

潮流

注目される「期待」の役割とユーロ圏の経験

主席研究員 山口 勝義

野田前首相が総選挙の実施を決めた昨年11月半ば以降、ドルの対円為替レートは約2割、日経平均株価は約5割上昇するなど、金融市場は大きく動いている。長年の日本経済の課題であったデフレからの脱却に向けた安倍政権や黒田総裁の下での日銀による取組みに対する市場参加者の期待感が、この動きには強く反映されている。

このような市場の動きを維持し、狙いどおり日本経済の復調を果たすためには、経済主体のインフレ「期待」に働きかける政策の採用が重要であり、また、より一般的には市場の「期待」を上回る新たな政策を出し続けることが重要であるとされている。

この「期待」という言葉は、財政危機に翻弄され経済成長の停滞が長引くユーロ圏では、既に馴染みのある言葉となっている。

ユーロ圏では財政悪化国に対してその迅速な改革を求めてきたが、これは、「改革により現時点で財政支出が削減されても、財政状況が改善する数年後には支出の回復が行なわれる」、「現時点で増税がなされても、いずれ減税に転じる」などの経済主体による将来に向けた「期待」により、緊縮財政の経済成長に対する負の効果は軽減されるとする考え方によるものである。また、景気が落ち込む中でも拡張的な財政政策を回避してきたのは、足元でそうした政策を採用しても経済主体は将来の財政支出の削減や増税を予想（「期待」）するため、単純にその投資や消費を拡大しないとの考え方に基づいている。このように、ユーロ圏では危機対策として「期待」を重視した政策を維持してきた。

しかし、ユーロ圏でのこれまでの経緯を振り返れば、現実には経済構造改革による刺激効果が現れる以前に景気後退が深まってしまった。そして、この景気後退が財政改革を一層困難にし、これがまた景気回復を遅らせるという悪循環を招いてしまっている。

このユーロ圏での失敗の原因は、ひとつには、政策当局者が改革を急ぐあまり緊縮財政が景気に及ぼす負の影響を過小評価したことにあると考えられる。また別の側面として、財政危機が進展する過程で支援国側に様々な見解の衝突が生じ、中長期的な視点が弱い当面の支援対応を繰り返す政策対応に終始したことをあげることができる。こうした際の政策当局者の市場とのコミュニケーションは適切なものとは言えず、「期待」は必ずしもその望まれる役割を發揮することにはならなかった。この結果、金融支援が近々不可避となるだろうと見る悪いシナリオが自己実現する局面を招くことにもなってしまった。

以上のように、ユーロ圏の経験からすれば、市場の「期待」を維持することは決して容易なことではない。まして日本においては、デフレ脱却という難度の高い課題ばかりか、同時に、極めて悪化した財政という大きな問題を抱えている。

市場参加者は、一方で「リスクオン」が僅かのきっかけで「リスクオフ」に切り替わる場面をしばしば経験してきた。「期待」の重要性は否定できないが、「期待」への依存には常に危うさが伴っている。市場の「期待外れ」とならないように、政策当局者は、中長期的な視野に立った信頼性のある政策を策定しそれを着実に実行すること、必要に応じ政策を適時適切に見直すこと、そしてその際に市場との適切なコミュニケーションを維持することなどの重要性を、改めて認識する必要があるように考えられる。

情勢判断

国内経済金融

「異次元」の金融緩和策が円安・株高をさらに後押し

～しかし、実体経済の回復テンポはまだ鈍い～

南 武志

要旨

3月に就任した黒田日本銀行総裁が初めて臨んだ金融政策決定会合で、事前の市場予想を上回る、文字通り「異次元」の金融緩和措置が打ち出され、デフレ脱却や成長促進を促すアベノミクスが本格化している。黒田総裁は、こうした緩和措置によって2年をめどに2%の物価上昇を実現し、その後もその水準を維持することを目指すとしているが、マクロ的な需給ギャップがかなり乖離していることもあり、実現はかなり厳しいと思われる。

なお、こうした積極的な政策運営によって、円安・株高傾向が続いているほか、企業・家計の景況感も好転した。国内景気は12年末あたりから持ち直し始めており、足元の動きはまだ弱い。先行き、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、徐々に回復傾向を強めるだろう。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2013年				2014年	
	4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 (%)	0.073	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.2282	0.15～0.25	0.15～0.25	0.15～0.25	0.15～0.25	
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 (%)	0.590	0.35～0.65	0.40～0.70	0.40～0.70	0.45～0.80
	5年債 (%)	0.225	0.10～0.30	0.10～0.30	0.10～0.30	0.10～0.35
為替レート	対ドル (円/ドル)	99.5	92～105	95～107	95～110	95～115
	対ユーロ (円/ユーロ)	129.3	120～140	120～140	120～140	120～140
日経平均株価 (円)	13,843	14,250±1,000	14,750±1,000	15,000±1,000	14,750±1,000	

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

(注)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4月24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。

金融政策:量的・質的金融緩和の導入

4月3～4日の黒田総裁らが就任して初の金融政策決定会合において、日本銀行はマネタリーベースを2年で倍増させることなどを柱とする「量的・質的金融緩和」の導入を決定、1月に導入した2%の物価上昇を早期に実現することを明記した「物価安定の目標」の達成に向けた政策運営を本格的に開始した。

この「量的・質的金融緩和」とは、①金融市場調節の操作目標をマネタリーベ

ースへ変更し、その残高が年間約60～70兆円のペースで増加するよう金融市場調節を行う(目標額として13年末に200兆円、14年末に270兆円)、②長期国債の保有残高が年間約50兆円のペースで増加するように買入れる(毎月のグロスの買入れ額は7兆円強の見込み、買入れ対象が全ゾーンで、買入れの平均残存期間を7年程度(国債発行残高の平均並み)へ延長、③ETF、J-REITの保有残高がそれぞれ年間約1兆円、同約300億円のペ

一スで増加するよう買入れる、④2%の「物価安定の目標」の早期実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、①～③についてリスク要因を点検して必要な調整を行いながら継続する、といった内容のものである。そのほか、10年10月に導入した資産買入等基金を既存の資金供給オペなどと統合、日銀の国債保有に関する「銀行券ルール」を一時適用除外とし、市場参加者との対話を強化することなども同時に決定した。

この決定内容は、市場参加者の事前の想定を大きく上回るものであり、日銀がデフレ脱却を目指す姿勢をアピールするのに大いに貢献したと思われる。実際、決定会合前には若干調整気味に推移していた金融・資本市場は、緩和策の発表直後は「円安・株高・金利急低下」という反応となった。

今後の政策運営については、今回かなり思い切った政策を導入したこと、「戦力（政策）の逐次投入」はやらないと黒田総裁が述べていることもあり、特別な事情でもない限り、基本的な政策の枠組みはしばらく維持されると思われる。約1年後、14年4月に予定される消費税増税の景気・物価情勢などへの影響を確認しながら追加策の是非を検討するものと思われる。

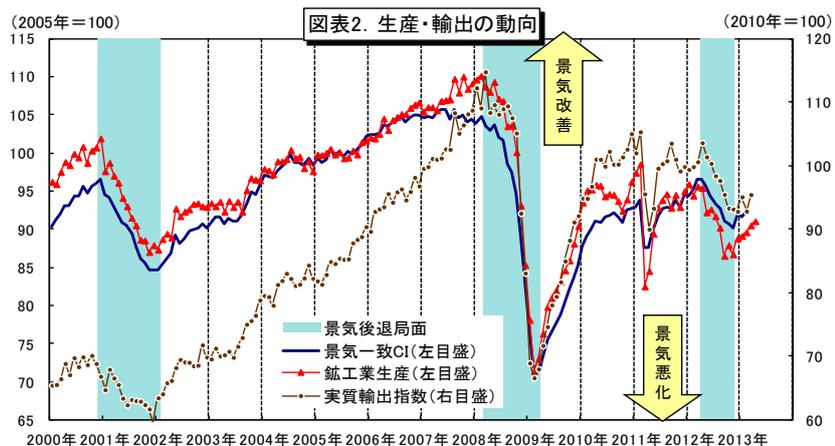
なお、黒田総裁らは、2%の物価上昇は2年をめどに実現したいとの意欲を前面に押し出しており、そうした決意表明は日銀の真剣さを示すものとして十分評価に値す

る。とはいえ、現実問題として、これまでの金融緩和策が不十分だったこともあり、マクロ的な需給ギャップが大幅な乖離状態となっている。これを解消するのは2年では困難との見方は変わらない。

国内景気：現状と展望

一方、国内経済に目を転じると、政府・日銀がデフレ脱却・成長促進に向けた政策運営に着手し、それまでの円安・株高傾向が一段と強まった。それを受けて、企業・家計のマインドの改善が進行しており、日銀短観（3月調査）によれば、大企業・製造業の業況判断DIが3期ぶりに改善に向かった。また、13年度の設備投資計画も3月調査としては悪くない内容（前年度比▲0.2%、全産業（含む金融保険業）、ソフトウェア投資を含む、土地投資額を除く）であった。為替レートの想定が1ドル＝85円台と、かなりの円高の前提であることを考慮すれば、先行き輸出製造業を中心に企業業績が上方修正される可能性が高いだろう。

とはいえ、実体経済を見ると、円安がだいぶ進行したにも関わらず、世界経済の回復力が弱いこともあり、生産・輸出はまだ鈍い。ただし、先行きは復興関連



(資料)内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成
(注)鉱工業生産の最後の2ヶ月分は製造工業生産予測指数を適用

や大型補正に伴う公共事業が徐々に本格化するほか、円安による輸出数量増が始めるものと思われ、徐々に景気回復傾向は強まっていくと思われる。加えて、年度下期には消費税増税前の駆け込み需要が発生し、成長率が一時的に高まる場面もあるだろう。

一方、物価動向については、依然としてデフレ状態が残ったままである。2月の全国消費者物価（除く生鮮食品、以下コアCPI）は前年比▲0.3%と4ヶ月連続で下落、しかも最近では下落幅がやや拡大する傾向にある。国内のデフレギャップが大幅に乖離した状態は続いているため、物価に対する下落圧力は根強い。昨年の穀物高騰、さらには最近の円安進行に伴って、輸入品に一部値上げの動きも散見されるが、家計の所得環境は依然厳しく、全面的に価格転嫁が進む状況には程遠い。

先行きに関しては、前述のとおり、輸入品などで価格上昇が続く面もあるほか、エネルギー価格の値上げ傾向も残っているものの、3～5月にかけては前年のエネルギー価格が高めに推移したことの反動も出るとされる。そのため、全体としてみれば、物価は引き続き軟調に推移するだろう。その後、夏場以降は前年比上

昇に転じ、年度末にかけて徐々に上昇率を高める可能性がある。とはいえ、数年先に2%の物価上昇が定着することを想定するのは依然として困難な状況と言えるだろう。

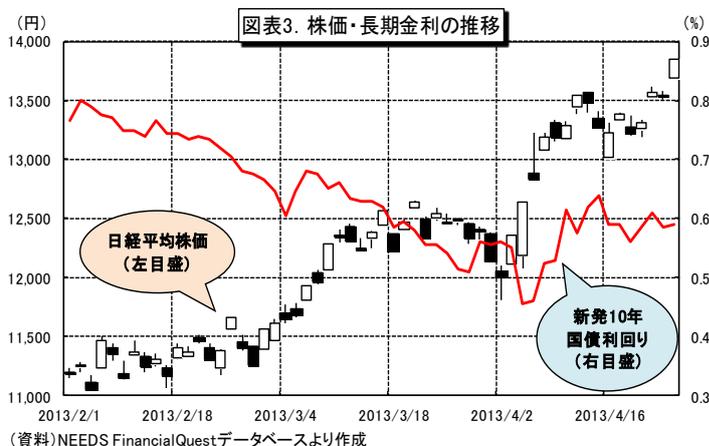
金融市場：現状・見通し・注目点

海外経済には不透明感が強いものの、アベノミクスへの期待や日銀の大胆な緩和策などもあり、基本的に「円安・株高」といった流れが続いている。しかし、長期金利については、日銀による「量的・質的金融緩和」の発表後、様々な思惑が働き、乱高下する場面も散見された。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

「量的・質的金融緩和」によって日銀が大量の国債購入を実施することが決定したが、その直後、長期金利（新発10年物国債利回り）は急低下し、一時0.315%といった史上最低水準を更新した。しかし、その後、すぐに0.6%台まで急上昇するなど、債券市場は非常にボラタイルな状況となった。

今回の緩和措置によって日銀は毎月グロスで7兆円超の買入れを行うことになったが、それは国債発行額の約7割に相当する。一見すれば、これは長期金利の低下要因であるが、国債市場における日銀のプレゼンス拡大がもたらす弊害が懸念されたほか、緩和策の中長期的な影響についても投資家が量りかねる面もあり、一時、長期金利の水準感を「喪失」したような状況になったと言えるだろう。その後、「市場参加者との対話」



を通じて、日銀は国債買入オペの頻度を高めるように修正したほか、利回りが上昇した中長期ゾーンに対する購入ニーズも戻ってきたこともあり、債券市場は徐々に落ち着きつつある。

