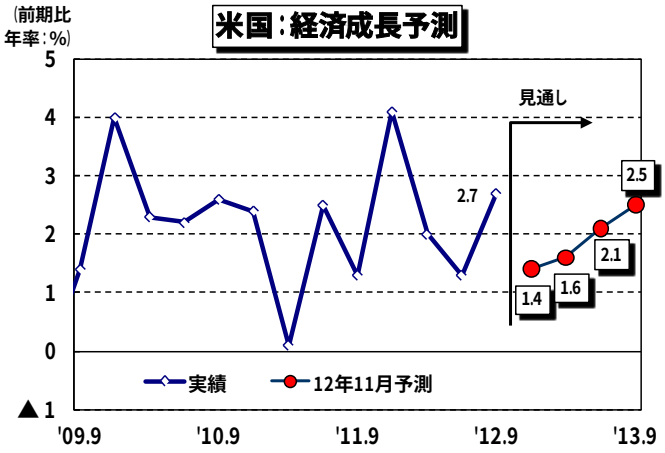
外国為替市場のドル円相場は、日銀の追加緩和期待が高まるなかで円安・ドル高が進行した。週央の米 FOMC 後には、追加緩和期待がさらに高まったことから一時 1 ドル＝84 円台と、約 11 ヶ月ぶりの水準まで円安・ドル高が進行した。

原油相場

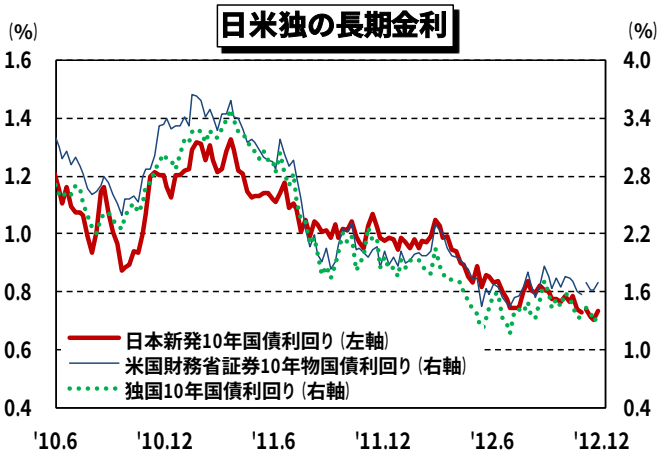
原油相場（ニューヨーク原油先物・WTI 期近）は、中東情勢の緊迫化と米中経済指標の回復が上昇圧力となる一方、欧州経済の減速や米国「財政の崖」問題への懸念が下落圧力となり、80 ドル台後半でのボックス圏推移が続いている。（2012.12.20 現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

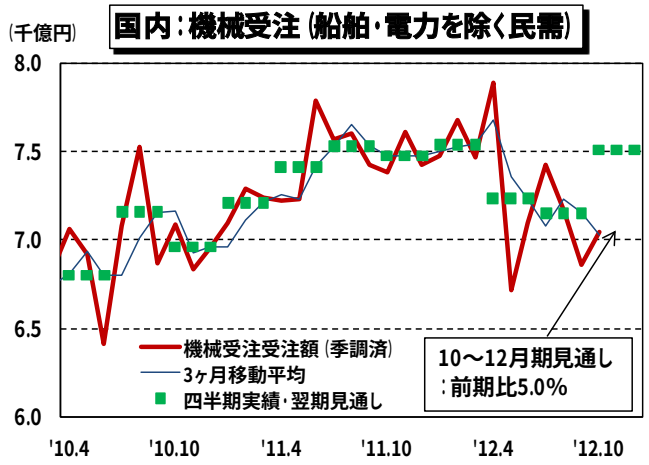
内外の経済・金融グラフ



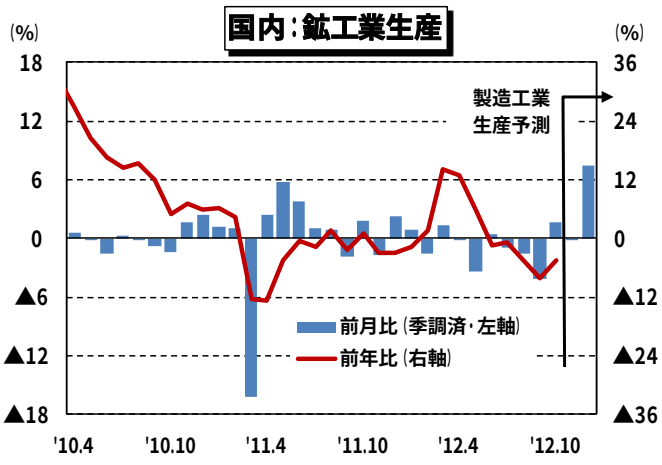
(資料) Bloomberg (米商務省) より作成。見通しはBloomberg社調査



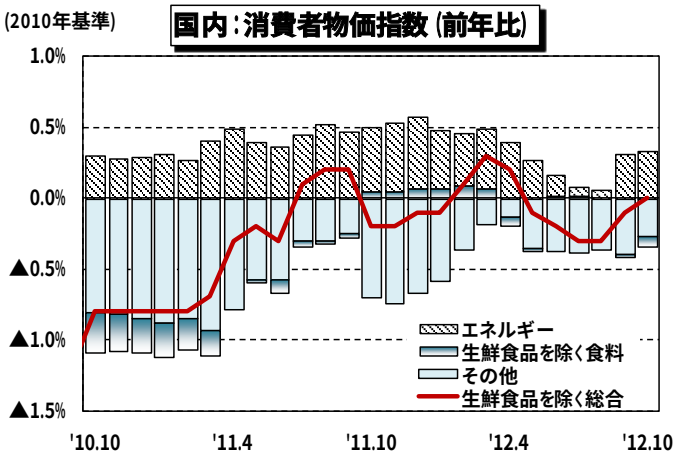
(資料) Bloombergより作成



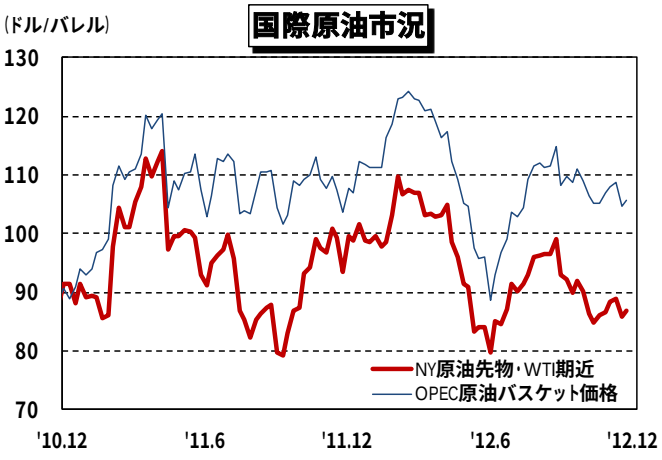
(資料) Bloomberg (内閣府「機械受注統計」) より作成



(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

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

今月の焦点

国内経済金融

今後の経済政策運営のポイント

南　武志

はじめに

12月16日の第46回衆議院議員総選挙で2009年夏まで政権を担っていた自由民主党と公明党が大勝したため、自公による連立政権が復活することとなった。

本稿では、政権交代によって実施に移されると思われる経済政策運営やその論点について考えてみたい。

民主党政権の経済政策と評価

09年総選挙による政権交代で誕生した民主党・国民新党等による連立政権は、「コンクリートから人へ」という基本方針の下、公共事業を大幅に削減し、代わって子ども手当の支給、高校授業料の実質無償化、農業の戸別所得補償制度の創設、高速道路の無料化などを実施した。一方、16.8兆円を捻出可能としていた「行政の無駄」排除が途中で頓挫した格好となったほか、無駄排除を前提に先送りする方針を示していた消費税増税を急遽持ち出し、その決定を「決断する政治」と自画自賛するなど、政権発足当初の期待を裏切り続けた、といえる。なお、この消費税増税については、「社会保障と税の一体改革」に位置付けられており、増税分はすべて社会保障関係費の財源に組み込まれる予定である。

一方、民主党政権下では、世界的に財政悪化に対する懸念が強まる状況にあり、世界有数の累積財政赤字を抱えるわが国でも財政再建が急務とされてきた。その結果、政権発足当初は曖昧であった財政健全化目標として「財政運営戦略」や「中期財政フレーム」を導入し、15年度にプライマリー・バランス半減（対10年度比）、20年度に黒字化を目指すこととしていた。

自公政権の経済政策

総選挙において自民党などが掲げた政権公約のうち、マクロ経済政策については以下のようになるだろう。

① インフレ目標を導入し、それを早期実現するための大胆な金融緩和政策、
② 政府・日本銀行・民間らによる「官民協調外債ファンド」を創設し、外債などを購入
③ 事前防災を重視した国土強靭化計画に基づく社会インフラ投資
④ 今後2～3年はより弾力的な経済財政運営を推進、まずは「第1弾緊急経済対策」を断行し、本格的な大型補正予算を編成

