

財政健全化への時間軸

調査第二部長 堀内 芳彦

アベノミクスを評価して円安・株高が予想外のスピードで進行し、企業・家計とも景況感が好転、デフレ脱却への期待感が高まりつつある。一方で、債券市場では、年初に長期金利(10年物国債利回り)が国債増発懸念で0.8%台に上昇したが、その後は日銀の新体制での大胆な金融緩和への期待から0.5%台に低下している。さすがに超長期債はインフレ期待及び財政ファイナンスリスクを意識しイールドがスティープ化し振れやすくなっているが、2年間で2%のインフレ率達成は困難であり、財政赤字も中短期では問題ないとみているのだろう。

財政リスクに関しては、国・地方の長期債務残高がGDP対比で100%を超えた90年代後半から財政悪化による金利上昇リスクが何度も話題となってきたが、国債利回りは低下傾向を辿り、13年度末で同残高が977兆円とGDP対比で200%超となる見通しとなった現在でもそれは顕在化していない。その要因としては、日本は経常黒字国であり過去の黒字の蓄積によって対外純資産は12年末309兆円と世界一であること、1,500兆円を超える個人金融資産を有するなか国債の9割以上が国内で調達されていること、主要国の中では相対的に租税負担率が低く増税余地があることなどが挙げられる。

しかし、経常収支は12年11月から3カ月連続で赤字となり12年の経常黒字額は4.7兆円と前年から半減し過去最低水準となった。これはリーマンショックによる世界経済の落ち込みで輸出が低調ななか、原発停止に伴う原油・LNG輸入増に昨年後半からの日中関係悪化による対中輸出の減少が加わったことが要因であり、米国景気の持ち直しや円安による今後の輸出増を考慮すれば、このまま経常黒字が縮小に向かう可能性は少ない。ただ、今後も確実に進行する少子高齢化と人口減少により家計貯蓄率は低下が見込まれ、将来的には経常赤字となる可能性が高いとの指摘(日本経済研究センターは中期経済予測(12～25年度)で20年代初めに経常赤字に転じると予測)もある。このように今後5～10年のうちに国債消化余力低下が想定され、金利低下による国債の利払い負担抑制効果も薄れるなかで、今後2～3年のうちには米国に続く形で日本でも金融政策の出口戦略が意識されるようになると、国債金利が不安定化するリスクは相当程度高まると思われる。つまり遅くともそれまでには具体的な財政健全化策を策定する必要があるということだ。

財政健全化について、政府は、前政権が掲げた「国・地方の基礎的財政収支(税収・税外収入―国債償還費・利払い費を除く歳出)を15年度に10年度に比べ赤字の対GDP比を半減、20年度までに黒字化」の目標堅持を表明している。この方針の下、13年度予算案での基礎的財政収支は▲23.2兆円と12年度当初予算の▲24.9兆円から僅かに改善してはいるが大幅な赤字水準にある。また、内閣府が昨年策定した「経済財政の中長期試算」では、今後名目3%成長でも20年度の黒字化は達成できない見通しであり、成長だけでは財政再建は困難ということある。経済財政諮問会議では6月までに「骨太の方針」を策定後、財政健全化目標実現のための中期財政計画の具体化を検討するとしているが、消費税増税を決めたなかで増大する社会保障費の抑制が必須といえる。この点は社会保障制度改革国民会議が8月までに改革案を取りまとめる予定であるが、世代間、雇用形態、所得水準等で利害が複雑に絡む課題であり、7月の参院選も意識されるなかでの程度踏み込んだ改革案となるのか注目される。

情勢判断

国内経済金融

円安・株高継続で企業・家計のマインドが好転

～金融資本市場では追加緩和策への思惑強まる～

南 武志

要旨

アベノミクスに対する期待感から、円安・株高傾向が続いている。それにより、企業・家計の景況感が好転しており、企業設備投資の回復が始まる可能性があるほか、復興関連や大型補正予算に伴う公共事業の本格化などが加わってくることから、国内景気は先行き徐々に回復傾向を強めていこう。また、円安や海外経済の持ち直しで輸出も早晩回復に向かうことが見込まれる。

一方、日本銀行は3月20日に新体制に移行したが、総裁らは2年をめどに2%の物価上昇を実現させるという意欲を表明している。4月の次回金融政策決定会合では強力な緩和措置を講じる可能性が高いだろう。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2013年				2014年	
	3月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	0.070	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.2500	0.15~0.25	0.15~0.25	0.15~0.25	0.15~0.58	
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 (%)	0.555	0.45~0.75	0.50~0.90	0.55~1.00	0.60~1.10
	5年債 (%)	0.120	0.05~0.15	0.05~0.15	0.05~0.20	0.05~0.20
為替レート	対ドル (円/ドル)	94.6	90~105	92~105	95~110	95~110
	対ユーロ (円/ユーロ)	123.0	115~135	115~135	115~135	115~135
日経平均株価 (円)	12,546	13,000±750	13,250±1,000	13,500±1,000	13,500±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2013年3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：現状と展望

2012年11月の衆院解散前後から、金融資本市場では総選挙後の新政権への政策期待から、円安・株高といった反応をしてきたが、現時点でもその流れは続いている。年末に発足した安倍内閣は、12年度補正予算と13年度当初予算を組み合わせた「機動的な財政運営」に着手したほか、2%の物価上昇を早期実現することを明記した共同声明を日銀とともに公表し、「大胆な金融緩和」に前向きな総裁・副総裁を日銀に送り込むことに成功

した。また、6月を目途に「民間投資を喚起する成長戦略」を取りまとめるべく、産業競争力会議を設置するなど、日本再生に向けた積極的な政策運営を始動している。その成果を評価するのは時期尚早であるが、市場ではそれに対する期待感が保たれている、といえるだろう。

さて、国内景気は持ち直し傾向にあるとはいえ、その勢いはまだ緩やかなペースに留まっている。1月の鉱工業生産は前月比0.3%と小幅な上昇であったほか、年明け後の輸出動向も実質輸出指数を見

る限り、直近ボトム of 12 年 12 月の水準は上回っているものの、低調さは拭えない。さらに、機械受注の代表的な指標である「民需（船舶・電力を除く）」は前月比▲13.1%の大幅減となるなど、一部に弱い指標も散見される。

とはいえ、アベノミクスへの期待やこれまでの円安・株高は、民間セクターのマインドを着実に好転させた。景気ウォッチャー調査などからは年末から年始にかけて企業や家計の景況感が大きく改善したことが確認できるほか、法人企業景気予測調査（1～3 月期）からも企業経営者が先行きの業績改善を見据えて、13 年度上期にかけて設備投資を活発化しようとしている様子が見て取れる。

当面は輸出の増勢は鈍いと思われるが、復興関連や大型補正に伴う公共事業が徐々に本格化することから、徐々に景気回復傾向は強まっていくと思われる。

なお、12 年 10～12 月期の GDP 第 2 次速報では、経済成長率は前期比年率 0.2%と 3 四半期ぶりのプラスに上方改訂された。13 年入り後はプラス幅を徐々に拡大させていこう（詳細は後掲レポート「2013～14 年度改訂経済見通し」をご参照ください）。

一方、物価動向に関しては、マイルド

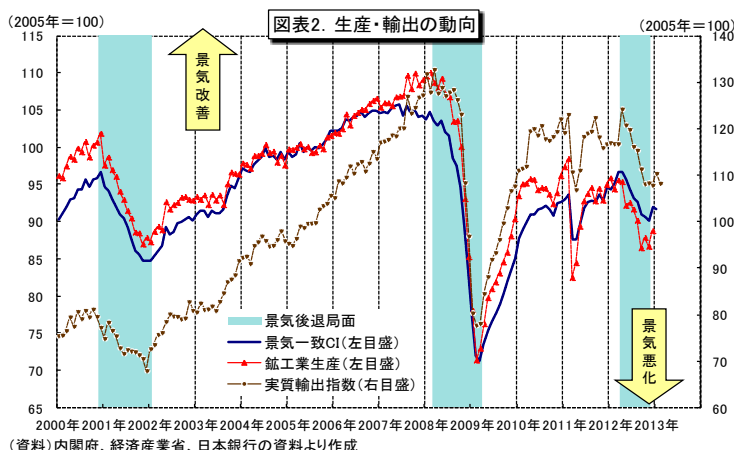
なデフレ状態が続いている。基本的には国内のデフレギャップの大幅乖離状態は継続しており、物価に対する下落圧力は根強い。1 月の全国消費者物価（除く生鮮食品、以下コア CPI）は前年比▲0.2%と、小幅ながらも 3 ヶ月連続の下落となった。最近になって、円安に伴って輸入品価格の一部に値上げの動きも散見されつつあるが、家計の所得環境は引き続き厳しいこともあり、全面的に価格転嫁が進む状況にはない。

なお、先行きに関しては、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、4～6 月期にかけて、前年のエネルギー価格が高めに推移したことの反動が出ると見られ、弱含みで推移するだろう。その後、夏場以降は小幅ながらも前年比上昇に転じる可能性もあると思われる。

金融政策：現状と見通し

12 月の総選挙の結果、デフレ脱却を最優先課題とする安倍内閣が発足し、日銀に対する緩和要請が強まるとの観測が一段と強まった。総選挙直後の 12 月 19～20 日の金融政策決定会合では、資産買入等基金を 10 兆円程度増額（13 年末までに残高を 101 兆円程度へ積み上げる）す

るとともに、「中長期的な物価安定の目途」について次回会合で検討することを決定した。続く 1 月 21～22 日の決定会合では、消費者物価上昇率で前年比 2%とする「物価安定の目標」を公表、これをできるだけ早期に実現することを目指すとする政府との共同文書（デ



フレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について)を公表した。さらに、資産買入等基金について「期限を定めない資産買入れ方式」を14年初から導入することも決定した。

しかしながら、政府や市場参加者の多くは、この程度の金融緩和では早期にデフレ脱却を達成するのは困難と考えているのも確かであり、実際に人々の期待形成に働きかけるまで至っていないのが実情である。

なお、白川前総裁下での5年間は、リーマン・ショック後の世界同時不況・金融危機の発生や東日本大震災など、様々なショックに見舞われたのは確かだが、日銀に関せられた使命である「物価の安定」を達成できなかった責任は非常に重い。先進国で唯一デフレ下にある日本の金融政策を先進的と自負し、潮流となりつつあった物価安定目標の明示について批判的だった5年前に比べれば、日銀はだいぶ前進したといえるが、デフレからの早期脱却についての実現性への疑念が残る状況であった。

こうしたなか、3月20日には黒田東彦アジア開発銀行総裁が新総裁に、岩田規久男学習院大学教授と中曽宏日銀理事が

副総裁に就任し、新しい体制がスタートした。これを機に、日銀はこれまで以上の緩和措置を講じるだろう。ちなみに、超過準備に対する付利撤廃(含む固定金利オペの適用利率の引下げ)や量的緩和の一段の強化(無期限緩和の前倒し、購入資産の範囲・量の拡大)、銀行券ルールの見直しなどが当面の課題となるだろう(併せて後掲レポート「黒田新総裁就任後の金融政策運営のポイント」もご参照ください)。

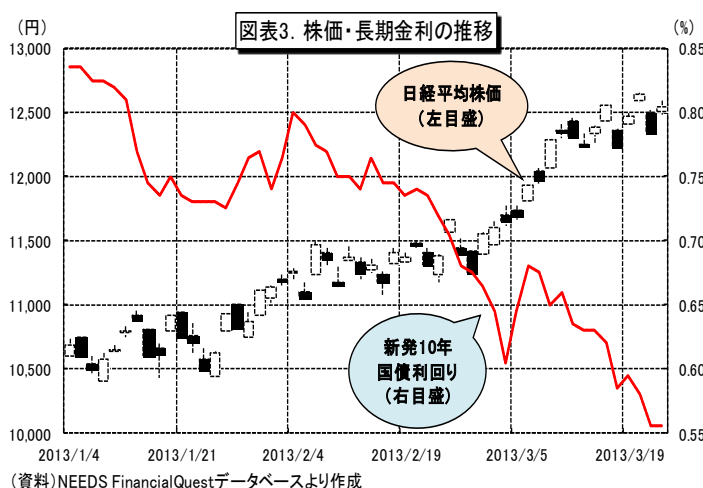
金融市場:現状・見通し・注目点

アベノミクスや追加緩和に対する期待で、基本的に「円安・株高・金利低下」といった流れが続いている。しかし、時折、海外の不安定要因(特にユーロ関連)によって相場が一時的に振り回される場面も散見される。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みたい。

① 債券市場

株式市場や為替市場が、アベノミクスによるデフレ脱却や日本経済の再生をある程度期待しているとは異なり、債券市場ではデフレ脱却についてはかなり懐疑的である。むしろ、日銀による大量の国

債購入が実施されると想定する金融緩和策の直接的な効果への思惑から、短期～中期ゾーンのイールドカーブは政策金利あたりでフラット化し、それが長めの金利水準まで波及する、という形で金利低下が進行している。加えて、キプロス救済策を巡る混乱から、投資家のリスク回避的な行動が強まり、直近の長期金利(新発10年物国債利回り)