先行きについては、内外景気の回復テンポが徐々に高まっていくとの見通しや、デフレ継続予想の後退などが金利の上昇要因として意識されると思われるが、日銀による強力な緩和策の効果が浸透するにつれて、一旦は利回りが上昇した中長期ゾーンの低下傾向が強まると思われる。その結果、長期金利は引き続き 0.5%前後といった低位での推移を続けるものと思われる。

② 株式市場

12年11月中旬まで概ね8,000円台後半でもみ合っていた日経平均株価であったが、その後はほぼ一貫して上昇しており、3月上旬にはリーマン・ショック（08年9月15日）直前の水準を回復した。基本的には、アベノミクスや追加緩和への期待感に伴う円安進行や堅調に推移する米国株価などに牽引される格好となっている。4月下旬には1万3,500円台と約4年9ヶ月ぶりの水準まで上昇している。

先行きに関しては、債務問題を抱える中での景気悪化が懸念されるユーロ圏経

済や米国での強制歳出削減の影響などといった海外の影響を受けやすい状況には変わりはないが、アベノミクスやそれに伴う円安進行などが、国内経済や企業業績の回復につながってくれば、株価は一段と上昇するものと思われる。

③ 外国為替市場

12年11月中旬以降、総選挙後の新政権による経済政策への期待に加え、日本の貿易収支の赤字定着予想もあり、円安傾向が強まった。11月中旬には1ドル＝80円前後だった対ドルレートは、世界経済の不安定さを示すイベントが断続的に出現したにも関わらず、4月下旬にかけて100円を窺う水準まで円安が進んでいる。また、対ユーロでも11月中旬の100円前半から、4月下旬には130円前後となっている。

こうした円の独歩安について懸念を表明する向きもないわけではないが、直接的な為替操作をしているわけではないこと、さらに国際会議などで麻生財務相・黒田日銀総裁がアベノミクスや大胆な金融緩和措置はデフレ脱却による内需振興が目的であるとの説明を続けたこともあり、4月に開催されたG20財務大臣・中央銀行総裁会合の共同声明でもアベノミクスは容認された。

先行きについても、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近くまで円が減価してきたこともあり、今後の円安ペースは緩やかなものになるだろう。（2013.4.24 現在）



情勢判断

海外経済金融

回復テンポがやや鈍化する米国経済

木村 俊文

要旨

米国では4月に入り、雇用や消費関連など一部の経済指標が予想を下回る結果となり、景気に対する楽観的な見方がやや後退した。こうした弱い経済指標が散見されることを受けて、金融市場では株高の動きが弱まり、早ければ年内にも量的緩和の縮小が開始されるとの観測も遠退くこととなった。一方で、財政協議の先行きに対する不透明感は依然として払拭されておらず、連邦債務の上限引き上げをめぐる今後の動向次第では再び懸念が強まる可能性もあるだろう。

経済指標は一部で弱い動き

最近発表された米国の主要な経済指標は弱いものが散見され、米景気が回復基調にあるとはいえ依然として一部に脆弱さが残っていること示している。

足元の動きを見ると、3月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月差8.8万人増と、事前予想(20.0万人)を大きく下回る結果となった(図表1)。ただし、直近2ヶ月分については前月(23.6万人 26.8万人)、前々月(11.9万人 14.8万人)と計6.1万人上方修正され、均してみれば1~3月は16.8万人(前月差)と底堅く、過度に悲観する必要はないだろう。一方、失業率は7.6%と前月(7.7%)から0.1ポイント改善した。

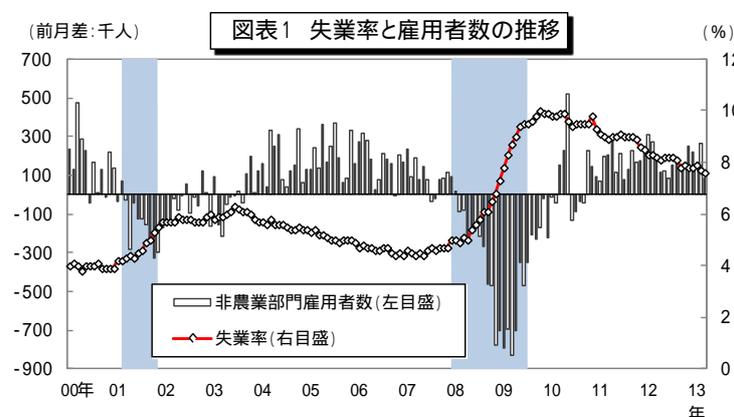
なお、4月13日までの新規失業保険週間申請件数は、基調を示す4週移動平均が36.1万件と4週連続で増加し、3月中旬まで続いた改善傾向が一服した。

個人消費は、3月の小売売上高が前月比0.4%と2ヶ月ぶりのマイナスとなり、前月分も同1.0%と0.1ポイント下方修正された。3月はガソリン価格下落の影響でガソリンスタンドの売上が減少したほか、米東部一帯が冬の嵐で積雪を観測するなど天候不順となったこともあり、家電や自動車など多くの業種が前月を下回った。

また、4月の消費者信頼感指数(ミシガン大学、速報値)は72.3と、前月(78.6)から低下した。景気回復や雇用改善など

将来に対する期待が後退したことから悪化した。個人消費は、所得が伸び悩む中で「財政の崖」回避に伴う増税(給与減税失効等)の影響を受け、消費者が支出を抑制している可能性もあり、厳しい状況が続いている。

企業部門では、3月の鋳



(資料)米労働省、NBER (注)シャドー部分は景気後退期

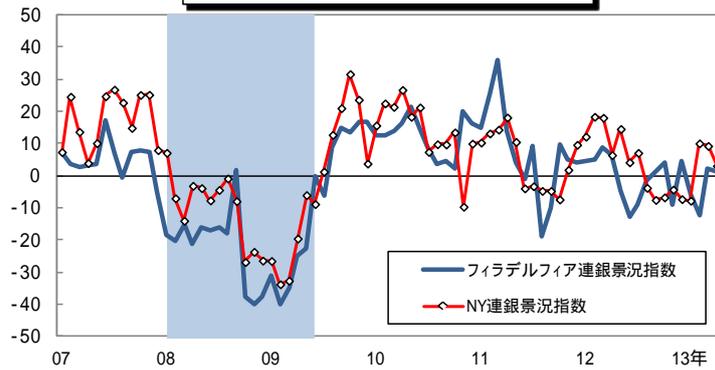
工業生産が前月比 0.4%と、2ヶ月連続の増加となった。ただし、内訳をみると、3月の伸びは、季節外れの寒さの影響で電気・ガスが同5.3%と全体を押し上げたものであり、一時的と思われる。一方、製造業は 0.1%と2ヶ月ぶりの低下となり、自動車は増産が続いたものの、一次金属や電気機械など幅広い業種で低下した。なお、自動車関連では、給与税増税にもかかわらず、旺盛な買い替え需要を背景に3月の米自動車販売台数が5ヶ月連続で1,500万台超と堅調に推移している。

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78.5%と前月(78.3%)から上昇し、目安となる80%に近付きつつある。ただし、中国や欧州経済の減速の影響に加え、米財政政策の先行き不透明感もあり、投資態度が慎重化している可能性もある。

一方、企業の景況感を示す3月のISM指数は、製造業が51.3と事前予想(54.0)を下回り4ヶ月ぶりに悪化した。内訳では、雇用と輸出が回復の動きを示したものの、新規受注や生産などが悪化した。また、非製造業も新規受注と雇用の減少が影響し、54.4と前月(56.0)から悪化した。ただし、いずれも景況感の分岐点となる50を上回って推移しており、底堅さを維持している。

また、4月の連銀製造業景況指数は、ニューヨーク(2ヶ月連続でプラス幅が縮小)、フィラデルフィア(プラス維持ながらも伸び鈍化)がともに低下し、景気

図表2 米連銀製造業景況指数の推移



(資料)FRB、NBER (注)シャドー部分は景気後退期

が幾分勢いを失っていることが示された(図表2)。

住宅関連では、3月の住宅着工件数(季調済・年率換算)が103.6万件と前月(93.0万件)を上回り、08年6月以来約4年9ヶ月ぶりの水準まで回復した。一方、先行指標となる着工許可件数は、90.2万件と前月(93.9万件)を下回ったものの、5ヶ月連続で90万件台を維持しており、持ち直し傾向が続いている。

なお、住宅ローン金利は、米FRBによる住宅ローン担保証券(MBS)の購入継続などを背景に歴史的な低水準が続いており、引き続き住宅需要を下支えすると考えられる。また、住宅価格が上昇に転じるなか、低利ローンへの借り換えが進めば、家計のバランスシート調整が進展し、個人消費の下支えにつながる可能性も期待される。

財政問題は依然不透明

オバマ大統領は4月10日、2014会計年度(13年10月~14年9月)の予算教書を議会に提出した。予算教書は歳入や歳出の見積もりなど予算編成方針を議会に示すものであるが、今年は財政協議が難航したことなどから通常の提出期限(2

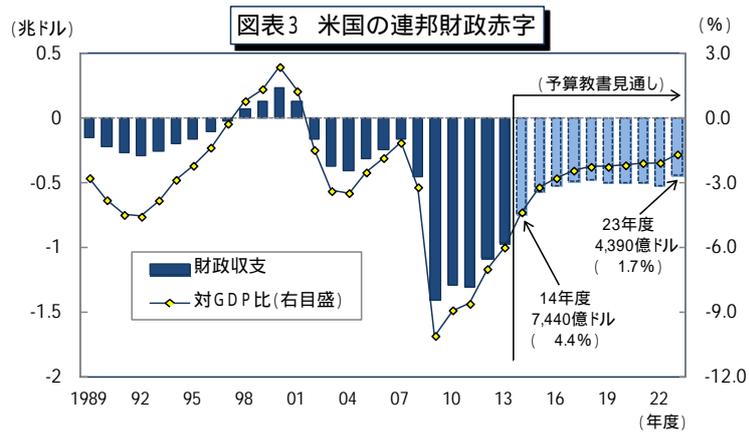
月第1月曜まで)を大幅に遅れた。

まず、予算の大枠を見ると、13年度の歳入は前年比10.7%の2兆7,120億ドルであるのに対し、歳出は同4.2%の3兆6,850億ドルであり、この結果、財政赤字は9,730億ドル(対GDP比6.0%)と5年ぶりに1兆ドルを下回る見通しである。

さらに、14年度は歳入が前年比11.9%の3兆0,340億ドルと増加するのに対して、歳出は同2.5%の3兆7,780億ドルに留まることから、財政赤字は7,440億ドル(対GDP比4.4%)に縮小する見通しとなっている(図表3)。

こうした財政赤字改善の要因は、景気回復に伴う税収増、富裕層に対する増税措置、給与減税等の失効による歳入増、医療・社会保障費の抑制などを見込んでいるためである。しかし、3月に発動された強制歳出削減については、中長期的な財政赤字削減策で与野党が合意することを前提に、執行停止にする方針を示している。なお、短期的な景気・雇用対策としては、高速鉄道や道路などインフラ整備(500億ドル規模)のほか、クリーンエネルギー投資や雇用促進等の企業向け減税、学費支援のための家計向け減税など、2月の一般教書演説で示されたものが中心となっている。

また、長期見通しでも、富裕層への増税や社会保障費の抑制などにより向こう10年間で1.8兆ドルの赤字削減を目指し、23年度末時点で財政赤字を4,390億ドル(対GDP比1.7%)まで縮小させる計画となっている。



(資料)米財務省「財務省年鑑」、行政管理予算局「2014年度予算教書」

今回の予算教書は、赤字削減策の取りまとめ作業が今後本格化する野党に対し、オバマ大統領が社会保障費抑制などの歳出削減策を盛り込み、言わば妥協案を提示したものと解釈される。しかし、野党共和党は富裕層への増税に反対する立場を変えておらず、一方の与党民主党内にも社会保障費抑制に対してはかなりの抵抗が予想されるため、早期の妥結は困難と思われる。

こうした財政協議における本質的な問題が解決されない限り、14年度予算編成や5月18日に期限を迎える債務上限引き上げについても審議の進展は望めず、再び回避措置が講じられることになると考えられる。ただし、債務上限引き上げについては、共和党が同額の歳出削減を求めており、今後の動向次第では実質的な期限を迎える頃(7月中旬~8月上旬)に懸念が強まる可能性もあるだろう。

緩和策の早期解除観測は後退

米連邦準備理事会(FRB)は、3月に開催した連邦公開市場委員会(FOMC)で、政策金利を引き続き0~0.25%に据え置くほか、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 億ドル買い入れる策を維持する方針など、金融政策の現状維持を決定した。