こうした政策を推進するために、休止状態にあった経済財政諮問会議を復活させるとともに、日本経済再生本部を設置し、それぞれマクロ政策、ミクロ政策の司令塔として機能させる方針である。これらによって、名目3%以上の経済成長、物価上昇率2%を目指す、としている。

今後の財政政策

自民党は国土強靭化計画に基づき、災害に強い国土づくりを目指す考えを示してきた。同計画では、防災・減災の観点から、巨大な自然災害が起きても全国民が生存できる強靭な社会をつくることを目的にしており、10年間で最低200兆円の社会インフラ投資を行い、デフレ脱却や成長促進にも資するとされている。な

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

お、こうした発想は12年夏に民自公3党合意で成立した「社会保障と税の一体改革法」にも一部盛り込まれていた。

当面は 12 年度の大型補正予算の編成が注目されるが、13年度予算と合わせて、自公政権では公共事業の増額を目指すことになるだろう。なお、その財源は建設国債の発行に依存することになるが、消化をめぐって懸念する意見もないわけではない。

金融政策の焦点

現在の日銀の金融政策は、

① 政策金利(無担保コールレート翌日物)を0～0.1%に誘導
② 「中長期的な物価安定の目途」を当面1%とし、それを目指していく
③ 資産買入等基金を設定し、13 年末までに101兆円程度まで積み上げる

といった枠組みで運営している。②の時間軸設定や③の量的緩和策は、非伝統的領域の手法とされており、日銀としては、過去10年以上にわたって、世界で最も先進的で大胆な緩和策を実施してきた、との思いが強いと思われる。

金融緩和策は引締め策とは効果が非対称とされているが、それでも行き過ぎた金融緩和が最終的にインフレを引き起こすことへの懸念が存在しているということは、デフレ脱却に有効ということでもあろう。確かにハイパーインフレは恐怖であるが、かといってこれ以上デフレを容認し続ければ、いずれ日本経済・企業は立ちいかなくなる。許容できるインフレ率の上限を設定する上で、インフレ目標の設定が不可欠という意見は根強い。

13年年明け以降、以下に列挙するような観点から、金融政政策に関する本格的な見直しが始まることになるだろう。

① ゼロ金利の復活(超過準備への付利撤廃など)
② インフレ目標の引上げとその早期達成に向けた努力
③ 米QE3に倣ったオープン･エンド型の政策設定

13 年 3、4 月に控える総裁・副総裁人事と絡めて、金融政策の運営スタイルは大幅な修正を迫られることになるだろう。

今後の展望

14年4月に予定している消費税増税の最終判断は、13 年 4～6 月期の GDP 速報などを見て行うとしており、次期政権は即効性のある政策を 12 年度補正予算に盛り込む方向で動くことになる。また、デフレ脱却に向けて、日本銀行法の改正も視野に入れながら、一段の緩和要請を行っていくことも既定路線である。ただし、復興事業などで公共投資関連の人材・資材などにボトルネックが発生しているとの指摘もあり、追加の財政支出が景気刺激効果は乏しいと思われる。そうなると、金融政策にはより多くの期待がかかることになる。

なお、開放経済におけるマンデル・フレミング効果を踏まえれば、円高対策としての金融財政政策は、金融緩和と保守的な財政政策との組み合わせが望ましい、と考えられる。成長加速によって法人税収増などを目指すこと自体は好ましいことだが、単純な財政拡張は金利上昇や円高を招いて景気刺激効果を削ぎかねない。こうした財政出動と同時に、民主党政権下で自然増を容認してきた社会保障関係費などの歳出を徹底的に見直すことで、財政健全化を意識し続けるべきであろう。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

分析レポート

海外経済金融

米国シェールガス革命の見方

堀内　芳彦

拡大する米国のシェールガス生産

米国エネルギー省エネルギー情報局(EIA)の「2013 年エネルギー見通し(速報版)」によると、米国の 11 年の天然ガス生産量は前年比 7.8%増の 23.0 兆立方フィート(TCF)と過去 10 年で最大の伸びとなった。これはシェールガスが前年比 162%増の 7.9TCF と大幅に増加したためで、天然ガス生産量の 34%を占めている(図表 1)。

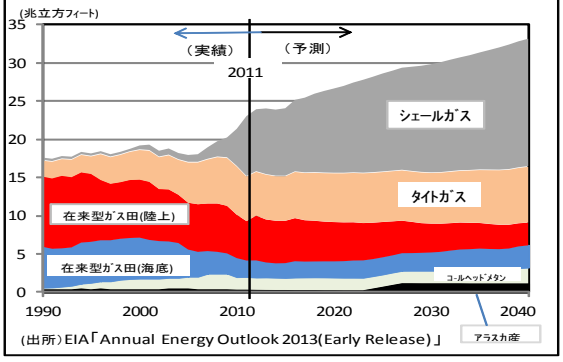
シェールガスとは、地下 100～2600mに存在する頁岩(シェール)層に含まれるガスで、地上から井戸を掘る従来の掘削技術では効率的に回収できなかったが、2000 年代に入り米国ベンチャー企業により水平掘削・水圧破砕技術が開発され効率的な回収が可能となり、05～08 年の米国内天然ガス価格の上昇もあって急速に生産が拡大した。

EIA が推計した 10 年時点のシェールガスの技術的可採埋蔵量は米国の天然ガス消費量の約 20 年分に相当する 482TCF で、EIA は 40 年の米国全体の天然ガス生産量は 33.1TCF に拡大し、このうちシェールガスが 16.7TCF で全体の 50%を占めるとして(図表 1)、早ければ 16 年にも天然ガスの純輸出国に転換すると予測している。

また、シェールガスと同じ採掘技術により岩盤層からのタイトオイルの採掘も経済的に可能となり、国際エネルギー機関(IEA)は「2012 年版世界エネルギー見通し」で、米国は 20 年頃までに世界最大の石油生産国になり 30 年頃には北米地区は石油の純輸出国になると予測している。

シェールガスの増産により米国天然ガス価格は近年低下傾向にあり、主要指標の Henry Hub のスポット価格は、10 年半ばに百万 BTU(英国熱量単位≒千立方フィート)当たり 5US＄を下回り、12 年に入り一時 2US＄割れとなったが、その後はやや上昇し直近は 3US＄台後半で推移している(図表 2)。上記の EIA の見通しでは、今後、天然ガス価格は百万 BTU 当たりで 11 年の 3.98US＄から、20 年 4.13US＄、40 年 7.83US＄と 11-40 年で年平均 2.4%の緩やかな上昇になると予測している。

図表１ 米国天然ガス生産の長期予測



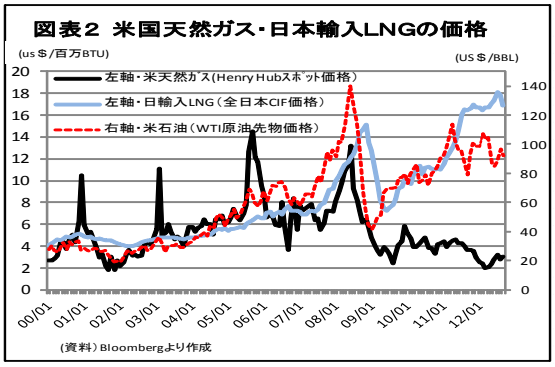
(出所)EIA「Annual Energy Outlook 2013(Early Release)」

シェールガス革命がもたらす影響

シェールガス開発による天然ガスの増産と価格の低下は「シェールガス革命」といわれ、米国経済のみならず世界のエネルギー需給構造に大きなインパクトとなり国際政治情報や金融市場にも大きな影響を与えるとみられている。

米国の民間経済・産業調査機関 IHS グローバルインサイトによると(12 年 1 月発表)、米国の発電エネルギー源の 25%を占める天然ガスの現在の低価格が続けば、発電コストは数年で 10%低下し、各産業の生

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます



産コストの低減や個人消費拡大にも繋がると予測している。また。シェールガス関連の雇用者が 10 年に 60 万人となり 15 年に 87 万人 35 年には 166 万人になるとしている。既に製造業の国内回帰の動きもみられ、ダウケミカルなど米国大手化学メーカー数社が米国内でエチレン工場新設を発表している。

この予測どおりなら米国経済の本格的な回復に繋がるとともに、IEA の予測どおり 35 年までに石油･天然ガスをほぼ自給できるようになるとすると、11 年の米国経常赤字(4,659 億 US＄)が原油輸入額(4,623 億 US＄)に匹敵するという状況で、長期的には経常赤字が減少しドル高要因になることが想定される。

また、米国の石油輸入依存度の低下で米国の中東への関心が低下し、逆にエンルギー需要が拡大し中東への石油依存度が高まっている中国が中東の安全保障への関与を強めるなど、石油･天然ガス生産で米国と 1､2 位を競うロシアの動向も含め国際政治情勢にも大きな影響が出てくるとみられる。

リスク要因

IEA はシェールガス生産について決して楽観的な見方をしているわけではない。IEA が 12 年 6 月に発表したレポート「天然ガスの黄金時代のための黄金律」で、大量の水を使い地下深い岩盤を破壊してガスを抽出する水圧破砕法が引き起こす大気や地下水汚染などの環境汚染問題を指摘し、この克服のため更なる技術革新と､政府がガス開発に関する適切な法律･規制を整備し、業界が最高水準の環境基準を順守することが必要としている。