は約9年8ヶ月ぶりに0.6%を割り込む状況となっている。

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策などが長期金利の低下圧力として働くと思われる。実際に、追加緩和策により、購入対象の国債年限が延長され、かつ増額幅が大規模なものとなれば、長期金利は一時的に急低下する可能性もあるだろう。しかし、そうした緩和策が、円安の一段の進行や景気回復期待を強め、デフレ脱却に向けた動きが徐々に見られるようになれば、逆に金利上昇圧力が高まることもあるだろう。

② 株式市場

衆院解散により政権交代の可能性が強まった12年11月以降、株価はほぼ一貫して上昇傾向が続いている。アベノミクスによる成長期待や追加緩和期待による円安進行に加え、連日のように史上最高値を更新する米国株式市場に牽引される格好となっている。その結果、3月上旬には日経平均株価はリーマン・ショック(08年9月15日)直前の水準まで回復、その後も約4年半ぶりの1万2,600円台まで上昇している。

先行きに関しては、キプロス情勢など

の欧州債務問題や米国経済に対する強制歳出削減の影響などといった海外の影響を引き続き受けやすいと思われるが、大胆な金融緩和策が円安を定着させ、かつ大型補正の執行が進み、それらが国内経済や企業業績の回復につながるの確信が強まれば、株高傾向が続くものと思われる。

③ 外国為替市場

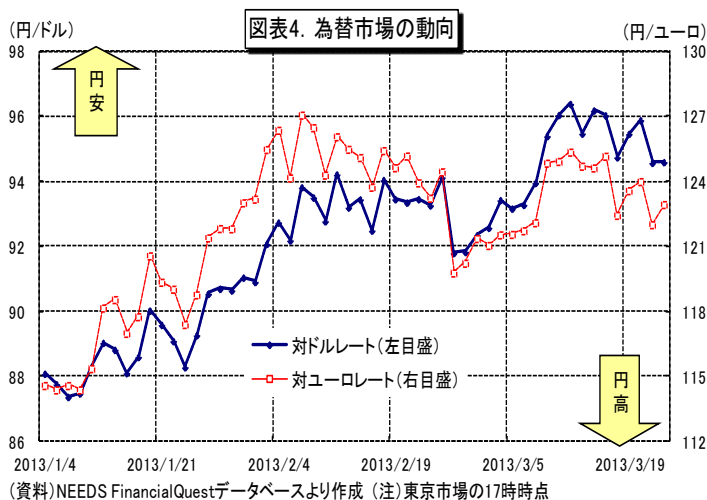
欧州中央銀行による財政悪化国の国債購入策発表や日銀の追加緩和観測、日本の貿易赤字の定着予想などもあり、12年秋以降、円高修正の動きが強まりつつあった。こうしたなか、衆院が解散された11月中旬以降、総選挙後の新政権による経済政策に対する期待感から円安傾向が一段と強まった。2月に開催されたG7・G20の財務大臣・中央銀行総裁会合では最近の円安進行に対する懸念を表明する向きもあったが、為替介入などの為替操作をしているわけではなく、デフレ脱却に前向きに取り組んでいることの結果であるとして、事実上容認されている。

その結果、対ドルでは3月上旬には3年7ヶ月ぶりに95円台を回復、この半年間で20円弱の円安が実現した。また、対ユーロでも120円台が定着するなど、円

安傾向となっている。

先行きについては、今後ともデフレ脱却や成長促進策を継続的に実施する限り、円安の流れは変わらないと見る。ただし、実質実効レートでみて、リーマン・ショック直前の水準まで円が減価したこともあり、今後の円安ペースは緩やかなものになるだろう。

(2013.3.25 現在)



情勢判断

国内経済金融

2013～14 年度改訂経済見通し(2次 QE 後の改訂)

～成長率:13年度 2.4%、14年度 1.3%(ともに変更なし)～

調査第二部

3月8日に発表された2012年10～12月期のGDP第2次速報(2次QE)を踏まえ、当総研では2月18日に公表した経済見通しに関する見直し作業を行った。

景気の現状

12年度に入ってから国内景気は、東日本大震災関連の復興需要が事前の想定ほど盛り上がりならず、加えて世界経済の減速傾向や円高定着などの影響によって輸出や企業設備投資などが減少傾向となったこともあり、悪化状態が続いていた。特に、9月には日中関係の悪化から自動車等を中心に中国向け輸出が大幅減となったことに加え、エコカー購入補助金終了による乗用車販売が激減したことから、景気は一段と冷え込んだ。そのため、既に景気は後退局面にあるとの見方が急速に広まった。これを受けて、政府は経済対策を策定したほか、日本銀行も追加緩和を決定するなど、景気下支え策を講じた。

実際、2月14日に発表された10～12月期のGDP第1次速報(1次QE)によれば、実質成長率は前期比年率▲0.4%と3四半期連続でのマイナス成長となり、輸出、民間企業設備投資の減少が改めて確認できた。

一方、野田首相が「社会保障と税の一体改革」に絡む民自公の3党党首間での合意に基づき、衆院を解散する意向を示したが、その直後から円高修正が進んだ。さらにそれを好感して株価も持ち直し傾

向を強めるなど、金融資本市場ではデフレ脱却と成長促進を訴える自民党の経済政策への期待が高まった。12月の総選挙の結果、第2次安倍内閣が発足したが、大型補正編成や2%の物価上昇をできるだけ早期に実現することを明記した日銀との共同声明発表など、日本経済再生に向けた政策運営を本格化させつつある。

10～12月期はプラス成長へ上方修正

今回発表された10～12月期の2次QEによれば、経済成長率は前期比年率0.2%と、微増とはいえ三四半期ぶりのプラス成長へと上方修正された。内容的には民間企業設備投資の減少幅が縮小したことが成長率上方修正の主因といえるが、それ以外でも民間消費や政府消費、公共投資が小幅上方修正された。一方、GDPデフレーターについては前年比▲0.7%へ下方修正されるなど、デフレの根深さを意識させられる側面もあった。

なお、12年末から13年年明けにかけての主要経済指標をみると、「下げ止まり」や「持ち直し」を示すものも散見され始めている。鉱工業生産は自動車関連の生産調整に目途が立つなど、すでに持ち直しが始まっている。輸出についても、13年1月には増勢に転じるなど、海外経済の持ち直し傾向を反映した動きとなっている。政府・日本銀行の景気判断はいずれも「下げ止まり」であり、足元は景気回復局面の初期段階にあると考えられる。

当面の景気・物価動向

以下では、当面の国内景気について考えてみたい。基本的には、2月18日に公表した「2012～14年度改訂経済見通し」で示した景気シナリオについては変更する必要はないと考えている。

政権交代に伴う経済政策運営の路線変更を好感し、円安・株高が進行していることは既に述べたが、それらは消費者や企業経営者の景況感改善にも大いに貢献している。加えて、海外経済が総じて持ち直し基調にあることもあり、国内景気にはプラスに働きやすいだろう。

もちろん、米国では3月1日に発動された強制歳出削減の影響がどの程度出るのか十分見極める必要があるほか、中国経済についても二桁成長が見込まれる状況にはないこと、さらに日中関係の冷え込んだ状態が長期間続く可能性が高いことなど、懸念材料は決して少なくない。ユーロ圏に関しても、イタリアなどの政治不安もあり、まだまだ不安定な状況が続くものと思われる。

一方、国内需要については、民間のマインド回復、さらにデフレ脱却に向けた金融財政政策が奏功すれば、これまでの低調さから脱出できる可能性もないわけではない。もちろん、こうした動きが本格化するためには、「企業から家計へ」といった所得波及が強まる必要があるのは言うまでもないだろう。

先行きの動向をまとめると、既に底入れした国内景気は徐々に回復傾向を強めていくと思われる。ただし、当面は輸出の勢いは鈍いまま、民間消費や民間企業設備

投資、公的支出などが景気の牽引役となるだろう。また、13年度下期には輸出の増勢が強まるほか、消費税増税前の駆け込み需要が発生し、景気の勢いは強まると思われる。ただし、14年4月の増税後には反動減で一時的にマイナス成長に陥る可能性もあるだろう。以上を踏まえ、13～14年度の経済成長率について、13年度：2.4%、14年度：1.3%（いずれも前回と変更なし）とした（12年度（実績見込）については2次QEの結果を踏まえて、上方修正した）。

物価面に関しては、1月分の消費者物価（全国、生鮮食品を除く）は前年比▲0.2%と3ヶ月連続の下落となるなど、マイルドではあるが、デフレ状態が続いている。3月20日以降は2%の物価上昇を目指した「異次元の」金融政策が検討・実施されることになるが、13年夏場以降に物価上昇に転じると想定しているが、2%の物価上昇（除く消費税要因）を見通すことは依然として困難である。

2013～14年度 日本経済見通し

	単位	2011年度 (実績)	12年度 (実績見込)	13年度 (予測)	2014年度 (予測)
名目GDP	%	▲1.4	0.2	2.0	3.0
実質GDP	%	0.3	1.0	2.4	1.3
民間需要	%	1.4	1.2	2.3	0.7
民間最終消費支出	%	1.5	1.4	1.8	0.1
民間住宅	%	3.7	5.3	8.2	0.2
民間企業設備	%	4.1	▲0.8	1.7	2.7
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲0.5	▲0.1	0.1	0.2
公的需要	%	0.9	4.6	3.1	1.2
政府最終消費支出	%	1.5	2.5	1.3	1.0
公的固定資本形成	%	▲2.2	14.5	11.2	2.1
輸出	%	▲1.6	▲2.6	1.7	7.5
輸入	%	5.3	3.6	1.5	4.9
国内需要寄与度	%pt	1.3	1.9	2.5	0.8
民間需要寄与度	%pt	1.0	0.9	1.7	0.5
公的需要寄与度	%pt	0.2	1.1	0.8	0.3
海外需要寄与度	%pt	▲1.0	▲0.9	0.0	0.5
GDPデフレーター(前年比)	%	▲1.7	▲0.8	▲0.5	1.7
国内企業物価(前年比)	%	1.3	▲0.9	1.0	3.7
全国消費者物価(〃)	%	0.0	▲0.2	0.2	2.5
(消費税増税要因を除く)					(0.4)
完全失業率	%	4.5	4.3	4.1	4.2
鉱工業生産(前年比)	%	▲1.2	▲2.9	3.1	0.3
経常収支(季節調整値)	兆円	7.6	4.0	6.7	10.9
名目GDP比率	%	1.6	0.8	1.4	2.2
為替レート	円/ドル	79.1	83.1	96.9	100.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.08	0～0.1	0～0.05	0～0.1
新発10年物国債利回り	%	1.05	0.78	0.83	0.98
通関輸入原油価格	ドル/バレル	114.0	114.2	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。

情勢判断

海外経済金融

緩やかな回復が続く米国経済

木村 俊文

要旨

米国経済は、消費や生産が底堅く推移し、住宅部門の持ち直しが続くなど、緩やかな回復基調をたどっている。ただし、強制歳出削減を盛り込んだ13年度予算が可決されたことから、先行きは財政緊縮の影響が懸念される。

経済指標は底堅い動き

最近発表された米経済指標の動きを見ると、雇用関連では2月の雇用統計で非農業部門雇用者数が前月差23.6万人増加したほか、失業率も7.7%と前月(7.9%)から低下し、改善の動きを示した。

また、新規失業保険週間申請件数も基調を示す4週移動平均が3月第3週に34.0万件と4週連続で改善し、失業率が低下する可能性を示唆している。

個人消費は、2月の小売売上高が前月比1.1%と昨年9月以来5ヶ月ぶりの高い伸びとなった。また、前月も同0.2%と0.1ポイント上昇修正された。個人消費は「財政の崖」回避に伴う増税(給与減税失効等)やガソリン高にもかかわらず底堅く推移している。

ただし、3月の消費者信頼感指数(ミシガン大学、速報値)は、政府の政策運営に対する不満が増大し、景気回復や雇用改善への先行き期待が後退したことから、71.8と前月(77.6)から急低下した。

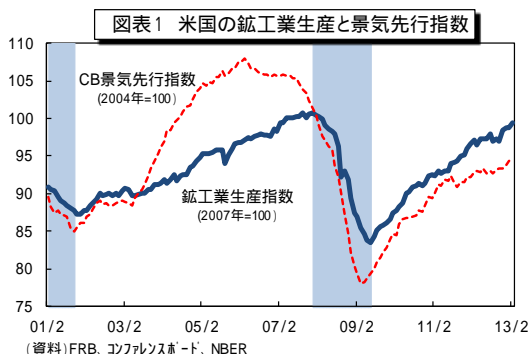
強制歳出削減の発動(3月1日)や暫定予算の期限到来(3月27日)により一部政府機関が閉鎖される恐れがあったことから、消費者心理が悪化したと思われる。

企業部門では、2月の鉱工業生産が前月比0.7%と4ヶ月連続で上昇した(図表1)。自動車関連の増産(3.6%)が全体を押し上げた。また、設備投資の先行指標として注目される設備稼働率は79.6%と、目安となる80%に迫り、08年3月以来の高水準となった。なお、2月の米自動車販売は、増税にもかかわらず、旺盛な買い替え需要を背景に4ヶ月連続で1,500万台超と堅調に推移している。