しかし、4 月 10 日に公表された同会合の議事録では、QE3 の縮小や停止時期について、FOMC メンバーのうち、1 人は

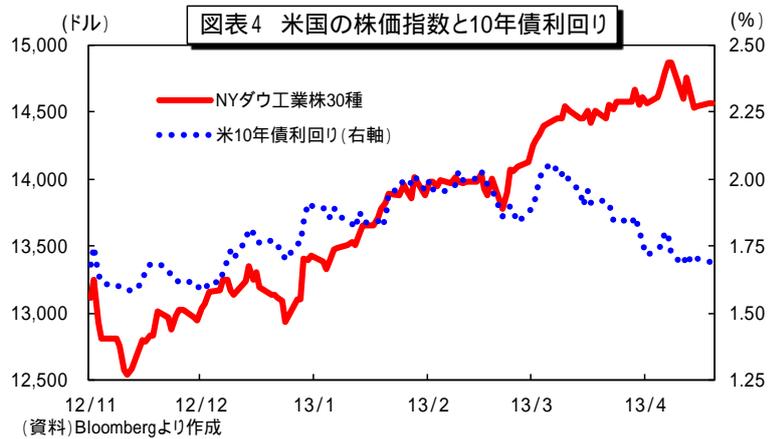
「早期縮小」、2~3 人は「13 年央に縮小開始し 13 年後半に停止」、数人は「13 年後半に縮小開始し 13 年末までに停止」を想定していることが判明した。

これを受けて市場では、緩和策の早期解除が強く意識され、議事録の公表直後から円売り・ドル買いが強まり、一時 99 円後半の円安水準を付けるなどの動きとなった。とはいえ、あくまでも 3 月 20 日時点での FOMC の判断であり、会合後に発表された 3 月の雇用統計など経済指標は予想を下回る内容が目立っていることから、緩和策の早期解除観測はやや後退している。したがって、金融緩和の出口戦略をめぐる議論は、今後の景気次第であると考えられ、引き続き今後発表される米経済指標に注目が集まることになるだろう。

金融政策の先行きを展望すると、政策当局が早期に緩和解除を検討するほど景気が強い状況ではないことから、当面は様子見になる可能性が高いと予想される。

米株式市場は上値が重く推移

米国の長期金利（10 年債利回り）は、3 月の米雇用統計で非農業部門雇用者数の増加幅が事前予想を大きく下回ったことから、4 月初旬に 1.7% 台に低下した



(図表4)。その後は、雇用統計を過度に悲観する必要はないなど、先行きに対する楽観的な見方が広まり一旦は長期金利が上昇に転じた。

しかし、3 月の小売売上高や 4 月の連銀製造業景況指数など事前予想を下回る米経済指標が発表されたことに加え、ボストン・マラソンでの連続爆破事件を受け米国でテロへの懸念が強まったことから、4 月中旬には 1.68% と 12 年 12 月中旬以来約 4 ヶ月ぶりの水準に低下し、その後も 1.6% 台で推移している。

先行きも米長期金利は、緩和政策の長期化観測が根強く、景気下振れリスクが意識される可能性もあることなどから、当面は現行水準でもみ合いながら推移すると予想される。

一方、米株式相場は、米企業決算への期待などから上値を試す場面も見られたが、その後はリスク回避の動きからやや調整気味に推移した。ダウ工業株 30 種平均は、4 月中旬に 1 万 4,865 ドルと過去最高値を更新した後に反落し、このところは 1 万 4,500 ~ 1 万 4,700 ドル台で推移している。米株式市場は、主要企業の決算発表や景気の先行きに一喜一憂しながら、上値の重い展開が続くと予想される。
(13.4.24 現在)

情勢判断

海外経済金融

キプロスがユーロ圏に投げかけた波紋

～ 様々な影響拡大の可能性 ～

山口 勝義

要旨

キプロス危機は、肥大化した銀行部門のギリシャ国債の再編に伴う財務悪化を主因とするなど特殊性が強いものである。しかし、同国の支援ニーズの長期化や今回前例となった「ベイリン」等を通じて様々な影響が直接・間接に拡大する可能性があり、注意が必要である。

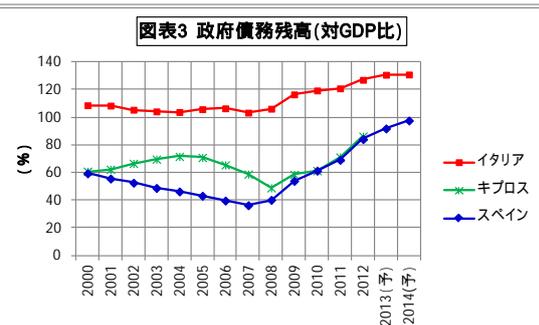
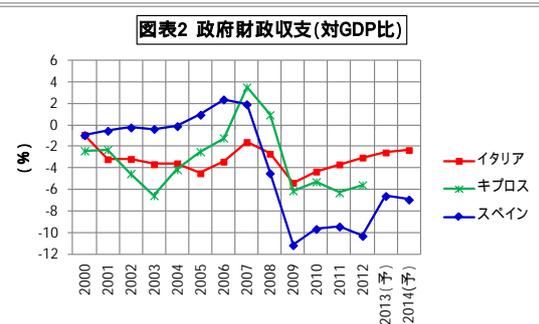
はじめに

域内でのGDPシェアがわずか0.2%のキプロスが、金融支援を巡りユーロ圏に大きな波紋を投げかけることになった。

キプロスの銀行は、資産の対GDP比率が7倍に達し^(注1)、負債の資本に対する割合であるレバレッジ比率も2,500%を超えているが^(注2)、自国経済の停滞(図表1)に加え、2012年3月に行われたギリシャ国債の再編で財務に深刻な影響を受けた。国家財政についても、財政赤字が続き債務残高は上昇を続けている(図表2、3)。

こうしたなか、キプロスは12年6月にユーロ圏に対して金融支援を要請したが、同国の銀行がマネーロンダリングに関与しているとの疑惑により、支援に向けた協議は迅速には進まなかった。一方で、これに先立つ11年12月に、同国はロシアから25億ユーロの金融支援を受けている。

キプロスは、タックスヘイブンとして発展を図る戦略のもと、特にロシアとはソ連崩壊後の資金流入を通じ経済関係が緊密化した。また、60年に英国から独立後、ギリシャ軍事政権の支持を受けたギリシャとの統合を狙うクーデターの企てを機に74年にトルコ軍がトルコ系住民の保護を名目にキプロスに侵攻し、83年にはそのトルコ系地域が独立を宣言したと



(資料) いずれも IMF(13年4月)“World Economic Outlook”のデータから農中総研作成。

(注) キプロスのデータは12年まで。(予)はIMFによる予測値。

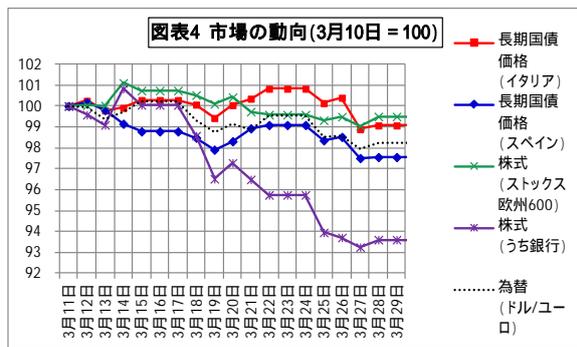
いう経緯がある。この他にも中東諸国との地理的接近性などもあり、同国は国際政治面で大変複雑な立場に置かれている。

特別事例か、ひな型か

今回の総額 100 億ユーロのキプロス支援策は、まず 3 月 16 日のユーロ圏財務相会合で、いわゆる「預金課税」(100 千ユーロ以内の小口預金をも含めた預金者への課税)を条件に当初の支援策が合意された。その後の曲折を経て、結局のところ、3 月 25 日の同会合では、「預金課税」を見送るとともに、銀行再編と大口預金者の負担を伴う新たな支援策が合意され、4 月 12 日の同会合でその詳細が確定した。

今回、従来の専ら納税者の負担に依存する支援ではなく、株主、預金者等の債権者の負担(いわゆる「ベイルイン」)を含む支援策を採用したことはユーロ圏での大きな転換になるが、これについてのダイセルブルーム財務相会合議長の説明振りを巡り市場は混乱した。同議長は、一旦、「ベイルイン」を含む今回の支援策は今後の危機対策でのテンプレート(ひな型)となる可能性を示唆したが、その後、同議長自身がこれは特別事例であるとする声明を出すなど、ユーロ圏ではその打ち消しを図る発言が相次いだ。

日本での 10 年のペイオフ解禁に至るまでの経緯にも示されるように、特に預金者負担の導入は慎重な対応を要するものである。しかし、ユーロ圏では財政悪化国への支援が相次ぐなか、モラルハザード防止の必要性や支援国の国内政治情勢からは、従来の納税者負担のみによる支援は今後立ち行かなくなる可能性が高い。現に、12 年 6 月に欧州委員会が示し、現在検討が進められている銀行再編策にかかる案^(注 3)においてもひとつの手段として「ベイルイン」を含んでおり、キプロスの事例が今後のひな型となると見るのが自然ではないかと考えられる。



< 主要な経緯 >

3月16日(土)	ユーロ圏財務相会合が、「預金課税」を含む支援策に合意
3月18日(月)	ユーロ圏財務相らが、小口預金の保護方針を表明 キプロスの銀行が、18日の祝日に続き、19、20日も休業に
3月19日(火)	キプロス議会が、「預金課税」にかかる法案を否決
3月20日(水)	キプロスの銀行が、21、22日も休業に(25日は祝日) キプロスの財務相が、ロシアを訪問し支援交渉開始
3月21日(木)	ECBが、緊急流動性支援を25日まで継続と表明 キプロス中銀が、第2位行の整理方針を表明
3月25日(月)	ユーロ圏財務相会合が、新たな支援策に合意 ユーロ圏財務相会合のダイセルブルーム議長が、キプロスへの今回の支援策は今後のひな型と見なされるべきと発言。その後、前言を覆す形で、キプロスは特別事例と強調
3月26日(火)	キプロスの銀行の再開を28日に延期

(資料) Bloomberg のデータおよび各種報道から農中総研作成。

こうした見方は、スペイン国債等に大きな変動がない一方で銀行株は継続して値を下げた市場動向(図表4)にも現れている。市場はキプロス危機がこれらの国々に直接波及する可能性は小さいと見る一方で、今回の事例がひな型となることを想定し、弱い銀行からの預金流出やその再編・整理の可能性、また銀行全般の調達コスト上昇や収益性低下の可能性を織り込みに動いたものと考えられる。

一方、ユーロ圏で初となる資本規制の実施は、緊急時における一時的な措置として欧州委員会の承認を得た、もうひとつの特別事例である。しかし、これは自由な資本移動の原則とは相反するものであり、欧州連合(EU)条約への適法性に疑義がないとは言えないとの見解もある^(注 4)。今後、規制が長期化する場合には、キプロス経済に及ぼす負の影響が拡大するばかりか、今回の措置を特別事例として認めることの是非についても議論を呼ぶことになるものと考えられる。

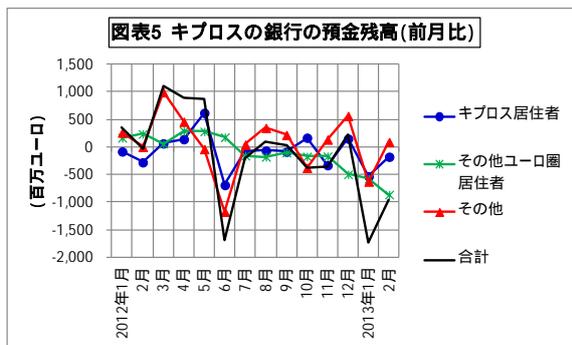
今後の影響拡大の可能性

海外の大口預金に依存し肥大化した銀行部門の財務がギリシャ国債の再編に伴い悪化したことを主因とする今回のキプロス危機は、特殊性が強いものである。しかし、ユーロ圏では様々な影響拡大の可能性があり、注意が必要となっている。

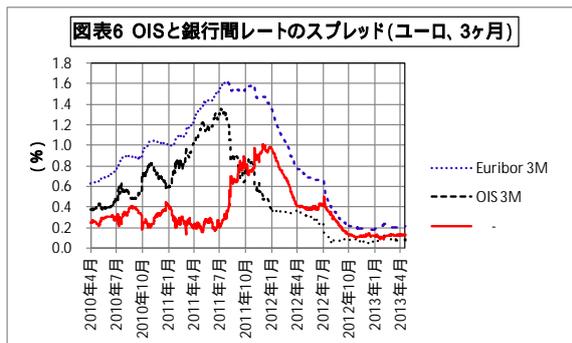
まず、キプロス経済の縮小に伴う影響である。4月4日、キプロス政府の報道官は13年の経済成長率が13%となる可能性を指摘した。しかし、そのビジネスモデルが今回の危機を通じて大きな痛手を受けた一方で、他には観光業や今後の天然ガス開発以外には柱となる産業に乏しいキプロスでは、資本規制の緩和に伴い銀行からの預金流出(図表5)は継続するものと見られ、これ以上の経済の縮小となる可能性が否定できないばかりか、その後も安定的な成長に転じることは容易ではない。この結果、追加支援ニーズが発生するなどキプロス問題は長期化する可能性が高く、その過程で社会不安が発生し、これがさらに他の財政悪化国に波及することによりユーロ圏の危機対応が困難化する事態も想定される。