また、前述の EIA のシェールガスの予想埋蔵量も 08 年 347TCF､09 年 827TCF から 10 年 482TCF とかなりブレが大きく、シェールガス革命の今後の展開についてみていくには、こうした不確実性をどう分析していくかが重要な課題といえよう。

日本からの期待

日本の輸入液化天然ガス(LNG)の値決めは長期契約の原油価格連動方式が主流で、直近は原発停止に伴う輸入増の影響もあり 16US＄台で推移している(図表 2)。

3US＄程度の米国シェールガスを輸入できれば液化や輸送コストを加えても 10US＄程度で調達可能とみられ、11 年から商社･電力･ガス会社が相次いで米国シェールガスの開発･輸入のプロジェクトに乗り出している。

米国では天然ガスを戦略物資として輸出には政府の許可が必要で、日本政府も脱原発の方向の中で、12 年 4 月の日米首脳会談で野田首相が米国産 LNG の供給を要請したが、11 年 5 月に FTA 締結国向けが認可されて以降は輸出許可は保留されている。これに関して米国エネルギー省は 12 月 5 日に「LNG 輸出は米国経済に利益となる」旨の報告書が公表し、今後 2 カ月の意見公募を経て米国政府が最終判断を下す見通しである。仮に許可されれば上記プロジェクトにより 16 年以降米国産 LNG が輸入できる見通しである。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

http://www.nochuri.co.jp/

分析レポート

国内経済金融

電力固定価格買取制度への地域金融機関の対応

～再生可能エネルギーをめぐるファイナンスの動向～

寺林　暁良・安藤　範親

はじめに

2012年7月、太陽光、風力、水力、地熱、バイオマスなどの再生可能エネルギー（以下、REとする）の固定価格買取制度（以下、FITとする）が導入された。FITとは、REによって発電した電気を国が定める価格で一定期間電力会社に買い取らせ、電力会社の発電コストを上回る費用を「賦課金」として全契約者に負担させる制度である(注1)。

REは、発電コストの高さから普及が遅れていたが、FITのもとで計画通り発電できれば確実に利益を得られる投資対象となることから、金融機関からの注目も高い。一方、REは小規模分散が可能なエネルギー源として、地域金融機関の積極的関与への社会的期待が高まっている。

そこで本稿では、FITが導入されて約半年が経ち、現状で地域金融機関はREをどのように取扱っているのかを明らかにする。そのため、1節でFIT開始後の全般的なREの導入状況を確認し、2節で金融機関によるRE向けファイナンスに関する一般的な論点を整理する。そしてそれらを踏まえ、3節で地域金融機関のRE向け融資の取扱状況を分析し、最後にまとめと課題整理を行う。

1. FIT開始後のRE導入の概況

資源エネルギー庁の「再エネ設備認定状況」（図表1）によると、FITの開始した7月から11月末現在までの設備認定件数は18.8万件に達している。そのうち、主に個人住宅向けとなる太陽光10kW未満は16.6万件と全体の約9割を占めており、主に事業者が対象となる太陽光10kW以上は2.1万件と約1割、風力・その他は58件にとどまる。

ただし認定出力をみると、合計3,648MWのうち、太陽光10kW未満が727MWと約2割、太陽光10kW以上が2,535MWと約7割、風力・その他が約1割と、出力容量としては太陽光10kW以上が圧倒的に大きい。

さらに、太陽光10kW以上の内訳をみると、太陽光発電の認定件数の多くは1MW未満で、その認定出力平均値は50kW前後と小規模な事業が多い。一方、1MW以上のいわゆるメガソーラーは、出力容量としては大きいものの、件数は相対的に少なく、平均的な導入規模も北海道を除いては2MW前後にとどまる。

また、発電設備が太陽光に集中している。これは、太陽光は小規模でも導入でき、事業開始までに時間を要する環境影響評価等が必要ないためだと思われる。

一方、認定状況を地域的に確認すると、関東や中部、近畿で太陽光発電の導入が進んでいる。これは、図表2のとおり、これらの地域では日照時間が比較的長いことに加え、非住宅系や戸建住宅の導入可能量も高いためだと思われる。

また、北海道や中国、九州では未利用地の取得費用が安価なこと、特に北海道は日照時間が短いものの年間を通し安定

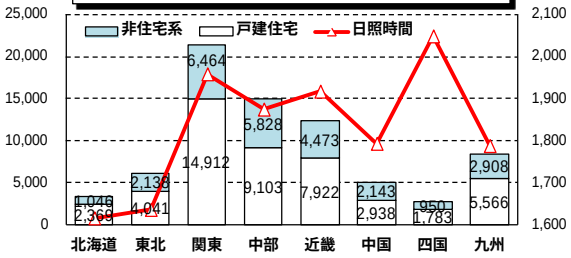
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

図表1 RE発電設備の認定状況

	出力別件数（件）						出力合計値（MW）						参考：1件あたり平均（kW/件）	
	太陽光 10kW未満	太陽光 10kW以上	10kW～1MW	1MW以上	風力・その他	合計	太陽光 10kW未満	太陽光 10kW以上	10kW～1MW	1MW以上	風力・その他	合計	10kW～1MW	1MW以上
北海道	2,671	435	351	84	12	3,118	13	438	46	391	107	557	132	4,659
東北	12,618	480	460	20	14	13,112	55	63	22	41	98	217	49	2,050
関東	46,673	3,815	3,724	91	5	50,493	191	352	196	156	7	549	53	1,710
中部	31,832	4,039	3,997	42	9	35,880	143	287	182	106	26	456	45	2,513
近畿	28,498	3,375	3,306	69	7	31,880	118	309	153	157	49	477	46	2,272
中国	12,814	2,083	2,019	64	4	14,901	58	278	104	174	67	403	51	2,718
四国	6,478	1,268	1,240	28	2	7,748	30	99	56	43	29	158	45	1,550
九州	24,436	5,724	5,598	126	5	30,165	118	709	353	356	3	831	63	2,827
合計	166,020	21,219	20,695	524	58	187,297	727	2,535	1,111	1,424	386	3,648	54	2,717

（資料）資源エネルギー庁「再エネ設備認定状況」（12年11月末時点）
（注）1MW＝1,000kW

図表2 太陽光発電の導入可能量と年間日照時間



（資料）環境省「平成22年度再生可能エネルギー導入ポテンシャル調査報告書」、資源エネルギー庁「平成22年度新エネルギー等導入促進基礎調査事業調査報告書」、気象庁「年の日本の天候」より作成
（注1）非住宅系は、耕作放棄地を除く公共系建築物、発電所・工場・物流施設、低・未利用地の導入可能量。太陽光パネルの設置可能面積の算定条件として、屋根150㎡以上に設置、また、設置しやすいところに設置する条件（レベル1）を採用。戸建住宅の算定条件は、一戸あたり導入規模を4kW/戸とし、住宅戸数分布を反映した数値となる条件（考え方1）を採用。
（注2）年間日照時間は、09～11年の地域別平均値、統計月数12ヶ月未満除く。

していることや未利用地の規模が大きいことなどが普及要因と考えられる。

日照時間と導入可能量が共に低い東北では、太陽光発電の導入が進んでいない。ただし、東北や北海道は、風力発電の適地が多いことから、風力・その他の件数が比較的多くなっている。

2. RE のファイナンスに関する論点整理

⑴ ファイナンスの種類とリスク

以上のように、FIT 開始以降、各地で RE 設備の導入が着実に進んでいるが、RE 設備の初期投資には多額の費用が必要となる。例えば、1MW の太陽光発電設備を設置し稼働するためには、約 3 億円が必要とされる。そのため、事業を開始するには、設備資金をファイナンスする必要がある。

一般的にファイナンスには、自己出資や新株発行などのエクイティファイナンスのほか、金融機関からの融資などのデットファイナンス、両者の中間にあたるメザニンファイナンスなどがあり、これらを組み合わせて資金を調達する。

また、RE の場合には、リース業者の活用を通じて資金調達額を抑える手法、あるいは、公的機関が事業費の一部を負担する補助金や、信用保証、担保、金利などの面で好条件の融資を受けられる政府・自治体等の制度融資、固定資産税を軽減する税額控除などの公的な金融制度の活用も重要である。

これらのファイナンスのなかで、とりわけ地域金融機関にとって重要なのが融資、すなわちデットファイナンスである。FIT の買取期間は長期にわたるが、この間には、機器の不具合や劣化や、急激な物価変動などに伴う制度改正など、RE への融資には、金融機関にとって多くのリスクもある（図表 3）。これらのリスクを踏まえつつ、いかに融資を行うのかが金融機関にとって重要となる。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表3 再生可能エネルギー事業の主なリスクと対応