住宅関連では、2月の住宅着工件数(季調済・年率換算)が91.7万件と前月(91.0万件)を上回ったほか、先行指標となる着工許可件数も前月比4.6%の94.6万件と08年6月以来約4年半ぶりの水準まで回復し、持ち直しの動きが強まっている。

財政問題はまたも先送り

米議会下院は3月21日、13年度末(今年9月末)までの暫定予算案を前日の上院に続き可決した。現行の暫定予算は3月27日に失効期限が迫っていたが、この法案可決により政府機関が閉鎖される事態は回避された。なお、同法案には、850億ドルの強制歳出削減が反映されており、



先行き緊縮財政の影響が懸念される。

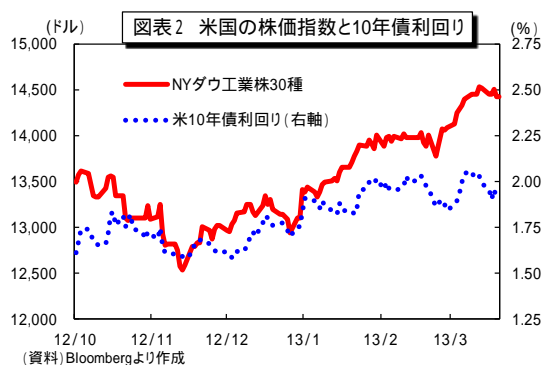
1月下旬の債務上限引き上げ問題の先送りなどと同様、またも問題先送りの格好となったが、財政再建に向けた抜本的な赤字削減協議は依然として審議途上であり、現在でも与野党による意見の対立が続いている。野党・共和党は、医療保険改革など社会保障費の大幅削減により今後10年で赤字解消を目指すとしている。一方、与党・民主党は、歳出削減と増税による歳入増のバランスをとって赤字を圧縮するとして、富裕層向け優遇税制の撤廃を掲げている。

このまま赤字削減協議で妥結できなければ、いずれどこかの時点で市場が債務問題に対する懸念を強めることになるだろう。引き続き、米財政協議の行方が注目される。

FRBは緩和策を継続

米連邦準備理事会（FRB）は、3月19～20日に開催した連邦公開市場委員会（FOMC）で、金融政策の現状維持を決定した。具体的には、政策金利を引き続き0～0.25%に据え置き、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した。

また、政府支援機関の住宅ローン担保証券（MBS）を月額400億ドル購入する量的金融緩和策第3弾（QE3）の継続とともに



に、長期国債を月額450億ドルのペースで買い入れる策を維持する方針も決めた。

FRBは声明で、最近の景気認識を「米国経済は昨年終盤の足踏み状態を経て緩やかな成長ペースに戻った」と上方修正した。しかし、財政政策の制約が幾分強まったほか、失業率が7%台後半に低下したとはいえ高止まりしていることや物価上昇率（個人消費デフレーター）が現状1%台前半と長期見通しの2%を大きく下回っていることなどから、緩和策の維持を決定したと見られる。なお、景気見通しでは、13～15年の成長率予想を小幅引き下げたが、失業率は同期間にやや改善が進むとの見方を示した。

米株上昇、ダウ平均は最高値更新

米国の長期金利（10年債利回り）は、3月1日に強制歳出削減の発動に対する警戒感が強まったことから1.84%に低下したものの、その後は2月の雇用統計など好調な経済指標の発表が続いたことを受け3月中旬には2.06%と12年4月以来約11ヶ月ぶりの水準に上昇した。しかし、その後はキプロス支援をめぐり欧州債務危機が再燃するとの懸念が強まったことなどから、1.9%台に低下して推移している。先行きも長期金利は景気回復期待から緩やかに上昇すると想定されるが、緩和政策の長期化観測もあり、金利上昇は限定的なものにとどまると思われる。

また、株式相場も続伸し、3月14日のダウ工業株30種平均は、昨年末比1,435ドル（10.9%）高の1万4,539ドルと過去最高値を更新した（図表2）。その後はやや値を下げて推移しており、先行きも米株式市場は上値の重い展開が続くと予想される。（13.3.22現在）

情勢判断

海外経済金融

経済の底打ちが期待されるドイツと停滞が続くフランス

～ 経済情勢の格差拡大で ECB の舵取りは難しく～

山口 勝義

要旨

今後、ドイツについては経済が比較的早期に底を打つ可能性が高い一方で、フランス等では経済の停滞継続が予想される。この結果、ユーロ圏ではドイツとその他の国々の間で経済情勢の二極分化が進み、ECB による政策の舵取りは一層難しくなるものと考えられる。

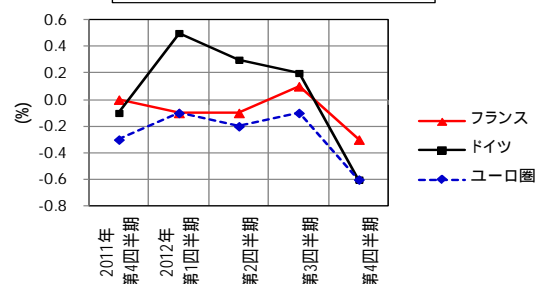
はじめに

ユーロ圏では、2012 年第 4 四半期の実質 GDP 成長率は前期比で 0.6%と、5 四半期連続でマイナス成長となった。各国別には、ポルトガルの 1.8%、イタリアの 0.9%、スペインの 0.8%など、以前にも増して低迷の度を深めた財政悪化国に加え、今回、ドイツが 0.6%、フランスが 0.3%と、前期比でマイナス成長に落ち込んだ点が注目される（図表 1）。

昨秋以降の財政危機の懸念後退を受け、経済の先行きへの期待から一部には景況感の改善も認められるが、ユーロ圏全体としては現在のところ足元の経済指標には大きな改善は生じていない。むしろ、今後も緊縮財政による内需の抑制や脆弱な金融機能の影響が継続することで、域内では経済の底打ちを探る弱い展開が続くものと考えられる。また、財政危機に向けた対策の遅延、政治面の不安定化、ギリシャ情勢の悪化等で、市場が一転して波乱含みの展開となり、経済にも悪影響を及ぼす可能性が残されている。

こうしたなか、欧州委員会は 13 年 2 月に公表した経済見通しで、ドイツやフランス等を含めて前回 12 年 11 月時点での成長率予測を引き下げ、経済情勢について慎重な見方を強めている（図表 2）。

図表1 実質GDP成長率(前期比)



(資料) Eurostat (欧州連合統計局) のデータから農中総研作成。

図表2 欧州委員会による実質GDP成長率予測(年率)

	2011年(実績)	2012年(予測)	2013年(予測)
ドイツ	3.0	0.7	0.5
前回予測値対比	-	0.1	0.3
フランス	1.7	0.0	0.1
前回予測値対比	-	0.2	0.3
ユーロ圏	1.4	0.6	0.3
前回予測値対比	-	0.2	0.4

(資料) European Commission (欧州委員会) (13年2月) "European Economic Forecast" から農中総研作成。

(注) 前回の予測値は、12年11月に公表されたもの。

このほか、独仏両国の最近の特徴的な動きとしては、順調に財政改革を進め単年度収支均衡に近づいたドイツに対し、フランスでは改革の進捗は遅延し計画の緩和を求める動きが生じている。また、ユーロ高に対してもフランスは特に敏感に反応し、オランダ政権の閣僚からはこれを強く牽制する発言が目立っている。

これらはユーロ圏の 2 大国の間で経済情勢の格差が拡大しつつある兆候とも考えられるが、本稿ではその実態とそれに伴う課題について考察を行うものである。

ドイツとフランスの経済情勢の格差

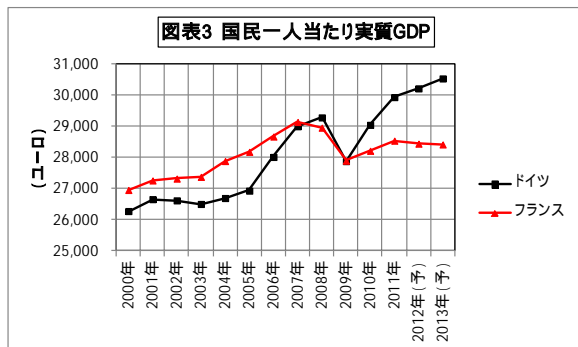
12年1月のS&Pによる「AA+」への格下げに引き続き、同年11月、ムーディーズはフランスの国債格付けを「Aa1」に引き下げた。同国の財政改革の遅れや労働市場の硬直性を含む経済競争力の弱さなどがその主な理由であるが、これにより各格付機関から最上位格付けを維持するドイツとの格差が一段と拡大した。

経済情勢を見れば、フランスでは、国民一人当たりGDPは伸び悩み(図表3)、失業率は上昇している(図表4)。12年5月の大統領選挙では、高止まりする失業率がサルコジ前大統領の主要な敗因となったが、政権が交代した後も改善は見られていない。

この背景のひとつには、ドイツを上回る水準にあるフランスの高止まりした単位労働コストや技術革新に消極的な企業の姿勢がある(注1)。これらによる競争力格差は、フランスの経常収支赤字とドイツの同黒字の主要な要因となっている。

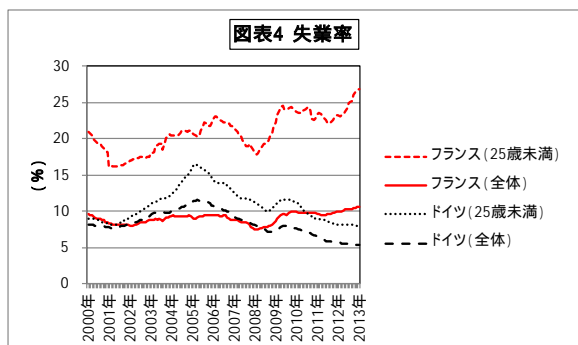
労働者寄りの政策を重視するオランダ社会党政権は賃金や雇用条件の柔軟化には及び腰であり、イタリアやスペイン等の取組みに比べても出遅れ感が強まっている。加えて、仏自動車大手プジョー・シトロエン・グループ(PSA)が12年7月に発表した8千人規模の人員削減策に強く反発するなど、フランス政府による企業の経営合理化策への介入が続いている(注2)。これらは、経済の停滞をさらに長引かせる要因となる可能性がある。

一方、ドイツについては、現在のところ月により跛行性は残るものの、鉱工業生産や輸出額等に底打ちの兆しが現れているほか、課題であった個人消費についても、13年1月には小売売上高が前月比

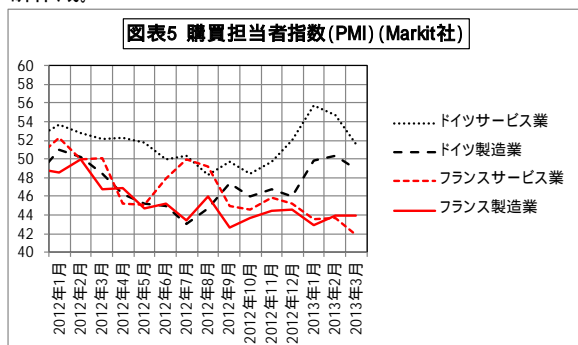


(資料) IMF(国際通貨基金)(12年10月)“World Economic Outlook”のデータから農中総研作成。

(注) (予)はIMFによる予測値。



(資料) Eurostat(欧州連合統計局)のデータから農中総研作成。



(資料) Bloombergのデータ(原データ出所はMarkit社)から農中総研作成。

3.1%増、前年同月比2.4%増となるなど、最近では持ち直しの動きが認められる。また、コスト削減への取組みやハイエンド製品への強み等による競争力の優位性からユーロ高への抵抗力も相対的に強く、ドイツは比較的早期に経済成長へ転じる可能性が高いのではないかと考えられる。

景気への先行性がある購買担当者指数(PMI)には両国間で大きな差異が生じているが(図表5)これはこうした見通しを反映したものとみられる。

ドイツとフランスの自動車産業の動向

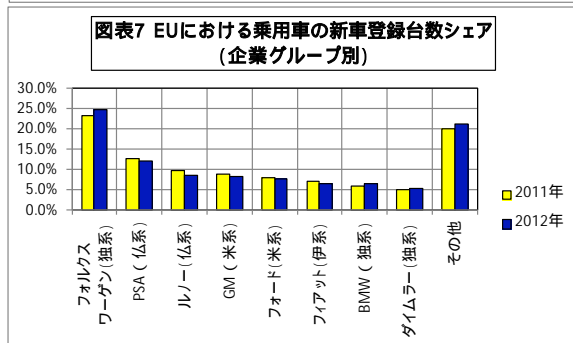
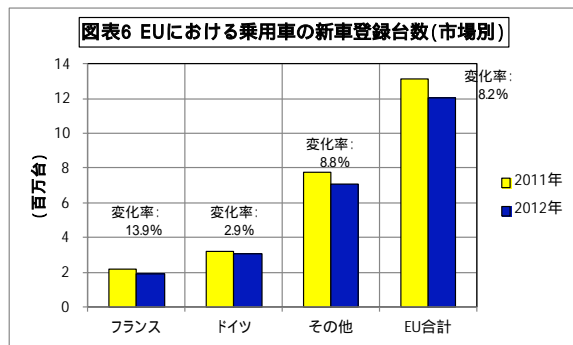
以上の独仏両国の経済情勢の差異は、代表的な産業である自動車産業の動向に象徴的に示されているように考えられる。