また、以前から同様に銀行財務が悪化しているスロベニアへの警戒感が高まっているが、キプロス危機にはギリシャ国債再編という固有の要因はあるものの、他にもルクセンブルクやマルタ等、同様に金融立国を基盤とする国々の経済の健全性への疑念を引き起こす可能性もある。

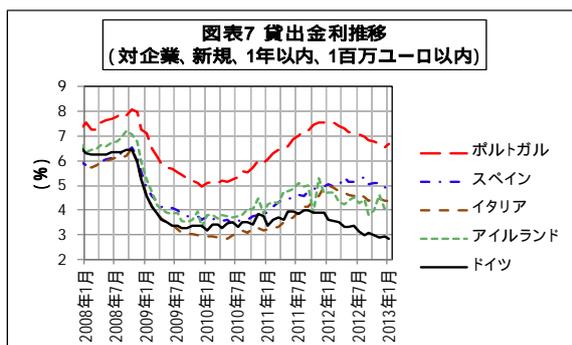
この他、前述のとおり銀行株が織り込みつつあったように、スペイン等の他の財政悪化国等の銀行の資金調達が困難化する可能性も指摘される。現在のところは、OISと銀行間レート(Euribor)とのスプレッド^(注5)には著変はなく(図表6)



(資料) キプロス中央銀行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。



(資料) ECB のデータから農中総研作成。

ユーロ圏全体として銀行の資金繰りに支障が生じている気配はないが、その推移には注意が必要である。

また、こうした調達難はこれらの国々における金融機能を低下させる一因となり、欧州中央銀行(ECB)の政策金利の引き下げにもかかわらず財政悪化国の市中金利(図表7)が高止まりを続ける金融市場の分断化が今後一層強まる可能性もある。これはユーロ圏の経済回復を遅延させる要因となるため、市中金利の動向にも注意が必要と見られる。

おわりに

以上の直接的な影響の他にも、今回のキプロス支援がユーロ圏の今後について示唆する様々な点がある。

まず、各種報道^(注6)によれば、支援協議の当初から国際通貨基金（IMF）やドイツが「ベイルイン」の導入を主張し、他方で欧州委員会等がその回避に努めたとされている。特にIMFは原理原則に則った強い主張を行ったとのことで、支援国側が必ずしも一枚岩ではないことが明らかになったばかりか、今後のIMFとの協調体制にも疑念を残す結果となっている。

なお、「預金課税」案はこの協議の過程で浮上し、ロシアの大口預金者の負担軽減を意図したキプロスが小口預金を含めた預金者による負担を提案したもようである。しかし、「預金課税」の名目ながら、株主負担の前に預金者に、しかもEUの整理^(注7)に反し小口預金者を含めて負担を求めたことは、この時にはやむを得ない妥協策であったとしても、やはり無理のある選択であったと考えられる。

その後、2回目のユーロ圏財務相会合までにキプロスがロシアに支援を求めたことも、ユーロ圏とロシアの双方を天秤にかけてことでドイツ等の強い反発を呼び、キプロスの対外関係に禍根を残すこととなった。加えて、今回、改めてマネロン、脱税等に関する南北の規律意識の格差が表面化するとともに、キプロス国民の反ドイツ意識の高まりも生じた。これらを通じ、拡大し過ぎたユーロ圏がもたらす様々な問題点が改めて認識されることになるのではないかと見られる。

しかし、何よりも重要なのは、やはり今回の「ベイルイン」が持つ意味ではないかと考えられる。危機対策でのひな型

になるか否かにかかわらず、「ベイルイン」が明らかな前例となった事実は重い。この結果、今後は危機の顕在化に先立つ早い段階から、財務内容が悪い銀行からの大規模な預金流出が促される可能性が高い。その際、より経済規模の大きい国においては銀行の業務範囲も広範であるため、他国の銀行との関係を通じてシステム的な銀行問題に拡大するリスクも一層大きい。また、金融機能の弱体化は実体経済の回復を阻害し、危機に伴う経済停滞をより長期化することにもなる。

.....

以上に見たように、ユーロ圏内でのGDPシェア2%の小国ギリシャが及ぼした大きな影響と同様に、同シェアがわずか0.2%のキプロスによる直接・間接の影響についても決して無視できないものとなる可能性があり、注意が必要である。

（2013年4月22日現在）

(注1) 12年のECBの銀行資産残高にかかるデータ、および同年のIMFのGDPにかかるデータによる。

(注2) Eurostatのデータで、11年時点で2,539%となっている。同時期に、英国、ドイツ、フランスの銀行は、各1,187%、525%、461%。

(注3) 欧州委員会の次のサイトに掲示された資料を参照されたい。

http://ec.europa.eu/internal_market/bank/crisis_management/index_en.htm

(注4) Financial Times(13年3月28日)“Cyprus to apply EU's first capital controls”による。

(注5) 3ヶ月OIS(Overnight Indexed Swap)は、オーバーナイト金利を3ヶ月変動金利に変換した金利。これと銀行間の金利である3ヶ月Euriborとのスプレッドは、銀行間の資金調達の困難の程度を示している。

(注6) 例えば次による。

・Financial Times(13年3月25日)“Troika becomes a casualty of Cyprus”

・Financial Times(13年3月28日)“Tough IMF stance adds to growing tension with European Commission”

(注7) 欧州委員会の次のサイトに掲示された資料を参照されたい。

http://ec.europa.eu/internal_market/bank/guarantee/index_en.htm

情勢判断

海外経済金融

持ち直しの動きに足踏み感が見られる中国経済

～投資・輸出は堅調だったものの、消費は減速～

王 雷軒

要旨

中国では、投資が堅調に拡大し、輸出も持ち直したものの、消費が減速したため、1～3月期の実質GDP成長率は前年比7.7%と10～12月期(同7.9%)から鈍化した。先行きについては、銀行などの融資拡大のもとで消費の緩やかな回復が見られるほか、投資も引き続き拡大すると見込まれるため、緩やかな景気回復が実現されよう。

13年1～3月期は前年比7.7%成長

4月15日に発表された2013年1～3月期の実質GDP成長率は、前年比7.7%と12年10～12月期(同7.9%)から鈍化した。前期比で見ても1.6%と10～12月期(同2.0%)から減速しており、景気回復の足踏み感が出ている。ただし、13年の成長目標(前年比7.5%)を上回ったため、中国政府は安定的な成長になっていると評価した。

国家統計局は、景気回復が足踏み状態になった主な理由として、構造調整や経済発展方式の転換を目指した政府によるマクロコントロールを挙げた。

なお、1～3月期の実質GDP成長率の需要項目別寄与度を見ると、外需が1.1%の寄与となったのに対して、消費は4.3%と最も高い寄与となり、投資の2.3%とあわせた内需の寄与度は6.6%となっている。以下、GDPの需要項目別の動向を見てみよう。

まず、消費については、代表的な指標である1～3月期の社会商品小売総額(物価上昇の影響を除いた実質)は、前年比10.8%と、10～12月(同12.1%)から減速した。昨年未から新政権が節約励行・浪費反対運動を展開していることから、

政府消費が手控えられ、消費の鈍化につながったと見られる。実際、1～3月期の飲食収入は前年比8.5%と10～12月期(同13.6%)から大きく減速した。

先行きについては、1～3月期の都市住民1人当たり平均可処分所得(実質ベース)は前年比6.7%、農村住民1人当たり平均現金収入は同9.3%と、堅調に伸びていることなどを背景に、緩やかに回復すると見られる。ただし、鳥インフルエンザ感染が拡大すれば、飲食や旅行を中心に個人消費が更に下押しされる可能性もある。

一方、投資については、堅調な拡大が続いている。1～3月期の固定資産投資(農家投資を含まず)は、実質ベースで前年比20.7%と、10～12月期(同19.3%)から伸びが高まった。投資分野別には、水利環境や物流などのインフラ投資と不動産開発投資の伸びが高く、投資全体を下支えした。

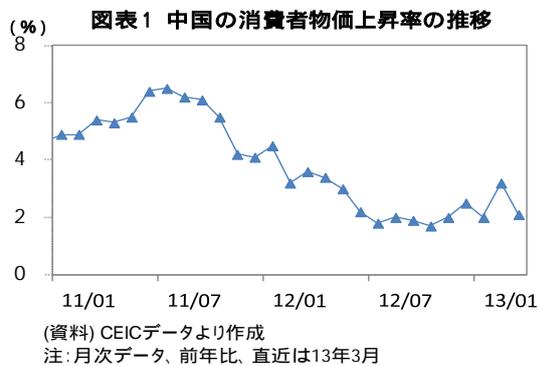
先行きについては、中西部地域でのインフラ整備や都市化の推進などによって引き続き底堅く推移すると見られる。

また、1～3月期の輸出も前年比18.4%と10～12月期(同9.4%)から大幅に回復した。輸出国・地域別では、米国向け

前年比 6.8%、欧州向け同 1.1%、日本向け同 3.6%、アセアン向け同 28.0%、香港向け同 74.1%と日本を除くアジア向けの伸びが大きい。

ただし、香港向けの伸びがあまりにも高くなったことについては、輸出業者が人民元の上昇期待や不動産などに投資する思惑で、偽りの輸出申告をして、香港から中国大陸に資金を移すというような輸出水増し疑惑が指摘されている。

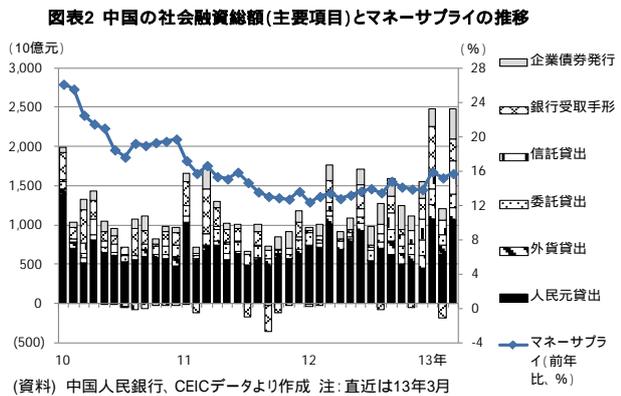
以上をまとめると、投資が堅調に拡大し、輸出も持ち直したものの、消費が減速したため、1~3月期の経済成長が鈍化したと言えよう。



一方、物価動向については、2月の消費者物価指数(CPI)は前年比3.2%と春節(旧正月)要因で上昇率が一時的に高まったが、3月は同2.1%と安定的な水準に戻った(図表1)。

金融情勢と今後の景気見通し

3月のマネーサプライ(M2)は前年比15.7%と2月(同15.2%)からやや拡大した。また、1~3月の社会融資総額(新規)は6.16兆人民元(約101兆円)で前年比58.4%と大きく増加した(図表2)。こうした資金供給の増加が資金需給を緩和し、今後の景気回復を下支えすると見ている。



足元でも、中国銀行業監督管理委員会は4月19日に銀行業の実体経済支援に関する指導意見を公表した。その中で、各銀行に対し内需拡大の促進、戦略的な産業への支援、省エネ・環境保護や農業分野等への支援強化を要求した。

ただし、シャドーバンキング(中国では、銀行以外のインフォーマルな金融仲介業務を指す)の融資拡大、不動産価格の更なる上昇が懸念されるので、大幅な金融緩和に踏み切りにくいと考えられる。

最後に、景気の先行きについて述べておきたい。冒頭で述べた通り、中国経済は1~3月期の成長率が鈍化し、持ち直しの動きに足踏みが見られる。こうした状況に対して、中国政府はインフラ整備に積極的に取り組むとともに、銀行の融資拡大を要請した。これらの効果により、徐々に景気回復を強めると考えられる。ただし、中国政府の安定的な成長のレンジが7.4%~7.9%であると認識されていることなどから、13年は7%後半の成長になると予測する。

なお、4月20日、マグニチュード7.0の大地震が四川省を襲った。少なくとも、震災による犠牲者は200人前後、負傷者は1万人以上にのぼった。震災の全貌が明らかになっていないが、現時点では、中国経済への影響は限定的と見られる。

(13年4月23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。また、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、かつ長期インフレ期待が引き続き十分抑制されている限り、現行の政策金利を維持することが適切であるとしたほか、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。

米国経済をみると、3月の雇用統計の失業率は7.6%と前月から1ポイント低下したものの、非農業部門雇用者数は事前予測を大きく下回る8.8万人となった。これにより、一時的に景気減速懸念が高まったが、直近2ヶ月分の雇用者数が上方修正されたこともあり、緩やかな回復が続いているとの見方が優勢となっている。

国内金融・経済

4月3~4日の日銀金融政策決定会合では、マネタリーベース・コントロールの採用、長期国債買入れの拡大と年限長期化、ETF、J-REITの買入れの拡大、2%の「物価安定目標」の実現を目指し、その維持に必要な時点までの「量的・質的金融緩和」という内容の「量的・質的金融緩和」の導入が決定。また同会合の翌週からは、これに基づく長期国債買入れオペが始まった。