主なリスク項目		想定されるリスク	対応
設備建設	1.用地確保リスク	用地所有者変更、契約解除、満了時等の原状回復費負担	対抗要件の具備、事業期間に応じた賃借権の設定、引当金の積立
	2.環境影響評価リスク	騒音や景観問題の住民対応、送配電設備による電波障害、生態系への影響	近隣住民への説明・意見交換、法令遵守
	3.系統連係リスク	系統接続できない、または、系統接続のための追加費用負担	接続費用をあらかじめ考慮した事業地選定
	4.完工遅延リスク	完工遅延、コストオーバーラン	工事請負契約の条件に固定金額や完工保証、期日遅延時の約定賠償金等を規定
	5.資金不足リスク	事業費の把握ミスによる予算超過や一時的な資金不足	フィナンシャルアドバイザー等による事業計画策定と確実な融資契約。準備金積立、追加劣後ローン
操業・保守	6.技術・機器性能リスク	発電設備の劣化や故障、補修費用の変動	メーカー性能保証、弾力的債務返済（早期の余剰資金強制弁済）、製品への保険利用可能性
	7.操業リスク	維持管理業務や運転業務の瑕疵に伴う発電量低下または停止	事業期間にわたる固定金額契約で経費上昇リスクを回避、業務受託者に対する賠償請求、追加資金拠出による手当て
	8.発電量・キャッシュ不足リスク	風力では風速や風向の変動、太陽光では日照時間、砂塵やパネル表面温度上昇等に伴う出力減によるキャッシュフロー変動	発電量予測の徹底、発電量が低下した場合の事業継続可能性審査、例えば太陽光の場合、日照時間の一時的な不足に対する日照補償デリバティブ
	9.金利変動リスク	借入金利の上昇	金利オプション取引（スワップ、キャップ）
	10.出力抑制リスク	年8%の補償措置を伴わない出力抑制	出力抑制による補償費用の支払時期の確認、抑制を想定した事業継続可能性審査
不可抗力	11.災害リスク	自然災害（台風、落雷等）や事故（火災等）による設備破損	火災保険、賠償責任保険、企業費用・利益総合保険、保険料の上昇リスクを見込んだ事業計画の策定
	12.法律改正リスク	制度変更による固定買取単価の当初想定からの下方修正	追加資金拠出枠の検討、新規配当停止や留保金を原資とした強制期限前弁済

（資料）事業再生と債権管理No.138「再生可能エネルギー特別措置法におけるメガソーラープロジェクトのファイナンスに関する論点整理」、経済産業省「調達価格等算定委員会議事資料」、資源エネルギー庁「なっとく！再生可能エネルギーよくある質問」、福井銀行「金融機関の取組みについて」を参考に作成

⑵ デットファイナンスの事業規模

RE 向けデットファイナンスの形態は、当該事業収益のみを返済原資とし、担保を当該事業資産に限定した資金調達を行うプロジェクトファイナンス（PF）と、企業の信用力や保有資産の担保力により資金調達を行うコーポレートファイナンス（CF）に大別できる（図表 4）。

①プロジェクトファイナンス

PF は、親会社が出資者となり、特別目的会社（SPC）を立ち上げ、SPC が借入人として、当該事業資産および権利を担保に、事業収益から借入返済をする仕組みである。出資者となる親会社自身に負債が遡及されないため、リスクを限定した形で事業を行えるメリットがある。

一方、貸手は、返済財源となる事業の安定収益を生み出すことと、返済を阻害するリスク要素を極小化することが融資を行う必要条件となる。

しかし、PF が求める安定収益を満たすかどうかは、キャッシュフローやリスクの徹底検証、すなわちデューデリジェンスの実施が不可欠となるため、多大な費用と時間がかかる。これらの費用の割合を減らすためには、規模の経済を働かせる必要があるため、PF は事業費用が数十億円以上となるような大規模事業となる。

そのため、PF は基本的に大手銀行による実施が主流であり、地域金融機関が関わるとしても、大手銀行がアレンジャーとなったシンジケート・ローン（協調融資）に参加する事例が散見されるにとど

図表4プロジェクトファイナンスとコーポレートファイナンスの違い

	プロジェクトファイナンス	コーポレートファイナンス
実質事業主体	出資者	借入人
借入人	新設特別目的会社（SPC）	既存企業
返済財源	当該事業収益のみ	企業収益全体
返済遡及	リミティッド・リコース（限定遡及）、またはノン・リコース（不遡及）	フル・リコース（全面遡及）
担保	当該事業の全資産・権利	企業の信用力及び所有財産
貸出審査	当該事業の採算性、継続性を阻害するリスク分析に基づく返済可能性の判断	企業の財務書類、業績予測等に基づく返済可能性の判断
事業リスク負担	事業関係者間にてリスク分担（リスク抽出とリスクの分配）	借入人が単独負担

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

まってきた。

②コーポレートファイナンス

一方 CF は、既存企業の信用力や財産を担保にした、いわゆる通常の融資である。

図表 1 で示したように、FIT 導入以降の事業者の RE 設備導入の実態としては、50kW 程度の案件が主流であり、メガソーラーであっても、2MW 前後が平均である。この程度の規模では、デューデリジェンスのコストなどの面から PF を用いることは難しいため、CF が用いられることになる。

また、CF は地域金融機関の得意分野でもある。特に、バランスシート等だけではなく、経営者との長年の関係性や経営手腕、地域の経済状況などを熟知し、それらを踏まえて融資判断を行うことには大手銀行よりも長けているといえる。

3. 地域金融機関の RE 向け融資の動向

以上を踏まえ、現状の地域金融機関による RE 融資の取扱状況や推進姿勢を明らかにしていきたい。

そのために、12 年度中間期の機関投資家向け決算説明会（IR）での地域銀行の RE 融資に関する資料・コメントや地域銀行及び信用金庫の RE 向けプロパー融資商品の分析を行う。また、地域金融機関による公的金融の活用や特徴的な取組みの事例も紹介する。

⑴ 地域銀行の RE 案件取扱状況

まず、12 年度中間期には、東京で地域銀行 34 行が IR を実施したが、うち 16 行が RE 融資のポテンシャルなどについて言及している。さらにそのうちの、7 行が RE を法人融資の拡大分野と捉え、融資実行及び見込み案件の件数・金額を公表

図表5 各銀行のRE融資実行･見込み案件

		融資実行･見込み案件		1件あたり
		(件)	(億円)	(億円/件)
A銀行	北海道	―	530	―
B銀行	東北	30	50	1.7
C銀行	関東	100	300	3.0
D銀行	中部	257	185	0.7
E銀行	中国	50	200	4.0
F銀行	中国	103	119	1.2
G銀行	中国	63	190	3.0

(資料) 各行12度中間期決算説明会資料より作成

している（図表 5）。例えば C 銀行では、100 件近い太陽光発電の相談があり、そのうちフィージビリティの高い案件 10 数件・50 億円程度を 24 年度下期中に実行する考えであるという。

ここから読み取れる地域銀行による RE 取扱いの特徴は、多数の小規模案件や大規模メガソーラー案件が平均値をゆがめている可能性は否定できないものの、単純平均だけみると 1 件あたりの融資額が 0.7 億円から 4.0 億円と、それほど大規模ではないことである。実際、IR でのコメントや各行プレスリリース等でも、地域銀行が進めている案件のほとんどは太陽光発電で、3 億円・1MW あたりまでを融資の目安としており、地元中堅企業の多角経営の一環として行う CF 案件を積極推進すると述べられるケースが目立った。

また、各行が推進する発電の種類は、東北地方などで風力発電にも注力するとの声が聞かれたほかは、ほぼ太陽光発電に集中している。

現在のところ既存取引のある地元優良企業が手掛ける太陽光発電事業のように、まずは扱いやすい CF 案件を優先しているのが、地域金融機関による RE 向け融資の実態のようである。

⑵ RE 向けプロパー融資商品の特徴

次に、FIT 開始後に各地域金融機関が導入した RE 向け設備資金用融資商品の

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

図表6　地域金融機関のRE向け融資商品の導入状況

	地方銀行	第二地方銀行	信用金庫	合計
金融機関数	64	41	270	375
RE向け融資商品の導入機関数	18	6	13	37
割合	28.1%	14.6%	4.8%	9.9%

(資料) 各金融機関ホームページ等 (12/17まで) より作成

特徴を分析する。もちろん、こうした商品があるから融資が盛んであるわけでも、商品がない金融機関では融資を行っていないというわけでもないが、地域金融機関がどのように RE 融資を推進していきたいかという意図を知るうえでは有効だと思われる。

FIT が開始された 12 年 7 月以降、地方銀行の 18 行（28.1%）、第二地方銀行の 6 行（14.6%）、信用金庫の 13 行（4.8%）がこれを対象としたプロパー融資商品を導入している（図表 6）。

商品の特徴をまとめたのが、図表 7 である。まず、融資期間の上限については、やはり FIT の年数である 20 年と設定しているケースが約 6 割と多い。また、現実的に初期投資を回収できる年数かと思われる 15 年に設定する金融機関も 3 割弱あった。また、太陽光および風力の税法上の法定耐用年数である 17 年に設定している金融機関もあった。

次に、用途については、RE 発電全般を対象とするものも 3 割以上も少なくないが、大半が太陽光発電のみを対象にしているものである。これは、1 節でみたとおりの導入実績を反映したものだといえる。