欧州連合(EU)においては、同産業は、乗用車のほか、商用車、トラック、バス等を含め年間17百万台以上を生産し、世界の自動車生産の24%(うち乗用車のみでは26%)を占めている(注3)。また、裾野産業を含め12百万人を雇用し、GDPの4%を占め、900億ユーロの貿易黒字を生み出す、戦略的に極めて重要な産業となっている(注4)(以上、いずれも11年)。

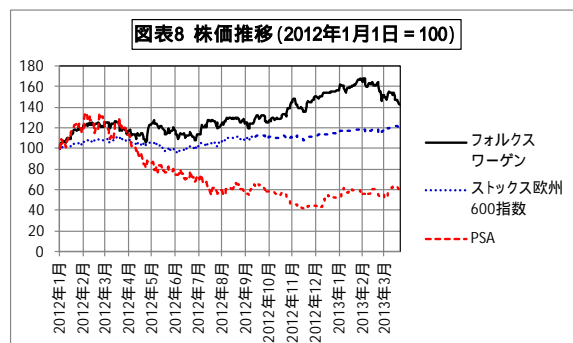
しかしながら、ユーロ圏財政危機の影響は大きく、需要の低迷により生産設備の過剰が生じており、これが欧州における人員削減の動きと、一方での東欧やアジア等での生産拡大につながっている。

自動車生産の中心を占める乗用車のEU内における動向を見れば、新車登録台数は12年には全体で前年比8.2%の減少となった。うち、フランス国内での13.9%の大幅減少に対しドイツ国内では2.9%の減少にとどまっており、相対的にドイツ市場の底堅さが示されている(図表6)。生産面では、フランスの自動車産業の設備稼働率は13年2月時点で64%と低率で、製造業全体の平均値76%と比べても著しく低い水準となっている(注5)。一方、企業グループ別では、EUにおいて12年中に、ドイツ系のフォルクスワーゲン、BMW、ダイムラーがそれぞれ新車登録台数のシェアを伸ばしたのに対し、フランス系のPSA、ルノーがそろって同シェアを落としている点が注目される(図表7)。

PSAでは、13年3月に主要労組が経営合理化策の受入れ方針を示し政府介入後の混乱収束への目途がついたが、同社の



(資料) とともに、ACEA(欧州自動車工業会)のデータから農中総研作成。



(資料) Bloombergのデータから農中総研作成。

12年の業務実績(連結)は財政危機に伴う販売低迷を主因として最終損益は約50億ユーロの赤字に転落した。このほかルノーも前年比減収減益となり、13年1月にはフランス国内での自然減を通じた7.5千人の人員削減策を発表している。

これに対し、フォルクスワーゲンは、12年には営業利益率はやや縮小したものの、ポルシェ事業会社の完全子会社化に伴う会計処理等の一時的な特殊要因もあり、最終損益は前年対比39%増の219億ユーロとなった。こうした業績の差異は、株価の推移に現れている(図表8)。

まとめ

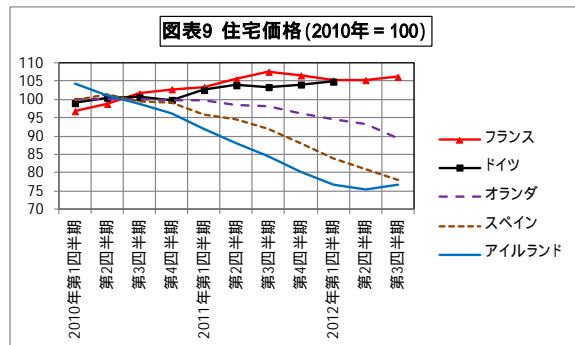
ユーロ圏総体としては最近の世界経済の回復期待からは完全に取り残された形となっているが、加えて、今後は域内で経済情勢の二極分化が進む可能性が高まっている。

ユーロ圏の GDP シェア合計で 80% 以上を占める上位 5 ヶ国を見れば、経済の底打ちが期待される第 1 位のドイツに対し、第 3 位、4 位のイタリア、スペインばかりか第 2 位のフランスにおいても上記のとおり経済の低迷継続が見込まれている。

第 5 位のオランダについても、12 年第 3 四半期以降、GDP 成長率は前期比マイナスに転じている。同国では特に不動産市況の下落傾向が現れており（図表 9）、13 年 2 月には不動産融資の損失で経営が悪化した国内第 4 位の銀行、SNS レアールが国有化されるなどの動きも生じている。

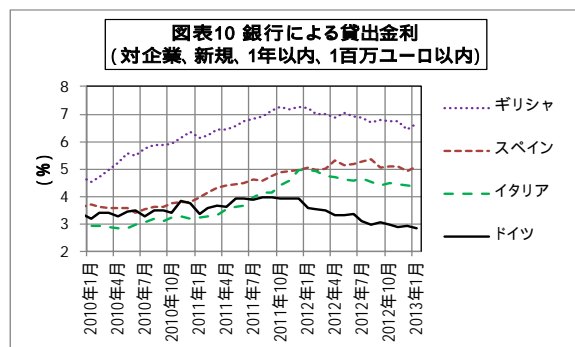
財政危機の顕在化以降、ユーロ圏では財政悪化国と健全国の間での二極分化が進み、その後は、特に 12 年の後半期を中心に健全国に対する経済停滞の波及が現れてきた。そして、今後はドイツの一人勝ちという新たな形での二極分化が進む可能性が高まってきている。

ユーロ圏では、統一された金融政策にもかかわらず市中の銀行貸出金利には大きな格差が生じており（図表 10）昨年、欧州中央銀行（ECB）が新たな国債購入策である OMT を導入した際にそれを正当化する根拠とした金融市場の分断状況は改善されてはいない。つまり政策金利引下げによる景気刺激効果には限界が生じているなかで、ECB にはユーロ圏一般の景気下支えが求められる一方、ドイツでの物価上昇や資産バブル発生のリスクをも睨んだ政策運営が求められることになる。



（資料）Eurostat（欧州連合統計局）のデータから農中総研作成。

（注）ドイツのデータは、12 年第 1 四半期まで。



（資料）ECB（欧州中央銀行）のデータから農中総研作成。

ECB による政策の舵取りは、今後一層難しくなるものと考えられる。

（2013 年 3 月 22 日現在）

（注 1）08 年～10 年の期間を対象とした直近の Eurostat（欧州連合統計局）による調査結果（The community innovation survey, 13 年 1 月 30 日更新）では、何らかの形で技術革新を実施した企業の割合が、ドイツでは 79.3%と集計対象のギリシャを除く EU26 ヶ国中で最も高い一方、フランスは 53.5%と同 13 位にとどまっている。また、WIPO（世界知的所有権機関）による特許取得件数等のデータにも、ドイツに対しフランスが劣後する傾向が現れている。

（注 2）これらの事例を含め、オランダ政権の政策面での課題については、山口（13 年）「近付く？フランスへの危機波及～迷走するオランダ政権の政策～」(『金融市場』13 年 1 月号)を参照されたい。

（注 3）ACEA（欧州自動車工業会）（12 年 9 月）“2012 The Automobile Industry Pocket Guide”による。

（注 4）European Commission（欧州委員会）（12 年 11 月 8 日）“CARS 2020: for a strong, competitive and sustainable European car industry”による。

（注 5）INSEE（仏国立統計経済研究所）（13 年 3 月 8 日）“Survey on Industry & Services”による。

情勢判断

海外経済金融

投資・輸出の好調で景気回復が続く中国経済

～ただし、消費・生産が冴えず景気回復のテンポは緩やか～

王 雷軒

要旨

投資および輸出の好調さが続いたことから、景気回復が進行していると判断する。ただし、消費や生産の動向が冴えないことから、景気回復のテンポは緩やかとなる見通し。一方、2月の消費者物価の上昇率が拡大したほか、不動産価格も多くの都市で上昇傾向が続いていることから、金融引き締めに転じるとの予測が少なくないが、景気回復のテンポが緩やかなので、当面、中立的な金融政策が続くと見られる。

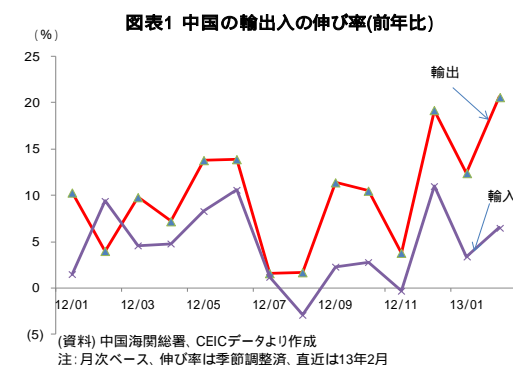
景気回復基調が続く

中国国内での不動産価格抑制策の実施や欧州向け輸出の低迷などを受けて、2012年の実質 GDP 成長率は前年比 7.8%と、13年ぶりに 8%を割り込んだ。ただし、四半期ベースの成長率を確認すると、10～12月期は前年比 7.9%と、公共投資の拡大や米国向け輸出の持ち直しなどを受けて、7～9月期（同 7.4%）から 8四半期ぶりに拡大に転じた。以下、これまで発表された 1～2 月分の経済指標から足元の景気動向を見てみよう。

まず、1～2 月の消費（小売売上）は、前年同期比 12.3%と 12 年 12 月（同 14.3%）から減速した。昨年末に中央政府が打ち出したぜいたく禁止令 8 カ条の影響もあり、公費接待などが抑制された。また、1 月には多くの地域で深刻な大気汚染の影響で外出を控え、消費活動にある程度の影響を及ぼしたと考えられる。消費の先行きについては、景気回復に伴って賃金上昇が続くと考えられるため、小幅ながら回復すると思われる。

一方、中国の GDP 成長率を大きく左右する総資本形成（農村家計を除く）は、1～2 月分が前年同期比 21.2%と 12 年 12

月（同 21.5%）からやや鈍化したものの、依然として底堅く推移した。投資分野別に見ると、不動産向けおよび水利・環境などインフラ向け投資が大きく伸びたものの、製造業の設備投資などは低迷した。先行きについては、13 年は都市化の推進によるインフラ整備や保障性住宅のほか、鉄道向けの投資拡大が計画されていることなどから、底堅く推移すると見られる。



また、2 月分の輸出は前年比 20.6%と予想以上に好調だった（図表 1）。貿易相手先別に見ると、日本向けは前年比 0.2%と鈍化したものの、米国向けが同 15.0%、欧州向けが同 9.9%、アセアン（東南アジア諸国連合）向けが同 39.5%と大きく伸びた。先行きについては、世界経済の回復に伴って緩やかに回復すると考えら

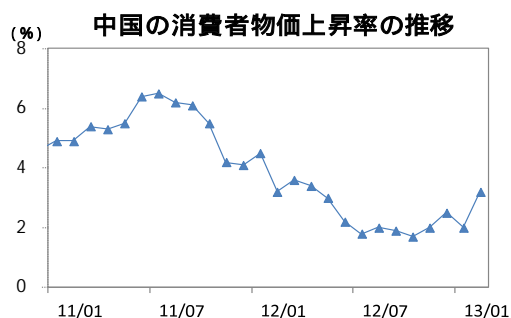
れるものの、最近の人民元高や人件費上昇による輸出企業の国際競争力の低下などを背景に、改善幅は小幅に留まる可能性が高いと思われる。

その他、生産面においては、2月の製造業購買担当者指数(製造業PMI)は50.1と、1月(50.4)に続いて低下し、景気分岐点である50をかるうじて上回る程度の推移となった。また、1~2月の鉱工業生産も前年同期比9.9%、12年12月(同10.0%)と比べても伸びの加速が見られず、緩やかな回復に留まっている。

以上の経済指標の結果から総じて言えば、消費および生産がやや減速したとはいえ、投資と輸出の好調さによって足元の景気が緩やかな回復に向かっていると判断される。13年1~3月期の実質GDP成長は8%を回復する可能性が高いと見られる。

物価動向と金融政策

一方、消費者物価については、2月の消費者物価指数(CPI)は前年比3.2%と10ヶ月ぶりの高い水準となった(図表2)。



(資料) CEICデータより作成
注: 月次データ、前年比、直近は13年2月

12年の春節(旧正月)が1月、13年の春節が2月であったことからの季節要因によって、1月の同2.0%から上昇幅が1.2%ポイント拡大した。肉類や野菜などの食料品価格指数は同6.0%と1月の同2.9%から上昇し、CPI全体を押し上げた。今後、

春節要因の剥落などによって3月のCPI上昇率は鈍化する可能性が高いが、景気回復に伴って、年後半にかけてCPIの上昇幅は拡大するだろう。

また、不動産価格の高騰に対して、政府は3月初めに新たな不動産価格抑制策を公表した。内容のなかで「中古住宅を売却するときに徴収する所得税については、譲渡所得の20%を個人所得税として厳格に徴収する」と明記されたことは注目される。これまでは、実務上は取得価格を正確に計算できない場合、売却額の1~3%を納税するのが一般的だったことから、譲渡所得の20%を厳格に徴収することになれば税負担の増加につながる。実質的な増税によって住宅の投機的な販売を減少させる目的がある。