経済指標をみると、日銀短観(3月調査)の大企業製造業は8と前月から4ポイント改善し、先行き(6月)も1への改善が見込まれるものの、依然としてマイナス圏での推移が続く。一方、機械受注(船舶・電力を除く民需)の2月分は、前月比7.5%と2ヶ月ぶりに増加した。また、2月の鉱工業生産指数(確報値)は、前月比0.6%と3ヶ月連続で上昇したほか、製造工業生産予測調査では、3月は同1.0%、4月は同0.6%と、ともに上昇が見込まれている。このように、ペースは緩慢ながら、景気は持ち直している。

金利・株価・為替

長期金利(新発10年国債利回り)は、「量的・質的金融緩和」の導入を受けて異例の低水準で推移し、5日には史上最低水準の0.315%を付けた。その後は、日銀の長期国債買入れオペの実施や利益確定売りなどによって売り買いが交錯し、0.4~0.6%台でのボラタイルな展開に。

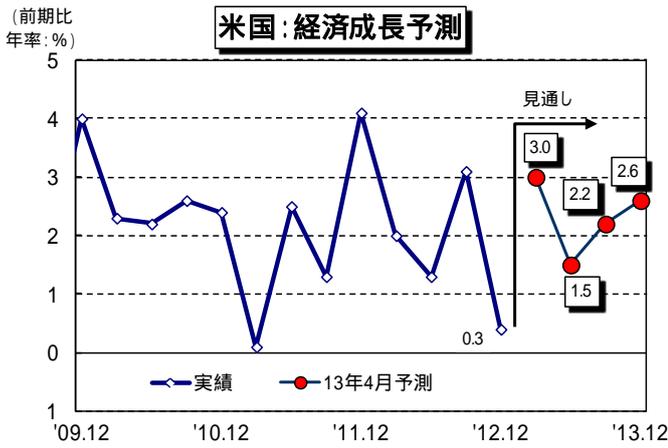
日経平均株価は、4月初日は日銀金融政策決定会合を控えて12,000円前後で弱含んだものの、同会合後は円安が加速したことや、米国株の上昇などを受けて続伸。22日には一時13,600円台を回復するなど、約4年9ヶ月ぶりの高値水準となった。

外国為替市場のドル円相場は、4月初日は日銀金融政策決定会合を控えて一時1ドル=92円台半ばでの取引となったが、同会合後には円安が進行。その後、一時的に北朝鮮情勢への不安などから円安一服となる場面もあったが、米金融緩和の早期解除への思惑などもあって円安傾向での推移は続き、中旬以降は度々1ドル=100円に迫るなど、約4年ぶりの円安水準となっている。

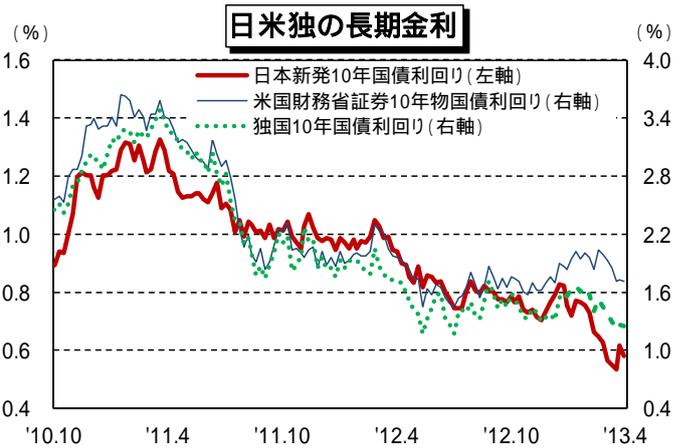
原油相場

原油相場(ニューヨーク原油先物・WTI期近)は、4月初めに米国経済の回復期待の高まりから1バレル=97ドル台後半まで上昇。しかし4月中旬には、原油在庫が例年に比べて高水準にあることなどから、1バレル=86ドル台前半と約4ヶ月ぶりの水準まで下落。(2013.4.22現在)

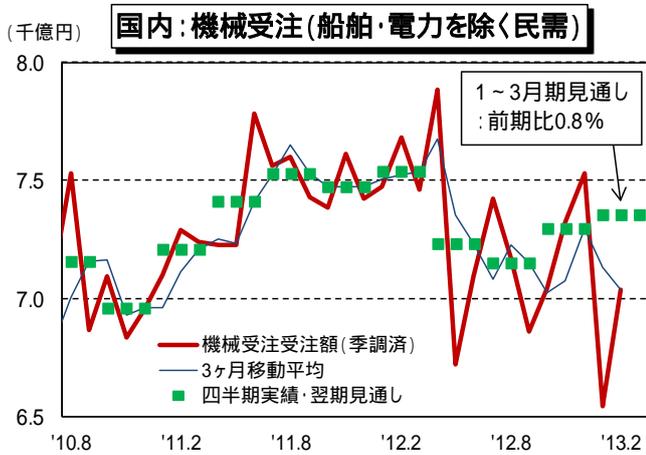
内外の経済・金融グラフ



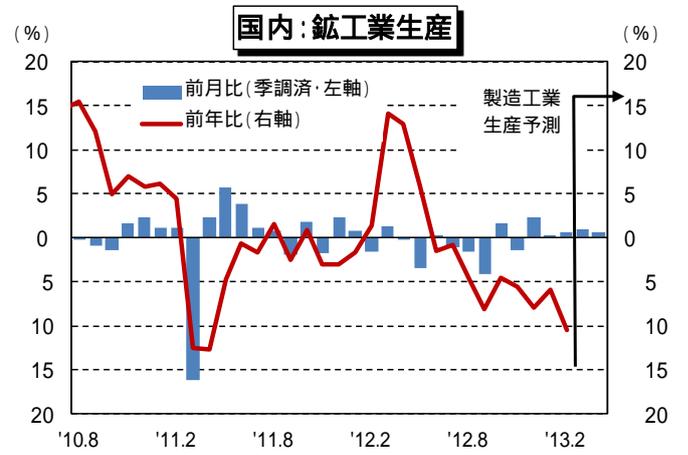
(資料) Bloomberg (米商務省) より作成。見通しはBloomberg社調査



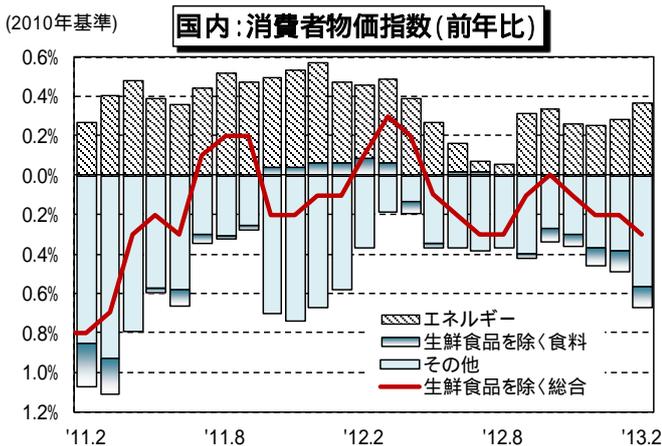
(資料) Bloombergより作成



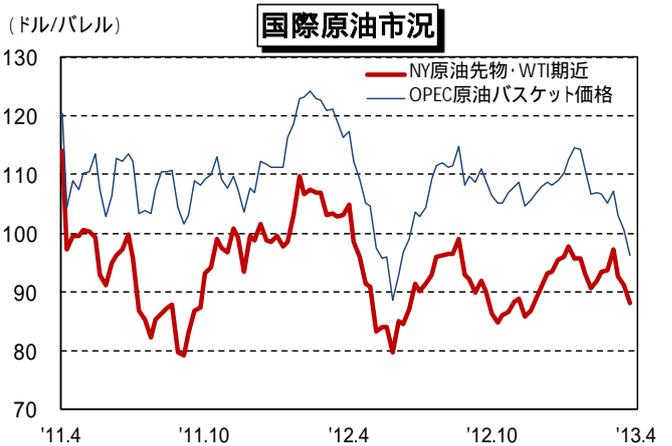
(資料) Bloomberg (内閣府「機械受注統計」) より作成



(資料) Bloomberg (経済産業省「鉱工業生産」) より作成



(資料) 日経NEEDS-FQ (総務省「消費者物価指数」) より作成



(資料) Bloombergより作成

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

今月の焦点

国内経済金融

2012 年末の再生可能エネルギー発電設備の導入状況

寺林 暁良

2012年7月に「電気事業者による再生可能エネルギー電気の調達に関する特別措置法」が施行され、電力の全量固定価格買取制度（以下、FIT）が導入されたことで、再生可能エネルギー（以下、再エネ）の普及が進んでいる。13年3月に、資源エネルギー庁より、12年12月末時点の「再エネ設備に認定状況」が公表された。これに基づき、再エネ発電設備の導入状況を分析する。

設備認定状況

まず、再エネ設備の認定状況を確認する（図表1）。認定件数をみると、太陽光10kW未満（余剰買取対象）が19万件を上回り、再エネの9割以上を占めている。次に、認定出力合計をみると、太陽光10kW～1MW（1MW=1,000kW）が約168万kW、太陽光1MW以上が約218万kWにのぼり、太陽光合計で再エネ全体の9割を占めている。一方、風力や小水力、バイオマス、地熱などの認定件数・認定出力は、まだまだそれほど大きくない。

では、再エネ導入によって、日本の電力供給にどれほどの寄与があるのだろうか。資源エネルギー庁は、11年12月の『コスト等検証委員会報告書』に基づき、再エネ設備の利用効率（発電効率）について、太陽光を12%、風力を20%、水力を60%、地熱を80%、バイオマスを80%と仮定している。これによると、10kW～1MWの太陽光は約17.7億kWh、1MW以上の太陽光は約22.9億kWhと推計される。また、風力も約8.0億kWhとなるほか、バイオマスも設備利用率の高さを反映して約

図表1 固定価格買取制による再生可能エネルギー設備の認定状況（12年12月末）

		認定件数(件)	認定出力合計(kW)	推定年間発電量(100万kWh)
太陽光	～10kW	193,873	846,688	890.0
	10kW～1MW	29,841	1,681,118	1,767.2
	1MW以上	742	2,175,923	2,287.3
風力		35	455,931	798.8
水力		24	2,631	13.8
バイオマス		18	72,205	506.0
地熱		1	48	0.3

資料：資源エネルギー庁「再エネ設備認定状況」（12年12月末時点）
注：推定発電量は、資源エネルギー庁「コスト等検証委員会報告書」（11年12月）に基づき、再生可能エネルギー設備の利用効率（発電効率）を太陽光は12%、風力は20%、水力は60%、地熱は80%、バイオマスは80%と仮定して求めた。

5.1億kWhにのぼる。以上を合計すると、年間発電量にして約62.6億kWhの増加に相当する再エネ設備が認定されたことになる。

資源エネルギー庁「電力調査統計」によると、11年度の総需要電力量は1兆451億kWhで、うち再エネによる発電量は832.5億kWh（約8%）である。ここからみると、前述のFIT導入後の再エネ普及による電力供給の増加幅は、日本の総需要電力に比してまだそれほど大きくない。

ただし、11年度の再エネの発電量は、事業者の水力が743.8億kWhと大半を占めており、太陽光（0.5億kWh）や風力（2.0億kWh）の寄与はわずかにとどまってきた。これを勘案すると、FITは太陽光発電等の著しい増加を促しているといえる。

都道府県別認定状況

次に、増加が著しい太陽光10kW以上の設備認定出力に焦点をあて、都道府県別に認定状況を見る（図表2）。これによると、まず、メガソーラーのために広い用

地が確保できる北海道の認定出力が圧倒的に大きい。

また、九州地方は、年間日照時間が比較的長いこともあり、設備認定出力が大きい県が多い。認定出力をベースとした1 km²あたりの設備密度が高いのも九州地方各県の特徴となっている。

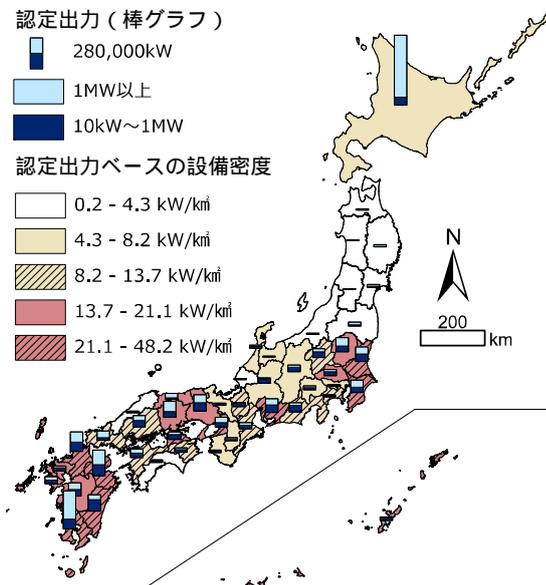
さらに、設備密度をみると、大阪府や愛知県、兵庫県、千葉県など、都市圏に高密度の府県がみられる。これは、これらの府県では事務所数が多いことから、屋根設置型での導入可能性が高いほか、送電網が整備されていることからメガソーラーの導入も比較的容易なためと思われる。