第 3 に、融資金額の上限である。プロパー融資の 4 割強は、個別案件に対応できるよう、あえて上限を設けていない。ただし、上限を設定している金融機関も 6 割弱あり、この中では、3 億円以内に設定するケースが最も多かった。これは、IR でも聞かれた CF として取扱う案件の目安にも適合する。

また、信用金庫のほとんどは、会員資格を有することや営業エリア内での事業実績があることを条件としていた。これは、新規の顧客ではなく、既存の顧客を対象に RE への融資を行うとの意図を表しており、RE では、既存顧客とのリレーションシップに基づいた融資が現在の主流であることを裏付けているといえる。

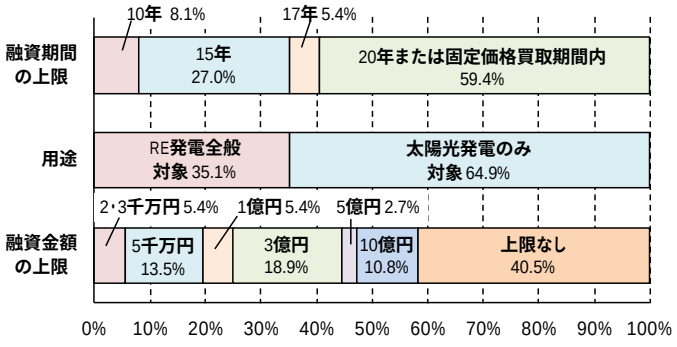
その他には、一部で FIT 売電収入の受給口座指定を融資条件としたり、保険会社・リスク診断会社と提携したりと、各地域金融機関でさまざまな工夫がみられた。

(3) 地域金融機関の融資と公的金融

RE 産業が FIT 開始からまだ半年あまりの現状においては、地域金融機関にとって、政府系金融機関との連携や自治体が行う制度融資の活用も重要である。

例えば、東北地方の H 銀行は、地元企業が経営多角化の一環として開始した太

図表7 地域金融機関のRE発電事業者向け融資商品の特徴



(資料) 各地域金融機関ホームページ等 (12/17まで) より作成
(注) 地方銀行18行、第二地方銀行6行、信用金庫12金庫 (合計36機関) における、12年7月以降の再生可能エネルギー発電事業者向け融資商品の集計。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

陽光発電事業に対し、政府系金融機関との協調融資を行ったが、H 銀行融資分は県の制度融資を活用している。これにより、実質的に H 銀行が追うリスクは低く抑えられている。

また、REに活用可能な制度融資は、FIT開始以前から各都道府県にみられるが、現行のFIT実施下でより利用しやすい制度へと改良する例も出始めている。例えば、青森県は 11 月 1 日からこれまでの制度融資の限度額等を拡充するとともに、風力発電に対しては利子補給制度も創設している(注2)。

地域金融機関にとって、公的な金融スキームの活用によって融資実績を積み重ねることは、RE 産業が FIT 開始からまだ半年あまりの新しい融資対象であることを勘案すると、融資の経験・ノウハウを獲得する上で重要であると思われる。

⑷ 特徴的な取組みの事例

他にも地域金融機関が独自に RE 向け融資に取組む例もある。例えば中部地方の I 銀行は、信用保証や不動産担保等に依存しない融資メニューとして、発電設備を担保目的物とした集合動産譲渡担保や売電料金を担保目的物とした売電債権譲渡担保を設定することで融資を行う ABL（動産担保融資）を行っている。

また、先に紹介したようなリースを活用して RE 事業を支援する地域金融機関も増加しているほか、地域銀行のなかには、融資の別枠として RE にかかるファンドを組成するケースも出始めている。

さらに、少なくとも地域銀行の 26 行（24.8%）が、RE や FIT に関するセミナー・勉強会を開催するなど、RE 融資の啓発も地域金融機関主導で行われている。

まとめ

FIT の導入以降、RE は太陽光発電を中心に急速に普及している。特に、個人用だけではなく、10kW 以上の事業者向け太陽光発電が急拡大していること、1 件あたりの認定出力規模がそれほど大きくないことには注目をすべきであろう。

これに合わせるように、地域金融機関は、主に 1MW 程度（3 億円程度）までの太陽光発電事業で、すでに取引のある地元企業が経営多角化の1つとしてREに参入する CF 案件を中心に取扱っていることも示された。FIT 開始から半年あまりで、これまでの取扱実績がない中、既存のリレーションシップに基づいた融資などで経験・ノウハウを積み重ねることは、今後の RE 向け融資の拡大にとっては重要だといえる。

ただし、これらの分析から課題も見出せる。大手銀行が PF で扱う数十億円以上の大規模案件と、現在地域金融機関が扱っている数億円程度までの小規模案件の間となる、数～数十億円の中規模案件をどの業態が扱うのかである。北海道の A 銀行のように、こうした中規模案件への PF を推進するという地域銀行もあるが、今後は地域金融機関全体としてのノウハウ蓄積や議論が必要だろう。

また、今回得られたデータの制約などから、電力導入量と地域金融機関の融資行動の関係性についての地域的分析や、発電事業者の属性（本拠地、法人形態など）については、詳細な分析が行えなかった。これらは今後の課題としたい。

(注1) FITの概要は、安藤・寺林(2012)「再生可能エネルギー固定価格買取制度の概要と課題」『金融市場』7 月号を参照のこと。

(注2) http://www.pref.aomori.lg.jp/sangyo/shoko/241101_saiene.html

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

連　載

経済金融用語の基礎知識　＜第 21 回＞

バルチック海運指数　（下）

安藤　範親

BDI と海運株の動向

海運業は、原料や製品等の輸送サービスを提供する対価として、運賃や用船料（船舶の貸借）などを得ているが、国境に関わらず全世界で自由競争が展開されているため、その業績は国際市場（外航海運市場）の運賃市況変化の影響を受けやすい。

そこで、国際的な海上運賃の指標となっているバルチック海運指数（BDI）と海運大手 3 社の株価の動きを比べると、似た動きを示すことがわかる（図表 1）。このことからも、海運業の株価は、景気や市況の動きに左右されやすい傾向があり、BDI は海運各社の投資判断材料の目安となっている。

市況以外に、海運業の主な業績変動要因としては、為替相場や燃料費価格、コストの変動などがある。海運業は、運賃の多くがドル建てで、大手 3 社の全売上高に占めるドル建て金額比率は 83％（2011 年度）と高く、円の対米ドルレート為替相場に業績が大きく左右される。また、大型船は燃料消費量が大きいために重油価格の変動や運搬航行速度がコストに影響を与える。

一方、海運各社は、安定収益源の割合を高めることで、業績を安定させる努力をしている。例えば、短期的な運賃変動の影響を抑え、収益を長期で安定させるために契約期間を長くしたり、BDI と直接連動する輸送契約を減らし、液化天然ガス（LNG）や自動車などを取り扱う積み荷の種類を増やしたりしている。

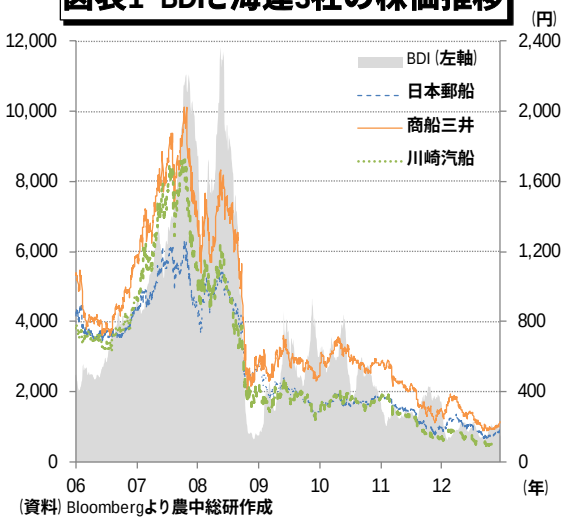
その他の海運指標

その他、海運業の市況を表す主な指標としては、大型原油タンカーのスポット運賃として使われるワールドスケール（WS）がある。英国および米国の WS 協会が算定している。BDI と同様に、船舶供給過剰が続いており低水準となっているが、日本の船会社は、タンカーの大半を 3～10 年といった長期で契約しており、市況の影響は受けにくい。

また、消費財などを運ぶコンテナ船の運賃指数があり、中国発のスポット運賃が指標となっている。主に英国の海事調査機関 Drewry が提供するアジア⇒米国・欧州向けの運賃指数（CI）と中国国際海運網が集計する中国発コンテナ船の運賃指数（CFFI）がある。

中国発米国向けは、リーマン・ショック後も消費財の荷動きが堅調である。コンテナ船腹量は増加傾向にあるものの、米国で大型船が停泊できる港が限られることから、その影響は限定的となっている。一方で欧州向けは債務危機による経済成長の停滞で下落傾向にある。