しかし、不動産市場では、中古住宅購入者への税負担の転嫁や売り惜しみによる市場への中古住宅供給量が減少する可能性もあり、かえって新築住宅価格のさらなる上昇につながりかねないと懸念する声が高まっている。今後の動きを注目したい。

金融情勢については、13年1~2月の社会融資総額(新規)は3.61兆人民元(約55兆円)で前年同期比78.8%と急増した。また、2月のマネーサプライ(M2)も前年比15.2%と1月(同15.9%)からやや低下したものの、13年の政府目標値(同13%)を大きく上回った。こうした動きから過剰流動性への懸念が高まっており、CPI上昇率の拡大や不動産価格の高騰を事前に防ぐために、金融引き締めへ転じる予測が多く見られるようになった。しかし、前述のように景気回復の勢いが依然緩やかなものであるため、当面、中立的な金融政策が続くと見られる。

(2013年3月22日現在)

情勢判断

今月の情勢 ~ 経済・金融の動向 ~

米国金融・経済

3月19~20日の米連邦公開市場委員会（FOMC）では、政策金利（0~0.25%）を引き続き据え置くことを決定した。今後も、失業率が6.5%を上回り、向こう1-2年のインフレ見通しがFOMCの長期目標である2%から0.5%ポイント以内に収まり、長期インフレ期待が引き続き十分抑制されている限り、政策金利を異例の低水準とすることが適切であるとした。また、月額850億ドルの資産買い入れ継続を表明し、積極的な緩和政策を推し進める姿勢を明確にした。声明文では、昨年未の足踏み状態から、緩やかな成長に戻ったと足元の景気判断を上方修正した。景気見通しでは、13年、14年、15年の実質GDPの予想を小幅に引き下げたが、失業率は同期間にやや改善が進むとの見方を示した。

経済指標をみると、2月の雇用統計の失業率は7.7%と前月から低下した。非農業部門雇用者数は事前予測（同16.5万人：ブルームバーグ集計）を大幅に上回り23.6万人となった。1月からの給与税の増税にもかかわらず、経済の堅調さが示された。

国内金融・経済

3月6~7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%）を据え置くなど、これまでの金融政策の効果を見極めたいとして現状維持が決定された。2月分の議事要旨では、追加緩和の選択肢として、何人かの委員が 補完当座預金制度の適用利率0.1%（付利）の引き下げ、従来よりも長期の国債購入、社債等のリスク資産の買入増額などに言及した。

経済指標をみると、機械受注（船舶・電力を除く民需）の1月分は、前月比13.1%と4ヶ月ぶりのマイナスとなった。一方、1月の鉱工業生産指数（確報値）は、前月比0.3%と2ヶ月連続で上昇した。先行きも上昇が見込まれている。

金利・株価・為替

長期金利（新発10年国債利回り）は、3月上旬は日銀への金融緩和期待などから0.6%台半ば前後で推移した。18日以降はキプロスの金融支援策をめぐる欧州不安の高まりで、質への逃避を目的に買いが入り0.5%台後半へと2003年6月以来の水準に低下した。

日経平均株価は、日銀への金融緩和期待やダウ工業株30種平均の連日の過去最高値更新などを受けて、3月中旬には1万2,500円台へと回復した。キプロスをめぐる混迷で乱高下したものの、21日には約4年半ぶりに1万2,600円台を回復した。

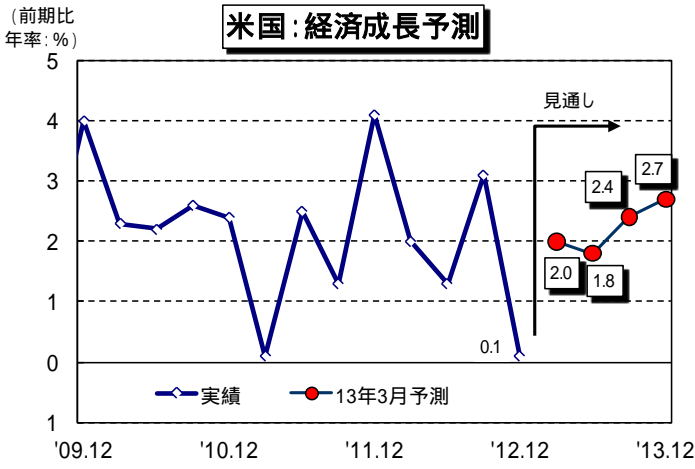
外国為替市場のドル円相場は、月初の93円前後から中旬にかけて96円前後まで下落した。日銀への金融緩和期待や米景気回復期待から円を売ってドルを買う動きが強まった。その後は、キプロス問題で欧州不安が高まったことから安全資産とされる円を買う動きが強まった。

原油相場

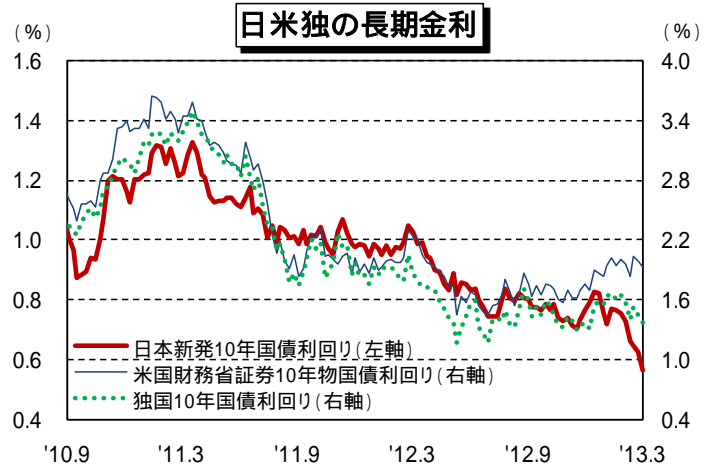
原油相場（ニューヨーク原油先物・WTI期近）は、原油在庫の過剰感などから、3月上旬は1バレル=90ドル台で推移したが、中旬以降は米経済回復基調の高まりで、1バレル=93ドル台まで上昇した。その後は、キプロスを巡る欧州情勢の不透明感などが上値を抑えた。

（2013.3.25現在）

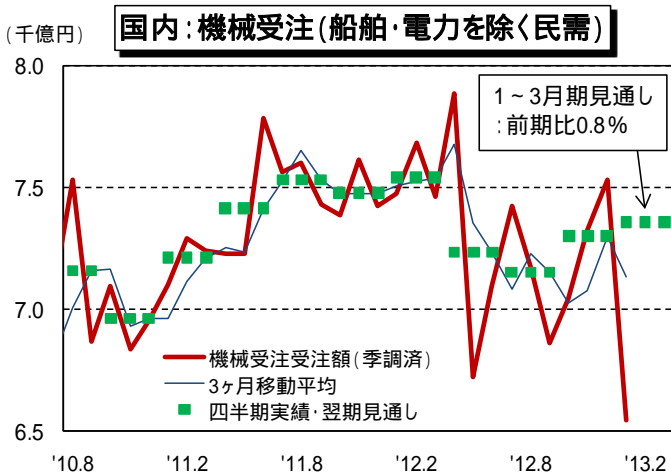
内外の経済・金融グラフ



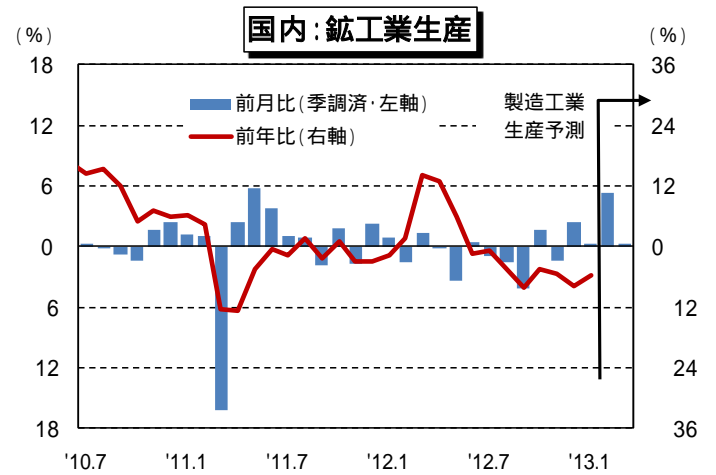
(資料) Bloomberg (米商務省) より作成。見通しはBloomberg社調査



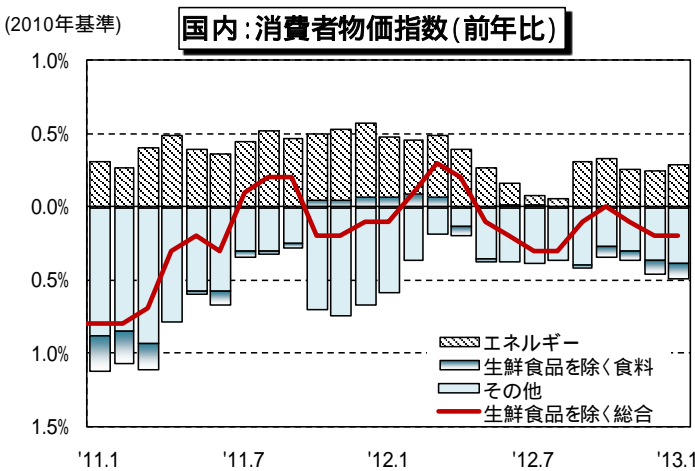
(資料) Bloombergより作成



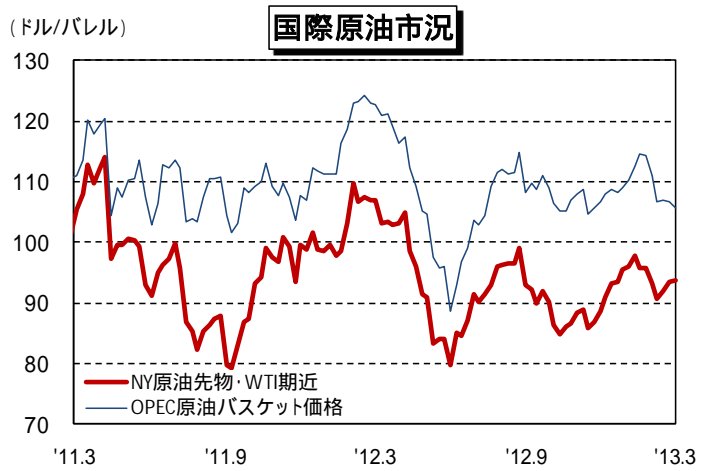
(資料) Bloomberg (内閣府「機械受注統計」) より作成



(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

海外経済金融

中国の大気汚染が深刻化する原因

王 雷軒

はじめに

2013年1月、北京など中国の多くの都市では、深刻な大気汚染が発生した。中国は慢性的な大気汚染問題を抱えているが、今回は国土全体の約4分の1、総人口の約半分（6億人）が影響を受けたという極めて深刻な状況になっている。

以下では、大気汚染物質の発生源および中国の大気汚染の現状を確認するとともに、中国の大気汚染が深刻化する原因を紹介してみたい。

PM2.5など大気汚染物質の発生源

大気中に存在する汚染物質は大きくガス物質と粒子状物質（Particulate Matter以下、PMと略）に分けられる。今回、問題となっているのは直径2.5 μm （マイクロメートル、100万分の1メートル）以下のPMである。

直径2.5 μm 以下の微小粒子状物質（PM2.5）は、呼吸器の深部まで吸入されやすいことから、人の健康に大きな影響をもたらす恐れが高いと言われている。PMの代表的なものとして石炭燃焼により排出される煤じんと亜硫酸ガス（二酸化硫黄：SO₂）が挙げられる。

PMはその生成源により、一次発生と二次発生に分類される。前者は石炭や石油などの燃焼より排出されるPMや様々なガス状成分が直接大気に分散放出されるものである。後者はPMなどが放出後、冷却や化学変化を伴って、スモッグを発生する二次生成粒子となるものである。

PMのなかの粗大粒子は重力沈降により大気中から除かれるが、微小粒子は比較的

拡散速度が小さく、重力沈降の影響もあまり受けにくい。そのため、微小粒子の主な除去方法である降雨などが無い場合は大気中での滞留時間が長くなるため、高濃度汚染を引き起こす要因となる。

北京など大気汚染の現状

13年1月中旬、北京市内の多くの観測点でPM2.5の観測値が700 $\mu\text{g}/\text{m}^3$ を超えた。これは中国の環境基準値（年平均値35 $\mu\text{g}/\text{m}^3$ 、1日平均値75 $\mu\text{g}/\text{m}^3$ ）の約10倍となる水準である。日本のPM2.5の環境基準は1年平均値が15 $\mu\text{g}/\text{m}^3$ 以下であり、かつ1日平均値が35 $\mu\text{g}/\text{m}^3$ 以下であることから、日本の環境基準値の20倍となる。

1月に中国の環境基準を達成したのは4日だけで、深刻な状況が約3週間続いた。1961年以来最悪のスモッグが発生したため、市内の病院では呼吸器の不調を訴える患者が通常より1~4割急増した。

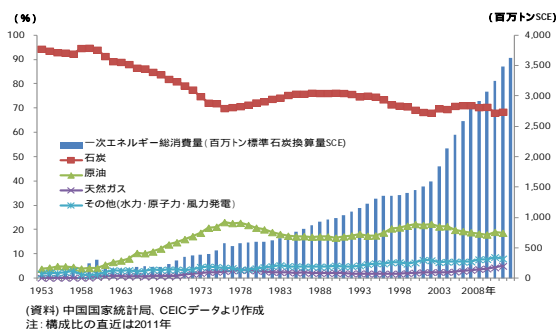
中国環境保護部は、このような大気汚染が北京だけではなく、天津、河北省、河南省、山東省、江蘇省、安徽省、湖北省、湖南省など中国全土の4分の1を濃霧が覆い、約6億人に影響を及ぼしたことを明らかにした。

大気汚染が深刻化する原因

北京市の発表によれば、PM2.5の発生源は天津や河北省からの越境汚染が25%、自動車や発電所やボイラ - 等の石炭燃焼が17%、道路や建設現場からの粉塵が16%、自動車や家具塗装などの工業噴射発揮が15%、農村の家畜飼養やわらの焼却が5%となっている。

北京の西部に火力発電所が多くあるほか、自動車保有台数の増加も著しい。北京での自動車保有台数は12年に520万台となった他、エネルギー消費量も2000年の4,144万トン（石炭換算量）から11年の6,995万トンと10年余で1.7倍まで増加した。また、この冬は連日気温が零下10度近くまで下がるほど寒く、暖房器具用の石炭消費が増えたようだ。

図表1 中国の一次エネルギー総消費量と構成比の推移

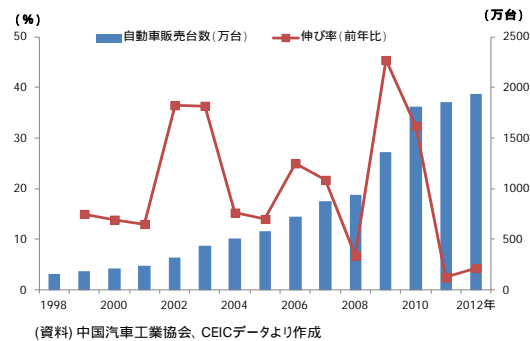


地域によって大気汚染の主な発生源も異なるが、中国全土から見れば、慢性的な大気汚染の主な原因として、発電所や工場で石炭の大量消費および近年の自動車の急速な普及が挙げられる。中国では、一次エネルギー総消費量における石炭の構成比が圧倒的に大きい（図表1）。2011年の一次エネルギーにおける石炭の構成比は68.4%であり、78年以降石炭の構成比に大きな変化がなく、7割前後を維持している。

石炭の約半分は火力発電所に使われているほか、製鉄、セメント工場にも大量に消費されている。しかし、中国産の石炭は硫黄含有率が高く、排煙脱硫装置が急速に導入されているにもかかわらず、運転費用が高く、排煙脱硫装置稼働率がそれほど高くないという問題もある。

また、中国の自動車販売台数が大幅に増加している（図表2）。12年の自動車販売台数は1,931万台となり、それに伴いガソリン・ディーゼル燃料の消費量も顕著に増加

図表2 中国の自動車販売台数の推移



している。しかし、燃料の硫黄含有率が高いにもかかわらず、排気ガスの規制は極めて緩い。東京の自動車排ガス測定局で $23 \mu\text{g}/\text{m}^3$ 基準に対して北京はその5倍となっている。特にトラックなどのディーゼル車に排気ガス浄化装置の装備率も低い。

今回の深刻な実態を受けて、政府は自動車用ディーゼル燃料基準を、現在の硫黄分 $350 \mu\text{g}$ 以下から、14年末に $50 \mu\text{g}$ 以下に、さらには17年末に日本と同じ $10 \mu\text{g}$ 以下に移行する方針を打ち出すなど規制強化を図っている。

おわりに

深刻な大気汚染を受けて、一部の都市では、工場からの排煙、自動車からの排気ガスを抑制するため、工場の操業停止や公用車の使用制限などの臨時的な措置をとった。しかし、抜本的な対策になっておらず、当面は大気汚染の厳しい状況が続くと思われる。

中国のエネルギー消費構造を短期的に変えることは非常に難しく、今後、石炭を利用しながら、環境への影響を如何に抑えるかが問われている。とりわけ、自動車排気ガスの規制を厳しく実施していくことは急務であろう。

<参考資料>

在中国日本国大使館「大気汚染に関する講演会」資料

分析レポート

国内経済金融

黒田新総裁就任後の金融政策運営のポイント

南 武志

3月20日に日本銀行の新体制がスタートした。金融資本市場では2012年11月の衆院解散前後から、次期政権の経済政策への期待感から円安・株高が続いてきた。一方で、債券市場では日銀がさらに国債購入を進めるとの思惑から、長期金利は低下傾向を辿っている。

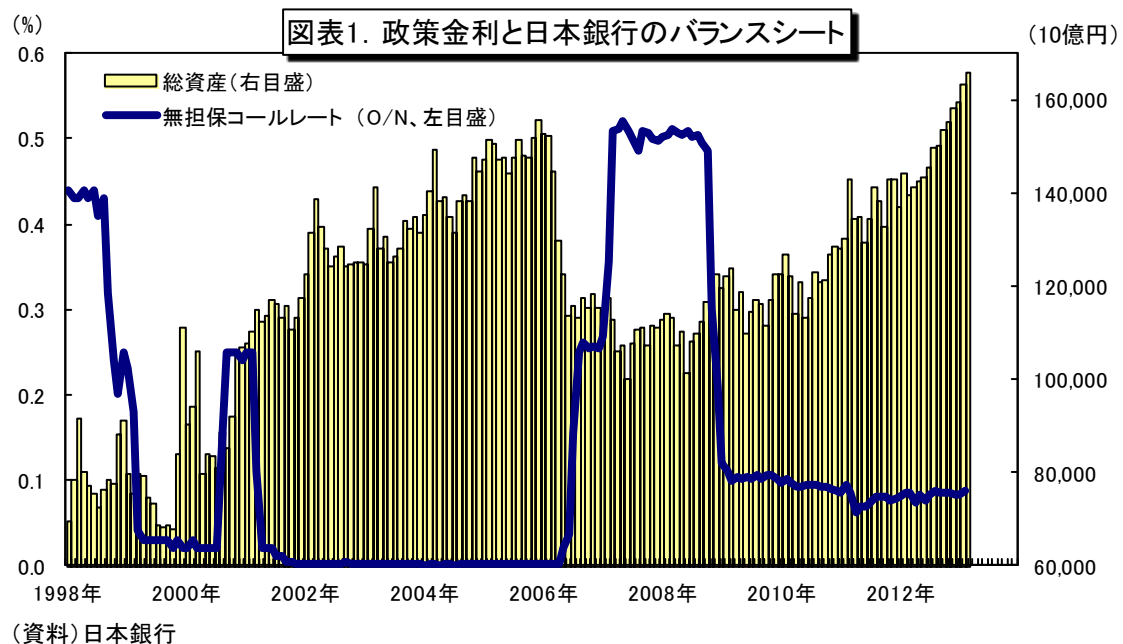
これまでの政策運営の反省

1998年4月に新しい日本銀行法が施行されてから15年が経過した。戦時統制色が強く、政府（特に旧大蔵省）に従属する存在としていた旧法と比較すると、中央銀行としての独立性は格段に高まった。それに付随して説明責任や透明性の向上などが課せられたが、この15年間の日銀の行動を振り返ると、最大の使命の一つである「物価の安定」は達成できず、それに対する説明責任も十分に果たしてこなかった。さらに、独立性を強く意識す

るあまり、政府の経済政策との整合性について距離を置くような場面も見られた。

政策運営面に関しては、政策金利の引下げの余地が乏しい中、時間軸政策や量的緩和を導入するなど、未踏の領域（いわゆる非伝統的手法）に踏み込まざるを得なかった。その意味では、金融緩和について「世界の中央銀行のフロントランナー」だったことは確かだ。しかし、そうした先進的な政策の実施にあたって想定される副作用を強調するがあまり、政策効果を弱めてしまったり、僅かでも物価が上昇した際に緩和策を中止してしまったりと、根雪のようなデフレ予想が定着する一因となったことは否めない。

また、リーマン・ショック後の金融緩和が欧米中銀と比べて消極的だったため、歴史的な円高状態を長期化させ、輸出製造業に打撃を与える要因にもなった点は見逃せない。



現在の政策運営の枠組みと評価

3月22日現在、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 「物価安定の目標」として、消費者物価の前年比2%を設定し、それを早期に実現する、
- ③ 13年末までに資産買入等基金を101兆円程度まで積み上げた後、14年初からは当分の間、期限を定めずに毎月13兆円程度購入していく、

という基本的な枠組みでの運営となっている。

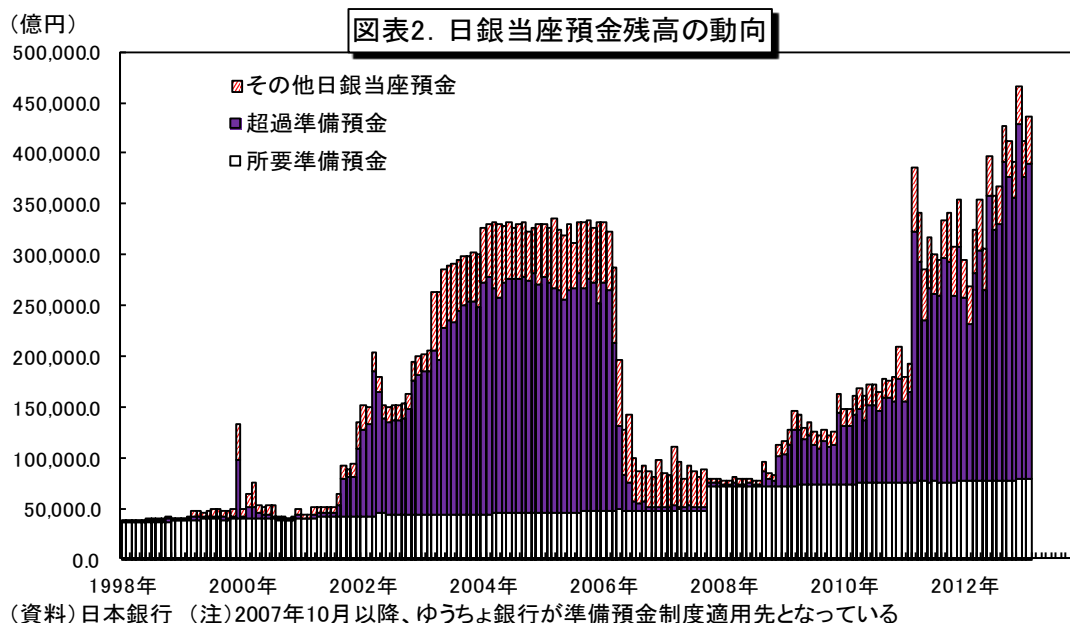
この枠組みは、13年1月の金融政策決定会合で決定されたものであるが、同時に公表された展望レポートの中間評価では、14年度の消費者物価について前年度比0.9%（大勢見通し、生鮮食品、消費税引上げ要因を除く）とするなど、②について積極的に取り組もうとしているのかの疑念が残る内容でもある。

実際、新しく就任した総裁・副総裁か

らも「不十分」、「工夫の余地がある」との指摘がある。

最近の金融政策決定会合での論点

なお、数名の政策委員からは、これまでいくつかの提案があったのも確かである。12年12月には石田審議委員より、補完当座預金制度における適用利率をゼロ%にする（いわゆる超過準備への付利撤廃）との提案がなされた。前節での①に関して日銀は「実質ゼロ金利」と称しているが、現行の適用利率が0.1%であることもあり、実際に政策金利は0.08%前後で推移している（図表1）。日銀としては、量的緩和政策とその後のゼロ金利政策当時（2001年3月~06年7月）の反省を踏まえ、短期金融市場を機能不全にしないために実施しているようである。一方、ゼロ金利の効用としては、金利水準を僅かであっても引き下げることができる。また、デフレ下では、付利撤廃によって、超過準備として積み上がっていたマネーがポートフォリオ・リバランス効果を通じて、経済全体に行き渡りやす



くさせる面もあるだろう（図表2）。

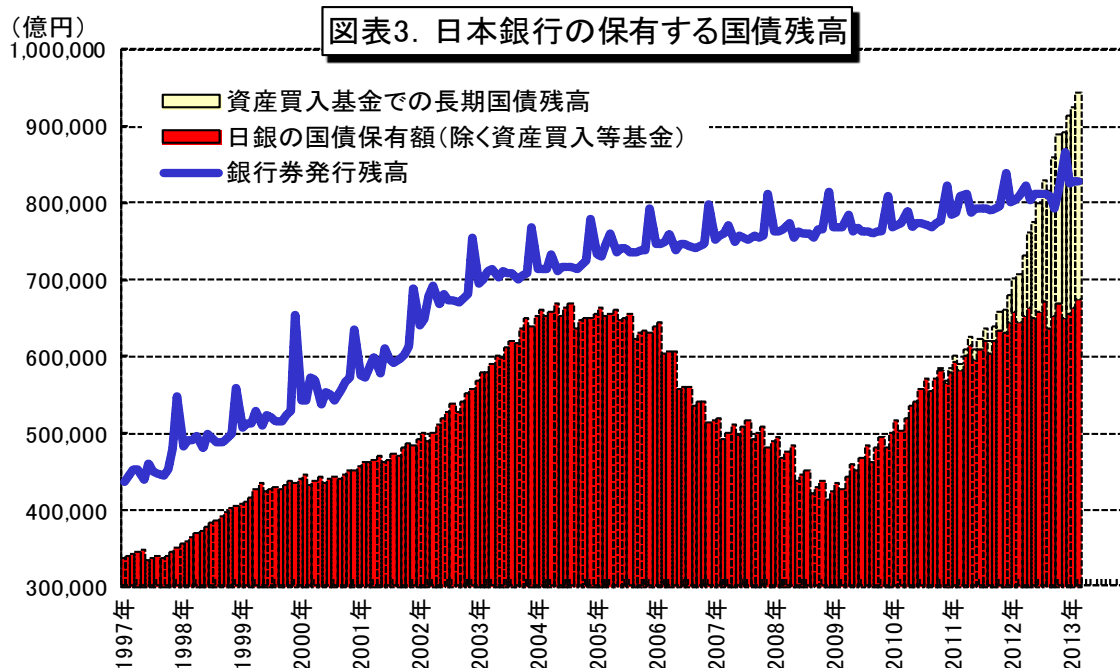
次に、日銀の金融政策のわかりにくさの象徴として、かつて成長通貨の供給という建前で実施されてきた既存の国債買入れオペとは別に、資産買入等基金の長期国債買入れが存在し、前者は銀行券ルールに縛られ、後者はその対象外、としている点がある（図表3）。これについては、3月の決定会合で白井委員が、無期限緩和の前倒しとともに、両者を統合する提案が提出された。

なお、年間21.6兆円（月1.8兆円前後）のペースで国債買入れオペが実施されているが、その対象として利付国債を年間20.64兆円（内訳は、残存期間1年以下：7.44兆円、同1～10年：12兆円、同10～30年：1.2兆円）、変動利付債を年間8,400億円、物価連動債を年間1,200億円、それぞれ購入している。一方、資産買入基金の枠内で購入する長期国債の対象年限は残存期間1～3年である。

この両者の統合を考える上で、銀行券

ルールの取扱いが問題となる。この銀行券ルールは、日本銀行による大量の国債購入が財政赤字のファイナンス（いわゆるマネタイゼーション）として受け取られないための自主規制ルールであるが、理論的な根拠はそもそもない。最近では他の中央銀行でも大量の国債購入を実施しているが、その種のルールはみかけない。それでも、マネタイゼーションと受け取られていないのは、「市場との対話」によって市場からの信認を得られているためである。

また、時間軸の明確化に関する提案もなされている。前節の①、③に関しては、それぞれ必要と判断される時点まで継続することとなっているが、やや裁量性の強いコミットメントとなっている。これに対して、1月以降、宮尾審議委員からは、現行の政策金利を物価安定の目標の実現が見通せるようになるまで継続すると、出口の時期をより明確化した議案を提出し続けている。現時点では、2%の物



(資料)日本銀行資料より作成

値上昇が見通せる状況にはないため、特段意識されることはないが、現状のままでは、2%の物価目標達成が現実味を帯びた際に不規則な金利変動を引き起こすこともありうるだろう。

今後の焦点

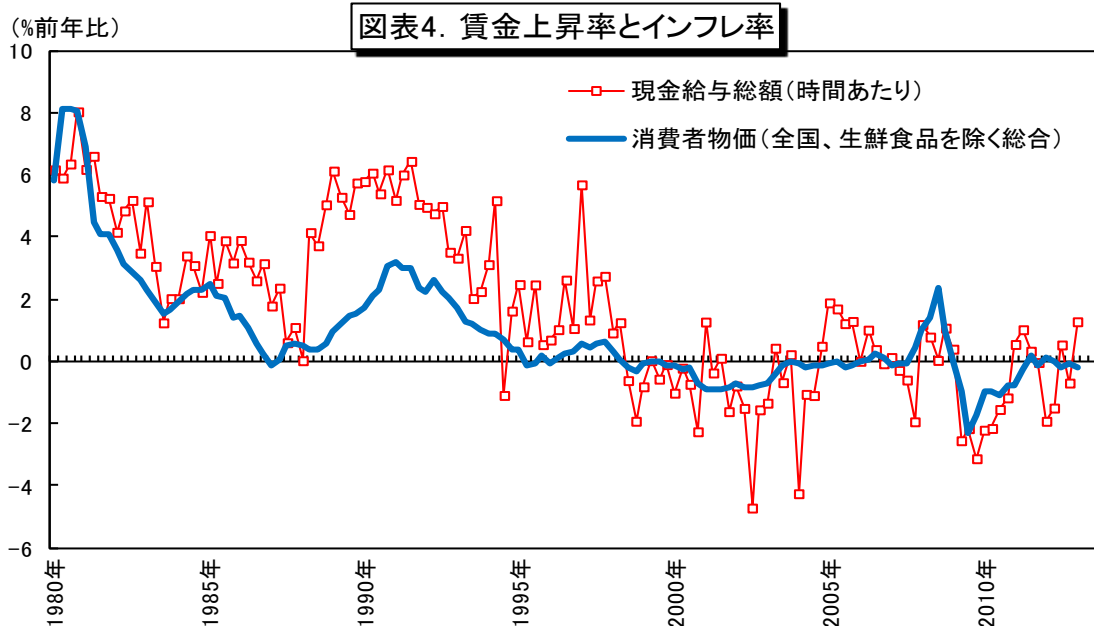
円安・株高の流れを定着させるうえでも、今後の金融政策が果たすべき役割は大きい。そのためには、大胆な緩和策を迅速に打ち出す必要があるだろう。その際には、補完当座預金制度の見直し（超過準備への付利撤廃など）、量的緩和の強化（購入資産の拡充や無期限緩和の前倒し実施）と既に形骸化している銀行券ルールの見直し、などが検討課題となるだろう。

今回、黒田総裁が誕生した背景として、財務官時代（1999～2003年）に発揮された卓越したコミュニケーション能力が買われたと指摘されることが多い。これまで日銀は「市場との対話」に難があると指摘される面が多かったが、「国際金融マ

フィア」として通貨外交を担ってきた黒田総裁への期待は強い。

実際、今後の金融政策は「人々の期待形成に働きかける」ことも柱の一つとなるものと思われる。この手法に関しては、一種の「賭け」ともいえるが、黒田総裁らは「2%の物価上昇は2年程度で達成するのが望ましい」、「2%の物価目標達成まであらゆる手段を講じる」、「デフレ克服の責任は中央銀行にある」との発言を繰り返し、レジーム・チェンジを引き起こそうという試みをしている。加えて、「量的・質的の両面から大胆な金融緩和」をサプライズ的に打ち出すことで、根雪のようなデフレ予想を溶かそうとするものと思われる。

最後に、主要な緩和手法である国債購入については、あくまでデフレ脱却のためであり、決してマネタイゼーションではないということを主張していく必要があるが、それを援護する上でも政府は経済成長とのバランスをとりつつ、財政健全化に向けた努力を続けるべきであろう。



(資料)厚生労働省、総務省統計局のデータより農林中金総合研究所が作成 (注)消費税率を除く

分析レポート

国内経済金融

再生可能エネルギー融資で先駆ける北洋銀行の取組み

安藤 範親

はじめに

2012年7月の固定価格買取制度（FIT）の開始以降、再生可能エネルギー（RE）への事業参入が相次いでおり、地域金融機関はRE事業への融資を強化している。

制度開始5ヶ月の12月時点では、個人向けの太陽光10kW未満を含む認定件数が約22.5万件、認定出力が約523万kWに上り、太陽光を中心に急速に普及している。

太陽光の中でも事業者向けとなる10kW以上についてみると（図表1）特に10kW以上1MW（1,000kW）未満の小規模設備を中心に普及していることが注目される。

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を取り扱うケースが多いようだ。一方で、大手銀行はプロジェクトファイナンスにより数十億円以上の大規模案件を取り扱っている。そのため、数～数十億円の中規模案件をどの業態が扱うのか課題が残る（注1）。

そこで本レポートでは、RE融資の課題である中規模案件への支援に積極対応する北洋銀行（以下、「同行」とする）の取組みを紹介したい。

再生可能エネルギー事業への融資状況

まず、同行の位置する北海道に目を向けると、多様なRE資源に恵まれており、太陽光や風力、地熱など、そのポテンシャルは日本有数規模である。

特に、太陽光では、日射量が豊富な道東（釧路・根室・十勝・網走地方）が、風力では、風況の良好な道北沿岸部（宗谷・留萌地方）が好適地である。また、広大な未利用地の取得費用が安価であることなども事業参入を後押しする。同行が取り扱う太陽光の計画地域別件数を見ても（図表2）約半数が日射量の多い道東と重なる。

次に、同行が取り扱う事業者向けの太陽光の発電規模別件数を見ると（図表3）約7割は2M未満の小規模案件である。そのほとんどが道内企業による事業で、同行は、企業の信用力や保有資産に応じた融資を行っている。

また、約1割にあたる10MW以上の大規模案件は、事業規模・費用の大きさから、その多くが本州の大手企業による事業で、大手銀行がプロジェクトファイナンス（PF）を組成して資金調達を行う。

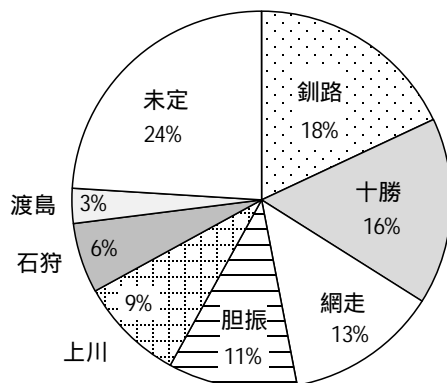
そして、同行による先駆的取組として注目されるのが、約2割を占める2MW以上10MW未満の中規模案件である。中規模案件は、大手銀行が取り扱うPF案件としては規模が小さく、地域金融機関が取り扱う融資案件としては規模が大きいため

図表1 事業者向け太陽光発電設備の認定状況

	出力別件数		認定出力(kW)		出力平均値(kW/件)	
	10kW～1MW	1MW以上	10kW～1MW	1MW以上	10kW～1MW	1MW以上
北海道	590	117	73,120	563,845	124	4,819
東北	701	29	36,292	62,200	60	1,418
関東	5,375	129	279,897	259,440	49	1,420
中部	5,545	64	256,234	138,511	51	1,694
近畿	4,458	85	224,739	183,465	49	1,912
中国	2,884	89	159,518	243,678	58	2,851
四国	2,088	38	123,473	82,210	60	2,107
九州	8,200	191	527,845	642,573	66	2,676
全国	29,841	742	1,681,118	2,175,923	65	2,362

（資料）資源エネルギー庁「再生設備認定状況（12年12月末時点）」

図表2 太陽光計画地域別件数の割合



(資料) 北洋銀行(13年2月末現在)

取り扱いが難しい。このような課題がある中、同行は、大手銀行の組成するPF案件に貸手として参加し、PFを組成するノウハウを積み上げてきたことで、既に、自らがアレンジャーとなり、中規模案件に対応したPFの組成体制を築いている。

道内企業の体力や財務バランスを考えると、中規模以上の事業を担える企業は決して多くなく、同行は、道外企業も含めた新規案件に対して主導的にPFの検討を行っている。

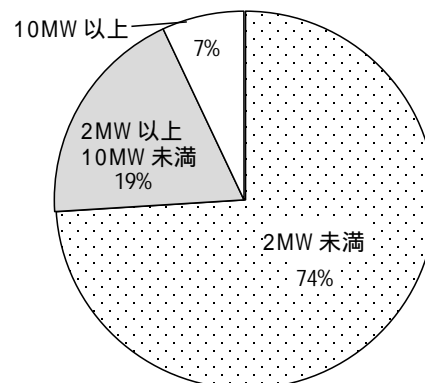
北海道固有の環境を踏まえた事業審査

同行は、FIT開始以降、各営業店に、企業からの相談に乗るための手引書を配布しており、事業計画の検証に必要な項目のチェックを行っている。

北海道は寒冷地であり、積雪や地面の凍結などを考慮したRE設備の設計が必要となる。そのため、事業計画の検証では、北海道の環境に適した計画かどうかなどが重要なチェック項目となっている。その他、維持管理費用や人件費、税金、損害保険料など様々な項目を検証している。特に、施設劣化などの修繕積立金や電気事業税などの項目の見積もりが抜けている事例が多いそうだ。

なお、融資期間については、太陽光の

図表3 太陽光発電規模別件数の割合



(資料) 北洋銀行(13年2月末現在)

ケースで、17年と規定される法定耐用年数や導入コストなどを考慮し、15年を目処に設定している。

産業成長への課題

このように同行では、RE事業への参入を希望する企業に対し、同制度の概要や収支見通しなどの助言業務を本格化させており、RE産業の育成に挑んでいる。

ただし、先行きには不安もある。資源エネルギー庁によると、北海道は送電線の容量が脆弱で、すでに固定価格買取制度に認定された設備だけでも、受入能力は限界を迎えている。送電線整備には約10年が必要とされており、同行は、REの普及を本格化させるためにも、国や電力会社による送電インフラの早急な整備が必要だと言う。

おわりに

同行の取組み成果もあり、北海道のRE事業は、小規模のみならず、中規模から大規模まで幅広く計画が進んでいる。また、既に同行は、道内RE事業発展の牽引役として、太陽光以外のRE事業へも積極的に取り組む方針を示しており、今後の動向が注目される。

(注1) 寺林・安藤(2013)「電力固定価格買取制度への地域金融機関の対応」『金融市場』1月号を参照のこと。

連載

物価 古今東西 第1回

物価の種類

～ 代表的な物価指数 ～

竹光 大士

政府、日銀は2%の物価目標の早期実現を目指しており、物価に注目が集まっている。そこで、本連載では物価をめぐる諸問題について取り上げていくこととしたい。

国内企業物価指数に遅行している。企業が物価の上昇を感じてから価格に転嫁するのに時間差があるということである。

国内企業物価指数、消費者物価指数

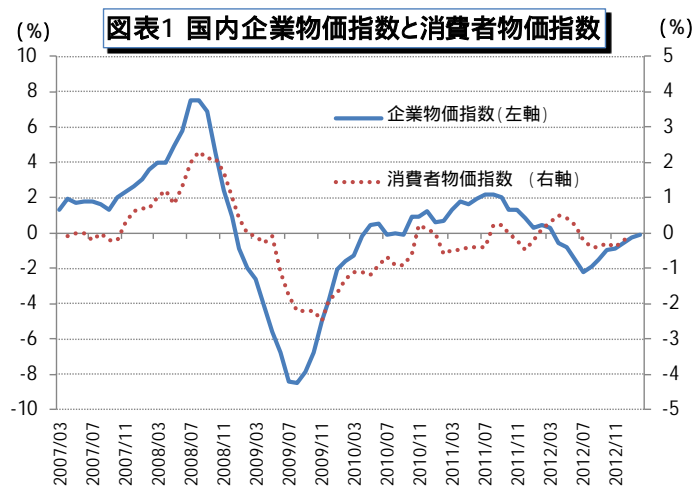
代表的な物価指標としては、企業間で取引される「財」の価格動向を示す「企業物価指数」、家計が消費する財・サービス価格動向を示す「消費者物価指数」がある。ここでは、消費者物価指数、国内企業物価指数を取り上げる(図表1)。国内企業物価指数は国内企業間で取引される財の価格を集計したものである。消費者物価指数は小売物価統計調査をもとに作成され、インフレの物差しとして使われる。消費者物価指数の上昇率安定を目標に掲げている中央銀行は多く、金融政策の決定に関わる要因の一つである。

消費者物価の種類と物価目標

消費者物価指数には、生鮮食品を除いたコアCPI、食料(酒類を除く)及びエネルギーを除いたコアコアCPIがあり、価格変動の激しいものを除いたコア指数は需給環境をより反映する物価変動を表わす指標として有効である。しかし、政府・日銀の目指す物価目標2%は、総合消費者物価の前年比とされており、価格変動の激しいエネルギーや食品価格に左右されやすいという指摘ができるだろう。また、14年4月1日から増税となる消費税は消費者物価、企業物価を押し上げる要因となる。増税分は財・サービス価格に転嫁される可能性が高いからである。消費税増税やそれによる景気変動が物価にどう影響を与えるのか注目である。

国内企業物価と消費者物価の特徴

ここで、注意しておきたいのは消費者物価指数と国内企業物価指数は同時に変動しない傾向にあるということである。国内企業物価が上昇しても、企業の生産性が上がれば、消費者物価に転嫁されないことがある。グラフから分かるように消費者物価指数は概ね



連載

新興国ウォッチ！ <第11回>

人口ボーナス

多田 忠義

人口ボーナスとは

人口ボーナス(Demographic Dividend)とは、人口動態が経済活動に及ぼす影響のうち、とくに人口構成の変化が経済成長にプラスの影響を与えるという考え方を指す。出生率が高く、平均寿命の短い(死亡率の高い)開発途上国において、出生率が低下し、扶養人口が相対的に減少することを通じて一時的に経済成長を促進するという考え方である。

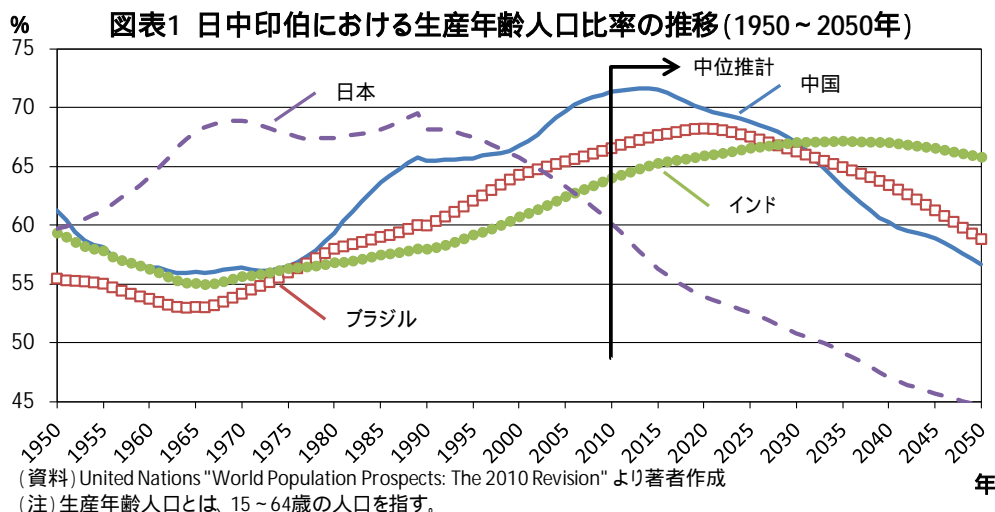
例えば、IMFが2004年9月に発行した『世界経済見通し(WEO)』によると、生産年齢人口(15~64歳)比率の変化は、一人当たりGDP成長率など、マクロ指標と相関関係にあることが示されている。また、ハーバード大学のブルーム教授らが執筆した1998年の論文では、1960~90年にかけてのアジア諸国の成長の3分の1が人口ボーナスによるものであると指摘している。ただし、同教授らは、人口ボーナスの効果は必然的に起こるものではなく、人口構成の変化に対応する社会・経済・政治制度をその国で構築する必要があるとも指摘している。

生産年齢人口比率の推移

既往研究を考慮すると、生産年齢人口比率の変化が、その国の経済に一定程度の影響を与えていることは明らかである。ここでは中国、インド、ブラジルにおける生産年齢人口比率の変化と見通しから、新興国における人口ボーナスについて考えてみたい。なお、比較のため、日本の比率も表示した(図表1)。

日本では、1960~1980年代に生産年齢人口がピークを迎え、人口ボーナスの影響を日本経済が享受できたといえよう。一方、新興国で生産年齢人口比率が最初にピークを迎えるのは中国で、次にブラジル、インドの順であるが、21世紀中ごろには、これらの国々で生産年齢人口比率は低下し始める。これらの国々では、人口構成の変化が今後急速に進むと予想され、当該国の経済動向や社会保障制度などに影響を与えることが懸念される。

付記:本稿は、大泉啓一郎(2012)「人口動態と経済成長の関係~人口ボーナス論を中心に~」11-30頁、大泉・小山田編「開発途上国における少子高齢化社会との共存」調査報告書 アジア経済研究所、を参考に執筆した。



海外の話題

「点描画のアジア」

農林中央金庫 シンガポール支店長 松本 恭幸

2013年のアジア経済 — 中国、インド、インドネシアに代表される内需型アジア諸国は、中間所得者層の拡大や最低賃金の引き上げに支えられた堅調な個人消費、それを目的とした内外資本の設備投資やインフラ投資により引き続き高い経済成長を達成する。シンガポール、韓国、台湾等の外需型アジア諸国も内需型アジア諸国に牽引される域内需要を取り込み、2012年の大幅な落ち込みから回復。結果として、アジア全体の経済成長は昨年の6.2%から6.8%へと上昇。中国、インドを除くアジア諸国の経済成長も昨年の3.6%から4.3%への大幅な回復が期待される。また、欧州経済の混迷は続くものの、米国経済の復調はアジア地域全体への潜在的なアップサイド。一方、資源価格は小康状態にあるものの、賃金上昇や内需の堅調さによりインフレは昨年の3.2%から4.0%へと上昇基調。しかし、コントロール可能な状況。

これが2013年のアジア経済に関するコンセンサスだろう。しかし、この全体像のパーツに目を配ると、見方によって違うアジアが浮び上がってくる。

例えば、アジアの生産と消費を支える潤沢な人口。中国の労働人口は遅くとも2015年にはピークアウト、韓国も2016年から減少に転ずる。既に労働力を移民に依存するシンガポールでは「移民増で総人口を5.3百万から6.9百万（2030年）に増やし、結果として外国人比率が45%となる」との人口白書を発表。これに対して、3,000～4,000人参加する異例の抗議演説がHong Lim公園のSpeakers' Cornerで行われた。インドやインドネシアのように人口ボーナス期をこれから迎える国々に対して「老いるアジア諸国」は生産関数投入要素の減少による潜在成長率の低下、個人消費減退による内需への下方圧力といった経済成長の需給両面での隘路が懸念される。

中国、タイ、インドネシア等の最低賃金引上げ（前年比20～40%）やアジア全体で不足する中間管理職の件数急増は経済を支える個人消費の底上げに着実に繋がっているが、域内の企業競争力やインフレへの潜在的脅威でもある。また、個人所得の絶対水準が改善する一方で所得格差の問題は深刻。ジニ係数（国連）を見るに、アジアの先進国たるシンガポールや香港はそれぞれ42.5、43.5と発展途上国並みの水準。シンガポールでは、中国や周辺国の富裕層の資金流入により、中心部の民間開発住宅は軒並み「億ション」、公団住宅に相当するHDB（Housing Development Board）物件の価格も高騰、新車購入権（COE、Certificate of Entitlement）は700万円超に達した。結果、与党の人民行動党は補欠選挙に連敗、国民の不満が政治問題として顕在化しつつある。今後、名目成長が鈍化する局面での所得格差や実質所得低下に対する不満噴出が大いに懸念される。香港も同様の状況にある。

さらに、中国、韓国の政権交代を皮切りに、アジアは本格的な「政治の季節」に入る。マレーシアは総選挙後の与党国民戦線（BN）の野党人民同盟（PR）に対する優位の程度が争点。インドネシアは2014年に総選挙と正副大統領占拠を迎える。ユドヨノ大統領の後継にメガワティ、プラボウォ、バクリー、ウィラント等の複数名が挙がるものの、優位に立つ候補者は現状なし。2Gライセンスの入札スキャンダル以降、政治が大きく揺れてきたインドも総選挙に向かう。連立与党の中核である国民会議派からインド人民党（BJP）への政権交代が囁かれる。一方、アジア各国では「政治が誰に主導されようと経済政策の方向性には変わりはない」との楽観論は多い。しかし、大半のアジア諸国は戦後・独立後政治の延長線上にあり、その成熟度は低い。不測の事態はあり得る。

この他にも各国の代表的な問題を列挙すると、中国～地方政府の債務、TSF（Total Social Finance）

拡大、住宅価格の再上昇、インド～財政赤字、経常収支赤字、しつこいインフレ、インフラ不足、韓国～円安・ウォン高の影響、個人部門の高レバレッジ、経済格差（個人貧富の差、チェボル（財閥）と中小企業間の問題）、対北朝鮮問題、インドネシア～資源需要（石炭、パーム油）の動向、経常収支の赤字、土地収用の遅延とインフラ不足、タイ～洪水復興需要の終了、バラマキ的な財政、政治闘争（王室保守派 VS タクシン派）、マレーシア～前倒しの財政発動とその後処理、過熱気味なリテイル不動産投資となる。唯一フィリピンが、BPO（Business Process Outsourcing）と OFW(Overseas Filipino Worker) 送金の拡大、好調な個人消費、インフレがコントロールされた高成長、対外バランスの改善、汚職・不正の減少と徴税能力の改善、アキノ Jr. 大統領に対する内外からの評価等に見られるように、全般的な評価が高く、否定的な側面が少ない。

アジア通貨危機を引き起こした時代の政治経済状況と比較すると、現在のアジアは安定し危機を引き起こす状況にはない。しかし、アジアは明るい色と暗い色の視覚混合が全体を彩る点描画。どちらの色がより色彩を放つかにより、この点描画の見え方は異なる。また、見る人によっても異なる。ここ1～2年間、弊庫シンガポール支店を訪問する方々にアジアの話しをさせて頂く機会が著しく増えた。中華、インド、イスラムに影響を受けた基盤構造、東インド会社と植民地政策、移民による混合文化の形成、東西冷戦下での日米欧の影響といった一連の歴史観に加え、「点描画としてのアジア」の見方をお話させて頂いている。