一方、東北地方の各県は認定出力が小さく、設備密度も低い。これは、年間日照時間の短さや冬季の積雪など気象条件面で不利なことや、過疎地域が多く送電網の整備が遅れていること、事務所数が少なく屋根設置型の太陽光の導入可能性が低いことなどによると推定される。しかし、似た条件を持つ北海道では導入が進んでおり、太陽光パネルには、低温時ほど発電効率が高まるという特性もあるため、今後増加する余地は十分あると思われる。

まとめと展望

13年度のFITの買取価格は、大半が前年から据え置かれたが、太陽光10kW以上は37.8円（前年は42.0円）へと引き下げられた。しかし、これは設備コストの低下を踏まえたものであり、事業者や金融機関等の認知・ノウハウ蓄積が進んだこともあるため、太陽光については今後

図表2 太陽光発電(10kW以上)の都道府県別の認定出力とその密度(12年12月末)



資料：資源エネルギー庁「再エネ設備認定状況」(12年12月末)及び国土交通省「国土数値情報」より作成

も拡大が期待できると思われる。

目下の課題は、太陽光以外の再エネの普及である。風力やバイオマスなどは、環境アセスメントや各種手続きなどにより、事業開始までに数年の準備期間が必要であり、これまでの認定はFIT導入以前から建設が進んでいた案件であると思われる。今後これらの普及を進めるためには、収支計画を立てやすいようにFITの買取価格を数年後まで明らかにしておくなどの対策が必要だろう。

再エネ先進国といわれるドイツも、00年のFIT導入後、急激に再エネが普及したわけではない。導入年には総需要電力量の6.8%程度であった再エネの発電量を年数%ずつ徐々に拡大させ、11年には20.3%を占めるまでに成長させてきたのである。日本においても、今後、長期的に普及を見通し、徐々に拡大を進めていくことが重要である。

分析レポート

国内経済金融

急騰するJ-REIT市場と今後の投資環境

堀内 芳彦

はじめに

不動産投資信託(J-REIT)市場が活況を呈している。J-REIT市場の価格動向を示す東証REIT指数でみると、2012年末の1,114ポイントから3月27日には08年1月以来4年2ヶ月月振りに1,700ポイント台を回復し、年初からの3カ月での上昇率は53%と12年の年間上昇率33%を大幅に上回る急騰をみせている(図表1)。

この主な要因としては、ファンダメンタルズ面で東京都心のオフィスの空室率が12年半ばより改善し始めたなかで、アベノミクスによる大胆な金融緩和策により不動産市況回復期待が高まったことなどが挙げられる。以下、J-REIT市場の足元の動向と今後の投資環境について、投資家動向等の需給面、不動産市況等のファンダメンタルズ面および政策サポート面からみていくこととする。

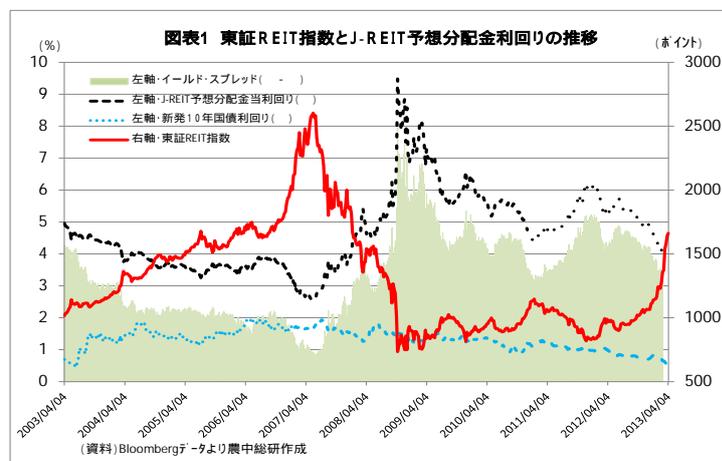
買い主体は銀行、投信、海外投資家

～日銀の買いが下支え～

J-REIT市場の12年の年間投資部門別売買状況によると、銀行が759億円の買い越し、投信が494億円の買い越し、海外投資家が514億円の買い越しの一方で、個人が1,604億円の売り越しとなっている。銀行の買い越しのうち、463億円が信託銀行経由での日銀の「資産買入等の基金」によるものである(図表2)。

10年10月に設定された日銀の「資産買入等の基金」でのJ-REITの買入枠は当初の500億円から段階的に12年10月に1,300億円に増枠され、13年3月末の買入残高は1,175億円となっており、相場の下支え役となっている。日銀新体制下での4月の金融政策決定会合ではJ-REITの保有残高を年間約300億円増加するペースで買入することが決定され、黒田総裁は会合後の会見で、「資産市場の典型である株式と不動産について、リスクプレミアムを引き下げる余地があるものについては思い切った拡大をした」とコメントしている。これを受け、期末の分配金取りや新年度入り直後の利益確定売りで1,700ポイントから一時1,514ポイントに下落した東証REIT指数は1,600ポイント台半ばまで上昇している。

個別の投資家動向でみると、銀行は12年4月以降10年国債利回りが1%割れとなるなかで買い越しが続いており、地銀中心に予想分配金利回り(年間予想分配金÷投資口価格)が5%台(図表1)にあったJ-REITを消去法ながらインカム狙い



で買ってきたようである。ただ、投資口価格の急騰で足元の分配金利回りは3%前半まで低下しており、国債利回りも低下しているとはいえ、単年度決算の銀行は、キャピタルロスを考慮すると現在の水準からの買いは慎重となるであろう。

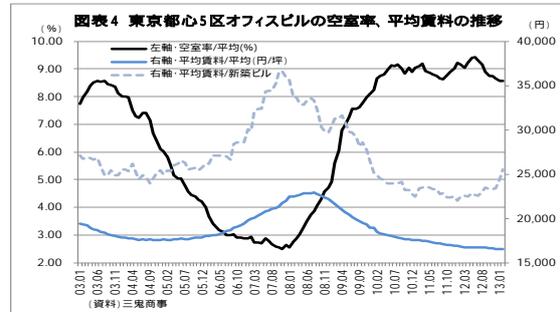
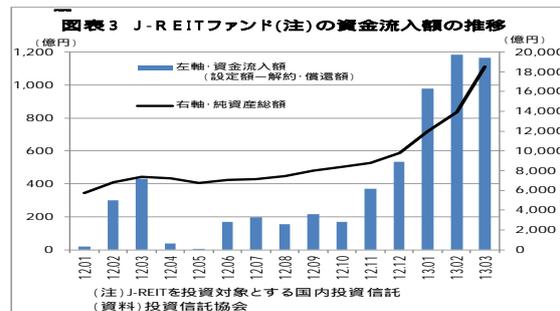
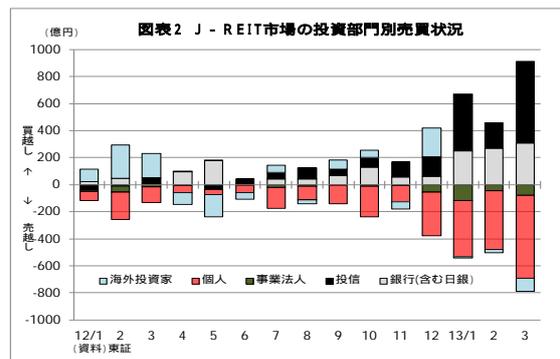
また、12年12月以降の株価の大幅な上昇による個人投資家の投資余力回復を背景に、J-REITを投資対象とする投信(J-REITファンド)への資金流入が急拡大し、流入額は1月977億円、2月1,183億円、3月1,167億円とかつてない規模となっている(図表3)。前述のとおりJ-REITの投資口価格の急騰による分配金利回りの低下により、J-REITファンドの分配金利回りの低下も予想され、毎月決算型のファンドのなかには、現状のファンド分配金の低下を防ぐため4月に入り買付申込みを一時停止をするファンドも出る状況で過熱感は拭えない。

一方、海外投資家は、安倍新政権への期待から12月に214億円の買い越しとなった後、1~3月は若干の売り越しとなっている。売買シェアで見ると海外投資家が4割を占め、モメンタム重視の足の速い資金も多いとみられることから、今後の動向には留意が必要であろう。

東京都心のオフィス市況は改善へ

J-REITはオフィスや賃貸マンション等の不動産に投資しその賃料を投資家に配当する投信で、J-REITの利益成長としては、既存投資物件の賃料引上げや稼働率向上等による内部成長と新規物件取得による資産規模拡大での外部成長がある。

J-REIT全体での保有不動産(13年2月末現在)の用途はオフィス50.6%、住宅18.7%、商業施設17.8%、物流施設7.2%



で、所在地は東京都が61.6%でこのうち都心5区で41.6%となっている。こうした保有不動産の状況から、J-REITの内部成長をみるうえで主なポイントの一つは東京都心のオフィス市況(図表4)である。

東京都心5区の平均賃料はリーマンショックのあった08年半ばをピークに低下傾向にある。空室率で見ると07年後半の2%台から10年前半に9%台に上昇。その後12年には都心5区中心に大量の大型ビル供給(注)による需給悪化懸念、いわゆる「オフィスビル2012年問題」があり、実際に都心5区の新築ビルの空室率は12年5月に39.2%まで上昇し、全体での空室率も12年6月に9.4%まで上昇した。しかし、その後は好立地で耐震性・

防災性・省エネ性能の高いビルを中心に空室率の改善が進み13年2月には新規ビルで23.9%、全体で8.0%まで低下している。一般的に空室率のピークアウトから半年程度でオフィスビルの賃料も底打ちするといわれており、実際に新規ビルの賃料が1月以降上向き兆しをみせている。ただし、オフィス市場は景気に対して遅行性があるといわれており、全体の賃料の本格的な回復は当分先になると思われる。

(注)12年の東京23区の大型ビル(延床面積5千㎡以上)供給は220万㎡で、2001~11年の平均供給量の1.5倍の規模

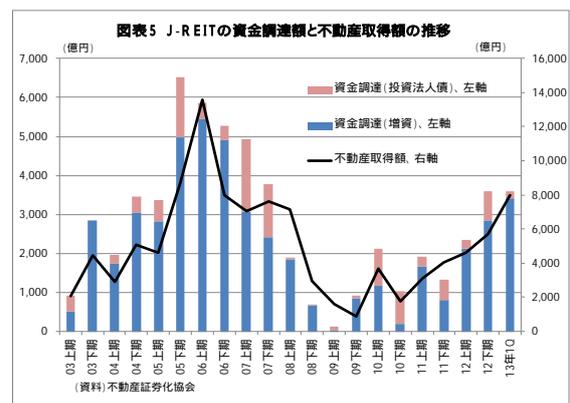
拡大する J-REIT の増資と物件取得

次に J-REIT の外部成長の要因となる不動産取得状況をみると、12年は10,344億円と前年比44.5%と大きく拡大し、13年第1四半期は7,999億円と四半期ベースでは過去最大額となっている(図表5)。

この背景には投資口価格上昇による資金調達環境の改善がある。12年の公募増資による資金調達額は4,964億円と前年から倍増し、13年第1四半期は3,422億円と四半期ベースでは過去最大の増資額となっている(図表5)。公募増資のうち、12年4社、13年2社が新規上場投資法人によるものである。

このうち3社が物流施設を主な投資対象とする投資法人で、この3社による物流施設の取得額は5千億円規模となっている。この背景にはネット通販の普及や宅配便需要の拡大等で機能性の高い物流施設へのニーズの高まりがあり、3社のうち2社は外資系である。

取得物件では、大手電機メーカーの本社ビルなど企業不動産も複数みられ、企

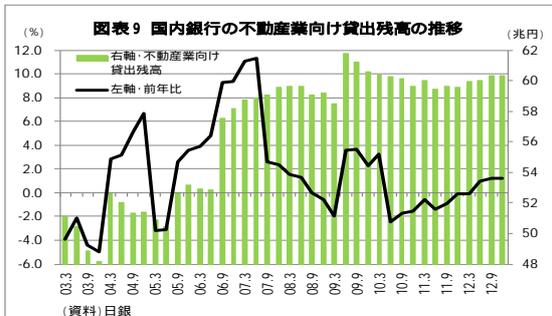
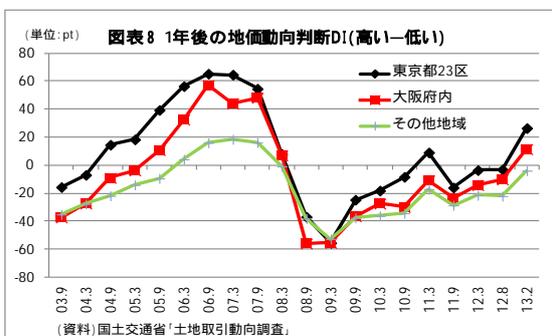
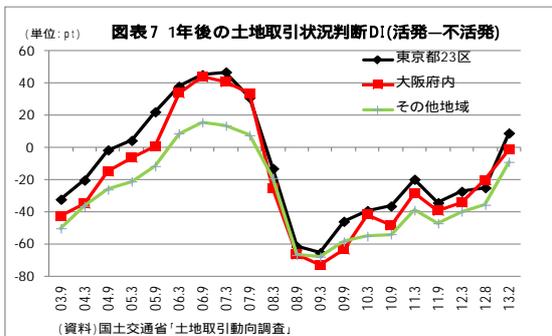
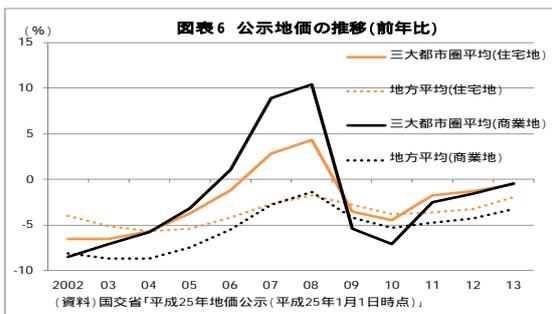


業の不動産流動化の受け皿としての機能が再開されている。また、リーマンショック後の資金調達難で凍結されていた銀座の商業ビルの開発案件も動き出すなど J-REIT が不動産市場の改善を後押ししつつある。

ただし、現在、優良物件の品薄感は強いといわれる一方で、リーマンショック後に塩漬けされた多くの不動産を抱える私募ファンドが高値売却の機会を待っているとの声も聞かれる。05、06年に急増した新規上場の投資法人が無茶な運用を行ったことで08年に破綻する法人が出るなど J-REIT の信用を低下させた経緯もあり、投資法人も投資家を無視するようなキャップレート(総合還元利回り=純営業利益÷投資額)での取得は行わないと思われるが、個別銘柄選定においてはこの点にも留意が必要であろう。

不動産業向け銀行貸出動向に留意

不動産市況全般の動きとして、13年1月の公示地価をみると、住宅地、商業地とも5年連続の下落となったが下落率は縮小している(図表6)。この調査は1月1日時点の調査のためアベノミクスの影響はほとんど含まれていないと思われるが、上場企業等主要企業を対象とする2月の国交省「土地取引動向調査」をみる



と、1年後の土地取引状況判断DIが東京23区でプラスに(図表7)、1年後の地価動向判断DIが東京23区、大阪府でプラスに転化しており(図表8)、アベノミクスの影響が企業の土地取引マインドにあらわれ始めている。

今後の不動産市況について、足元のJ-REITの急騰から、06~08年のファンド

を經由した内外の投資マネー流入による3大都市圏での不動産バブルの再燃を懸念する声もある。当時は、06~07年と銀行の不動産業向け貸出が前年比約10%と大きく拡大し、3大都市圏の商業地価格も07~08年と前年比約10%上昇した経緯があるからだ。足元の銀行の不動産向け貸出は12年6月に前年比プラスに転じたが12月は1.2%増(図表9)とまだ不動産バブルを懸念する状況にはない。ただし、前述のとおり日銀の政策のターゲットの一つとなっている今後の不動産市況をみるうえで、銀行の貸出動向には留意が必要であろう。また、J-REITの個別の銘柄選定においても銀行借入の動向は要チェックポイントである。

おわりに

金融審議会は12年12月に2013年投信法改正に向けた最終報告案を発表した。J-REITに関しては、資金調達手段の多様化による財務基盤強化策として、新投資口予約権無償割当増資、無償減資、自社投資口取得などの制度改正が予定されている。また、国交省はヘルスケア施設供給促進のためヘルスケアREIT設立に向けた課題整理を行う検討会を昨年立ち上げ、3月にその検討結果が発表されたが、今後こうした時代のニーズに沿った新型のREITの登場が見込まれている。

このように、政策面からもJ-REIT市場の活性化が期待されるなかで、投資法人においては、資金調達環境が好転した状況下でも、基本的には長期投資でミドルリスク・ミドルリターンの商品特性を踏まえ、投資家ニーズ、および少子高齢化・環境価値重視など新たな時代ニーズを捉えた不動産投資・運用姿勢が期待される。

分析レポート

国内経済金融

日本の財政③：一般会計の歳出構造

南 武志

これまでは一般会計予算の税収と公債金といった歳入面を見てきたが、今回から歳出面に目を向けていく。

2013年度予算案の概要

12年12月に実施された総選挙とその後の政権交代、さらには12年度補正予算の編成などもあり、13年度一般会計予算の成立が遅れている。そのため、政府は5月20日までの経費などを賄うための暫定予算（歳出規模：13.2兆円）を編成している。なお、4月16日には衆院本会議にて予算案が可決・通過しており、暫定予算期間内に成立することはすでに確定している。

さて、一般会計予算は国家の基本的・一般的な経費を盛り込んでいるが、13年度政府予算案を見ると、歳出規模は92.6兆円と、前年度当初比で2.3兆円増となっている（図表1）。この予算案はアベノミクスの「3本の矢」の中の「機動的な財政政策」を受けた上述の12年度補正予算（規模は約10.2兆円）と一体化した「15ヶ月予算」として運用されることとなっている。

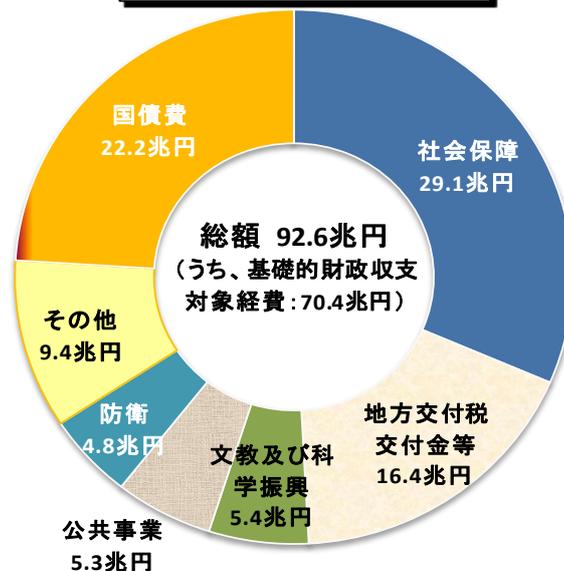
特徴としては、歳入面では4年ぶりに税収（43.1兆円）が公債金（42.9兆円）を上回ったほか、基礎的財政収支（プライマリー・バランス）も▲23.2兆円へ改善する（12年度実績見込みは▲24.9兆円）ことなどが挙げられる。

なお、かつては一般会計歳

出のうち、国債費と地方交付税交付金等を除いた部分を「一般歳出」と呼んでいたが、近年は財政再建の一つの目標として、基礎的財政収支の均衡化・均衡化を掲げる機会も多いことから、歳出総額から国債費を除いた「基礎的財政収支対象経費」の動きに注目することがある。

また、東日本大震災の復興費については、12年度から特別会計として扱われており、13年度は約4.4兆円の規模となっている（12年度当初：3.8兆円）。なお、震災復興については、これまでは震災後10年間を復興期間と設定し、期間中に23兆円程度の対策費を想定してきた。このうち、当初5年間を集中復興期間と位置づけ、国・地方合わせて19兆円の公的支出を行う予定であったが、安倍内閣発足と同時に財源フレームを見直し、13年度を含め今後の事業費が19兆円を上回る部分について、日本郵政株式の売却（4

図表1. 2013年度一般会計歳出



(資料)財務省

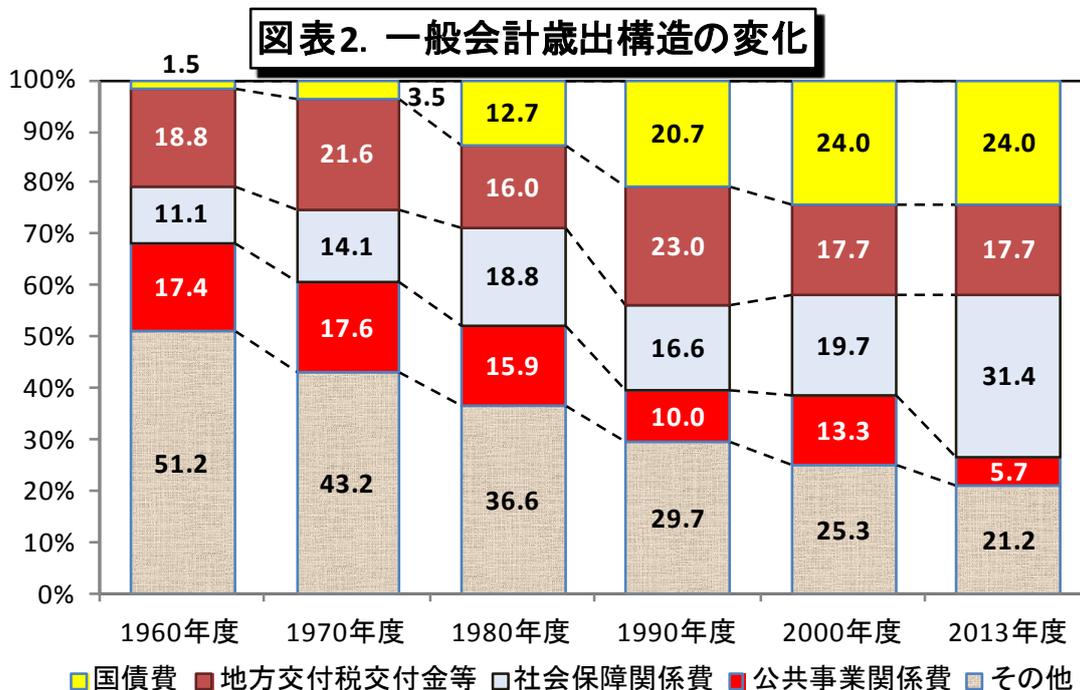
兆円程度)、決算剰余金等(2兆円程度)で約6兆円を充てることに変更している。

歳出構造の推移

一般会計に占める主要な歳出項目別のシェアの推移をみると、公共事業関係費は徐々にシェアを低下させた(1960年度:17.4%→2013年度:5.7%)一方で、国債費(60年度:1.5%→13年度:24.0%)や社会保障関係費(60年度:11.1%→13年度:31.4%)は逆にシェアを拡大させていることが見て取れる(図表2)。なお、地方交付税交付金等は一貫して20%前後で推移している。

この数年間、ほとんどの先進国では財政健全化が優先度の高い政策課題として取り組みがされてきた。一般に、累増する財政赤字の弊害として、民間投資の圧迫(クラウディング・アウト)、世代間の不公平拡大等に加え、「財政の硬直化」が指摘されることが多い。「財政の硬直化」

とは、過去の国債発行に関する償還・利払い費の国家予算に占める割合が大きくなった結果、財政の本来の役割(資源配分の調整、所得再分配の適正化、景気循環の平滑化など)への支障が出ることへの懸念である。ちなみに、わが国では、国(中央政府)の長期債務残高は累増している(1993年度末:242兆円⇒2003年度末:493兆円⇒13年度末:777兆円(見込み))が、デフレ下において長期金利の低位状態が保たれた結果、金利負担(財産所得支払いのうち利払い分)は抑制されてきた(過去10年は年間約7~8兆円で安定)。とはいえ、日本銀行は2年程度で2%の物価上昇を目指すとする積極的な金融緩和策を実施しており、これが奏功すると長期金利は上昇し始めることになる。過去の低クーポンの国債発行が大量にあることから、当初の影響は小さいものの、先行き、国債費が膨張していくリスクは否定できない。



(資料)財務省 (注)グラフ内の数値は歳出全体に対するシェア

連載

物価 古今東西 第2回

消費者物価とサービス価格

～ デフレ脱却へ向けて～

竹光 大士

物価の財とサービス分類においては全体の内、米国では医療費を除いたサービスは約55%になっており、日本ではサービスは約51%を占める。このように、サービスはCPIの中で大きな割合を占める。日本では過去20年近く長期に渡り、一時期を除いて、消費者物価(CPI)がほぼ持続的に下落する状況(デフレ)が続いてきた。サービス価格は大きな割合を占めるのでデフレ脱却の鍵となり得る。以下では日銀のデフレ脱却の政策について考えてみたい。

日米比較

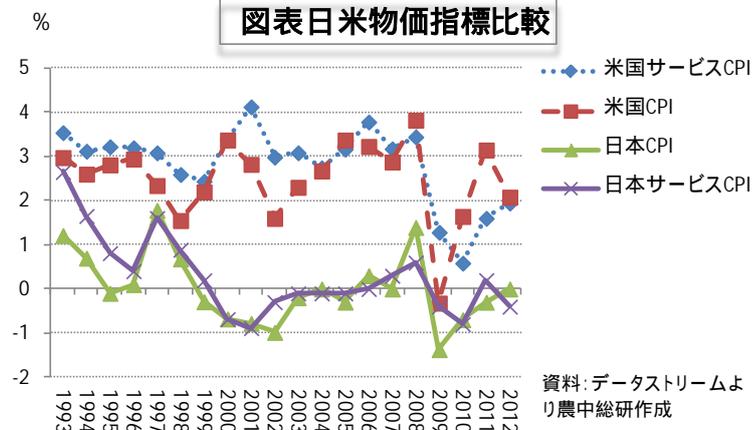
CPIの前年比のグラフを比べてみると米国と日本ではサービス価格の推移に明らかな違いがあることが分かる。サービス価格は日米で1993年に1%程の差の水準にあるのだが、その後、日本のサービス価格は急速に下落している。これは、サービス価格が日本のデフレの一因であったことを示している。それに対し、米国では、サービス価格が2010年に落ち込んだものの、リーマンショックにより、CPIがマイナスになった時であっても、マイナスになることはなかった。サービス価格の差異が日米のCPIの差異を説明する一つの要素であることは明

らかである。サービス価格は非製造業の賃金の動きを反映しやすい。米国のサービス価格が下がらなかった理由として、賃金が日本より下がらなかったことが考えられる。そこには、インフレ期待の水準の日本との違いが原因にあると考えられる。インフレが予想される場合には労働者が実質賃金の低下を予想するため、賃金上昇交渉を通じて賃金に上向きの圧力がかかる。黒田総裁は期待物価上昇率が上がることでデフレ脱却の鍵の一つだとしている。期待物価上昇率が上がる事はサービス価格の上昇につながる可能性が高いということに留意したい。

アベノミクスで期待される賃上げ

デフレ脱却の鍵となる賃金について、政府は賃金引き上げの環境整備のため、アベノミクスによる円高是正・資産価格上昇での企業収益回復と労働市場改革を進めており、今後の企業の対応が注目される。

図表日米物価指標比較



連 載

新興国ウォッチ！ < 第 12 回 >

低水準均衡の罠

多田 忠義

低水準均衡の罠とは

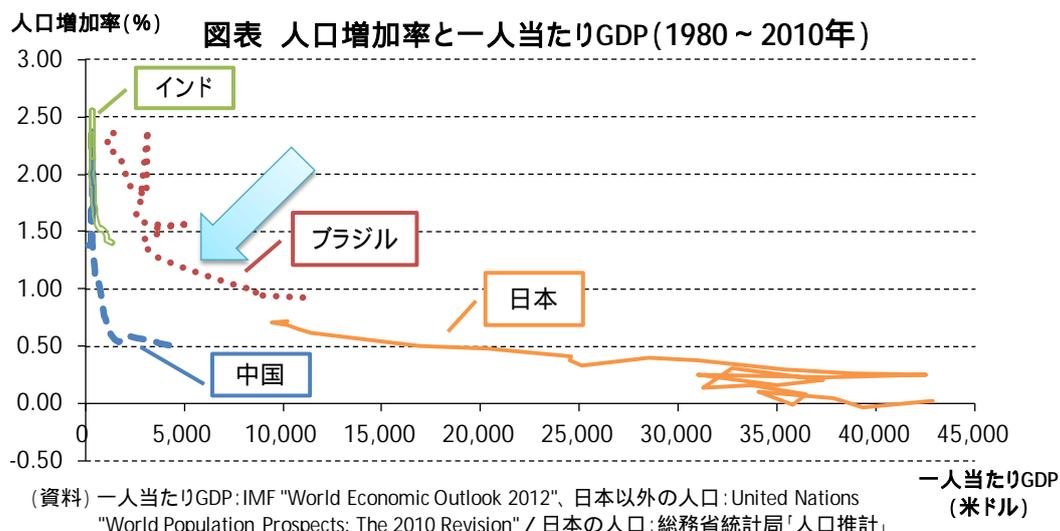
低水準均衡の罠（低位均衡の罠、Low-Level Equilibrium Trap）とは、1人当たり所得がひとたび高い均衡点を越えた水準にまで成長すれば経済は自律的な成長過程に乗るが、1人当たり所得水準が高水準の均衡点以下であれば低水準の均衡点に収束する力が働く、という考え方である。後発開発途上国（LDC）では、所得水準が低い一方で、人口増加率が高いために貯蓄能力も低く、十分な資本形成（物的・人的）が行われない。その結果低生産性状態から抜け出すことができず、所得水準は低いままにとどまってしまうため、経済は低い均衡点にとどまらざるを得ないとされ、「低水準均衡の罠」と呼ばれている。

前回取り上げた人口ボーナスでは、扶養人口比率の低下により経済成長が促されるとしたが、低水準均衡の罠では、所得や資本蓄積の状態も経済成長を考えると必要不可欠であることを指摘する。

人口増加率と一人当たり GDP

図表は、一人当たり GDP と人口増加率との関係を時系列で示したものである。中国、インド、ブラジルといった新興国では、の部分、つまり人口増加率が0.5～1.5%に低下した段階で、急速に一人当たりの GDP が増加し始めたことが確認できる。中国やブラジルは人口増加率が低下するとともに、社会経済構造や制度を少しずつ変化させ、ある時点で高水準の均衡点へ移行したとみられる。一方、インドでは、まだ均衡点には達していないとみられ、社会・経済・政治制度の改革を通じて資本蓄積を図れるかどうか経済成長に必要であると考えられる。

低水準均衡の罠は、あくまでも低い所得水準から抜け出せない構造を示すものである。これを脱しても、さらなる社会経済制度の調整が進まなければ「中所得国の罠」に陥ることとなる。新興国の経済成長を分析する上では、こうした人口、資本蓄積、制度の観点が必要である。



海外の話題

中港矛盾 - 香港から白い粉を持ち出す運び屋にジャッキー・チェンは鉄槌を下せるのか？

農林中央金庫 香港駐在員事務所長 田辺 徹也

春節の入出境検問所にマカオ好きな本土人が殺到

「世の中には2種類の人間がいる。マカオが好きな奴とそうでない奴だ。」と言っているのは世界中で筆者だけなのだが、博才の無い筆者自身は「そうでない奴」である。一方、ギャンブル好きで知られる中国人では「好きな奴」がかなりの割合を占めるものと想像するが、今年の春節（旧正月）連休には入出境者のあまりの多さに広東省珠海市とマカオの間にある入出境検問所の処理が追いつかず、千人近くが数時間も待たされる事態が発生した。中国人が如何にギャンブルを好きかについての説明はまた改めるとして、ここで言いたいのは、①中国本土人がマカオ（香港も含む）に行くには、同じ中国でありながら、入出境検問所でパスポートを提示して入境ビザの審査や、税関検査、検疫を受けなければならないということ、②検問所が麻痺するほどの本土人が入出境していること、の2点である。

火薬以来の大発明「一国二制度」のおさらい

どうして検問があるのかと言えば、1997年に英国から返還された香港および1999年にポルトガルから返還されたマカオでは、ご案内の通り、「一国二制度」が返還から50年間適用されているからである。「一国二制度」とは読んで字のごとく、一つの国の中で二つの制度が並行して適用されることであり、中国の中でも「特別行政区」である香港とマカオについては、社会主義国の一部でありながら、堂々と資本主義がまかり通っているのである。法制や税制も本土とは異なり、所謂「一人っ子政策」の適用や、言論や情報の統制もない。日本人では思いつかないような大胆な発想で、火薬が古代中国の世界に誇る発明だしたら、「一国二制度」は鄧小平時代の大発明であると言われている。なお、カジノや通貨をはじめとして香港とマカオの制度も互いに異なることから、現在の中国は厳密にいうと「一国三制度」である。

「運び屋」が持ち出す「白い粉」

その「一国二制度」にかかる最近の大きなトピックスと言えば「運び屋問題」である。往年の香港映画では、「運び屋」と言えば、「すわ麻薬か!？」ということになるのだが、同じ白い粉でも今話題となっているのは、「粉ミルク」である。メラミン混入事件以降、安全な粉ミルクを求めて、中国本土人が大挙して買い出しに来ることが話題になったが、最近では「運び屋」と呼ばれるプロが本土から入境し、本土内で転売するため大量の粉ミルクを買い占めて持ち出しているのである。そのため、香港内の粉ミルクが不足する事態に至ったため、今年の3月から、香港外への粉ミルクの持ち出しが一人当たり2缶＝1.8kgに制限されることとなった。また、「運び屋」のターゲットは当然粉ミルク以外の品目にも及んでおり、ボーダー近くの街で買った大量のモノを列車に持ち込んで運ぶため、地元の住民や地下鉄の乗客とトラブルが絶えず、出境検問所につながる地下鉄東鉄線への手荷物の持込みを一人当たり23kgまでとする、飛行場並みの規制も始まった。

「中港矛盾」

こうした本土と香港との対立や軋轢のことを「中港矛盾」と呼ぶのだそう（もちろん中は中国、港は香港のことで、マカオの話題から始めた原稿なのに「中港」なのは筆者の矛盾である）。返還当初は「一国二制度」の下、本土人の流入には観光旅行ですら厳しい制限が設けられていて、こうした「矛盾」はあまり顕在化していなかったのだが、SARSによる経済的疲弊を救済する意味合いもあり、2003年に香港およびマカオへの本土人の個人旅行が解禁された。以来、入境のハードルは段々と低くなり、また本土

側の急速な経済成長もあって、最近では香港を訪れる本土旅行客の年間のべ人数は約3千万人を越え、香港の全人口の5倍近くにも達しており、「矛盾」が起こり易い環境を生み出している。

「中港矛盾」が大きく取り沙汰されるようになったのは、本土人の妊婦が子供の香港永住権目当てに香港で出産する、一昨年「越境出産」騒動の当たりからだと思う。越境出産が数万件のレベルに達したため、病院が満杯となり、香港人が出産できなくなったのである。その頃から、禁止されている地下鉄車内での飲食を本土人が行っていたため注意したら逆ギレされた事件、香港人があるブランドショップの写真を撮ろうとしたら警備員から「本土人以外は撮影するな」と言われ翌日から多くの香港人による当該ブランドへの抗議デモが巻き起こった事件、本土富裕層による香港不動産の投機的売買に伴う住宅価格の高騰、有名大学教授による「香港人は犬」発言等々、大小のトラブルが次々と発生した（当然ながらネットの普及がトラブルの拡大に拍車を掛けている）。

そして極め付きは昨年の夏から秋にかけて起こった「道徳・国民教育」科目の小学校への導入反対運動で、当該科目は中国共産党を礼讃する内容とされ、学生や教育関係者を中心に運動が巻き起こった。ピーク時には一般市民も含め数万人が抗議活動に参加したと言われ、発足したばかりの梁振英政権が、日本でいう国政選挙にあたる立法会選挙の前日に導入を事実上撤回するという事態に陥った。

ジャッキー・チェンは「プロジェクトA」、ドナルド・ツァンは「プロジェクト10」

さて、出口の見えない「中港矛盾」、ここは一つヒーローにでも登場してもらってスカッと解決してもらいたいところだ。香港を代表するヒーローの筆頭といえばジャッキー・チェンであることは疑いがなく、残念ながら彼は先ごろ本格アクション映画からの引退を宣言した。ジャッキーと言えば、今年3月の全国人民代表大会に並行して開かれた全国政治協商会議の委員として当該会議に出席したことが日本でもニュースになったと思うが、実は近年の彼は北京政府寄りの発言が多いことで有名で、発言のたびに物議を醸す存在となっており、その点に関しては香港の人々から必ずしも好感を持って迎えられていないのが実情である。ある意味で「中港矛盾」を象徴する人物であり、本稿副題の「運び屋に鉄槌を下せるか？」との質問への回答は恐らく「No」である。

ところで彼の最高傑作は、運び屋ならぬ海賊と香港水上警察官のジャッキーが戦う「プロジェクトA」だと言われているが、昨年当地の行政長官を退任したドナルド・ツァンがぶちあげたのが「香港10大インフラプロジェクト」、いわば「プロジェクト10」である。10大プロジェクトの大半を交通インフラの整備が占めており、中でも目玉は、現在お隣の広東省まで開通している高速鉄道の延伸と、香港～マカオ～珠海を結ぶ大橋（多くの部分は海底トンネルだそうだが）の建設で、いずれも既に着工済みで前者は2015年、後者は2016年に完成の予定だそう。こうした新たなインフラが本土に繋がれば、当然更なる矛盾が発生するリスクが高まる訳であり、喜んでばかりいられない。一方で広東省における交通インフラの整備も急速に進んでおり、現に冒頭に記したマカオの検問所のトラブルは、珠海側で鉄道が開通し当該検問所へのアクセスが容易になったためらしい。

それにしても、マカオにかかる大橋や広州に向かう高速鉄道でのジャッキー・チェンのアクションを観てみたかったものだが、ジャッキーも完成した橋を見れば得意の転落アクションに挑戦してみたくなるのではなかろうか。「酔拳」や「蛇拳」などの初期の作品では酒や蛇といったネガティブなパワーを武器に転化させたジャッキー、深刻化する中港関係に終止符を打つには、矛盾をプラスに転化させる映画「矛盾拳」の製作しかない（矛盾を起点とする点では毛沢東の「矛盾論」からも外れてないし…）。