図表1　BDIと海運3社の株価推移



（資料）Bloombergより農中総研作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

連　載

新興国ウォッチ！　＜第 8 回＞

為替制度 (8)：特別引出権と通貨バスケット

多田　忠義

特別引出権 (SDR) とは？

特別引出権（Special Drawing Right, SDR）とは、世界通貨基金（IMF）が 1969 年に創設した国際準備資産で、加盟国の出資割当額（quota）に応じて比例配分される。創設当初、SDR は金と米ドルに固定されていたが、ブレトンウッズ体制の崩壊に伴い、SDR は通貨バスケットとして再定義された。バスケット通貨は、米ドル、ユーロ、円、ポンドで構成され、ロンドン市場における正午の為替相場を基に米ドル換算のレートが毎日公表される。一般に SDR を保有する国は、IMF 加盟国間で外貨を融通するために SDR を用いる場合があるほか、外貨準備として扱っている。

SDR の起源

第 2 次世界大戦後の世界経済を立て直すため、連合国側は金・ドル複本位制を基軸とするブレトンウッズ体制を構築した。この体制は当初国際流動性を高めるうえで機能したものの、金や米ドルといった準備資産の不足から世界貿易の拡大や金融取引の発達に対応できなくなり、結果国際流動性を失いつつあった。

そこで、国際社会は SDR を創設し、国際流動性の改善に努めようとしたが、ほどなくしてブレトンウッズ体制が崩壊し（ニクソン・ショック）、主要国は変動為替相場制に移行（キングストン合意）したことから当初目論んだ SDR に基づく国際通貨体制の構築には至らなかった。他方、米ドルは国際基軸通貨としての地位を維持することとなった。

SDR の用途・通貨構成の見直し

近年の米ドル安と米国の経常赤字は、新興国経済の発展によるモノやカネの取引構造変化の趨勢の中で、米ドル基軸通貨体制に対する疑問を投げかけている。とくに、輸出額世界第 1 位、輸入額第 2 位の中国は、特定の国の通貨ではない SDR の利用拡大を訴えている。2009 年 3 月に周小川・中国人民銀行行長（当時総裁）が発表した「国際通貨体制改革に関する考察」は、この主張を裏づけるものとして大きく注目されている。

こうした SDR を巡る発言は、通貨バスケットの構成見直しにも及んでいる。図表に示した通り、SDR の出資割当額（＝SDR の配分額）が高い国はバスケット通貨を構成する国が多いものの、新興国や資源輸出国なども含まれる。こうした国々では、15 年までに実施される SDR 通貨構成見直しで、自国通貨を追加するよう迫る発言も見られるため、国際通貨体制を巡って、今後も活発な議論が見込まれる。

図表　SDRの総配分額（2009年9月時点）

国名	SDRs（億）	割合（%）	配分額順位
合計	2,041	100.0	
米国	353	17.3	1位
日本	123	6.0	2位
ドイツ	121	5.9	3位
フランス	101	5.0	4位
イギリス	101	5.0	5位
中国	70	3.4	6位
サウジアラビア	67	3.3	7位
イタリア	66	3.2	8位
カナダ	60	2.9	9位
ロシア	57	2.8	10位
オランダ	48	2.4	11位
ベルギー	43	2.1	12位
インド	40	1.9	13位
スイス	33	1.6	14位
オーストラリア	31	1.5	15位
ブラジル	29	1.4	16位

（資料）IMF「General and Special SDR Allocations」http://www.imf.org/external/np/tre/sdr/proposal/2009/pdf/0709.pdf（2012年12月18日確認）
（注）2012年12月17日は、1 USD = 0.64906 SDR。グレー帯は、バスケット通貨に該当する国を指す。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

2012（平成 24）年の主な出来事

調査第二部

【マクロ経済概観】

■日本経済：12 年春以降、景気後退局面入りの可能性

わが国経済は春までは、米国経済指標の堅調さなどから世界経済の減速に対する過度な悲観論が後退した他、日本銀行によるデフレ脱却に向けた積極的な緩和策継続に対する期待が高まり、円安・株高の動きが見られた。さらに、民間消費などに震災復興に向けた動きが見られるなど、実体経済にも回復の兆しが現れた。しかし、春以降は、欧州債務問題が再燃したことや中国経済の景気悪化懸念が強まるなど、世界経済の減速傾向の強まりと共に景気の足踏み感が強まった。秋になると、日中関係の悪化などによる輸出の落ち込みやエコカー購入補助金制度終了に伴う乗用車販売の反動減もあり、景気減速感が一段と強まった。

■海外経済：

米国は、雇用の緩やかな改善傾向や、住宅部門の持ち直しの動きが見られるなど、緩やかな回復基調をたどっている。11 月には、民主党オバマ大統領が再選を果たしたが、米議会選は、上下両院の多数派が異なる「ねじれ議会」が継続することとなった。欧州は、各国の緊縮財政による内需抑制や銀行の財務改善に伴う与信圧縮の動き、また債務危機が長期化するとの見通しによる企業や消費者の行動保守化により、経済成長の停滞が継続している。中国は、不動産抑制政策の実施や欧州向けの輸出低迷を受けて減速感が強まったが、年末にかけては公共投資拡大などの景気対策効果が表れた。

【金融政策概観】

■国内金融政策：円高等への対応で金融緩和姿勢を強める

日本銀行は、10 年 10 月の金融政策決定会合から①政策金利の誘導目標 0～0.1%、②時間軸の設定、③資産買入等の基金（国債、CP、ETF、J-REIT 等の買入基金）設置、という「包括緩和策」を維持している。金融緩和は円高の進行や世界景気悪化懸念の高まりに合わせて順次拡大しており、09 年 12 月に導入された固定金利方式共通担保オペと金融資産の買入れの目標額は、2 月に 65 兆円、4 月に 70 兆円、9 月に 80 兆円、10 月に 91 兆円、12 月に 101 兆円程度まで引上げられた。また、2 月には「中長期的な物価安定の目途」を公表し、当面は消費者物価の 1%上昇を目指すとした。

■米国金融政策：新たな量的緩和策を導入するなど、政策対応が続く

連邦準備制度理事会（FRB）は、08 年 12 月から政策金利を史上最低の 0～0.25%に据え置いているが、据え置き継続の見通しは、1 月には少なくとも 14 年遅くまで、9 月には少なくとも 15 年半ばまで、さらに 12 月には失業率が 6.5%に低下するまで、へと改定された。また、6 月には 11 年 10 月に導入された長期国債を買入れる一方で同 3 年以下の国債を同額売却するという「ツイストオペ」の実施期限を 12 年 12 月末

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

までに延長したほか、9 月には住宅ローン担保証券（MBS）を月額 400 億ドルのペースで購入するという量的金融緩和策第 3 弾（QE3）の実施を決定した。さらに、12 月には当月末で終了する「ツイストオペ」に代えて、月額 450 億ドルの米長期国債を買入れる方針も明らかにした。

【金融市場概観】

■債券市場：欧州債務危機が再燃、「質への逃避」進み、低下圧力続く

長期金利（新発 10 年国債利回り）は、1～4 月にかけて 1%前後で推移した。その後は低下に転じ、欧州債務危機の長期化に伴う「質への逃避」から日本の債券市場に資本流入が進み、年末にかけては一時 0.7%割れと、9 年 6 ヶ月ぶりの水準まで低下した。

■株式市場：円安を好感し上昇するも、欧州債務危機や対中関係悪化から低迷

年初から 3 月にかけて株価は上昇し、3 月 27 日に 10,255 円の年初来高値を記録した。その後は、円高傾向が強まったほか、欧米に加え中国経済が減速したことやエコカー補助金、住宅エコポイント等の消費刺激策終了に伴う消費減速などから、輸出、自動車をはじめとする製造業関連を中心に株安が続いた。年末にかけて、米中経済が緩やかな回復に向かいつつあることや、12 月の衆院選で圧勝した自民党の経済運営に対する期待から、年末にかけて株価は上昇した。

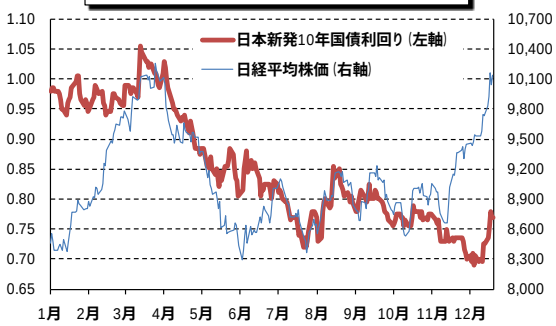
■外国為替市場：日銀「物価安定の目途」発表で円安進むも、リスク回避で円高へ

ドル円相場：2 月 14 日に物価安定の目途を日銀が発表し、一層の金融緩和が期待できるとの思惑から円安が進んだ。しかし、欧州債務危機が再燃したほか、米中の景気減速感が強まるとともに、より安全な通貨として円を買う動きが強まり、円高で推移した。12 月の衆院選では金融政策が争点の一つとされたことで緩和期待が高まり、急速に円安が進んだ。

ユーロ円相場：2 月にギリシャに対する追加支援が決定されたことで、3 月にユーロは高値を付けたが、4 月にスペインによる支援要請の思惑が強まったこと、また 5 月にギリシャの総選挙で組閣ができず再選挙に追い込まれたこと等でユーロ安の傾向が強まった。その後、9 月の ECB による国債購入プログラム（OMT）の導入決定や、12 月のギリシャに対する融資支援再開決定などで欧州懸念が後退、ユーロ高となっている。

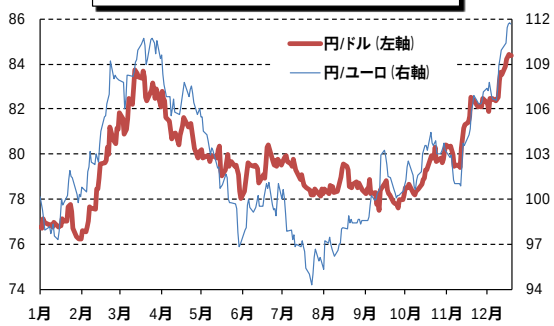
（12.12.21 現在）

図表1 2012年の長期金利と株価の動向



（資料）Bloombergにより作成

図表2 2012年の外国為替市場の動向



（資料）Bloombergにより作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

2012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 前日深夜に出頭した元オウム真理教幹部の平田信容疑者を逮捕 4日 消費増税反対で離党した元民主党議員らが新党「きづな」を結成 13日 野田改造内閣発足、岡田前民主党幹事長が副総理に	15日 二本松市、浪江町内の石を用いたマンションからの高線量を検出したと発表 17日 政投銀・七十七銀など、東北電力に対し、1,200億円の協調融資を組成 25日 11年貿易収支が31年ぶりの赤字となったことが明らかに
2月	10日 復興庁発足、初代復興相は平野復興担当相、設置期限は20年度末まで 17日 社会保障・税一体改革大綱を閣議決定 20日 関電、高浜原発第3号機を停止、管内の全原発が停止	7日 JX日鉱日石エネ、海底トンネルへの海水流入事故が発生 14日 日銀、中長期的な物価安定の目途として消費者物価上昇率1%を掲げる 24日 金融庁、AIJ投資顧問による年金約2,000億円の大部分消失に対し、業務停止命令
3月	3日 野田首相、原発、稼働できるものは稼働していくと述べる 15日 東京都、世帯平均人数1.99人と初めて2人を割り込む 29日 14年ぶりに年度内に予算成立できず暫定予算編成へ	1日 国内初のLCCとしてピーチ・アビエーションが運航開始もシステム障害発生 2日 日本損害保険協会、東日本大震災に伴う地震保険支払額が1年間で1兆2,167億円と発表、阪神大震災の約15倍 13日 シャープ、巨額赤字見通しを受け、新社長に奥田常務執行役員
4月	1日 東京電力、自由化部門（事業者向け）電気料金値上げ 10日 東京都、東電の筆頭株主に 21日 野田首相、ミャンマーのテインセイン大統領と会談、円借款25年ぶりに再開へ 27日 郵政民営化法改正案成立	1日 三井住友信託銀行が発足、住友、中央三井、中央三井アセットの3信託銀行の合併で 13日 JA全農、国産米の中国への輸出を1年半ぶりに再開 14日 新東名高速道路、御殿場JCT～三ヶ日JCTが開通
5月	4日 長野県白馬岳で中高年の遭難事故が発生、6名が死亡 6日 つくば市で大型突風が発生、住宅約140戸が全半壊 19日 利根川水系からホルムアルデヒド検出、千葉県などで断水 20日 日本の広い範囲で金環日食	5日 泊原発3号機が停止、国内原発50基すべてが停止 18日 消費者庁、「コンプガチャ」を景品表示法違反と判断 22日 フィッチ、日本国債格付をAA-からA+に引下げ 22日 東京スカイツリーが開業
6月	4日 野田第二次改造内閣が発足 20日 原子力規制委員会設置法が成立 20日 改正著作権法が成立 29日 復興庁、復興経費11年度予算の年度中執行は約6割にとどまると発表	1日 東京・上海両市場で人民元と日本円の直接取引開始 11日 NTTドコモ、タワーレコードを子会社化 26日 ビックカメラ、コジマを子会社化 27日 東京電力の実質国有化が決定 29日 国交省、整備新幹線の3区間の着工を認可

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

2012年の主な出来事（上半期）

月	米 国	海 外 ・ そ の 他
1月	13日 カーニバル社の豪華客船コスタ・コンコルディア、イタリア沖で座礁事故 19日 イーストマン・コダック、連邦破産法11条の適用申請、負債総額約68億ドル 19日 USTR、TPP交渉参加を巡り、日本の公的年金制度に不介入との方針明らかに	8日 イラン、欧米の経済制裁に対しホルムズ海峡の閉鎖を示唆 9日 スイス国立銀のヒルデブランド総裁、夫人の外貨取引疑惑で辞任 13日 S&P、最上位の仏を含むユーロ圏9ヶ国を格下げ 14日 台湾総統選挙、国民党の馬総裁が再選
2月	11日 グラミー賞受賞6回の人気歌手ホイットニー・ヒューストン死去 17日 米議会、月末期限の給与減税を本年末まで延長する法案を可決 20日 アップル、中国広東省地裁が中国企業のiPad商標登録を認め販売停止へ	16日 国連総会、市民攻撃停止を求める対シリア決議案を採択 22日 アフガニスタン、コーラン焼却に対する抗議デモで米大使館を閉鎖 25日 イエメン、ハディ副大統領が大統領に就任、33年のサレハ政権に幕 29日 北朝鮮、核実験一時停止で米と合意
3月	3日 英BP、10年のメキシコ湾原油流出事故について和解金約78億ドルで合意 15日 米国と韓国のFTAが発効 16日 米ホンダ、燃費広告訴訟で消費者に和解額約1.7億ドル 21日 米HP、プリンター・PC部門の統合を発表、不振事業効率化	4日 ロシア大統領選、プーチン首相が勝利、選挙不正疑惑に対し大規模デモ 9日 ギリシャ、集団行動条項（CAC）を適用、ISDAは、クレジットイベントと認定 24日 アフリカ連合（AU）、ウガンダ反政府勢力掃討を目指し、4ヶ国5千人規模の部隊立ち上げ
4月	10日 米フェイスブック、写真共有アプリのインスタグラムを10億ドルで買収 24日 米カリフォルニア州でBSE感染牛確認 27日 米政府、ミャンマー大使を22年ぶりに任命 30日 野田首相、訪米、日米首脳会談、安全保障の連携強化を確認	2日 ミャンマー補選でスー・チー氏率いる野党NLDが45議席中40議席獲得 11日 北朝鮮、金正恩氏を第一書記に任命 13日 北朝鮮、衛星ロケット発射するも失敗 16日 世界銀行、オバマ大統領が総裁候補に指名したダートマス大学キム総長を世銀総裁に選出
5月	15日 米・コロンビアFTAが発効 17日 フェイスブック、160億ドルのIPOを実施、4億2,120万株を公開 23日 ヒューレット・パッカード、14年10月までに2.7万人を削減と発表 25日 財務省、中国人民元は過小評価されているとの見解発表	6日 仏大統領選、オランド氏が当選 6日 ギリシャ総選挙、連立与党が過半数獲得ならず、組閣失敗 16日 フィッチ、ギリシャ国債格付をB-からCCCに引下げ 19日 ストロスカーンIMF理事が辞任、リプスキー氏が専務理事代行に
6月	20日 FRB、ツイストオペを年末まで延長すると発表 28日 最高裁、医療保険改革法を事実上合憲と判断	7日 中国人民銀行、3年ぶりに政策金利引き下げを実施 7･13日 フィッチ、ムーディーズがスペイン国債格付を相次いで格下げ 18日 ギリシャ再選挙、緊縮支持派の新民主主義同盟が過半数を獲得 25日 スペイン、EUに銀行支援を要請

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

2012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	3日 ロシアのメドベージェフ首相、国後島を訪問 5日 国会、福島原発事故調の報告書を公表 11日 新党「国民の生活が第一」旗揚げ、代表は小沢一郎氏 23日 米海兵隊の輸送機オスプレイが岩国基地に到着	1日 再生可能エネルギーの全量固定価格買取制度が始まる 3日 ジェットスター・ジャパンが就航 5日 大飯原発3号機が再稼働、震災後初 11～16日 九州北部豪雨で甚大な被害 12日 日銀、金融資産買入れの内訳を変更 24日 日銀審議委員に木内氏、佐藤氏を任命
8月	7日 野党6党、内閣不信任決議案、野田首相の問責決議案を提出 10日 消費税増税関連8法案が成立 10日 韓国の李明博大統領、竹島に上陸 15日 香港の活動家、尖閣諸島に上陸 29日 改正高年齢者雇用安定法が成立	2日 シャープ、13年度最終赤字は2,500億円に膨らむと発表、東芝、ソニー等の各社テレビ事業の不振も鮮明に 24日 金融庁、システム障害で東証に業務改善命令
9月	11日 政府、尖閣諸島の3島を20.5億円で売買契約し、国有化 12日 橋本大阪市長、日本維新の会の結党を宣言 19日 原子力規制委員会、発足 25日 京急、神奈川県横須賀市で、下り特急電車が崩れた土砂に突っ込み脱線、6名が重軽傷、55時間後に全線復旧	3日 ゆうちょ銀行、住宅ローン事業への新規参入、学資保険の商品見直しを申請 13日 金融庁、東北銀行ときらやか銀行に公的資金注入 18日 十六銀行が岐阜銀行を吸収合併 19日 日銀、金融緩和策を発表、資産買入等の基金を10兆円程度増額する決定、増額期限を13年12月末目途に変更
10月	1日 野田首相:第3次改造内閣の閣僚名簿を発表、財務相に常島国対委員長、文科相に田中前外相を起用 25日 石原東京都知事、都知事の職を辞すると発表 26日 政府、緊急経済対策の第1弾を閣議決定 29日 第181回臨時国会召集、参院では史上初めて所信表面演説せず	1日 日本郵政グループ、郵便事業会社と郵便局会社が合併し「日本郵便」発足 1日 新日鐵と住金が合併、新日鐵住金設立 1日 きらやか銀行、仙台銀行が経営統合し、じもとホールディングス設立 30日 日銀、2ヶ月連続で追加金融緩和策を発表、資産買入等基金11兆円増額、無制限の貸出支援基金の創設などを発表
11月	13日 石原前東京都都知事、平沼代議士らと「太陽の党」を結成したと発表 15日 衆院:特例公債法案、衆院選挙制度改革法案(0増5減)を可決 16日 衆議院解散 17日 日本維新の会、太陽の党、政策合意を結び合流 27日 嘉田滋賀県知事、新党「日本未来の党」を設立し、代表に就任すると発表、国民の生活が第一は同党に合流	7日 ムーディーズ、日本の銀行業界に対する見通しをネガティブから安定的に変更したと発表、引き上げは約4年ぶり 20日 東証、大証、臨時株主総会を開催し、13年1月1日付での両社経営統合と、両取引所などを傘下に持つ「日本取引所グループ」の設立を承認 29日 東京電力、福島復興本社(仮称)を、福島県広野町、同楢葉町のJヴィレッジに設置する方針を発表
12月(21日まで)	2日 中央自動車道の笹子トンネルで吊り天井が崩落する事故、死傷者は10名超 16日 衆議院議員選挙、自公合わせて325議席を確保し、政権交代へ 16日 東京都知事選挙、猪瀬副知事が当選	10日 原子力規制委、現地調査をふまえ、敦賀2号の直下にある断層が「活断層である可能性が高い」との見解を示した 20日 日銀、資産買入等基金10兆円増額等を柱とする今年5度目の追加緩和策発表

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

2012年の主な出来事(下半期)

月	米 国	海 外 ・ そ の 他
7月	2日 マイクロン、エルピーダとスポンサー契約、2,000億円の支援等で合意 27日 アップル、オーセンテックを3.5億ドルで買収することで合意	2日 英バークレイズによるLIBORの不正操作が発覚 5日 ECB、政策金利を過去最低の0.75%に引下げ 13日 ムーディーズ、イタリア国債格付をA3からBaaに格下げ 27日 ロンドンで第30回夏季五輪開催
8月	6日 バーナンキFRB議長、「豊かさ」を測る新たな指標が必要であると発言 24日 連邦地裁陪審、韓サムスンに対し、アップルの特許6件の侵害で損害賠償命令	2日 ギリシャ、13年からの2年間で115億ユーロを削減する財政削減策で合意 20日 中国23都市で反日デモ、その後もデモが相次ぐ 22日 ロシア、WTOの156番目の加盟国に
9月	12日 アップル、新型スマートフォンiPhone5を発表 13日 米FRB、FOMCで住宅ローン担保証券（MBS）の購入を柱とする量的緩和第3段（QE3）を決定 26日 クリントン国務長官、ミャンマーのテインセイン大統領と会談、ミャンマー製品輸入禁止の制裁措置緩和方針を表明	7日 中国国家発展改革委員会、総額1兆元（約12.4兆円）規模の公共事業の開始を承認したことを明らかに 15日 中国で反日デモ規模拡大、一部暴徒化し、大使館や日系企業で被害相次ぐ 27日 ギリシャのサマラス首相と左派2党、EUなどが支援条件とする総額117億ユーロの緊縮財政の具体策で基本合意
10月	23日 米アップル、同社初の7.9インチ画面のタブレット端末iPad miniなど、新製品を発表 24日 米ADP、Moody's Analyticsと提携し、雇用統計の精度向上を図ると発表 29日 米マイクロソフト、スマートフォン用OS「Windows Phone 8」を発表	19日 EU首脳会議、銀行監督一元化などを含む首脳宣言を採択 22日 独BMW、ブラジルで乗用車生産に乗り出すと発表、14年を目途に同国南部に2億ユーロ以上を投じ、南米初の乗用車工場を建設
11月	6日 第45代米大統領に、現職のオバマ氏が再選、米議会選では上院は民主党、下院は共和党が半数を超える議席を獲得、ねじれ状態継続が確定 19日 オバマ大統領、米大統領としてミャンマーを初訪問、テインセイン大統領、アウンサンスーチー氏とそれぞれ会談	8日 ギリシャ議会、135億ユーロ規模の追加的な財政緊縮策、労働市場改革などの措置を組み合わせた包括的な緊縮関連法案を承認 12日 ユーロ圏財務相会合、ギリシャ財政再建、2年延長を了承 15日 中国共産党、習近平国家副主席を新たな総書記に選出
12月(21日まで)	6日 ティム・アップルCEO、Mac生産の一部を米国に移転するため、13年に1億ドルを投資すると表明 12日 米FOMC、米長期国債を毎月450億ドルずつ買い入れる量的緩和策強化を決定、また緩和策を止める基準に失業率の水準を導入	3日 スペインの銀行支援をめぐって、欧州安定メカニズム（ESM）に370億ユーロの拠出を要請したと表明 13日 EU財務相理事会、銀行監督一元化に向けて合意したと発表 19日 韓国大統領選、朴槿恵氏が当選、韓国史上初の女性大統領が誕生

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

海外の話題

你是日本人吗？（あなたは日本人ですか？）

農林中央金庫　北京駐在員事務所長　平山　勝英

10 月下旬，月曜日の夜 9 時ごろ，所用で 1 日だけお休みを頂き戻ってきた北京空港から乗ったタクシー車内，言い慣れている「建国門の長富宮ホテルまで」を中国語で言った後，若干の中国語でのやり取りがあった後にしばらく間があってから，運転手から「你是日本人吗？（あなたは日本人ですか？）」という言葉が発せられた。尖閣諸島国有化問題発生後，各地で起こった暴動や略奪行為，大規模な示威活動や一部の暴力行為は別にして，一般の日本人がもっとも遭遇する可能性の高いトラブルが「タクシーに関するもの」であったため，筆者自身はこれまで運良くそういう目にはあわずに済んでいたものの，「これはついに何かやられるかな」と思わず身構えた。「タクシーに関するトラブル」でよく聞かれたパターンは，①乗車拒否，②日本人とわかった時点で途中であっても降ろされる，③（乗せてはくれるし目的地には行くものの）車内で罵詈雑言を浴びせられる，の 3 つで，①は既にありえず，さすがに空港から市内への高速道路の途中で降ろされる②もないとは思われたものの，30 ～ 40 分間③をされるのかと思うと相当沈鬱な気分となった。ところが…

運転手氏は中国語で「你是日本人吗？」と言った後に片言ながら本当に日本語で「あなたは日本人ですか？」と聞いてきた。警戒モードに入っていた筆者は想定問答として考えていた「私は平和主義の日本人だ」と中国語で答え相手の出方を待った。しかしながらそれ以降先方の話題は，尖閣諸島問題や歴史認識的なものにふれることはなく，「自分は 80 年代には国営企業のオフィスに働いており日本にも 1 年留学していた」，「その当時は日本語も少し話せたがその後使う機会が全くなく忘れてしまった」，「北京市内の昼間は渋滞があまりにも酷いので自分は夜間のみ稼いでいる。休んでいる間に他人に車を貸すタクシー・オーナーも多いが車も早く傷むし自分はそういうことはしない」，（「風邪ではない」と言いながら時折咳き込んでいたので「タバコはやめたほうがいいのでは？」と聞くと）「これでも昔よりは減っている。でもやめるのは無理」，等々の他愛のない会話と，それが途切れた後の数分間の沈黙を経て，無事に筆者の住いまで到着することが出来た。

尖閣諸島問題発生から 3 ヶ月以上を経た今でも，業種や地域による程度の差はあれ，日系企業の皆様のご苦労には相当厳しいものがあると見受けられるものの，上記のタクシー運転手とのやり取りからも窺われるように，街中の様子や（党や政府関係でない）一般の人たちの態度と言った意味では，だいぶ事態は沈静化しつつある。どちらかと言えば寧ろ日本側の「心の傷」的なものの方が尾を引く可能性をより懸念すべきとさえ思われる。そんなに簡単な話ではないが，中国国内で「你是日本人吗？（あなたは日本人ですか？）」と聞かれた後に続く会話が普通に和やかなものとなることが期待できる状況がそう遠くないうちに実現されることを切に祈るとともに，何か役に立てることがあれば微力を尽くしたいと思う。

（2012 年 12 月 17 日）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます