

潮 流

都市と農山漁村の交流

取締役調査第二部長 都 俊生

村おこしや町おこしなど、活性化に取り組んでいる地域を視察させて頂いているが、よく「地域資源」という言葉に遭遇する。地域資源とは地域の経済活性化に繋がる商売の種だ。農林水産業に基盤をおく地域では、その地域の農林水産物に加えて、他の地域に負けない競争力のある特産物が重要な地域資源になる。また、一次産業の背後に広がる、雄大な美しい自然環境、豊かな水資源、きれいな空気なども有力な地域資源だ。さらには、伝統文化や農林水産業を支える人々の知識や技術、そしてその地域の人々の人情や人柄・・・なども貴重な地域資源だ。多くの地域が、地域資源の発掘に力を入れているが、なかなか地方の人達だけで地域資源を発掘するのは難しい。昔から地域に当たり前に存在しているものの中からそれが価値ある地域資源であることを発見するにはやはり外部の人の眼が必要のようだ。

「地域資源」という言葉には都市の側に軸足を置いた価値観のようなものを感じられる面があるが、都市と地方との交流を通じて都市もまた、地方から学ぶものは多い。都市と農山漁村が相互に恩恵を与え、受ける関係にあることを学ぶことが大切だ。農産物あるいは観光地としての商品価値だけを評価するのではなく、それを育む農山漁村の存在自体を貴重なものとして、地域丸ごと高く評価する動きも始まっている。産地訪問や農業体験を通じた生産者と消費者との交流により相互の信頼感や安心感を高めている。また、自然とのふれあいや農業体験を通して、生きるうえでの食の大切さや、背後に広がる自然環境の大切さを再認識することにも結びついている。自然豊かな農山漁村での生活体験は、特に子どもの教育にとって大変有益だと考える人は多いようだ。政府は昨年、「子ども農山漁村交流プロジェクト」を発足させており、総務省、文部科学省、農林水産省が連携して、将来を担う子ども達の教育活動の場として、小学校における農山漁村での農林漁業体験や自然体験、地域の人々との交流を行う 1 週間程度の宿泊体験活動を推進している。平成 20 年度からは、全国の小学校、23,000 校で 120 万人の小学生がこの活動に参加できるよう、農山漁村における宿泊体験の受入体制の整備、地域の活力をサポートするための推進体制の整備等を進めるとしている。

米国などでも、古くから同じような活動として、サマー・スクールというものがある。夏休みになると 2～3 週間ぐらい親元から離れて、郊外の豊かな自然に恵まれた環境下で、野外活動やスポーツを楽しんだり、学科の学習をしたりする仕組みだ。森林や湖畔などでの野外活動を通じて、自然の素晴らしさを実感し、友達との友情も生まれ、楽しい思い出となりいつまでも記憶に残るようだ。将来の社会を支える若者の良い教育活動の場となっている様子だ。

今や新興国ほか多くの国々が工業化を進め、先進国に迫る勢いとなっており、地球環境が危機に瀕しているほか食料危機の到来も心配される状況になっている。バランスの取れた国土を形成し、生物多様性に富んだ豊かな自然環境を保全しつつ地域社会の活力を高めていくことが必要になっている。都市と農山漁村との交流により、食育や環境教育などを通じ、成熟社会に相応しい持続可能な社会作りに向けた取組みがなされることを期待したい。

情勢判断

国内経済金融

民間部門のマインド悪化で 2008 年前半の景気は厳しい展開に

～日銀の「次の一手」は 09 年 4～6 月期の 0.25%利上げと予想～

南 武志

要旨

1～3 月期の経済成長率は年率+3.3%と潜在成長力を上回る高めの成長となったが、一方で 4～6 月期以降にはその反動が出ることを示唆する内容も見て取れる。これまでの景気を牽引してきた輸出が 4 月に落ち込んだこと、企業の設備投資意欲が慎重化しているといった懸念材料には注意したい。全般的に、資源高に伴う企業収益圧迫や生活必需品の相次ぐ値上げなどにより、民間部門のマインドは悪化しており、少なくとも 08 年度半ばにかけての景気展開には厳しさが増すと予想する。

内外の金融市場では悲観論が後退し、逆にやや楽観ムードが漂っているが、米サブプライム問題など火種は残っており、再び不安定な状況に戻るリスクに警戒が必要だ。一部で利上げ予想も浮上しているが、日銀は、08 年度内は現状の金融政策を維持するだろ

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2008年				2009年	
	5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 (%)	0.505	0.50	0.50	0.50	0.50	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.841	0.80～0.95	0.85～1.00	0.85～1.00	0.85～1.00	
短期プライムレート (%)	1.875	1.875	1.875	1.875	1.875	
新発10年国債利回り (%)	1.740	1.48～1.73	1.45～1.75	1.50～1.80	1.50～1.80	
為替レート	対ドル (円/ドル)	103.4	96～106	95～110	95～110	95～110
	対ユーロ (円/ユーロ)	163.0	155～170	155～170	155～170	155～170
日経平均株価 (円)	13,690	14,250±1,000	14,500±1,000	14,750±1,000	15,250±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は誘導水準。実績は2008年5月26日時点。予想値は各月末時点。

国内景気:現状・展望

5月16日に発表されたGDP第1次速報によれば、1～3月期の実質経済成長率は前期比年率+3.3%となり、+1%台後半とされる潜在成長率を2四半期連続で上回った。1～3月期を振り返ると、米国経済の減速が鮮明となり、米サブプライム問題が更に広がりを見せたことなどもあり、世界的に金融資本市場が大きく混乱したほか、米ドル資産からの資金シフトが発生し、ドル安(円高)や資源価格高騰が引き起こされた。このように世界経済の先行き懸念が高まり、

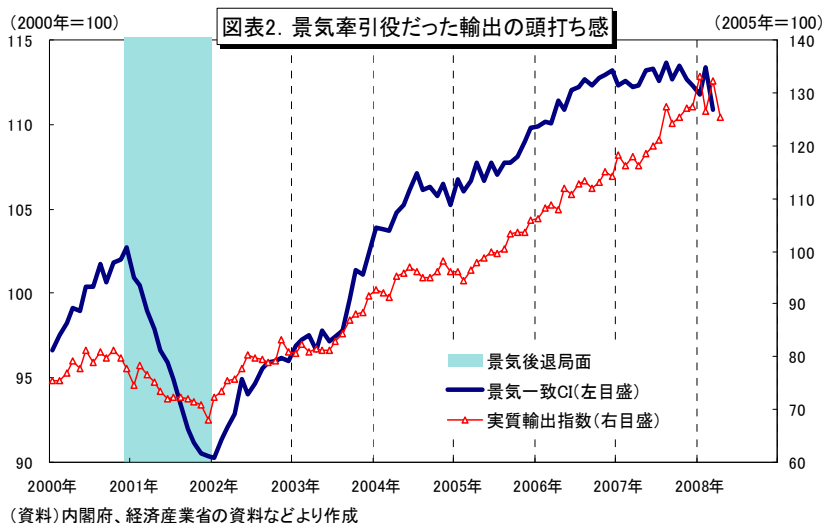
企業を取り巻く環境が大きく悪化したほか、賃金の伸び悩みが続く家計部門では食料品・エネルギーなどといった生活必需品の価格上昇が消費マインドに悪影響を及ぼす状況が観測され、企業・家計とも景況感の大幅悪化が見られていた。

今回1～3月期の経済成長を牽引したのは、上述の景気下押し要因として懸念されていた「輸出」と「民間消費」であり、前期比GDP成長率(+0.8%)に対してそれぞれ+0.8%pt、+0.5%ptの寄与度となっている。ただし、4月の実質輸出指数(日本銀

行)は前月比▲5.4%と大きく低下するなど、4～6月期には1～3月期に反動が出る可能性があるほか(図表2)、前期比マイナスとなった民間企業設備投資に見られるように、企業の設備投資意欲は一時的にせよ慎重化している可能性は高く、08年度前半は低調なまま推移するものと思われる。

当総研では、今回のGDP発表を受けて、2008～09年度の日本経済見通しを策定したが、08年度の実質成長率は+1.7%と、07年度と同様、潜在成長率並みに留まるとした。ただし、08年末から09年初頭にかけては米国経済の底入れや、サブプライム問題の収束に向けた動きも始まるとの想定から、徐々に日本経済の成長率が回復する動きが強まっていくものと予想する。その動きは09年度中も続き、年度を通じては+2.3%と3年ぶりに+2%成長に回帰するとしている。

また、物価面に目を転じると、食料・エネルギーや日用品の値上げが本格化していることもあり、3月の消費者物価(全国、生鮮食品を除く総合、以下コアCPI)は前年比+1.2%と、上昇率が高まる動きとなった。また、約10年近くに渡り、下落傾向が続いてきた食料・エネルギー以外の消費財・サービスも、前年比+0.1%とプラスに転じるなど、原材料価格の高騰を最終財に価格転嫁する動きは広がりを見せている。とはいえ、足許の物価上昇は需給改善を反映したものではなく、日本の輸入依存度が



高い資源や穀物などの高騰に伴ったもので、国内の購買力の強制移転といった、いわば需要収縮効果を伴ったものである点に注意が必要であろう。

なお、4月にガソリン税の暫定税率の失効に伴って下落したガソリン価格も、5月には下落した分以上の値上げとなるなど、引き続き物価の押し上げ要因として注目されるほか、食用油・小麦製品などの食料品、電気・ガス料金などエネルギー価格も今後とも値上げが続くことから、当面は前年比+1%台前半の物価上昇率が続くことが予想される。

金融政策の動向・見通し

就任直後のG7財務大臣・中央銀行総裁会合を無難にこなし、かつ市場参加者からやや楽観的との指摘を受けてきた日銀としての景気判断(金融経済月報)を下方修正し、さらには金融政策のスタンスも中立姿勢を明確にする(展望レポート)など、白川新総裁に対する市場の評価はますますのものとなっている。

後述の通り、市場では米国経済の動向やサブプライム関連の損失額の推移に注目

が集まっているが、「予想以上の悪化」を示していたものが、「予想の範囲内の悪化」に留まってきたことを「峠を越した」、「最悪期を脱した」と前向き評価するなど、ある種の楽観的なムードが漂っている。上昇傾向を続ける資源価格が、世界的に物価上昇率を高めるなど、インフレへの警戒感から米英などでの利下げは打ち止めとなり、逆に利上げが前倒しで行われるのではないかと、その思惑も浮上し始めた。しかし、まだ方向性は依然「悪化」であり、改善に向けた動きが始まったことが確認できていない上、米国経済悪化の影響が時間差を伴いながら世界経済全体に波及することや、資源高が投入コストの負担増や生活に密着したものを中心とした価格上昇が民間部門のマインド悪化につながる可能性などを考慮すれば、実体経済に下振れリスクには警戒が必要であろう。

ただし、中立スタンスをより明確に示した「展望レポート」も、よく読み込んでみると、日銀としては景気下振れリスクが解消されれば、「金利の正常化」に向けて再び動き始めたい姿勢が窺える。今しばらくは米国経済動向やサブプライム問題などの行方や日本経済に及ぼす影響度などを慎重に見極めることに時間が費やされるだろうが、

それらに改善の兆しが見え始めれば、利上げに向けて動くものと見られる。当総研では、「日銀の次の一手」として、09年4～6月期の利上げ（0.25%）を見込んでおり、その後も半年に1回くらいのペースで利上げが行われるものと予想する。

市場動向:現状・見通し・注目点

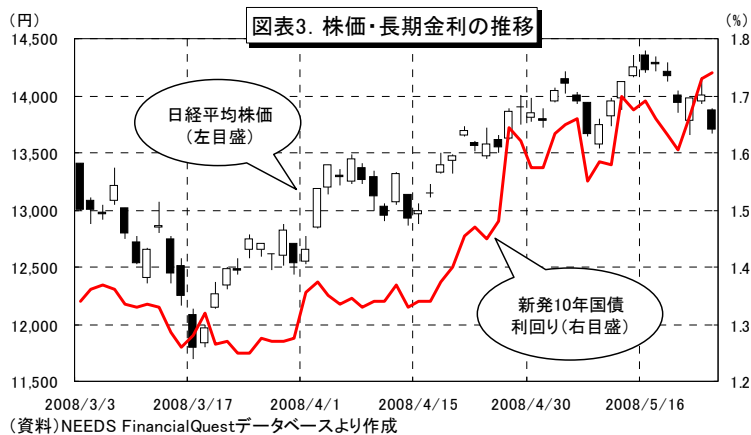
08年に入った直後から、金融市場は株安・ドル安（円高）・金利低下の流れが続いてきたが、3月下旬あたりからは持ち直しに転じてきた。また、直近の欧米金融機関の決算内容が予想の範囲内に収まり、経営者の発言にも楽観的なものが多かったこと、さらには世界的にインフレに対する警戒姿勢が強まってきたこともあり、特に長期金利の上昇傾向が強まっている。しかし、米サブプライム問題の根源にある住宅ローンの延滞率に上昇にはまだ歯止めがかかったとはいえないなど、まだまだ予断を許さない状況であることは十分認識すべきである。

以下、債券・株式・為替レート of 各市場について述べたい。

①債券市場

3月下旬には1.2%台での推移が続いた日本の長期金利（新発10年国債利回り）も、

08年度に入るとやや上昇し、1.3%台を中心レンジとするもみ合いに移行した。さらに、米サブプライム問題に対する過度の悲観論が払拭され始めた4月下旬以降は上昇圧力を強め、中心レンジを1.6%台に切り上げるなど、日銀が中立スタンスを表明したにも関



わらず、再び利上げを意識した金利形成がされているように思われる。

しかし、景気の足許の弱さとその状態が08年度前半は続く可能性を考慮すれば、現段階で利上げを意識するのは時期尚早と思われ、やや「行き過ぎ」の面は否めず、一旦は金利水準が再び低下する可能性もあるだろう。全般的に見て、当面は多少の変動を伴いながらも総じて1.5～1.7%でのみ合い状態が継続すると予想する。

②株式市場

3月17～18日には12,000円台を割れた日経平均株価も、その後は徐々に持ち直す動きが続いており、5月に入ってから14,000円台を回復するまでに至っている。国内投資家の動きが鈍い中、主役は海外勢である状況には変わりはないが、国内企業の景況感は大幅に悪化しており、企業活動を取り巻く環境も決して良い状況ではないこと、福田政権の不人気や改革イメージの後退などを考慮すれば、この株価の戻りも限度があり、徐々に上値が重い展開になっていくものと思われる。

また、米サブプライム関連の予期せぬ悪いニュースには反応しやすい地合いは残っ

ているものと思われ、株価が再び下落するリスクには十分留意すべきであろう。

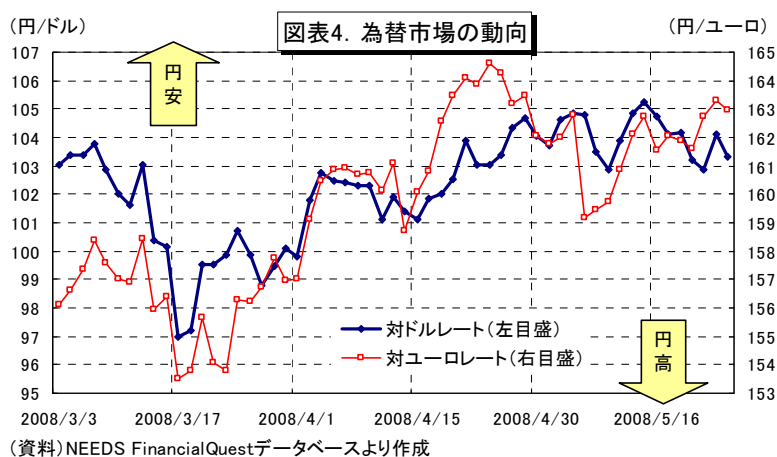
③外国為替市場

3月17日には1995年8月以来となる一時1ドル=95円台まで円高が進行した円の対ドル・レートも、4～5月にかけてはやや円安方向に推移する場面も散見されるようになっている。対ユーロ・レートも基本的には同様の動きとなっているが、基本的には今後の金融政策の方向性に対する思惑など「金利格差」要因が為替レート変動に大きく影響している面には変わりはない。

先行きについて考えていくと、まず、既に3.25%の大幅利下げを行ってきた米国では、この利下げや所得税減税の効果によってリセッション入りが回避できるとの見方が強まり、利下げ打ち止め感が浮上し、一部には利上げ転換を意識する動きも出ている。日本でも、一部利上げ予想も散見されるが、「展望レポート」などを考慮すれば、08年度内は現状水準のまま推移するとの意見が大勢であろう。一方、インフレ警戒姿勢を続けるECBは、域内の信用収縮や景気減速への懸念が払拭されれば、利上げを行いたい意向を示している。

以上を考慮すれば、対米ドル・レートは多少円高に振れる場面もあるだろうが、基本的には現状水準でのみ合いが続くと予想する。一方、対ユーロではECBの利上げ姿勢が強まれば、ややユーロ高気味に推移する可能性もあるだろう。

(2008.5.27現在)



先行きの米国の住宅市場底入れと景気持ち直しに期待

渡部 喜智

要旨

連邦公開市場委員会・議事録のインフレ懸念を高めた内容から、金融市場には利下げ打止め観測が強まった。景気の下振れリスクが再び高まらない限り、FRBの利下げ打止め姿勢が変わることは予想しにくく長期金利の再低下も期待しにくい。一方、住宅市場の調整圧力は依然大きく、明るい材料は少ない。住宅市場の底入れや景気を持ち直しを示す指標が出てくることは信用不安の払拭や株価の本格反転に必要であり、政策支援強化の動きにも注目したい。

インフレ懸念から利下げ打止め観測強まる

米国FRBは08年4月30日に、連邦公開市場委員会（FOMC）において政策金利であるフェデラルファンド・レート（以下、FF金利）の誘導目標を0.25%引下げ、2.00%とすることを決定した。票決は賛成8：反対2であった。

そのFOMCの議事録が5月21日に公表されたが、その際の利下げを「ぎりぎりの判断（close call）」と表現し、苦渋の決断だったことが随所うかがわれる内容となっている。昨年9月以来7回、累計3.25%の利下げ等の金融政策が景気の下振れリスクを緩和したことを評価し、依然景気の下振れリスクが残るとしつつも、インフレ（物価）の上振れリスクの高まりに懸念を表明している。また、金融政策の観点からは、「成長（景気）リスクとインフレ・リスクが一段と均衡化」したとの判断を示し、「成長の下振れリスクを強調することは適当でない」と述べている。このような判断から、FOMC直後の声明文から「成長の下振れリスク」の

文言が削除されたと思われる。

FF金利先物やオーバーナイト・インデックス・スワップなどの動きから見ても、市場参加者の利下げ打止め観測が強まっていることは確かであり、09年年明け以降は利上げさえも織り込まれてきている（第1図）。

FOMCの成長見通しは慎重だが、「年後半持ち直し」シナリオ

ただし、前述の議事録と同時に発表されたFOMCの経済見通しでは、今年1月時点に比べコアPCEデフレーターなどのインフレ予想が引き上げられる一方、実質GDPの成長見通しは引き下げられた（第1表^注）。

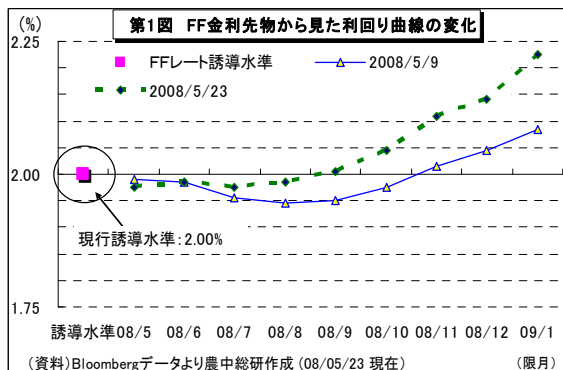
実質GDPの成長率見通しでは、08年が中心帯で1.3～2.0%から0.3～1.2%へ、09年が同じく2.1～2.7%から2.0～2.8%への下方修正

第1表 FRB理事・地区連銀総裁による改訂経済見通し
（各項目の上段：08年1月時点⇒下段：08年4月FOMC時点）（%）

項目	2008（見通し）		2009（見通し）	
	範囲	中心帯	範囲	中心帯
実質GDP	1.0～2.2 ⇒0.0～1.5	1.3～2.0 ⇒0.3～1.2	1.8～3.2 ⇒1.8～3.0	2.1～2.7 ⇒2.0～2.8
コアPCE デフレーター	1.9～2.3 ⇒1.9～2.5	2.0～2.2 ⇒2.2～2.4	1.7～2.2 ⇒1.7～2.2	1.7～2.0 ⇒1.9～2.1
失業率	5.0～5.5 ⇒5.3～6.0	5.2～5.3 ⇒5.5～5.7	4.9～5.7 ⇒5.2～6.3	5.0～5.3 ⇒5.2～5.7

FRB「08年4月FOMCの経済見通し概要」より作成
数字は各年第4四半期の前年同期比

注 年末の第4四半期同士の比較。年平均の比較でないことに注意。



となった。08年のGDP成長率の見通しを捉えようと、景気停滞という印象が強くなるかもしれないが、FOMCメンバーは「年後半に景気は持ち直す」というシナリオであり、決して景気後退に入っていくという想定ではないことを認識しておくべきだろう。

景気の下振れ＝景気後退リスクが再び高まらない限り、FRBの利下げ打止め姿勢が変わることは予想しにくく、長期金利の再低下も期待しにくい。ちなみに本誌掲載・当総研の米国経済見通しにおいて、第1表の第4四半期同士の比較ベースでの08年GDP成長率は1.7%の予測であり、第1表のFOMC見通しを上回る。

住宅市場の調整、金融機関の損失はなお注意

物価上昇や雇用者の減少などに伴う消費者心理の低迷は懸念されるどころだが、08年景気対策法に基づく所得税の還付（戻し税）は個人消費の下支え役を果たすことが期待される。

1億3,000万人以上の個人・家計に対し、総額11.8兆円（内国歳入庁試算：1,120億ドル）の小切手送付等による還付が4月末から始まった。送付は5、6月を中心に7月に終わる予定である。減税還付のうち、どの程度が消費に回されるかは不透明だが、仮に還付額の6割が消費に回るとすれば、年間個人消費を0.7%程度持ち上げる。夏休みシーズンに集中的に支出に回れば、年央の景気を相当支えるはずだ。

これに対し、景気の低迷・下振れにおいて注意すべきなのは、住宅市場の調整である。

4月の建築許可件数が5ヵ月ぶりに前月比増加となったことは、直近での多少明るい側面である。しかし、住宅価格の落ち着きどころは見えていない。米国の住宅価格の先行き予想をシカゴ商品取引所のS&Pケース・シラー住宅価格指数・先物取引から見てみよう。極めて取引が薄く値付けの信頼性は低い、半年後の09年2月に決済（限月）を迎える同先物価格は5月から約1割低い。全米抵当銀行協会の今年3

月末の延滞率調査の結果が6月中旬に発表されるが、07年末に17%台だった延滞率がさらに上昇するのは間違いなく、差押さえ物件の増加が先安感を生じさせる可能性は大きい。

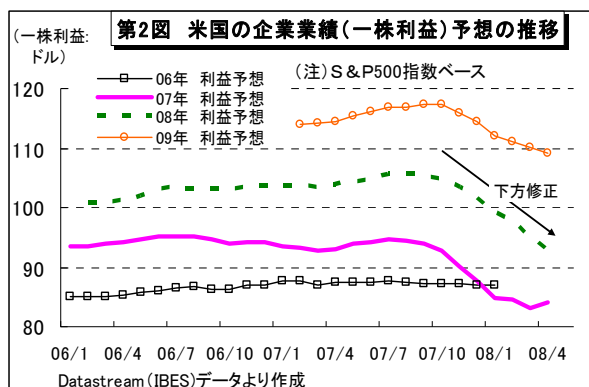
また、住宅業者に業況を聞く全米住宅建設業協会（NAHB）の「住宅市場指数」の先行き見通しや客足動向も再び低下しており、底が固まったとはいえない。カンファレンス・ボードの住宅購入意向調査も一進一退である。

これらの指標に底入れの兆しが表れて来ないと、住宅ローン証券化商品の価格も安定せず、金融機関の損失懸念に伴う信用不安がじくじくと残ることになる。これに対し、上下両院・委員会は、連邦住宅局の保証ローン枠を拡大し借換え対象の救済者を50万世帯に拡充する法案を審議しているが、両院の合意を経てブッシュ政権が早期に法案に同意することが求められる。

株価の本格反転には業績下方修正が足かせ

米国の株価は、信用不安の後退に伴って08年3月下旬から底打ちした形となっている。ダウ平均株価は12,000ドル割れから13,000ドル前後の水準に戻ってきた。しかし、業績の下方修正が止まっていない状況は、ここからの上昇ペースを抑える足かせとなろう（第2図）。

海外部門の好収益や資源価格の上昇の恩恵に与れる企業を除けば、業績の不透明感は根強い。住宅市場の底入れ感や景気の持ち直し傾向を示す指標が出て来るとともに、政策支援の強化策が打ち出されることは、株価の本格反転を後押しするうえでも必要である。（08.05.26現在）



原油市況

原油価格（WTI 期近・終値）は、OPEC の増産に慎重な姿勢やドル安の目減りを防ぐファンド筋からの資金流入などから上昇ペースが速まり、5月下旬には一時1バレル=135ドル台に乗り、史上最高値を更新した。当面は夏場にかけて米国のガソリン需要の増加観測が強まりやすく、上昇傾向が続く可能性が高い。また OPEC による高値維持スタンスのほか、新興国の高成長による原油需要増加（米エネルギー情報局 EIA は 08 年の世界原油消費量を前年比+1.4%と予測）を背景に、その後も原油価格は高止まりが予想される。

米国経済

米国では、1～3月期の実質 GDP（速報値）が2四半期続けて前期比年率+0.6%の低成長となった。しかし、金融機関の資本増強や決算発表で楽観的な見通しが示されたことなどから、このところは信用不安が後退し、米国の株価や長期金利は緩やかに上昇した。なお、米 FRB は 07 年 9 月以降今年 4 月末まで、政策金利（FF 金利）を計 7 回で 3.25%引き下げて 2.0%としているが、足元では景気の下振れ懸念や信用不安が後退したことを受け、利下げ打ち止め観測が強まり、一部には年内利上げ観測も浮上している。

国内経済

わが国では、雇用情勢や設備投資などで弱い動きが見られるほか、好調だった輸出にも鈍化傾向が目立ち始めた。3月の鉱工業生産指数（速報）は前月比▲3.4%と2月（同+1.6%）から大幅な低下。直近データの4月は前月比▲0.3%、5月は同+3.4%と、一進一退で推移する見通し。設備投資の先行指標となる機械受注（船舶・電力を除く民需）は2月、3月と2ヶ月連続で減少し、先行きも減少見通しであるため、その動向には注意が必要。一方、賃金が伸び悩むなか、生活必需品の値上がりにより消費者心理が悪化しており、先行き消費の鈍化が懸念される。

金利・株価・為替

外為市場では、08年入り後ドル安が進み、3月中旬には1ドル=97円台と95年8月下旬以来の円高水準となった。しかしその後は、米国の利下げ打ち止め観測の強まり等からドルが買い戻され、このところは1ドル=102円～104円台で推移している。

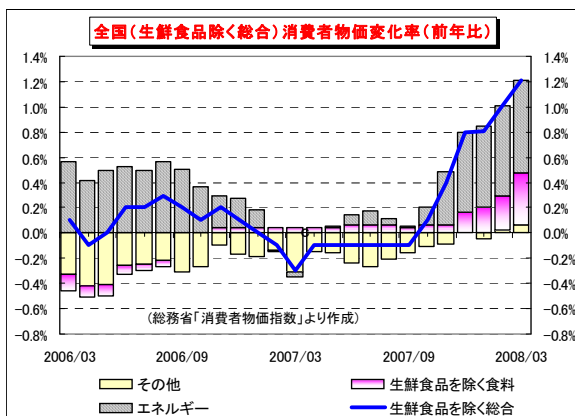
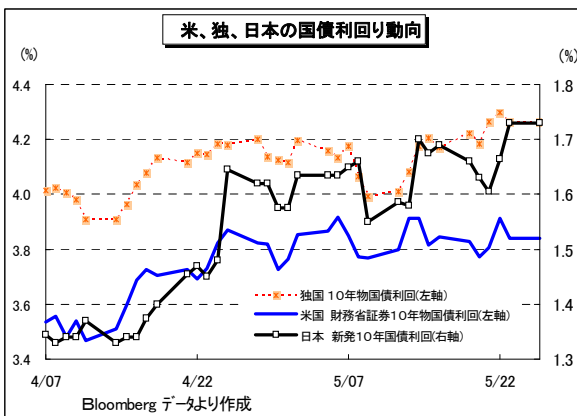
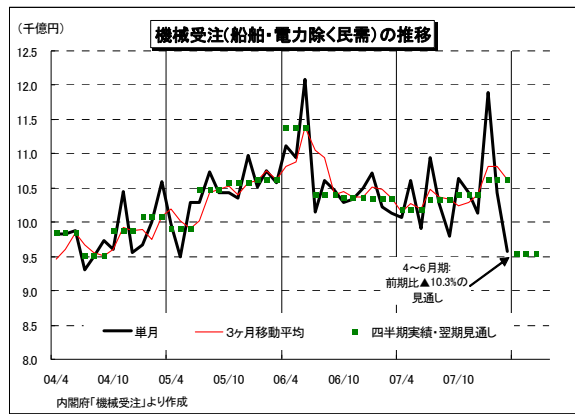
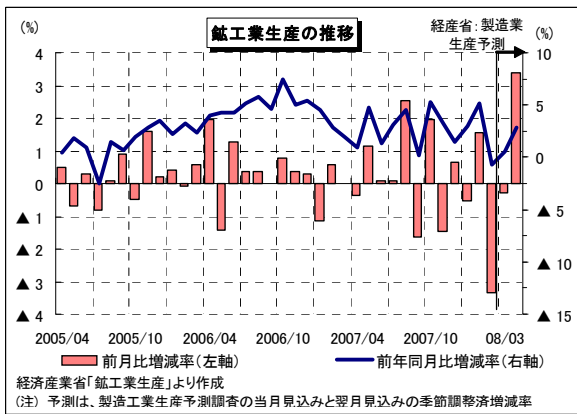
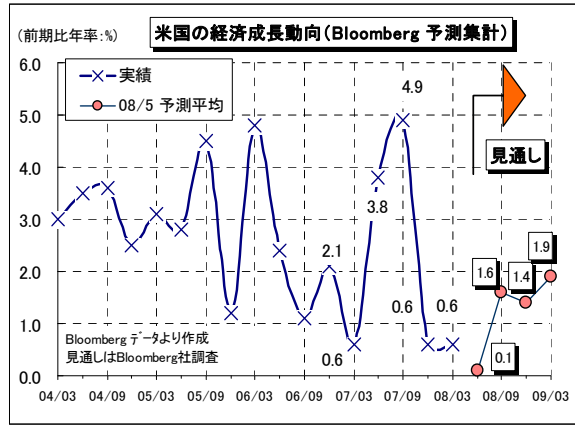
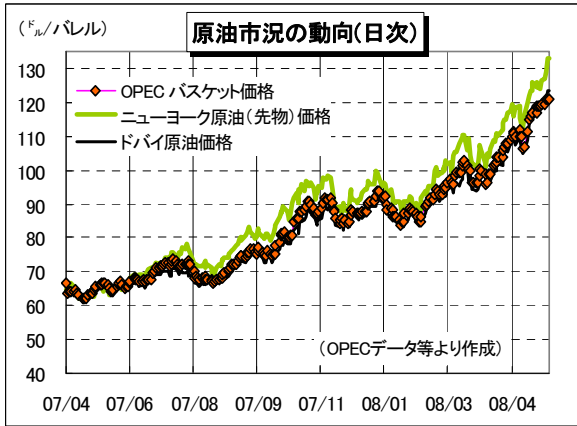
日経平均株価は、3月中旬に1万1,700円台まで下落したが、4月以降は信用不安の後退などから持ち直し、1万4,200円台まで上昇した後、小反落して推移している。日本の長期金利の目安である新発10年国債利回りは、3月中旬に1.2%台まで低下したが、インフレ懸念の高まりや米国の利下げ打ち止め観測などを背景に5月下旬に一時1.75%まで上昇。

政府・日銀の景況判断

政府は5月の景気判断を2ヶ月連続で「回復はこのところ足踏み状態」に据え置いた。ただし、輸出の判断をこれまでの「緩やかに増加」から「伸びが鈍化」に下方修正したほか、住宅建設についても「おおむね持ち直してきたが、このところ横ばい」と下方修正した。

一方、日銀は5月の景況判断を4月と同様に、「エネルギー・原材料価格高の影響などから、減速している」とした。ただし、先行きは「当面減速が続くものの、その後緩やかな成長経路をたどる」と見ている。また物価の先行きについても「国内企業物価は、当面、国際商品市況高などを背景に、上昇を続ける可能性が高い」としている。（08.5.26 現在）

内外の経済金融データ



(詳しくは、ホームページ-トピックス- [今月の経済・金融情勢] <http://www.nochuri.co.jp>へ)



2008～09年度経済見通し

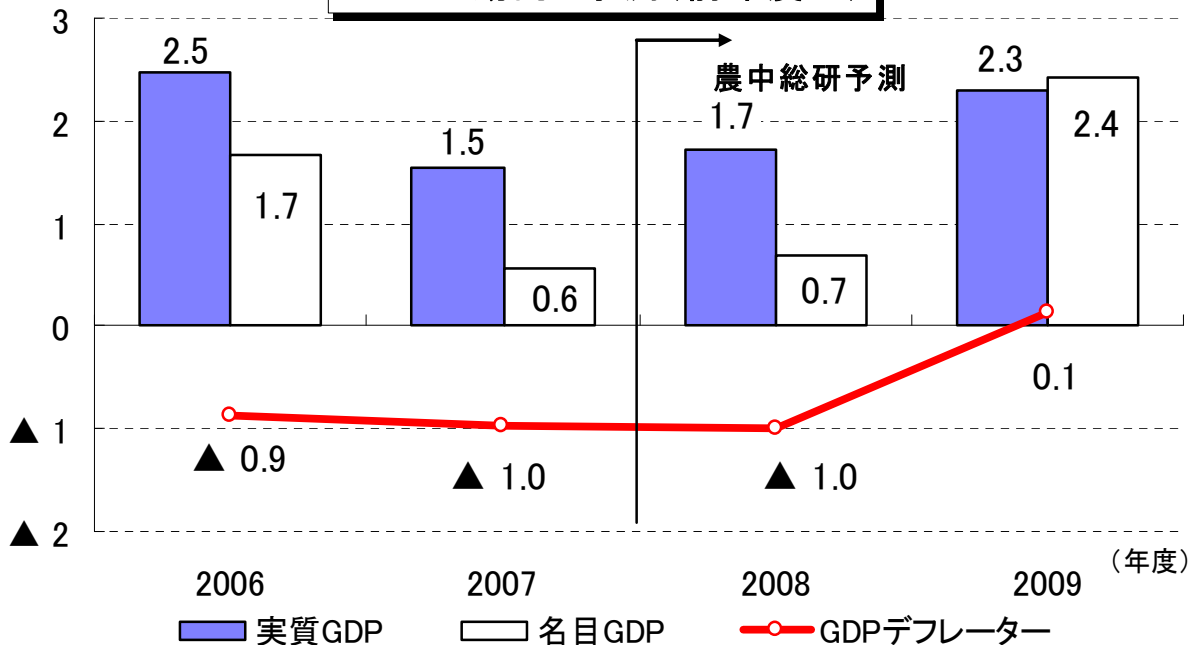
08年度は+1.7%、09年度は+2.3%の成長と予測 ～08年度前半の景気は厳しいが、その後は徐々に持ち直しの動き～

2008年1～3月期の日本経済は、所得が伸び悩む中での相次ぐ値上げによる家計のマインド悪化や、資源高による企業収益圧迫、円高や世界経済の悪化懸念など、不安材料が多かったが、年率+3.3%と堅調な姿となった。しかし、企業設備投資が前期比マイナスとなるなど先行き懸念は相変わらず根強い。米サブプライム問題に伴う金融システムの悪化懸念は峠を越したとの思惑も浮上しつつあるが、改善に向けた動きはまだ始まっていないほか、米国経済の減速が時間差を伴って世界経済に波及するリスクは残っている。1～3月期の高成長の反動減も想定されることから、少なくとも08年度前半の日本経済は厳しい展開が続くことが予想される。また、消費者物価も商品市況の高騰に伴うコスト転嫁により上昇率が高まっており、所得の伸び悩みに直面する家計は消費抑制を強める可能性が高い。ただし、08年度下期には米国景気の底入れに伴い、徐々に持ち直す動きが始まり、09年度にかけて+2%成長へ回帰するものと予測する。

金融政策については、日本銀行は中立スタンスを明確にしたものの、足許の市場は利上げを意識した金利形成が見られる。とはいえ、米国経済・金融情勢などの行方を慎重に見極めなくてはならず、今後1年間ほどは現状の政策金利を続けることが見込まれる(次回利上げは09年4～6月期と予想)。

(%前年度比)

GDPの動向と予測(前年度比)



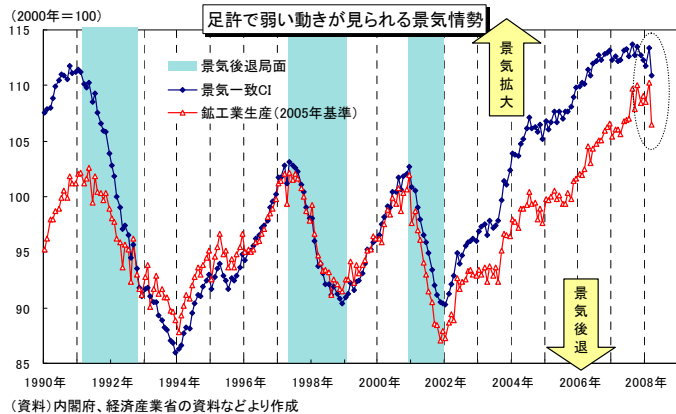
(資料)内閣府「四半期別GDP速報」から農中総研作成・予測

無断転載を禁ず。本資料は、信頼できるとされる各種データに基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は情報提供を目的に作成されたものであり、投資のご判断等はご自身でお願い致します。

1. 景気の現状:

(1) 景気の現状認識について

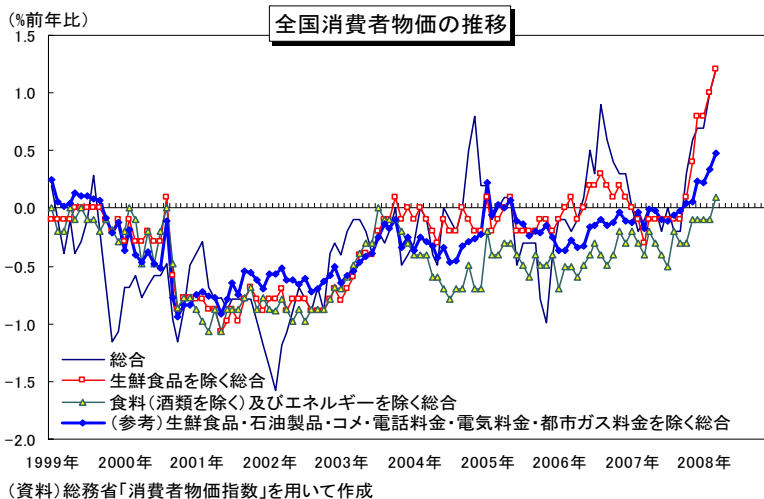
2007年夏以降、米サブプライム問題の広がりに伴って、世界的な金融市場の混乱が引き起こされたことに加え、同年末あたりからその震源地である米国経済の減速が鮮明となってきた。08年年明け後には、欧米金融機関などでサブプライム・ローン関連の損失額が市場参加者の想像以上に拡大していることが判明し、金融システムに対する懸念が大いに高まりを見せた。その結果、世界の投資家は米ドル資産からの逃避を強め、一部は原油・金などの商品へ、また一部は米ドル以外の通貨へとシフト、資源価格の高騰とともに円高が引き起こされ、国内企業の景況感は大きく悪化した。



また、家計部門でもマインドの悪化は進行している。全般的に国内需要に力強さが欠けている中、投入コストを製品・サービス価格に転嫁する動きはいまだ不十分な状況であり、企業は人件費を極力抑制する姿勢を継続している。さらには、団塊世代が60歳を迎えるなど、労働力人口の年齢構成の変化に伴い、賃金関連指標は伸び悩む状況が続いてきた。このところ、企業では素原材料などのコスト高によって収益圧迫に直面しており、賃金を引き上げる余力は乏しくなりつつある。こうした中で、後述の通り、エネルギーと食料品など日常生活に密接な商品・サービスの価格が本格的に上昇し始めており、消費者マインドは大幅な悪化を示した。

一方、07年後半に国内経済に対して大きな下押し要因となった住宅建設については持ち直しの動きも始まっている。建築確認の厳格化を盛り込んだ改正建築基準法の施行(07年6月20日施行)に伴う行政サイドの混乱などにより、建築受注が大幅に激減し、民間住宅投資とともに商業テナントビル・工場など民間企業設備投資などへの下押し懸念が強まっていたが、8~9月をボトムに持ち直しの動きが始まり、最近では年率100万戸台で推移するなど、最悪期は脱したものと思われる。

物価面に目を転じると、07年10月に消費者物価(全国、生鮮食品を除く総合、以下コアCPI)が10ヶ月ぶりに前年比プラスに転じた後、徐々に物価上昇率を高め、08年3月には同+1.2%まで上昇している。なお、物価上昇の牽引役は、前述したように国際商品市況の高騰を背景とした石油製品、電気・ガス料金などのエネルギーや航空運賃・パック旅行などの周辺の財・サービス、小麦製品や食用油などの食料であり、それ以外の分野への波及度はまだ強いわけではない。マクロ的な需給環境をより反映



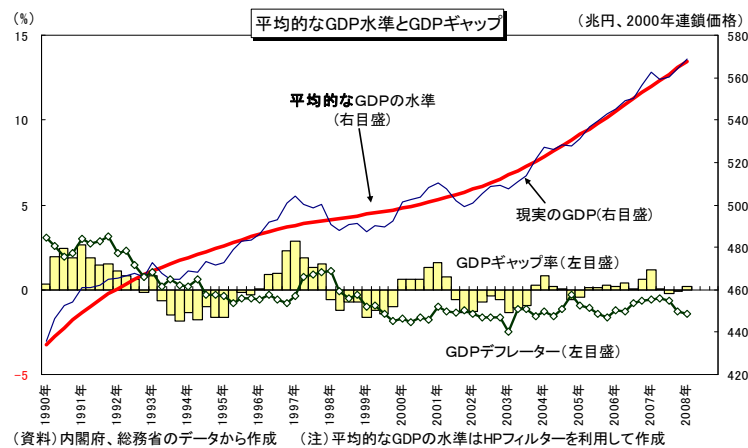
物価面に目を転じると、07年10月に消費者物価(全国、生鮮食品を除く総合、以下コアCPI)が10ヶ月ぶりに前年比プラスに転じた後、徐々に物価上昇率を高め、08年3月には同+1.2%まで上昇している。なお、物価上昇の牽引役は、前述したように国際商品市況の高騰を背景とした石油製品、電気・ガス料金などのエネルギーや航空運賃・パック旅行などの周辺の財・サービス、小麦製品や食用油などの食料であり、それ以外の分野への波及度はまだ強いわけではない。マクロ的な需給環境をより反映

する「食料(除く酒類)・エネルギーを除く総合」は3月にようやく前年比+0.1%と約10年ぶりにプラスに転じたが、上昇圧力は極めて弱い状況である。なお、毎年ウェイトを変更する連鎖方式では同▲0.2%と依然としてマイナス状態である。消費財・サービスに関する需給バランスの改善テンポがかなり鈍いことが反映されていると思われる。

足許でも、原油・穀物・貴金属など国際商品市況が高騰を続けており、こうした素原材料価格の上昇が、企業収益などを中心に、様々な悪影響を及ぼし始めている。後述の通り、エネルギー・食料品では値上げの動きが本格化しているが、それ以外の財・サービスでは価格転嫁の進展は遅れているのが実際のところである。こうした交易条件の悪化は、企業収益に対して悪影響を与えている。

(2)2008年1~3月期 GDP とその評価

こうしたなか、5月16日に08年1~3月期のGDP第1次速報が発表された。これによれば、1~3月期の実質経済成長率は前期比年率+3.3%と、+1%台後半と推測される潜在成長率を2四半期連続して上回るなど、表面的には力強い内容となった。前述の通り、08

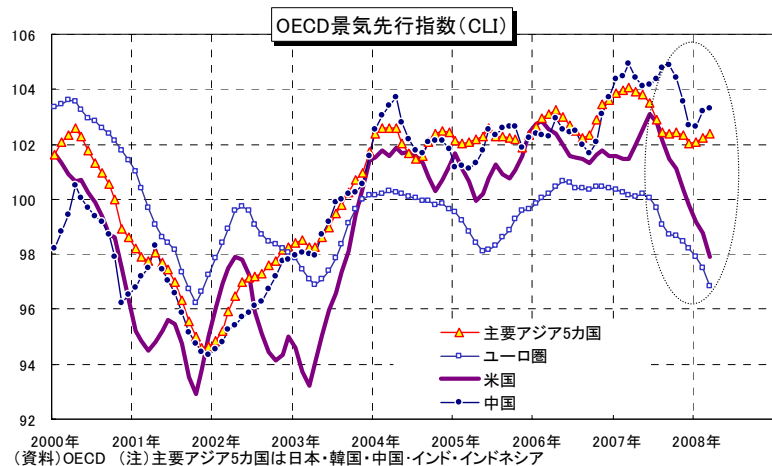


年の年明け後は、ガソリン価格高騰に伴う消費マインドの大幅悪化や収束する兆しが見えない米サブプライム問題への注目が高まり、世界的な株安や円高ドル安傾向が強まったが、その懸念された需要項目である「民間消費(前期比成長率に対する寄与度:+0.5%pt)」と「輸出(同+0.8%pt)」が、逆に1~3月期の成長率を牽引するという「皮肉な結果」となっている。さらに、07年後半の成長率押下げ要因であった民間住宅投資が

プラスに転じたことも、成長率の押上げに寄与している。

この年率+3.3%という数字は、+0.2~+0.3%ptとされる閏年効果や信頼性に疑問がある統計によって「作り出された」可能性があり、やや出来過ぎの面があるが、数字の上では07年度内はまだ景気が拡大経路を辿っていた可能性を示すものといえる。一方で、民間設備投資が前期比マイナスに転じたことは今後の大きな懸念材料であるほか、今回の牽引役であった民間消費や輸出に反動が出る可能性も予感させるなど、先行きに関しては決して楽観視できる状況ではない。

また、基本的には、日本の経済成長が外需(もしくは輸出)によって達成されている面が強い、という構図はほとんど変化が見られなかった。このことは、国内景気は海外経済





の動向次第で決まってしまうということを示唆している。もちろん、懸念されていたように、足許で米国経済の悪化が世界経済全体に波及しているわけではない。しかし、それが時間差を伴って出てくる可能性には十分警戒する必要がある。ちなみに、OECD 景気先行指数によれば、先進国経済の先行きの方向性は下向きであるほか、IMF・OECD など主要な国際機関の世界経済見通しはこのところ下方修正が相次いでいる。

さらに、今回は高い伸びを示した民間消費については、企業業績の減益が予想される中、そもそも弱い「企業から家計への波及」が一層弱まる可能性もある。足許で食料品・エネルギー価格は上昇傾向をより一層強めており、先々の消費支出にブレーキがかかる可能性は否定できない。

なお、07 年度を通じての実質経済成長率は+1.5%と、5 年ぶりに+2%台を割り、景気減速感が強まった。実感に近い名目成長率も+0.6%と、4 年ぶりの+1%割れとなっている。GDP デフレーターは前年度比▲1.0%と下落幅を拡大させ、デフレ脱却が完全に達成されていないことを物語っているが、国内需要デフレーターは同+0.1%と97 年度以来のプラスとなるなど、デフレ脱却に向けて多少の進展はあったとの評価もある(なお、97 年度は消費税率引き上げ効果があったため、実際には96 年度以来のプラスと捉えるべきだろう)。

(3) 中立スタンスを明確にした日本銀行

日本銀行の総裁・副総裁・審議委員は、衆参両議院の同意が必要な「国会同意人事」であるが、07 年夏の参院選における与党惨敗の結果、「国会のねじれ現象」が発生している。その結果、総裁・副総裁の陣容として「日銀 OB・財務省 OB・学識経験者」の組み合わせにこだわった政府・与党と、天下り廃止や財政政策と金融政策の分離(財金分離論)を主張する民主党など野党が激しく対立、3 週間に渡って日銀総裁が不在という異常事態が発生した。なお、4 月上旬の G7 を前に、副総裁に就任したばかりの白川方明氏の昇格が決まったが、5 月中旬に至っても副総裁 1 名・審議委員 1 名の計 2 名が欠員という状況が続くなど、混乱が長引いている。

日銀人事の混乱とちょうど時を同じくして、金融市場では世界的な景気の先行きや米サブプライム問題の行方に対する悲観論が高まったこともあり、市場参加者の利下げを予想する意見が強まった。しかし、4 月に入ってから市場では過度の悲観論が解消され、総じて持ち直しの動きが見られたほか、白川新総裁の就任後の発言内容を受けて利下げ予想は大きく後退するなど、金融政策に対する思惑が目まぐるしく変化する場面もあった。

4 月 30 日には、日銀としての経済・物価見通しや金融政策運営に対する考え方を取りまとめた「経済・物価情勢の展望(以下、展望レポート)」が公表されたが、利上げの意向を前面に打ち出していた前回までのトーンを下方修正し、金融政策のスタンスを明確に「中立」と表明した。一部には米サブプライム問題は最悪期を脱したとの観測も浮上しているが、正常な状態からは程遠いのも実際のところであり、日銀は今しばらく米国経済・金融動向を慎重に見極めることに時間が費やされるであろう。

ただし、「わが国経済は物価安定のもとでの持続的な成長を実現していく可能性が高い」という基本シナリオには大きな修正はせず、「緩和的な金融環境が続くもとの金融・経済活動の振幅が大きくなる可能性があること」を引き続き先行きのリスクとの意識をし続けている以上、実際には「次の一手」として利上げのタイミングを模索し続けているものと判断せざるを得ない。とはいえ、実際に利上げに向けて動き出すには、米国経済の持ち直しや米サブプライム問題が収束する兆しなどが出てくる必要があるものと思われる。



2. 予測の前提条件:

(1) 財政政策

2008年度一般会計予算は、『基本方針 2006』に定められた中期的な歳出改革計画、それを踏襲した『同 2007』における歳出・歳入一体改革の基本路線に沿って編成されており、総額 83 兆 613 億円(前年度当初予算比+0.2%)と、前年度並みに抑制された規模である。歳出面では、国債費や地方交付税等といった義務的・制度的経費を除いた一般歳出は 47 兆 2,845 億円(同+0.7%)と、小幅ながら増額されたが、このなかには 09 年度までに引き上げることが既に決まっている基礎年金国庫負担割合の引き上げ分(1,365 億円)も含まれている。高齢化の進展などを受けて社会保障関係費は同+3.0%、教育改革の推進から文教・科振費も同+0.3%、中小企業対策費も同+0.4%などとなっているが、公共事業費(同▲3.1%)、防衛関係費(同▲0.5%)、経済協力費(同▲4.0%)などは引き続き圧縮されている。なお、国債費は、「埋蔵金」とも称される財政融資資金特別会計から 9.8 兆円繰り入れて、既発国債を買入消却して発行残高を減らすことで、同▲4.0%圧縮された。一方、大都市部と地方との格差対策という面から、地方法人税特別税を創設するなどに伴い、地方交付税交付金は同+4.6%増額されている。

一方、歳入面は、名目 GDP の低調さが反映された内容となっている。前年度予算では定率減税の全廃などで大幅増収が見込まれていた税収は、同+0.2%と横ばい見通しである。その他収入としては同+3.7%の増加を見込んでいるが、これらだけでは歳出を賄うことができない状況に変わりはない。そのため、新たに 25 兆 3,480 億円分の国債を発行して財源を賄うことになっている。なお、公債依存度は 30.5%と僅かながら低下する。

なお、社会保障関係費の膨張圧力や格差是正に向けた施策を前に、財政支出の増加は不可避との意見もあるが、経済財政諮問会議の民間議員は、09 年度予算編成について、これまで以上の歳出削減努力をすることを提案し、福田首相もそれに向けた決意を表明している。それゆえ、09 年度についても、歳出抑制的な予算案が編成されるものと想定した。

08 年度国債発行計画については総額 126 兆 2,900 億円で、このうち市中発行分が 108 兆 6,677 億円と、いずれも前年度よりも減額されることになっている。この数年間に実施された前倒し債発行などによって借換債発行額が圧縮されているほか、01 年度に実施に移された財政投融资改革に伴って発行され、郵便貯金・簡易保険で吸収されていた経過措置分の財投債発行が終了することに伴ったものである。なお、低金利環境が継続する中、投資家のニーズを踏まえ、15 年変動利付債・5 年債・短期国債を減額した(それ以外の年限は変わらず)。その結果、カレンダーベース市中発行分の平均償還年限は 7 年 4 ヶ月へと長期化された。

一方で、一般会計で見たプライマリーバランスは 5 年ぶりに悪化する見通しであることが注目される。07 年度当初ベースでは 4 兆 4,330 億円の赤字であったが、08 年度は 5 兆 1,848 億円の赤字に膨らむ見込みであり、税収の伸び悩みと社会保障費などの増加圧力などが影響している。なお、公約となっている「2011 年度までの黒字化目標」の対象となっているのは国・地方を合わせたもので、そもそも地方は黒字状態ではあるが、消費税率引き上げには大きなハードルが待ち構えるなか、税収に影響を与える名目成長率も当初前提とされた+3%になかなか到達しないこともあり、上述の目標達成には黄信号が点りつつあるといえるだろう。そのため、政府・与党サイドには早い段階での消費税率引上げを核とした税制改正を行いたいとする勢力もある。一方、07 年夏の参院選では消費税率凍結を訴えていた民主党も、その後に発表した『税制改革大綱』では、抜本的な社会保障制度改革の過程では消費税率引き上げもやむを得ないとの姿勢を示している。

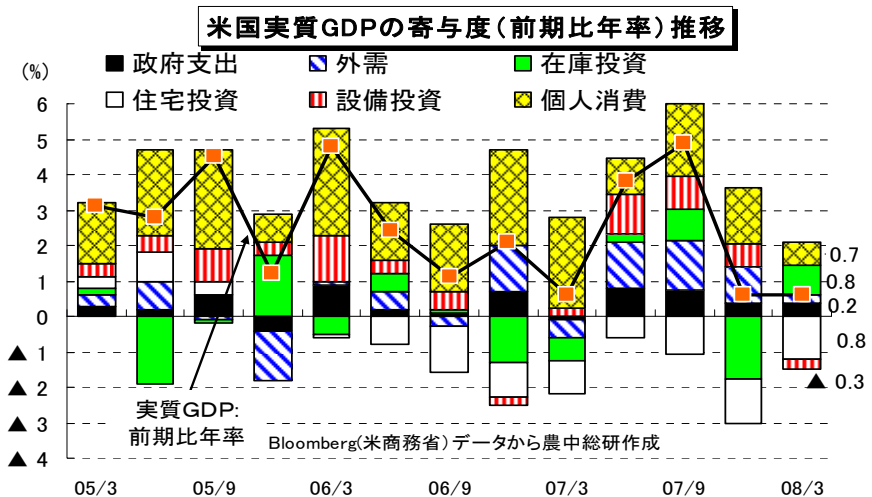
しかし、福田首相は、中長期的な視点からは、消費税率引き上げについては理解を示しつつも、早期引き上げには慎重な姿勢を見せている。09年9月までには総選挙が実施されるものの、社会保険庁の不祥事や後期高齢者医療制度の導入などに対して批判が強いこともあり、あえて消費税増税を訴えて国政選挙を行うのは得策ではないとの判断が働く可能性が高い。それゆえ、09年度のみならず、10年度の消費税率引き上げも事実上困難といえるだろう。今回の経済見通しでは消費税率の引き上げは想定していない。

(2)世界経済の見通し

①米国経済

3月中旬に大手投資銀行・証券の一角であるベアー・スターンズ社のJPモルガン・チェースによる救済合併が明らかになるとともに、大手投資銀行・証券の四半期決算が黒字となった。また、4月に入ってから総合金融サービスや銀行の1～3月期決算が事前予想を上回ったことなどから、大手金融機関の首脳からも最悪期は脱したという見方が示され、市場における信用不安は後退してきた。しかし、バーナンキFRB議長が5月13日の講演で述べたように金融状況は「緩和してきたが、通常の状態にはほど遠い」状態にある。また、同議長は、流動性供給策が市場の安定に貢献していると強調する一方、レベル3に分類されるような「証券化商品の市場の多くが売買の成立しない停止状態にあり、短期金融市場にも悪影響を及ぼしている」ことも指摘している。

実体経済についても、米国の実質GDP成長率は07年10～12月期、08年1～3月期と2四半期連続して前期比年率+0.6%とプラス成長を保つ数字を示した。これにより、景気後退の懸念が大きかった米国経済は、表面的に景気後退に陥っていないように見えるが、実質GDPの構成項目のなかで、民間需要は僅かながらマイナス成長となっており、成長停滞は確かなところである。



過度の悲観論からの揺り戻し段階を終わった後は、実体経済に目が向けられる。実質GDPの7割を占める個人消費の重要なバックボートとなる非農業部門雇用者数は08年1月から4月まで4ヵ月連続の減少(累計減少者数は▲26万人)となっており、失業率も5.1%に上昇した。雇用削減計画者数(チャレンジャー社)も2ヵ月連続で前年同月比増加し、金融などのレイオフの増加を示している。一方、オンライン・インターネット求人指数は08年2月から3ヵ月連続で反転・上昇し、先行きの雇用悪化リスクは鎮静化しているようにも見える。しかし、小売を含めたサービス関連などの季節的な求人増加が混じっているところもあり、企業の雇用意欲が改善基調に転じたのかは予断を許さない。また、個人消費の停滞懸念の理由として注意しなければならないのは、消費者心理の悪化である。雇用悪化や「サブプライム問題」に伴う延滞案件増加、エネルギー・食料品などの値上がりを背景に、消費者心理を示すミシガン大学センチメント指数やカンファレンス・ボード消費者信頼感指数は歴史的な低水準にまで低下しており、消費拡大の意欲は弱い。



ただし、4月末から始まった所得税減税(約1,070億ドル:11.2兆円)の小切手送付は限界的に消費に向かう部分が6割程度にとどまるとしても夏場にかけて消費底上げ効果をもたらす。これが景気浮上の契機となるのかが、注目・期待されるが、少なくとも消費の底割れは回避されると見ている。ただし、個人消費の回復力は、09年年明け以降も弱いものの、+2%台の増加ペースが維持されると予測する。

住宅投資は08年1~3月期まで9四半期の減少となり、経済の下押し要因となっている。住宅着工の先行指数である住宅許可件数、特に一戸建ての低迷から推計されるように、4~6月期も前期比で年率二桁の減少となり、7~9月期まで減少が続くと予測する。しかし、その後は底入れし、小幅増加に転じると見ている。

在庫投資は08年1~3月期に小幅増加となった。08年4~6月期において所得税還付による消費増加を当てにした在庫積み上げは限定的であり、むしろ景気停滞に合わせた「意図する在庫」の管理・抑制の意識が強いと思われることから、在庫投資は小幅な減少となろう。ただし、景気停滞の結果としての「意図せざる在庫」増加はこれまで小さかったと考えられることから、本格的な在庫調整(在庫投資の減少)も想定しない。

設備投資の6割近くを占める機械等の投資の先行指標である非国防・資本財受注(実質ベース)は、08年1~3月期に再び減少(前期比▲3.2%)に転じ、4月も小幅減少となった。このため、4~6月期の設備投資も2四半期連続のマイナスと見込む。08年後半は、ソフトウェア等のシステム投資は底固いという話も多く、かつ投資額の最高50%までの追加償却を認める企業減税の効果も期待されており反転すると予測しているが、ISM(全米供給管理協会)景況感指数に見られるように企業心理は低迷状態を脱していないことや金融機関の企業貸出態度も引き締め姿勢が強いことから、増加率は小幅にとどまろう。09年は緩やかながら増加基調を予測する。

外需(=輸出等-輸入等)については、世界経済の一段の成長減速(08年4月改訂のIMFの08年世界経済見通しでは+3.7%へ下方修正)による影響は避けられず、IMFの見通しでは世界貿易数量の増加も+5%台後半に鈍化する。このため、米国の輸出の増勢もやや弱まるものの、中国・インドなどの新興国の高い水準の成長持続、産油国の旺盛な輸入を支えに、通年で+7%台の伸びを維持すると予測する。また、09年は世界経済の成長

2008-09年 米国経済見通し

Table with 9 columns: 時期, 単位, 2007年 (実績), 2008年 (予想), 2009年 (予想). Rows include 実質GDP, 個人消費, 設備投資, 住宅投資, 在庫投資, 純輸出, 輸出等, 輸入等, 政府支出, and 参考 (コアPCEデフレーター, GDPデフレーター, FFLレート誘導水準, 10年国債利回り).

実績値は米国商務省"National Income and Product Accounts"、予測値は当総研による。

- (注) 1. 予想策定時点は2008年5月。08年1~3月期については速報値。
2. 通期は前年比増減率、半期は前半期比年率増減率(半期の増減率を年率換算したもの)
3. 在庫投資と純輸出は実額の年率換算値
4. PCEデフレーターは期中平均前年比、FFレートは期末、10年債利回りは期中平均値



回復に伴い伸びが拡大すると予測する。

昨年12月に官民一体で打ち出されたサブプライム借入者救済策「HOPE NOW」プランに基づく、連邦住宅局(FHA)保証ローンへの借り換え促進や5年間の金利条件の変更停止、3ヵ月以上延滞者に対する30日の差し押さえ猶予措置など、サブプライム借入者の救済対策が進められているが、サブプライム・ローンを中心とする住宅ローンの延滞率の上昇が08年後半まで続くと同様に、銀行の不良債権は増加をたどるとともに、サブプライム関連の証券化商品の評価損計上も引き続き金融機関の業績圧迫材料となる。信用不安は大底を打ったが、安心感が広がるにはまだ時間を要すると考える。

インフレに関しては、個人消費(PCE)デフレーター(全体)が07年10月以降、前年同月比3%台の上昇が続くとともに、FRBが政策の重要な判断指標としている食品とエネルギーを除いたコア・ベースでも直近(08年3月)+2.1%と物価安定の目安となる+2%を超えている。また、今後も商品市況の高止まり状態が続くと予想されることから、08年後半までは物価安定を上回るインフレ警戒感の残る状況が続こう。

一方、政策金利であるフェデラル・ファンド・レートの誘導水準は昨年9月以降、5.25%から08年4月まで2.00%まで累計3.25%まで引下げられており、フェデラル・ファンド・レート(FFレート)誘導目標とコアPCEデフレーターとの差で実質金利はマイナス金利となっている。このため、これ以上の金融緩和に対しては、インフレ刺激的であるという声も出ている。景気の上でも下振れリスクの低減が明確になれば、利下げ打ち止め感がさらに強まろう。住宅ローンの延滞率上昇などサブプライム問題の悪化に伴う金融市場の不安定や景気停滞リスクがあり、利下げの可能性は残るものの、現在の2.00%で利下げは終わると予測する。

08年の年末以降は、景気回復感の体感度が強まっていくなかで、FRBはインフレ対応重視に転じ、市場も利上げへの転換を意識した動きとなると予想する。このため、09年第1四半期からFRBは利上げを開始、長期金利も4%台の動きが定着すると考える。

② 欧州経済

ユーロ圏の08年1~3月期の経済成長率は07年10~12月期の前期比+0.4%から同+0.7%へ再加速した。前年同期比でも+2.2%となっており、巡航速度の成長軌道上にあると言えよう。

欧州中央銀行(ECB)月報の08年5月号に発表された専門家調査(四半期ごと)においては、08年の経済成長見通しは前回の+1.8%から+1.6%へ、同じく09年は+2.0%から+1.6%に下方修正されており、ECB自身も同月報で経済の先行き不透明感が依然残っていることを述べている。また、欧州の金融機関におけるサブプライム証券化商品の大規模な投資損失の計上は08年1~3月期決算でも継続し、金融市場の安定化のため資金供給も行われており、信用収縮懸念はなお根強い。

しかし、ECBの政策的な関心は中期的なインフレ予想の高まりに向けられている。EU基準消費者物価指数(HICP)は、商品市況の高騰のなかで07年11月以降、前年同月比+3%台の上昇率が続いており、ECBの物価安定の目安としている+2%を大きく超過する状態である。また、前述の専門家調査でも08年のHICP見通しは+2.5%から+3.0%へ、09年は+2.0%から+2.2%へ上方修正されている。

したがって、ECBは成長の下振れ不安の後退が明らかになるまでは現状の金融政策を維持すると考えられるが、08年後半以降、サブプライム問題の鎮静化と景気の下振れリスクの低減の見通しが強まれば、利上げに踏み切る可能性が強まると予測する。

③ 中国経済

中国の実質GDP成長率は、08年1~3月期成長率は前年同期比+10.6%に鈍化した



が、9 四半期連続の二桁成長が継続している。しかし、08 年の中国の成長見通しについては、世界経済の成長鈍化を受けて下方修正されるものが多く、4 月に IMF が+10.0%から+9.4%へ、世界銀行が+9.6%から+9.4%へ、それぞれ予測を引き下げた。

とはいえ、世界経済の成長鈍化にもかかわらず、中国の成長スピードは高く、インフレ圧力が強い中、長期的な成長経路からの逸脱リスクとなりかねないバブル的な投資行動の鎮静化は依然重要な政策問題である。また、消費者物価の上昇率(前年同月比)は2月に+8.7%まで高まった後やや低下したが、直近の4月も同+8.5%となっている。また、住宅販売価格など不動産価格も前年比二桁の上昇を見せ、上昇率が昨年後半からむしろ再加速している。

これに対し、中央銀行である中国人民銀行は景気過熱に伴う不動産や株価のバブル化を懸念し、かねてよりマクロ・コントロールの強化を主張してきた。一方、政府部内には企業の資金調達の困難化を問題視する主張が以前からあり、金融引き締めペースについての意見の食い違いがうかがわれる。このため、1年物貸出金利は昨年12月に7.47%に引き上げられて以来据え置かれている半面、預金準備率は年初来、1月下旬、3月下旬、4月下旬の三回にわたり0.5%ずつ引き上げられ16%となっており、金融機関間の調達金利の上昇を通じた金融引き締め効果の浸透がはかられている。

株価(上海総合指数)は世界的株安の流れもあり昨年高値(10月16日)から4月18日には5割安の水準まで下落したが、株式売買の低迷に対応して株式売買時にかかる印紙税の引下げ(0.3%から0.1%へ)を行ったことも好感され、反発している。

人民元の為替相場については、管理変動相場制のもと上昇が続くと予想する。人民元の上昇率は08年には+8%程度に高まるという観測が多かったが、2月のG7声明で、より早いペースでの人民元相場の上昇が改めて促されたことやドル安の進行などもあり、人民元の上昇ペースは前年同期比で+9%前後に加速している。今後も中国経済の高成長と輸出増加のなかで、人民元の上昇が続こう。

一方、中国の輸出は世界貿易が拡大するなか、人民元の上昇加速にもかかわらず、前年比2~3割の増加ペースを持続している。通年でも2割以上の伸びを確保し堅調に推移すると予測する。また、成長の牽引役である固定資産投資も8月の北京五輪開催に向けて+25%前後の高い伸びを持続している。北京五輪後となる08年後半以降は反動で一時的に伸びが鈍化するという観測もあるが、2010年5月には上海万博が予定されており、基本的には間断無い投資需要の増加が見込まれる。なお、5月12日の四川省を震源とする大地震は1,000万人程度の被災者と2兆円超の経済被害をもたらしたと政府筋は推計している。中国経済全体へ大地震の影響は限定的と思われるが、被災者の緊急救援が落ち着いた後は、本格復興への政策支援(復興需要)の動向が注目される。

④国際商品市況と輸入原油価格等の見通し

世界経済の成長鈍化の観測のもとで、需要見通しの下方修正されるものも多いが、国際商品市況は堅調な動きが続いている。代表的な商品指数であるロイター・ジェフリーズ CRB 指数(1967年=100)は、年初360台だったのが、5月9日には427.48まで上昇し、年初来2割近い上昇となっている。

原油価格(WTI先物の期近物・終値、1バレル当たり)は国際エネルギー機関(IEA)などのエネルギー調査機関は08年需要見通しの下方修正を行ってきたが、基本的に新興国を中心に需要の基調が強く、前年比+1.5%程度の需要増加が見込まれる半面、石油輸出国機構(OPEC)の増産消極姿勢、北海油田など先進国での原油減産見通し、ナイジェリアなどでのストや輸送施設への攻撃、ロシアの原油生産の予想外の停滞など供給面での圧迫要因が多く、5月初旬以降は1バレル120ドル台の動きが続いている。今後も、①サウジアラビアがブッシュ大統領の直接要請を受け増産を約束したものの、わずか日量30万バ



レルの増産にとどまるなど、OPEC の大幅増産が期待しにくいこと、②原油見通しには弱気見通しも散見されるが、依然先高見通しが強く、原油市場に流入した資金の急激な流出は予想しにくいことなどから、WTI は 1 バレル 120ドル前後の高止まりが続くと予想する。

また、穀物相場においては、小麦の反落基調は明確になっているものの、トウモロコシや大豆、コメなどは依然高値圏にある。作付面積の増加や天候要因の好転などから増産期待は大きいですが、途上国などの旺盛な食料向け需要、バイオ燃料生産向けの需要の増大などによる需給の引き締め感が簡単に解消することは期待薄と思われる。

本来なら景気悪化の影響を最も受けやすい非鉄なども、供給サイドの様々な要因から逼迫懸念が残り、銅やアルミ、錫^{すず}などで高値が続いている。また、金相場も 1 オンス 900ドルを突破し 945ドルまで上昇した後、850ドル台まで反落したが、直近は再び反発している。

以上、商品市況は、世界経済の成長鈍化に伴う需要の下方修正は強まる可能性があるが、供給サイドの不安もあり需給緩和感の広がりは限定的で、信用収縮のもとで金融証券市場から商品市場への資金シフトの継続が見込まれることが下支え要因となり、高止まりすると予測する。

また、前述の WTI の動きを前提とすれば、わが国の輸入原油価格も 08 年第 3 四半期には 125ドル程度まで上昇した後、やや反落するものの 08 年度いっぱいには 115ドル程度で推移すると予想する。

2008～09年度 日本経済見通し (年度)

	単位	2007年度 (実績)	2008年度 (予測)	2009年度 (予測)
名目GDP	%	0.6	0.7	2.4
実質GDP	%	1.5	1.7	2.3
民間需要	%	0.3	1.2	2.4
民間最終消費支出	%	1.4	1.2	1.3
民間住宅	%	▲ 13.3	7.4	2.7
民間企業設備	%	▲ 0.5	0.5	6.2
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	0.0	▲ 0.2	0.0
公的需要	%	0.2	0.3	0.3
政府最終消費支出	%	0.6	0.6	0.7
公的固定資本形成	%	▲ 1.7	▲ 1.1	▲ 1.2
輸出	%	9.7	7.4	6.5
輸入	%	2.3	3.6	5.7
国内需要寄与度	%pt	0.3	1.0	1.8
民間需要寄与度	%pt	0.3	0.9	1.8
(民間住宅寄与度)	%pt	(▲ 0.4)	(0.2)	(0.0)
公的需要寄与度	%pt	0.0	0.1	0.1
海外需要寄与度	%pt	1.2	0.8	0.5
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.0	▲ 1.0	0.1
国内企業物価 (前年比)	%	2.3	3.4	3.0
全国消費者物価 (")	%	0.3	1.0	1.1
完全失業率	%	3.8	3.8	3.6
鉱工業生産 (前年比)	%	2.7	1.4	5.3
経常収支(季節調整値)	兆円	24.6	21.8	20.5
名目GDP比率	%	4.8	4.2	3.9
為替レート(前提)	円/ドル	114.2	103.1	110.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.50	0.50	0.75
10年国債利回り	%	1.60	1.66	1.89
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	78.4	117.3	115.0

(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前年度比。

無担保コールレートは年度末の水準。

季節調整後の四半期統計をベースにしているため統計上の誤差が発生する場合もある。

(四半期)

(→予測)

	単位	2008年				2009年				2010年
		1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期
名目GDP	%	0.4	▲ 0.1	0.3	0.3	0.5	0.8	0.6	0.7	0.8
実質GDP	%	0.8	0.1	0.4	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
(年率換算)	%	3.3	0.2	1.7	1.6	2.3	2.4	2.5	2.5	2.7
民間需要	%	0.5	0.1	0.5	0.4	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
民間最終消費支出	%	0.8	0.0	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
民間住宅	%	4.6	6.5	5.5	0.9	0.4	0.3	0.2	0.3	0.3
民間企業設備	%	▲ 0.9	▲ 1.0	0.6	1.2	1.7	1.6	1.6	1.7	1.6
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公的需要	%	▲ 0.4	0.2	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
政府最終消費支出	%	▲ 0.8	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
公的固定資本形成	%	1.5	▲ 1.2	▲ 0.8	▲ 0.6	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.1
輸出	%	4.5	0.7	0.5	1.0	1.2	2.0	1.8	1.9	1.9
輸入	%	2.0	0.7	0.3	0.8	1.0	1.5	1.8	2.0	1.8
国内需要寄与度	%pt	0.3	0.1	0.4	0.3	0.5	0.4	0.5	0.5	0.6
民間需要寄与度	%pt	0.4	0.0	0.4	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
(民間住宅寄与度)	%pt	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
公的需要寄与度	%pt	▲ 0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
海外需要寄与度	%pt	0.5	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.4	▲ 1.5	▲ 1.4	▲ 0.8	▲ 0.4	▲ 0.1	0.0	0.2	0.4
国内企業物価 (前年比)	%	3.4	4.0	3.5	3.3	3.0	2.9	3.0	3.0	3.0
全国消費者物価 (")	%	1.0	1.1	1.1	1.0	0.9	1.0	1.1	1.1	1.2
完全失業率	%	3.8	3.9	3.8	3.8	3.7	3.7	3.7	3.6	3.5
鉱工業生産 (前期比)	%	▲ 0.7	▲ 0.4	0.7	1.0	1.6	1.0	1.8	1.5	0.8
経常収支(季節調整値)	兆円	5.6	5.5	5.6	5.5	5.2	5.2	5.2	5.1	5.0
名目GDP比率	%	4.4	4.3	4.3	4.2	4.0	4.0	3.9	3.8	3.7
為替レート(前提)	円/ドル	105.2	102.5	100.0	105.0	105.0	110.0	110.0	110.0	110.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	0.75	1.00	1.00
新発10年物国債利回り(%)	%	1.39	1.55	1.65	1.70	1.75	1.80	1.85	1.90	2.00
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	94.8	114.0	125.0	115.0	115.0	115.0	115.0	115.0	115.0

(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。



3. 2008～09年度の日本経済・物価見通し:

(1) 経済見通し

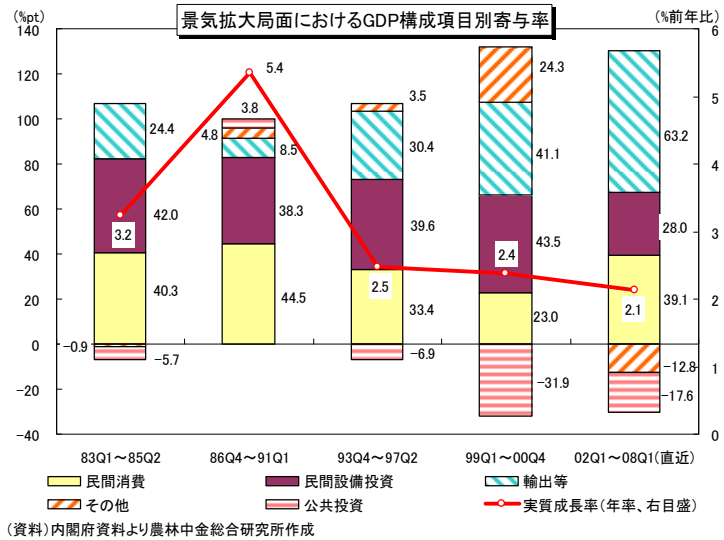
07年度後半にかけてGDP統計上は堅調な成長が達成できた格好となっているが、やや「出来過ぎ」の数字であり、違和感がある点は否めない。また、高成長となった1～3月期分には4～6月期の低迷を予感させる材料が多い。特に、極めて高い伸びを記録した輸出と民間消費、さらには減少に転じた企業設備投資には注意が必要であろう。

経済成長(寄与度ベース)の6割近くを輸出増に依存する日本経済は、海外経済動向、特に主要な輸出相手先である米国や東アジア諸国の景気動向から多大な影響を受けることは想像に難くない。このところ日本からの輸出金額は伸び率の鈍化が続き、3月は前年比+2.3%となっている。しかし、最近の円高進展に伴って輸出物価が下落していることを考慮すれば、実際には前年比+10%前後の増加ペースが保たれている。景気減速が鮮明な米国向け輸出は自動車などを中心に不振ではあるが、アジア

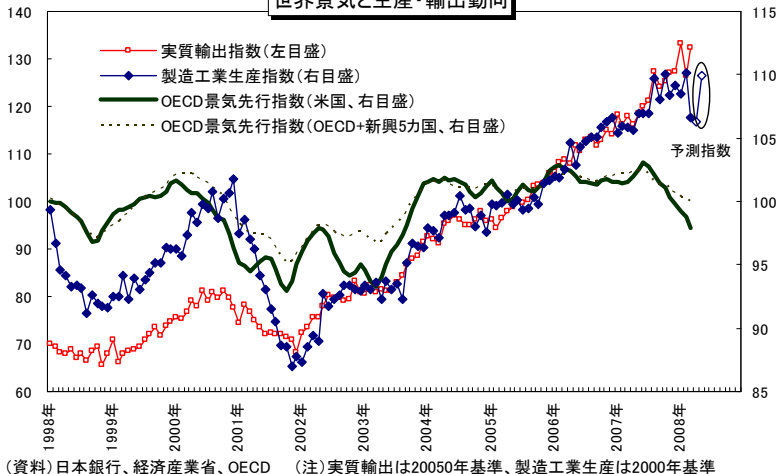
向けや資源国向けなどがその落ち込む分をカバーしている格好になっている。この状況は、ひところ話題になった「デカップリング論」が成立しているかのようなのであるが、①米国経済が世界全体のGDPの約3割を占めており、しかも約2割が米国の個人消費であり、新興国全体の市場規模と比べて明らかに大きいこと、②日本と密接な関係にある中国など東アジア諸国は、押しなべて輸出促進型の経済発展を続けており、特にその輸出先として欧米や

日本などの先進国向けのシェアが大きいこと、などを考慮すれば、「デカップリング論」が単純に成立することは考えづらい。とはいえ、これまでの高成長の結果、自律性を高めていることも実際のところであろう。今後、時間差を伴いながら悪影響が及ぶ可能性もないわけでもないだろうが、世界経済全体として景気が大きく悪化するという事態には至らないだろう。なお、今回の景気拡大局面においては、輸出増が継続したことで徐々に国内需要にも明るさが見えてきた、という状況であったが、外需という牽引役にあまり期待できない事態となれば、企業業績の悪化を通じて民間企業の様々な行動に悪影響が出てくる可能性が高い。

その企業設備投資の先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民需)は、1月に鉄鋼業・運輸業からの大型発注により力強い増加が見られたものの、その後2、3月と連続で大



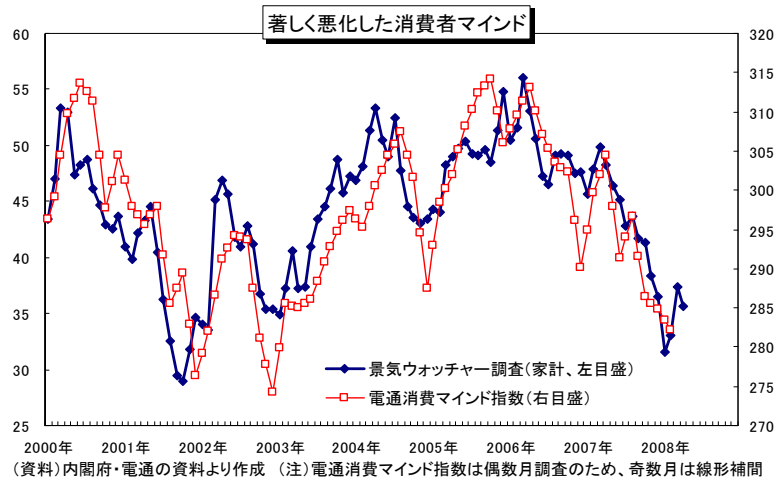
世界景気と生産・輸出動向





大きく減少するなど、足許で弱含む動きとなっている。また、内閣府が集計した4～6月期見通しは前期比▲10.3%と4四半期ぶりのマイナス予想となっている。①例年4～6月期は事前見通しを上振れることが多いこと、②事前見通しの減少率が示しているのは4～6月にかけて小さなマイナスが続く(3月実績に対して毎月▲0.2%程度のマイナスが続けば、事前見通しの数字になる)ということであり、「▲10.3%」という数字のイメージが示すような機械受注の大幅減が予想されているわけではないこと、等を踏まえれば、先行きの機械受注の方向性が下向きになったと判断するのは早計と思われるが、水準的には低調な状況が続く可能性は十分ある。また、関連指標である鉱工業統計・資本財出荷も08年に入ってから3ヶ月連続で前月比マイナスとなるなど、日銀短観3月調査が示すように、企業の設備投資意欲は慎重化している可能性は高いだろう。

民間消費については、1月に大幅増となった後、2、3月と逆に大きく減少したことを示す月次指標が多い(家計調査:全世帯・実質消費支出、商業販売統計:小売販売額(消費者物価指数の財価格指数で実質化)など)。ガソリン税等道路特定財源に対する暫定税率の失効に伴って、3月にかけてガソリンや自動車などに買い控えなどが発生した可能性は否めないが、4月の百貨店売上高が前年比割れとなるなど弱い統計が散見されている。この背景には、繰り返しになるが、所得が伸び悩む中で、生活必需品の値上げが相次ぐなど、家計部門の実質購買力が低下している可能性が指摘できる。また、年金問題や後期高齢者医療制度などを巡る混迷も、消費者マインドの悪化につながった可能性は高い。



ただし、資源高など投入コストの上昇や円高ドル安の進展などにより、企業収益が圧迫されており、企業の求人意欲は足許でやや減退している可能性はあるものの、従業員の高齢化が進むなど、潜在的には企業の雇用意欲は根強いものがあるものと思われる。実際、新卒予定者に対する求人難やそれに対応した給与水準引き上げ、一部のパートタイム労働者の需給逼迫や彼らの正社員としての雇用機会の増加など、企業は着実に人材確保に乗り出している。こうした状況を踏まえれば、賃金・賞与を通じた「企業から家計への波及」は徐々に強まっていく可能性はないわけではない。経験的には、失業率が3%台前半まで低下すれば、賃金上昇率が高まり始める可能性がある。ただし、そうした状況に至るまでには今しばらく時間が必要であろう。

以上から、1～3月期の前期比年率+3.3%(1次速報)という高い成長の後となる4～6月期は、牽引役が一時的ながらも不在になる可能性に加え、企業設備投資の低迷が続くことなどが見込まれるなど、「生産・所得・支出の循環メカニズム」の目詰まりが強まる結果、前期比+0.1%(同年率+0.2%)と、潜在成長率を大きく下回る状態にまで大きくブレーキがかかるものと予想される。

なお、08年半ばにかけて米国経済はこれまでの大幅利下げや減税効果によって下支えされ、08年度下期には底入れを探る展開が予想されることから、日本経済の頼みの綱である輸出も底堅く推移することが期待される。輸出製造業にとっては懸念材料である円高も、米国経済の底割れや予想外の追加利下げということがなければ、一方的に進行する可能性は低く、日本企業は徐々に適応力をつけてくるだろう。そもそも、バブル崩壊後の企業行

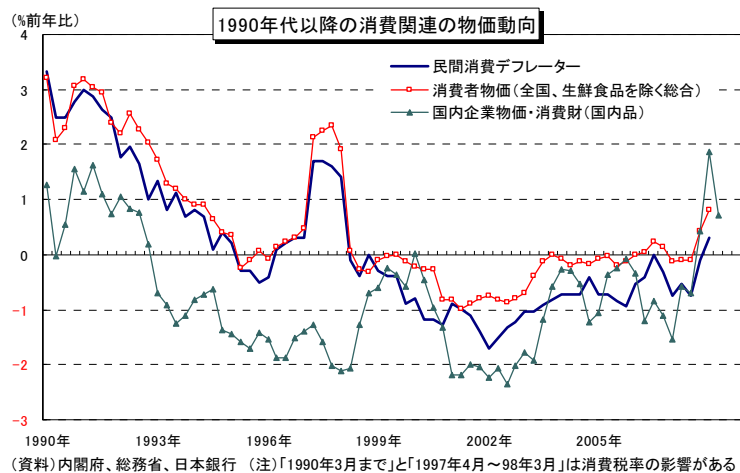
動にはある種の慎重さがあり、これまでの6年近くに及んだ景気拡大を原因に生じた歪みは、それほど大きくない。電子部品・デバイス工業などでの在庫水準に過剰感がある以外、雇用人員・資本設備・債務などの面での過剰感は皆無と思われる。つまり、循環的な面からの景気下押し圧力は強い状況とはいえないだろう。それゆえ、世界同時不況入りなどといった強い外的ショックが加わらない限り、日本経済が景気後退局面入りする可能性は大きくないものと判断する。

その結果、08年度上期は厳しい展開が予想されるものの、下期にかけては再び成長力を回復する動きが始まるだろう。以上を考慮すれば、**08年度の実質 GDP 成長率は+1.7%**が見込まれる。これは、**前回予測(08年3月時点では+1.5%)からは+0.2%ptの上方修正**であるが、多分に1~3月期の高成長によって成長率のゲタが高まったことによる面が強い。また、**名目 GDP 成長率は+0.7%**と、**前回予測(+1.2%)からは▲0.5%ptの下方修正**である。下方修正に至った主因は価格転嫁の遅れであり、GDPデフレーターについてはよほどの円安圧力が高まらない限り、原油など輸入原材料価格の高騰分を国内の各部門において完全に価格転嫁できるほどの動きには至らないものと思われる。徐々に下落率の縮小が進むものの、08年度内は **GDP デフレーターの前年比マイナス状態は続く(前年度比▲1.0%)**だろう。

一方、09年度については、08年度下期の景気再加速の動きが徐々に強まる結果、**実質 GDP 成長率で同+2.3%**と、3年ぶりに+2%台を回復するものと予測する。コンセンサスで+1%台後半とされる潜在成長率を上回るなど、景況感の改善が見られるものと思われる。また、**名目 GDP 成長率は+2.4%**と、**名実逆転を予想**する。GDPデフレーターは、09年7~9月期に前年比プラスに転じることを想定しており、**GDP デフレーターは前年度比+0.1%**を見込んでいる。

(2)物価見通し

国際商品市況の高騰を受けて、パン・麺類など小麦製品や食用油などを筆頭に、様々な食料品が値上げされているほか、ガソリン・灯油など石油製品や電気・ガス料金など光熱費といったエネルギー価格が上昇傾向を強めてきた。3月のコアCPIの前年比上昇率+1.2%に対して、食料品(除く生鮮食品)は+0.39%pt、エネルギーは+0.73%ptの押し上げに寄与している。特に、原油高騰を背景とした石油製品の持続的上昇が最近の物価変動の主因となっており、今後の動向に注目する必要がある。



代表的な石油製品であるレギュラー・ガソリンは、3月末にガソリン税の暫定税率が一時失効した関係で、4月は22円/ℓ程度の値下げとなったが、5月には暫定税率復活と120ドル/バレル台まで上昇した原油市況の影響もあり、一気に30円/ℓほど値上げされており、5月12日時点のレギュラー・ガソリンの小売価格は全国平均で160円台となっている。世界同時不況に陥るといったようなことがない限り、原油価格が大きく調整する可能性は現時点では低いと思われるため、ガソリンなどの石油製品価格は当面は強含みで推移するだろう。その結果、08年内はコアCPI上昇率を+0.6~+0.7%ptほど押し上げ続けることが予想さ



れる。また、電気・ガス料金も燃料・原料費調整制度に基づき、7月、10月と値上げされていく可能性が高い。食料品についても、4月に政府の小麦売り渡し価格は+30%引き上げられているが、今後も穀物高騰の影響が出てくるのが濃厚である。これ以外にも、紙製品やプラスチック製品など日用品にも徐々に価格転嫁の動きが出ている。

一方で、購入頻度は低いが、価格水準が高い家庭用耐久財などでは価格下落圧力が根強いほか、①物価上昇が消費者マインドを冷やしていること、②一方で、価格転嫁が依然として不十分であり、そのしわ寄せが賃金抑制などにつながっている可能性があること、などもあり、マクロ的な需給バランスが改善していくことは期待できない状況であることも考慮すべきであろう。ただし、鋼材などの値上げに伴い、耐久消費財についても徐々に価格転嫁の動きが出始める可能性もあるだろう。

ただし、足許の物価上昇は、需給改善を反映したものではないことから、将来的に需要減をもたらしかねない。全般的に見れば、物価上昇率が加速的に高まっていくことはないものと思われる。以上から、08、09年度の消費者物価(全国、生鮮食品を除く総合)上昇率はそれぞれ+1.0%、+1.1%と見込まれる。



4. 当面の金融政策・金融市場動向:

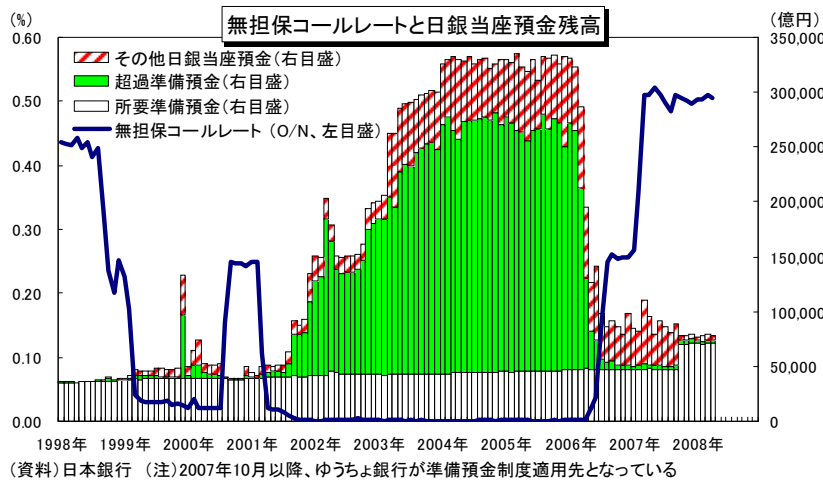
(1) 金融政策

日本銀行は、4月30日の融政策決定会合(現状維持を全員一致で決定)後に、当面の経済・物価情勢に関する基本シナリオとそれに対するリスク評価、ならびにそれらを踏まえた上での政策運営の方向性を記した「展望レポート」を公表した。前回07年10月時点で公表したものと比較すると、経済成長率見通しを下方修正し、2008、09年度と概ね潜在成長率並みの緩やかな成長を続けるとする一方で、コアCPI上昇率については上方修正し、08、09年度と+1%程度の物価上昇が続くとしている。

展望レポート:2008~09年度の政策委員の大勢見通し(08年4月)

	実質GDP	国内企業物価	消費者物価 (除く生鮮食品)
2008年度	+1.4~+1.6 <+1.5>	+2.4~+2.8 <+2.5>	+0.9~+1.1 <+1.1>
10月時点の見通し	+1.9~+2.3 <+2.1>	+0.9~+1.2 <+1.0>	+0.2~+0.4 <+0.4>
2009年度	+1.6~+1.8 <+1.7>	+1.3~+1.8 <+1.5>	+0.8~+1.0 <+1.0>

前回の展望レポート発表後には、07年末あたりから米国経済の景気減速感が鮮明となり、世界経済悪化懸念が強まるにつれて、日銀は市場から楽観的過ぎるとの批判を浴びてきた。しかし、白川新総裁の下での最初の金融政策決定会合後に公表された4月の「金融経済月報」では、景気の現状について「拡大」という表現を削除し、さらに「当面減速が続く」とするなど、基調判断の下方修正を行い、市場の認識にかなり近寄ってきた。しかし、一方で「わが国経済は、物価安定のもとでの持続的な成長を実現していく可能性が高い」との認識を示すなど、全般的な経済・物価見通しは前回07年10月時点と比べて、多少ニュアンスが弱まった程度で、それほど大きく変更されたわけではない。先行きの金融政策についても、「予め特定の方向性を持つことは適当ではない」とし、前回までの「リスク要因を点検しながら、経済・物価情勢の改善の度合いに応じたペースで、徐々に金利水準の調整を行う」といった利上げ継続意欲を示唆する表現は削除されたものの、(現状の)緩和的な金融環境が長期間続くとの予想が支配的になることをリスク要因と指摘し続けるなど、いずれは利上げしたいとの意欲は十分伝わる内容であった。



なお、市場参加者の間では、国内の物価上昇継続や過度の悲観論が後退するとともに、利下げ予想は弱まり、逆に再び利上げを意識する意見も浮上しつつある。もちろん、実際の利上げ判断には、①国内経済・物価情勢が明確に改善し、先行きもそれが続くという蓋然性が強い状況である、②世界的な金融市場の混乱が沈静化する、③米サブ

プライム問題が米個人消費などへ与える悪影響が限定的であるとの確信が強まる、といった条件が満たされる必要があるだろう。米国経済が09年に入り、回復基調が確かなものになる可能性を考慮すれば、次回利上げは早くも「09年4~6月期」と予想され、まだ1年程度は現状の政策金利水準が続くものと予想する。

(2) 金融市場の見通し

米サブプライム問題の広がりに伴って信用収縮が強まり、金融資本市場の機能が大きく低下した状況は続いているが、その悪化の度合いは市場が想定した範囲にとどまっている、という面で、過度の悲観論は大きく後退した。とはいえ、震源である米サブプライム住宅ローンの延滞率上昇にはまだ歯止めがかかっていない可能性が高く、更に金融機関の損失額が拡大し、金融システム不安が再び強まることも十分想定される。

米FRBは、原油高などインフレ懸念が残る中、07年9月から08年4月までの約8ヶ月間に合計3.25%の政策金利引下げを行うといった大胆な金融緩和措置に乗り出している。FOMCの声明文から「成長の下振れリスク」の文言が削除され、今後は必要に応じて行動すると表明したことから、市場では利下げ打ち止めとの観測も出ている。こうした前提条件や、これまで述べてきたような景気・物価見通しと日銀の金融政策見通しに基づけば、株価・長期金利・為替レートは以下のようなシナリオが見込まれる。

まず、株価であるが、08年年明け以降、米国経済指標の悪化や米主要金融機関の損失額の更なる拡大などを受けて、日経平均株価は昨年来安値を更新する状況となり、一時05年8月以来の12,000円台割れとなるなど、軟調な展開が続いた。その後は、持ち直しの動きも始まり、4月中旬にかけて発表された米金融機関の四半期決算では、一部で減益に転じたほか、サブプライム関連の損失額の更なる拡大も見られたものの、それらが事前予想の範囲内にとどまったことや経営者の強気の発言などが好感され、徐々に落ち着きを取り戻しつつある。とはいえ、米サブプライム問題を取り巻く状況は一向に好転する兆しを見せていないことは気掛かりであり、再び下値を模索する場面も十分考えられる。また、円高による輸出企業の収益圧迫予想に加え、世界経済の減速懸念が強まることも、株価抑制要因となるだろう。基本的には上値が重い展開が続く可能性が高い。

また、長期金利(新発10年国債利回り)も、米サブプライム問題の広がりから「質への逃避」的行動が強まり、3月下旬には一時1.2%台前半にまで低下する場面もあったが、その後は利下げ観測の後退、世界的な株価持ち直しやインフレ懸念の高まりなどもあり、長期金利は上昇に転じ、5月中旬には07年8月以来となる1.7%台となる場面も見られた。また、2年・5年スプレッドが8月利上げをほぼ確実視していた07年6～7月の水準(50bps)に向けて再拡大するなど、日銀による中立スタンスの明確化とは裏腹に、利上げを意識した金利形成がなされている。とはいえ、08年度上期はやや厳しい景気展開が予想されるほか、利上げ環境が当面整わないことを考慮すれば、長期金利の上昇余地も限度があるものと思われる。

最後に、為替レートであるが、全般的に現状程度の為替レート水準が続くものと予想する。対ドルレートについては日本銀行が当面は政策金利水準を据え置く一方で、米FRBの利下げフェーズも終了しており、日米金利格差の縮小余地はなくなっていると見られる。米サブプライム問題に絡んだ思惑で、多少円高に振れる場面もありうるが、一方的に円高方向、

金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2008年				2009年	
	5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 (%)	0.503	0.50	0.50	0.50	0.50	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.839	0.80~0.95	0.85~1.00	0.85~1.00	0.85~1.00	
短期プライムレート (%)	1.875	1.875	1.875	1.875	1.875	
新発10年国債利回り (%)	1.630	1.48~1.73	1.45~1.75	1.50~1.80	1.50~1.80	
為替レート	対ドル (円/ドル)	103.8	96~106	95~110	95~110	95~110
	対ユーロ (円/ユーロ)	161.9	153~168	150~168	150~168	150~168
日経平均株価 (円)	14,160	14,250±1,000	14,500±1,000	14,750±1,000	15,250±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は誘導水準。実績は2008年5月20日時点。予想値は各月末時点。

もしくは円安方向に進むということは現時点では考えにくい。また、対ユーロレートはユーロ圏経済にやや減速する兆しが出ていることや、欧州の政府サイドにはユーロ高を懸念する意見も多い。一方で、ECBとしては、インフレ懸念が根強く残っていることから追加利上げ意欲はあるものの、引き続き米サブプライム問題に伴う信用収縮懸念への対応に追われるなど、利上げ実施もしばらくは困難と見られる。ただし、対ユーロレートは当面 1 ユーロ=160 円を中心とした、やや広めのレンジ内でもみ合う展開となるだろう、と予想する。ただし、先行きサブプライム問題の沈静化や成長下振れに目処が見えた後、インフレ予想を抑制するため利上げを実施することも十分想定され、ユーロ上昇に伴うクロス円での影響にも注意すべきであろう。



2008～09年度 日本経済見通し
(前期比)

	単位	2007年度 通期	2008年度			2009年度		
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
実質GDP	%	1.5	1.7	0.7	1.1	2.3	1.2	1.6
民間需要	%	0.3	1.2	0.6	1.2	2.4	1.2	1.7
民間最終消費支出	%	1.4	1.2	0.5	0.6	1.3	0.6	1.0
民間住宅	%	▲ 13.3	7.4	11.9	6.7	2.7	0.6	0.6
民間企業設備	%	▲ 0.5	0.5	▲ 1.1	2.7	6.2	3.3	4.1
公的需要	%	0.2	0.3	0.0	0.1	0.3	0.2	0.2
政府最終消費支出	%	0.6	0.6	0.2	0.5	0.7	0.3	0.4
公的固定資本形成	%	▲ 1.7	▲ 1.1	▲ 0.9	▲ 1.5	▲ 1.2	▲ 0.5	▲ 0.3
財貨・サービスの純輸出	兆円	28.2	32.6	32.1	33.0	35.2	34.6	35.8
輸出	%	9.7	7.4	3.2	2.1	6.5	3.5	4.7
輸入	%	2.3	3.6	1.9	1.6	5.7	2.9	4.8
内需寄与度 (前期比)	%	0.3	1.0	0.5	0.7	1.8	1.0	1.1
民間需要 (")	%	0.3	0.9	0.5	0.7	1.8	1.0	1.0
公的需要 (")	%	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
外需寄与度 (")	%	1.2	0.8	0.3	0.1	0.5	0.3	0.2
デフレーター (前年比)	%	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 1.5	▲ 0.6	0.1	▲ 0.1	0.3

(前年同期比)

	単位	2007年度 通期	2008年度			2009年度		
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
名目GDP	%	0.6	0.7	0.4	1.0	2.4	2.0	2.8
実質GDP	%	1.5	1.7	1.9	1.6	2.3	2.1	2.5
民間需要	%	0.3	1.2	0.9	1.5	2.4	2.2	2.6
民間最終消費支出	%	1.4	1.2	1.4	1.0	1.3	1.1	1.4
民間住宅	%	▲ 13.3	7.4	▲ 0.4	16.1	2.7	4.4	1.1
民間企業設備	%	▲ 0.5	0.5	▲ 0.2	1.2	6.2	5.7	6.7
公的需要	%	0.2	0.3	0.5	0.2	0.3	0.3	0.4
政府最終消費支出	%	0.6	0.6	0.7	0.6	0.7	0.7	0.6
公的固定資本形成	%	▲ 1.7	▲ 1.1	▲ 0.2	▲ 2.0	▲ 1.2	▲ 1.7	▲ 0.8
財貨・サービスの純輸出	兆円	28.2	32.6	32.1	33.0	35.2	34.6	35.8
輸出	%	9.7	7.4	9.8	5.1	6.5	5.5	7.5
輸入	%	2.3	3.6	3.9	3.3	5.7	4.4	6.9

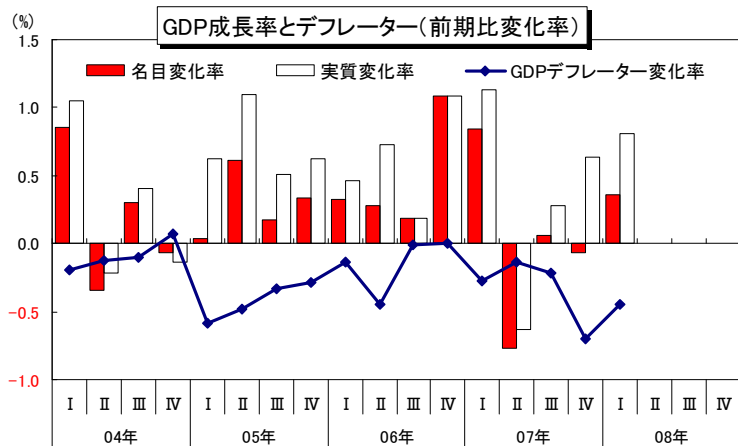
国内企業物価 (前年比)	%	2.3	3.4	3.7	3.1	3.0	3.0	3.0
全国消費者物価 (")	%	0.3	1.0	1.1	1.0	1.1	1.1	1.1
完全失業率	%	3.8	3.8	3.9	3.8	3.6	3.7	3.6
鉱工業生産 (前年比)	%	2.7	1.4	1.0	1.7	5.3	4.9	5.6
住宅着工戸数	千戸	1,051	1,124	558	566	1,150	575	575
経常収支	兆円	24.6	21.8	11.1	10.7	20.5	10.4	10.1
貿易収支	兆円	11.7	9.8	5.1	4.7	9.1	4.8	4.3
為替レート(前提)	円/ドル	114.2	103.1	101.3	105.0	110.0	110.0	110.0
通関輸入原油価格(前提)	円/バレル	78.4	117.3	119.5	115.0	115.0	115.0	115.0

(注)消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は当総研による。

【参考1】 GDP デフレーターについて

- ◆ 一般に、名目値と実質値の関係は「名目値 ÷ 物価指数(デフレーター) = 実質値」となっており、デフレーター変化率は名目値変化率と実質値変化率の差で近似できる。
- ◆ GDP デフレーターは、06 年後半にかけて前期比横ばいとなるなど一時下げ止まり感も出たが、その後は再び水面下での推移となっている。08 年 1～3 月期は同 ▲0.4%と依然としてマイナス状態が続いている。

- ◆ 足許の状況としては、国際商品市況の高騰によって輸入デフレーター上昇率が高めに推移している一方で、国内でも徐々に価格転嫁の動きが強まっており、国内需要デフレーターは前期比で+0.2%と2 四半期連続のプラスとなった他、前年比でも+0.4%と6 四半期ぶりにプラスに転じている。しかし、円高進行などにより、輸出デフレーターの下落率が拡大したことの影響で、GDP デフレーター全体としては前述のように前期比マイナスとなっている。



(資料)内閣府資料より作成

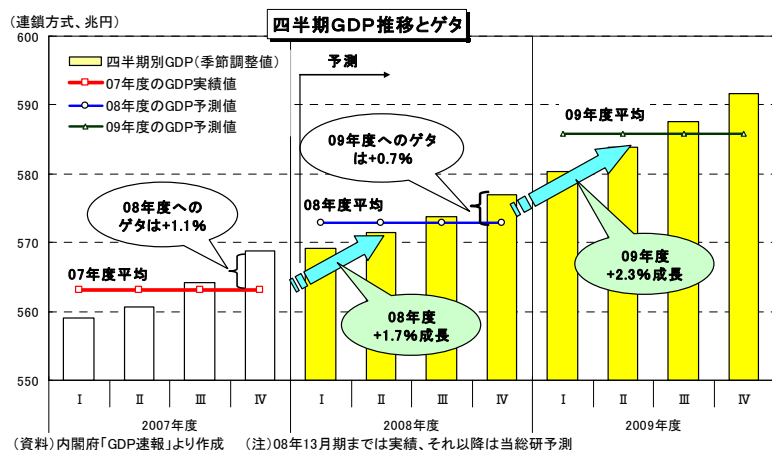
- ◆ 輸入素原材料価格の上昇は続いているが、価格転嫁の動きは徐々にではあるが進展を見せており、今後は GDP デフレーターも下げ止まりの動きが強まるものと思われる。

【参考2】 GDP 予測における「成長率のゲタ」

- ◆ 「成長率のゲタ」とは、各年度の最終四半期(1～3 月期)の GDP が当該年度(4 月～翌年 3 月)の GDP をどの程度上回っているか(もしくは下回っているか)を示すものであり、いわば次年度に向けた「発射台」と捉えることができる。つまり、ある年度の4 四半期とも横ばい(ゼロ成長)が続いた場合でも、当年度の前期比成長率は「ゲタの部分」だけはあることになる。

- ◆ 07 年度に関しては06 年度からのゲタが+1.5%あったが、07 年度を通じての成長率は+1.5%に留まっており、年度内の成長はほぼゼロであったと試算される。一方、08 年度に向けてのゲタは+1.1%あり、当総研の08 年度見通し(+1.7%成長)を前提にすれば、08 年度内は+0.6%の成長を見込んでいることになる。

- ◆ また、09 年度に向けてのゲタは+0.7%が見込まれるが、09 年度の成長率見通し(+2.3%)を考慮すれば、09 年度内の成長率は+1.6%となる。



(資料)内閣府「GDP速報」より作成 (注)08年13月期までは実績、それ以降は当総研予測

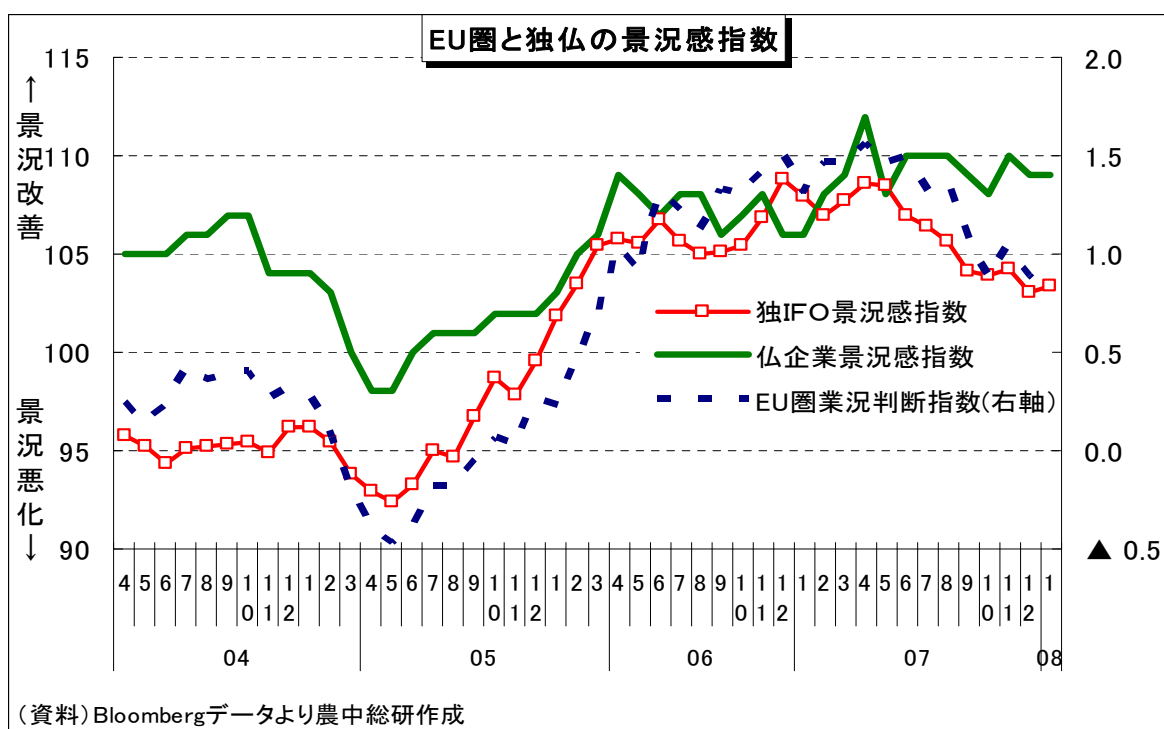
欧州経済の状況(予測の前提)

主要国の実質GDP成長率の実績と見通し 見通し
(前年比:%)

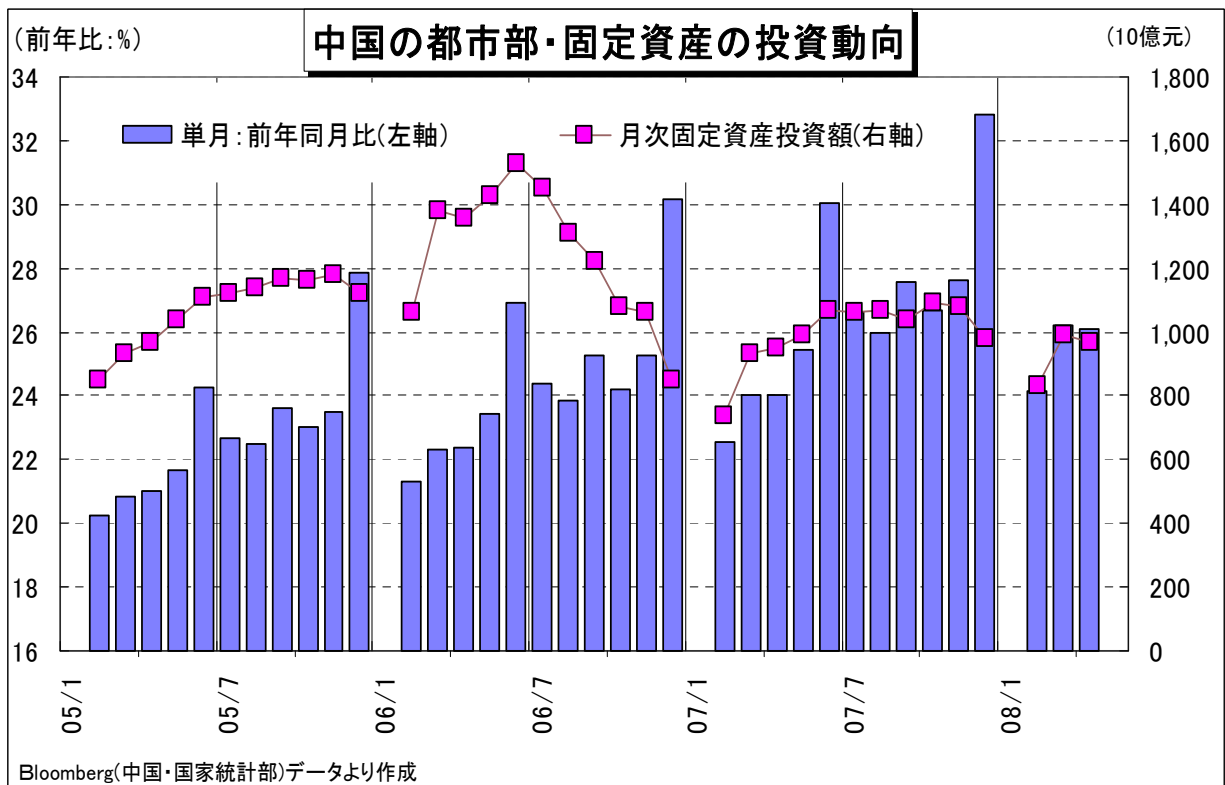
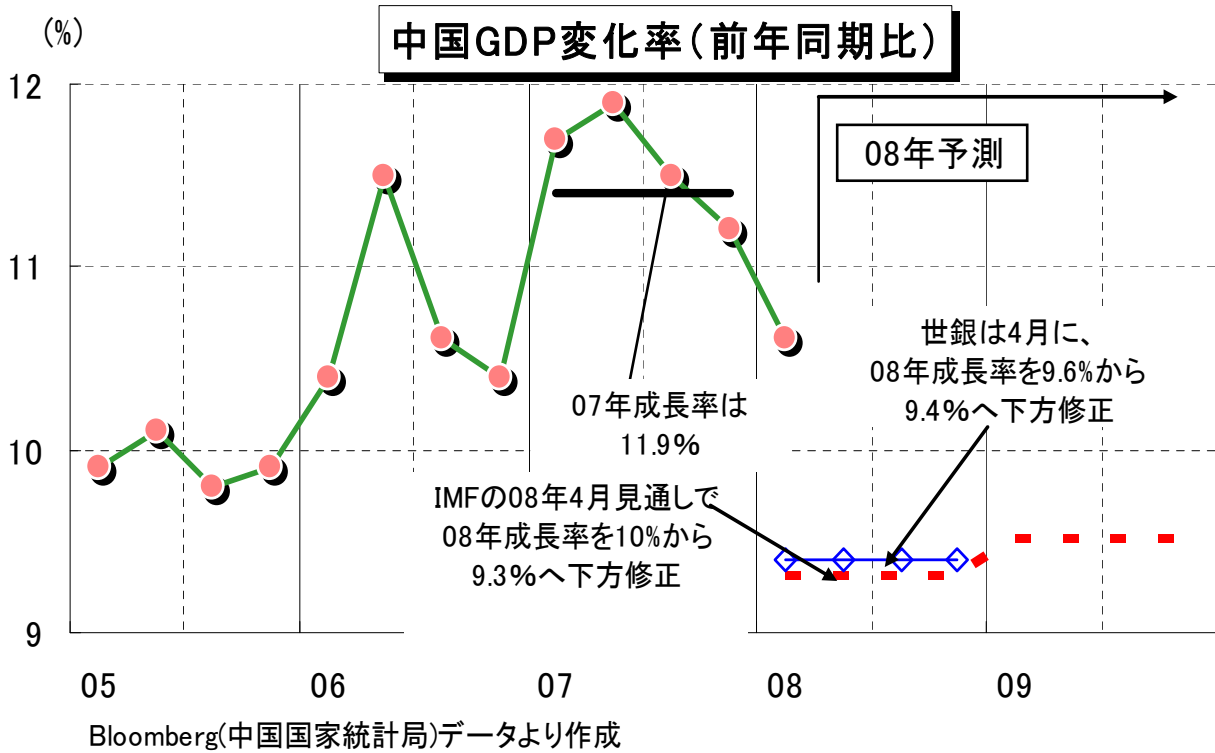
		2006	2007	2008	2009
ユーロ・ゾーン		2.9	2.7	1.5	1.7
	ドイツ	2.9	2.5	1.7	1.6
	フランス	2.4	2.1	1.5	1.7
	イタリア	1.9	1.8	0.6	1.1
英 国		2.9	3.0	1.6	1.7
B R I C s	中国	11.7	11.9	9.9	9.3
	ロシア	7.3	8.1	7.2	6.7
	インド	9.7	8.9	7.7	8.2
	ブラジル	3.7	5.4	4.7	4.2
南アフリカ		5.3	4.8	4.2	4.6

Datastream(各国GDP統計等)データより作成

見通しはConsensus Economic Basic Service社(CEBS)データによる
イタリアの07年の成長率は見通し数字



中国経済の状況(予測の前提)



今月の焦点

国内経済金融

きめ細かい年金関連サービスを提供する高崎信金 ～地域金融機関と年金に関するサービス～

田口 さつき

高崎信金の年金に関するサービスの歴史

顧客のライフ・サイクルにしたがって、金融機関との主要な取引ニーズは変化して行くが、公的年金の受給年齢が近づく方々にとって、年金の受け取りは切実な関心事である。

高齢化が進行するなか、この世代の人々に対し、年金に関するサービスを通じて関係を緊密化することは、地域金融機関の経営において重要性を増している。本レポートでは、年金受け取りに関するサービス提供を通じ、地域の顧客と密接な関係を築く取り組みをしている高崎信用金庫（以下、当信金）を紹介する。

1914年（大正3年）に設立された当信金は、「会員・顧客の繁栄」と「地域社会の繁栄」を経営理念として掲げ、群馬県高崎市周辺に30店舗を展開している。

07年3月末において、会員数は約2.8万人、役職員数は405人である（表1）。また、預金残高は3,866億円、貸出金残高は2,143億円である（07年9月末）（表1）。

当信金の年金に関するサービスには、①

年金受け取りの支援、②「年金友の会」による会員の組織化という、2つの重要な柱がある。

①の年金受取りの支援のサービスが現在の姿となったのは、95年であり、すでに10年を越す実績を持つ。当信金は、年金に関するサービスの強化のため、95年4月に年金専担者である「年金アドバイザー」（4人）を任命、同年12月に年金相談会を始めた。

一方、②の友の会であるが、その母体は国鉄OB向けのための「ルール会」である。同会は国鉄共済の振込みが当信金でも認められたことを契機に国鉄OBとの関係強化のためつくられた。その後、会員資格を当信金で年金を受給する顧客全てとする「年金友の会」が設立され、99年に年金友の会の親睦旅行と優待サービスが開始された。

年金アドバイザーの活動

高崎信金において年金に関するサービスを担うのは、営業本部に属する役席者1名と年金アドバイザー6名からなるチームである。その主たる仕事は、年金受取りの調

表1 高崎信用金庫の概要

(億円)

項目	期 末	04/3	05/3	06/3	07/3	07/9
店舗数(店)		26	30	30	30	-
期末職員数(人)		443	422	410	405	-
預金残高		3,686	3,733	3,766	3,781	3,866
うち 個人預金残高		3,033	3,070	3,069	3,099	-
貸出金合計		2,116	2,125	2,129	2,133	2,143
うち 個人向けローン残高		700	742	749	723	-
(住宅ローン残高)		367	397	403	396	-

当信用金庫資料などより作成

査・確認、年金裁定請求の手続きの支援、アフターフォローなどで、以下のような流れで進む（図1）。

まず、(a)多くの場合、当信金では『プレ・シルバー層』と呼ぶ2～3年の間に年金受給年齢に到達する当金庫の顧客等に、営業店の渉外担当者が年金関係のサービスの説明を行いたい旨を伝え、了解を得た上で、年金アドバイザーと帯同して訪問する。(b)そして、顧客の依頼と提供を受けた年金加入記録（加入制度、加入期間等）の情報に基づき、社会保険事務所・年金相談センターへ照会し、それによって得られた情報を依頼者の顧客にフィードバックする。(c)そこで、顧客から当信金を年金受給口座に指定してもらう了承が得られれば、「年金予約票」を顧客に渡し、予約者名簿を作成する。その後、(d)裁定請求時期が到来したら声かけを行い、裁定請求の手続きを手伝う。

以上のような形で、当信金がお手伝いをする年金受取りの調査・確認、年金裁定請求の件数は年間で合計4,000件にもものぼる。

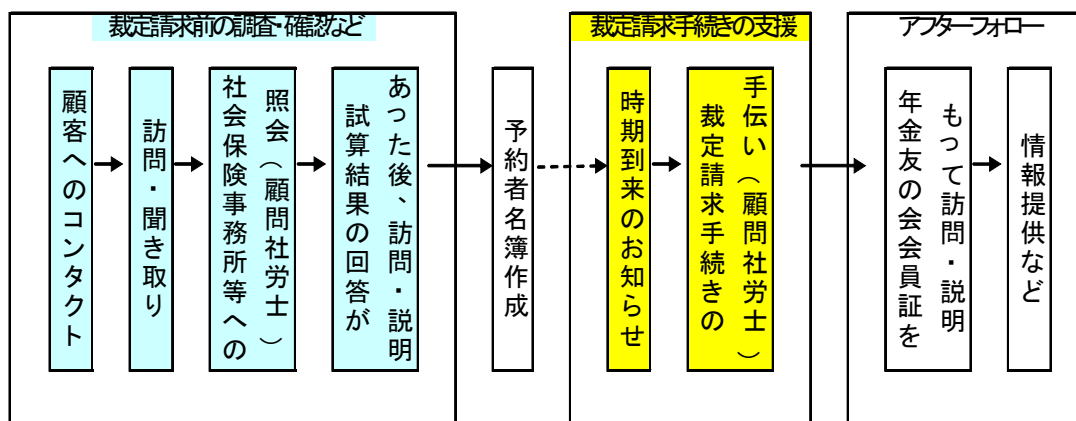
(e)また、年金アドバイザーは、年金受給口座の指定を得たら、「年金友の会」の会員証を持って顧客を訪問し、お礼と年金自動受け取りのしくみや年金友の会などにつ

いての説明をする。その後も年金についての情報提供などを行い、年金に関する幅広い知識と専門性で顧客の対応をしている。

調査・確認であるが、具体的には顧客の年金加入期間、受け取り方法等の確認を行うことを意味する。顧客が加入しているのが国民年金だけであれば、その場で年金額を年金アドバイザーが試算できるが、厚生年金などに加入していた場合は報酬比例部分があるので、加入期間など試算のために必要な情報の提供を受ける。その後、社会保険事務所・年金相談センターに行き、年金見込額を試算してもらう。そして試算結果の回答を持って顧客の家に再度訪問し、説明をする。

当信金では、「プレ・シルバー層」の年金受け取りの主要な関心は「いつから」、「いくら」もらえるのかというもので、このような丁寧な年金の調査を通じ、顧客の不安を解消することで信頼を勝ち得ていると考えている。また、同じ年金アドバイザーが、請求時期到来のお知らせや請求の手続きを手伝うことは、信頼関係を一層醸成させていると思われる。実際、このサービス利用者の9割以上が年金受給口座を当信金に指定しているそうである。

図1 高崎信用金庫の年金アドバイザーの活動の概要



このように年金に関するサービスは年金アドバイザーの訪問活動に負うところが大きいですが、すべての地域の顧客をもらさずフォローするために、当信金は「年金相談会」も開催している。

「年金相談会」には、外部の顧問社労士1人と年金アドバイザー4人が出席しており、ここでも年金アドバイザーが活躍する。月2、3回のペースで水曜日と日曜日に開催され、9ヶ月で営業店をまわるというサイクルである。

年金相談会は、新規の顧客獲得の機会でもあり、日曜日に開催することで多くの人が足を運びやすい状況を整えている。

年金アドバイザーの教育

このような重要な任務を受け持つ年金アドバイザーは、すべて高崎信金の正職員である。また、人生経験を積んだ人のほうが顧客に安心感を与えているということもあり、これまでは中堅からベテランの女性で構成されていた。

当信金の年金アドバイザーには、これまでのところ経験者や社労士の有資格者などの中途採用者はおらず、人事ローテーションで異動してきた職員を一から育てて対応している。

新しく配属された年金アドバイザーは3、4ヶ月の講義を受けることなどで知識を蓄積し、通常の請求手続きの支援ができるようになるそうだ。そのうえで、しばらく先輩年金アドバイザーとともに訪問活動を行うことで、より実践力を磨いていく。

年金友の会の特典

高崎信金のもう一つの年金に関するサー

ビスは「年金友の会」である。現在、会員数は約2万4千人で、10年間で倍増した。

会員のサークル活動として、年1回親睦旅行をしている。1万円程度の自己負担という手軽な値段で旅行ができることをコンセプトにしている。

例年、4班（200人/班）で合計800人程度が参加しており、当金庫の一大イベントとなっている。参加者の6割は常連である。また、利用者でない家族などの参加も歓迎しているそうである。

会員は、この親睦旅行を楽しみにしており、①年金受給口座の指定替えの防止②取引の親密化などに役立っているという感触を当金庫は得ている。家族の参加についても当金庫への認知度や愛着を増しているとみられる。

また、会員には、会員カード（下写真）を提示すれば、ホテル・旅館、ゴルフ場などの利用割引を受けられるメリットがある。これらの契約先は、当信金の役席者が取引先などを回り交渉して開拓したものである。施設などの選定については、近場であること、よく利用する施設・サービスであることに気をつけた。また、優待割引分については、受け入れ先の企業負担である。

その他の当金庫の特徴的な特典として、



全自動貸金庫使用料の優遇もある。この貸金庫は土日祝日も使えるため、顧客から人気があり、なかなか空きがでない状況だ。

そのほか、年金受給、医療費と住宅ローンの控除の確定申告相談会（無料）を毎年2月上旬に開催している。同会で、顧客は税理士に年金の税務相談をしたり、申告書の作成の手伝いを受けることができる。このサービスも喜ばれ、常連の参加が多い。これらに加え、「たかしん年金定期」という350万円まで金利0.1%上乗せの金融商品が用意されている。

今後の展開は

高崎信金では、年金に関するサービスは長期的な観点でやるべきものという認識を持っている。そのため、年金に関するサービスの体制にしても腰を据えた取り組み方をしている。

特に当信金では年金アドバイザー制度がしっかり根付いていることが強みである。年金アドバイザーの活動や、年金相談は年金受給口座の指定獲得に有効であると見ており、今後も同じように行っていく方針である。

このようなきめの細かい活動の継続が地域の住民の信頼と愛着を増し、近年では新規の顧客も増えてきたそうである。厚生年金加入者の比率が上昇していく中で、年金アドバイザーの重要性は一層増すと見られる。

参考資料

・高崎信用金庫ホームページ及び資料

大分銀行の CSR への取組みと店舗戦略

～太陽の家支店を中心に～

古江 晋也

要旨

・近年、店舗の新設やリニューアルを行う際に、バリアフリー化を行う金融機関が増加している。店舗のバリアフリー化が進展している背景には、①CSR への関心が高まっていること、②障がい者や高齢者への配慮を促進する条例がいろいろな地方自治体で公布されてきたこと、③顧客満足度の向上等を挙げることができる。

・大分銀行は、前述のような動きが生じる以前の 1980 年に身体障がい者授産施設である社会福祉法人「太陽の家」に支店を開設した。同支店の来店者の約 7 割は身体障がい者であり、車いすを利用したままでも安心して来店できる工夫がされている。また、同行では、03 年末から本店に多機能トイレを設置するなど、多くの店舗でバリアフリー化を実施している。

はじめに

近年、公的資金の返済が完了したことなどもあり、店舗統廃合から一転して、店舗の新設や改装を行う金融機関が増加している。リニューアルされた店舗の多くは、資産運用相談業務を主眼に据えたローカウンターや相談ブースが配置され、コーポレートカラーに彩られたスタイリッシュな外観が大きな特長となっているが、それに加えて、スロープの取り付け、多機能トイレの設置、視覚障がい者対応 ATM の設置など「バリアフリー」や「ユニバーサル・デザイン」に力点を置いた店舗も見受けられるようになった。

店舗のバリアフリー化が拡大している背景には、①CSR への関心が高まっていること、②障がい者や高齢者への配慮を促進する条例がいろいろな地方自治体で公布されはじめたこと、③顧客満足度の向上等を挙げることができる。また、店舗のバリアフ

リー化は、来店誘致を目指す金融機関店舗にとっても重要な要素となりつつある。

そこで本稿では、大分銀行の CSR への取組みと店舗戦略を概観することに加え、大分銀行本店と太陽の家支店におけるバリアフリーの取組みを紹介する。なお、「太陽の家」とは、大分県別府市に本部を置く社会福祉法人太陽の家のことである。

同法人は、身体障がい者に働く機会を提供するため、1966 年に授産施設を開所。現在は、オムロン（72 年）、ソニー（78 年）、ホンダ（81 年）、三菱商事（83 年）、デンソー（84 年）、富士通サポート&サービス（95 年）などと共同出資会社を設立している。

大分銀行は、授産訓練のために仕事の提供を行っている協力企業の 1 社であり、80 年に太陽の家別府本部に太陽の家支店を開設した。太陽の家は現在、別府本部のほか、大分県日出町、愛知県、京都府にも進出している。

大分銀行のCSRへの取組みと店舗のバリアフリー化

大分銀行は、2008年4月～2011年3月末を期間とする新中期経営計画において全行的なCSRへの取組み強化を打ち出した。同行におけるCSRの特色は、その取組み領域に、①環境問題への対応、②少子・高齢化への対応、③女性の活躍推進・支援を掲げていることであり、新設店舗や既存店舗のバリアフリー化については、少子・高齢化への対応の一環と位置付けている。

ただし、同行におけるCSRへの取組みは、近年になって始められたわけではない。後述するように身体障がい者への配慮からバリアフリー化された大分銀行太陽の家支店は80年に開設されており、バリアフリー店舗の先駆けとなっている。

また、多くの地方金融機関は設立当初から地域経済発展のため社会貢献活動等を積極的に展開してきたという歴史的事実を勘案すれば、大分銀行が中期経営計画でCSRを掲げた要因の一つは、全行的な統一感を持ってCSRに取り組む姿勢を示すことにあったといえる。同行のバリアフリー化については、多機能トイレやスロープの設置が中心であり、既存店舗についてはリニューアル時に実施するスタンスである。

大分銀行本店のバリアフリー化～多機能トイレを中心に～

写真1は大分銀行本店出入口であり、スロープが設置されていることがわかる。そして、出入口のすぐ右手には、多機能トイレが設置されている(写真2)。多機能ト

写真1 大分銀行本店スロープ



写真2 大分銀行本店多機能トイレ

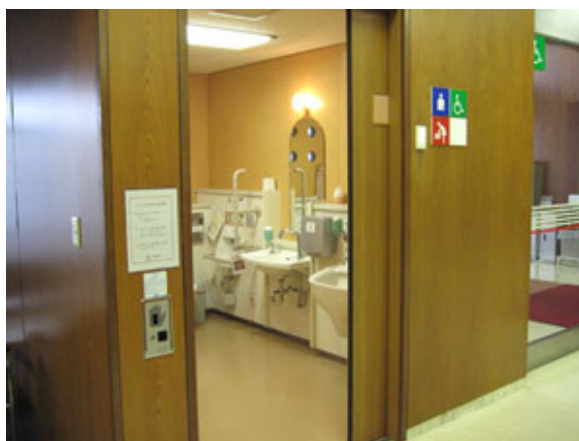
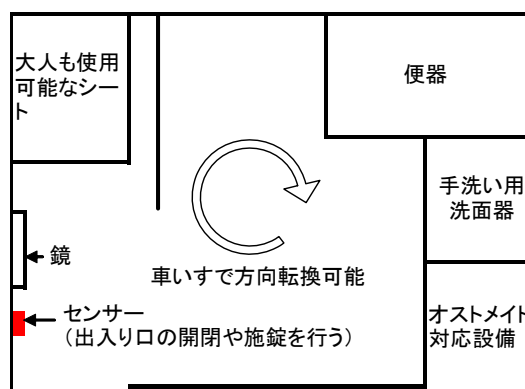


図1 多機能トイレ見取り図



イレ出入口の横には、「オストメイト対応」(注1)「車いす対応」「乳幼児対応」についてのプレートが表示されているが、「トイレ」

のプレートは表示されていない。これは、一般の顧客が多機能トイレを使用することによって、身体障がい者が必要な時に使えなくなるというアクシデントを防ぐための配慮である。なお、通常のトイレは店内に別途設置されている。

多機能トイレはかつて相談ブースであった場所に03年末に設置された。トイレ内部は、車いすで方向転換がスムーズにできるように広々としている(図1)。入室後、鏡近くのセンサーに手をかざせば、施錠できるようにになっている。

(注1)「オストメイト対応」とは、人工肛門や人口膀胱保有者に対応していることを示している。

太陽の家支店設立の経緯と店舗戦略

大分銀行が80年に太陽の家支店を開設した動機は、当時の社会福祉法人太陽の家理事長故中村裕氏の「世界中どこを探しても、車いすの重度障がい者が銀行の窓口係をやっている国は無い。大分銀行は世界で最初にそれをやらないか。銀行は障がい者にとって最も遠い職場だ。それが実現したら、障がい者の社会進出にどれほど希望と勇気を与えるか計り知れない」(注2)という言葉が当時の頭取の心を動かしたといわれ、太陽の家支店は、障がい者雇用という理念から誕生した。そのため、太陽の家支店のバリアフリー化は、近年のCSRへの関心が高まったこと等を受けてバリアフリーが実施された店舗とは本質的な違いがある。

太陽の家支店は当初、フルバンキング機能を有しており、太陽の家との共同出資会社、協力会社をはじめ、主たる営業区域である亀川浜田地区の法人取引先にも融資を行っていた。

しかし、06年以降、大分銀行の店舗体制は、県内を14ブロックに分割。融資・得意先係の機能をフルバンキング型の「集約店」と「単独店」に集約する一方で、他の店舗を個人リテール業務に特化する「店頭特化店」へと再編した。なお、「集約店」と「単独店」の相違は、傘下に「店頭特化店」を有しているかどうかであり、ブロック内の中核店舗(集約店)は、特に「ブロック長店」となる。

この店舗体制の見直しによって現在の太陽の家支店は、個人リテール業務を中心とする特化店となり、融資業務等は集約店である亀川支店へと移行した。

(注2)高橋靖周「小尾頭取を動かしたこの一言」『金融ジャーナル』2000年11月。

太陽の家支店の業務

個人リテール業務が中心となった太陽の家支店への一日平均来店者は550名。そのうち、約7割が身体障がい者であり、身体障がい者の約2割が車いすを利用している。支店としては「障がい者の自立に何ができるのか」というスタンスから、富裕層の顧客には資産運用相談、持ち家の希求のある顧客には住宅ローンの提案などを行い、顧客からの相談にはすべて対応できるように心がけている。

店頭特化店である太陽の家支店の集約店は亀川支店であるが、亀川支店は旧街道に面していることや駐車スペースが狭いこともあり、スーパーマーケットに隣接した太陽の家支店に来店する顧客も少なくない。また、バリアフリー店舗であることもあり、利用者からは「利便性が高い」との評価を受けている。職員は10名のうち2名が身体

写真3 太陽の家支店外観



写真4 太陽の家支店スロープ



写真5 太陽の家支店 ATM



障がい者であり、テラー業務とオペレーター業務を担当している。

太陽の家支店の出入口・ATM

太陽の家支店は、スーパー「サンストア」

(注3)に隣接しており、サンストアの軒下伝いを通れば、車いすを利用して雨に濡れずに来店することができる(写真3)。支店出入口は2ヶ所あり、写真3の出入口からも、写真4の出入口からも車いすを利用して来店できる。

写真3の出入口から入店すれば、左側にATMが2台設置されている。注目すべきは写真5右側の車いす正面对応タイプのATMである。

同ATMの特徴は、操作足元部分がカットされているため、車いすに座ったまま正面から操作することができる。さらに、紙幣の挿入・取出口に鏡がセットされているため、車いすに座ったままでも紙幣の取り忘れを確認することができる。同ATMはハンドセットによる音声ガイダンスのほか、点字表示付の固定キーボード操作盤が備え付けられており、視覚障がい者も安心して利用することができる。なお、車いす正面对応タイプのATMは太陽の家支店の特別仕様である。

(注3)「サンストア」とは、太陽の家が収益事業として運営しているスーパーマーケットである。

太陽の家支店のテラーカウンター・記帳台など

写真6はテラーカウンターであるが、車いすに座ったままで顧客が利用できるように、足元部分は車いすが収納できるつくりになっている。また、通常のカウンターよりも低めに設計されている。

写真7は記帳台である。記帳台は2種類設置され、低い記帳台は、車いすに座ったままでも利用できる。天板もやや広めにつくられているため、顧客が作業しやすいこ

とも特長の一つである。

写真8は顧客用トイレである。便器付近には手摺りが設置され、アコーディオンカーテンを用いられている。また内部は、車いすでも方向転換ができるように広々としており、照明にはオートタイマー機能が取り付けられている。前述した本店・多機能トイレと比較すれば、やや時代を感じるものの、支店が80年に開設されたことを考慮すれば、使いやすさを重視した設計であることが窺える。

さらに、太陽の家支店のドアはすべて引戸となっており、床は雨に濡れても滑りにくい加工が施されている。

太陽の家支店とパブリシティ

太陽の家支店は、一般的な店舗と対比して設備に車いすが当たったり、ATM画面のフィルムが剥がれたりするため、相対的に消耗が激しいことも事実である。このことは、一般的な店舗よりも太陽の家支店の採算性が相対的に低くなる要因の一つである。

しかし、同支店は年間約3,000人の視察を受けていることや地元紙、金融専門紙などで紹介され続けてきたため、「人に優しい金融機関」というブランドイメージを高め、非財務的価値の向上に大きく貢献している。加えて、近年のCSRや顧客満足度の向上として捉えることができるバリアフリー化の流れのなかで、今後も太陽の家支店のその先駆的な役割が改めて注目されると考えられるであろう。

写真6 太陽の家支店カウンター



写真7 太陽の家支店記帳台



写真8 太陽の家支店顧客用トイレ



おわりに

本稿では大分銀行本店と太陽の家支店のバリアフリーを検討してきた。本店の多機能トイレや太陽の家支店における車いす正面对応タイプの ATM は店舗内のスペースの問題やコストの面から他の金融機関店舗が導入することは難しいかもしれない。しかし、駐車場から雨に濡れずに来店することができる工夫、身長の高い人に配慮した記帳台、滑りにくい床の採用、通行しやすい通路など事例は、他の金融機関店舗に大きな示唆を与えることができるといえる。

店舗のバリアフリー化は今後も多くの金融機関が取り組むと考えられるが、店舗をバリアフリー化しても来店する身体障がい者が少数に留まっているという意見もある。この要因として考えられることの一つには、バリアフリー化についての積極的な情報公開（お知らせ）を行っていないことがある。CSR の取り組みを顧客満足度の向上に繋げるために「多機能トイレや音声ガイダンス機能を搭載した ATM を据え付けている店舗はどこか」、「車いすで来店することが可能な店舗はどこか」、といった積極的な情報開示（お知らせ）は、今後さらに重要となってくるであろう。

参考資料

- ・大分銀行「2007 大分銀行ディスクロージャー誌」及びホームページ。
- ・高橋靖周「小尾頭取を動かしたこの一言」『金融ジャーナル』2000 年 11 月。
- ・社会福祉法人 太陽の家ホームページ。

今月の焦点

国内経済金融

サブプライム問題に影響された大手金融グループの決算

鈴木 博

要旨

6大金融グループの決算は、不良債権処理に目処がついた05年度以降ほぼ順調に推移してきたが、07年度はサブプライム問題の影響を主因に大幅減益となり、株価下落もあって有価証券含み益も減少した。米欧の大手金融機関に比べて低いTIER I比率の向上などの自己資本充実も引き続き課題となっている。今後は、国内リテール部門の収益力増強などの対策を進めることや、サブプライム問題で深手を負った米欧金融機関の活動が鈍るなかで、海外業務における収益基盤を着実に構築していくことなどが必要と思われる。

大幅減益となった大手金融グループの決算

6大金融グループ(表1の注1参照)の07年度決算では、米国の信用力の低い個人向け住宅融資問題(以下「サブプライム問題」)を契機とした世界的な金融市場混乱の影響などから、業務粗利益が前期比△5%の減収となる一方で、営業経費が増加したため、業務純益は△15%の減益となった。これに、その他経常損益の損失幅拡大が加わり、経常利益は△26%の減益となり、さらに特別損失も加わって当期純利益は△34%

表1 6大金融グループの07年度決算
(単位 億円)

	07年度	06年度	差異
業務粗利益	87,596	92,359	-4,763
資金利益	49,410	49,860	-450
信託報酬	4,045	4,127	-82
役務取引等利益	25,384	26,978	-1,594
特定取引利益	9,742	7,350	2,392
その他業務利益	-985	4,044	-5,029
営業経費	-49,393	-47,428	-1,965
(業務純益)	(38,203)	(44,931)	(-6,728)
(経费率)	(56.4)	(51.4)	(5.0)
その他経常損益	-10,669	-7,491	-3,178
経常利益	27,534	37,440	-9,906
当期純利益	18,662	28,249	-9,587

資料 各社決算短信・同説明資料

(注)1. 6大金融グループは、三菱UFJフィナンシャル・グループ、みずほフィナンシャルグループ、三井住友フィナンシャルグループ、りそなホールディングス、住友信託銀行、中央三井トラスト・ホールディングスの6社、上表数値は上記6社の連結決算の合計。

2. 業務純益=業務粗利益-営業経費
経费率=営業経費/業務粗利益で計算

の減益となった(以上表1)。

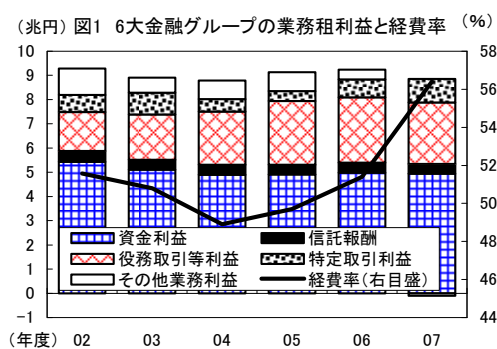
大幅減益となった最大の要因は、サブプライム問題に関連した損失が拡大したことである。サブプライム関連の証券化商品の保有などにもなう損失は、価格下落による減損処理や投資損失引当金の計上、売却損などとして処理され、みずほフィナンシャルグループの6,450億円を筆頭に6グループ全体で1兆円近くに達した。これらの損失は、表1ではその他業務損益やその他経常損益に含まれている。

上記以外の主な減益要因として、不良債権処理費用の増加がある。不良債権処理費用のなかには、上記のサブプライム関連の与信費用も含まれるが、中心となるのは、貸金業法等改正による消費者信用業界の構造改革にもなう与信費用の発生や、全般的な景気減速を背景にした中小企業の倒産増加などによる与信費用の増加である。これらの費用は、表1では主としてその他経常損益に含まれる。

3期ぶりに減少した業務粗利益

一般企業の売上高に相当する業務粗利益は、05、06年度と連続して増加していたが、07年度は3期ぶりに減少に転じた(図1)。

これには、これまで業務粗利益の増加を牽引してきた役務取引等利益が減少に転じたことや、前記のサブプライム問題の関連でその他業務利益がマイナスとなったことなどが影響している。



資料 6大金融グループの決算短信
(注)1. 各社の連結決算数値の合計

最大のウェイトを占める資金利益は、前期比△1%と若干の減少となった。06年度に行われた利上げの効果で預貸金利回り差は拡大したが、6グループ全体として貸出平残が減少したことによるものである。

金融サービスの手数料収入である役務取引等利益は、前期比△6%の減収となったが、下期を中心に投信販売が低迷して販売手数料等が減少したことや、対法人取引では、全般的な競争激化で外為関連収益やM&Aなどの各種ソリューション手数料が減少したことなどに起因している。また、証券子会社における受入手数料減少の影響もある。

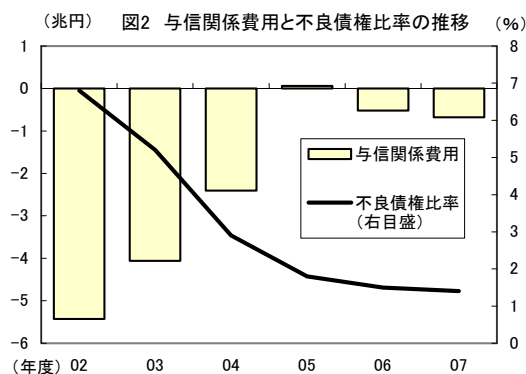
特定取引利益とその他業務利益は、債券や外国為替、デリバティブなどの売買益等から構成されるが、合計して前期比△23%の減収となった。国内債の売買等ではある程度の利益を計上したものの、前記のサブプライム問題の影響で証券化商品の売却損や減損処理が膨らんだ。6大グループでは、みずほ証券を子会社に抱えるみずほフィナンシャルグループの落ち込みが大きい。

業務粗利益の減少の一方で営業経費が増加したため経費率が急上昇し(図1)、業務純益の減少をもたらした。営業経費の増加は、国内リテール部門を中心とした人員増強などによる人件費増加や、三菱UFJフィナンシャル・グループを中心としたシステム関連費用の増加などによるものである。

サブプライム問題の発生などの特殊要因はあるが、07年度については、営業経費の増加が、業務粗利益の増加に反映されているとはいいがたい状況にある。

不良債権比率は引き続き低下

前記のように、消費者信用業界の構造改革にともなう与信費用の発生や、景気減速を背景にした中小企業の倒産増加などによって不良債権処理費用が増加したが、こうした処理が前広になされることにより不良債権残高は着実に減少している。07年度末の6大グループを合計した不良債権比率は、図2のように1.4%へ低下している。



資料 各社決算短信及び決算説明資料
(注)1. 与信関係費用はグループ連結ベース
2. 不良債権比率は銀行・信託子会社合算(りそな信託含まず)
3. 不良債権比率=金融再生法開示債権/総与信

大幅に減少した有価証券含み益

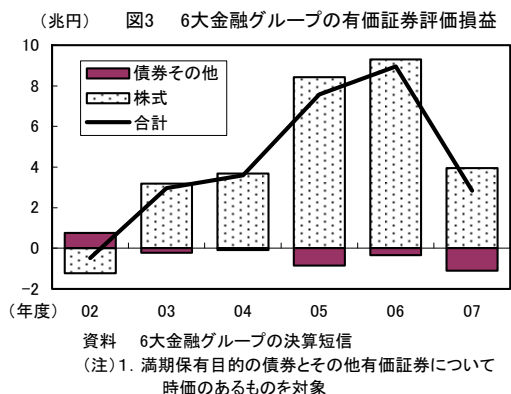
6大金融グループは、07年度末時点で114兆円の有価証券を保有している(このうち、

3メガバンクグループの保有残高は98兆円と86%を占める)。保有有価証券の内容は、株式が16兆円であり、株式以外では国債が51兆円と大きく、地方債や社債などの国内債券や外国証券なども保有している。このなかには、住宅ローン債権などを組み入れた証券化商品も含まれている。

07年度はサブプライム問題に関連した金融市場の混乱もあり、株価が大幅に下落するとともに長期金利も低下した。日経平均株価(225種)は、07年3月末の17,287円から08年3月末には12,525円に低下し、10年物国債利回りは、同時期に1.65%から1.275%へ低下した。

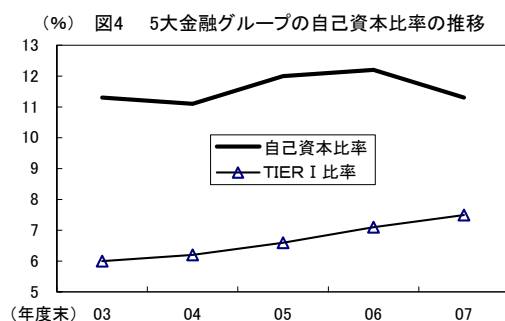
株価の大幅下落により時価と帳簿価格の差額である含み益が減少し、07年度末の株式含み益は、6グループ全体で前期末の4割程度まで減少した。一方、長期金利の低下は債券価格を上昇させ、債券の含み益を増やす効果を持つが、証券化商品の含み損の増加(減損処理等の対象とならなかったもの)もあり、債券その他の含み損は拡大した(以上図3)。

この結果、6大金融グループ全体の有価証券含み益は、06年度末の9兆円から07年度末には3兆円程度へ減少した。



自己資本の充実が引き続き課題に

07年度は、バーゼルⅡ実施後2度目の決算であったが、5グループ(決算発表時点で07年度末自己資本比率が未公表のりそなホールディングスを除く)を合計した連結自己資本比率は低下した(図4)。グループ別では、3メガバンクグループがともに低下したが、住友信託銀行と中央三井トラスト・ホールディングスは上昇した。TIER I比率は5グループとも上昇している。



資料 5大金融グループの決算短信・同説明資料

(注)1. 5大金融グループは図1の注1の対象先のうち、りそなホールディングスを除いたもの

連結自己資本比率が07年度に低下したのは、主として、前記の有価証券含み益の減少により、含み益の45%相当額が参入可能なTIERⅡの金額が減少したことによるものである。また、TIER I比率の上昇には、サブプライム問題に関連した多額の損失処理にともなう繰延税金資産の増加が影響している点に留意する必要がある。

このほかに、メガバンクグループを中心に、98~99年の金融危機時に調達した配当非累積型優先出資証券が実質的な借換え時期を迎えており(注1)、大半の借換えは完了しているが、今後借換えが到来するものも存在する。また、みずほフィナンシャルグループでは、03年の1兆円増資時に発行した優先株が7月以降普通株への転換が可能となるため、希薄化対策として自己株式の

取得・償却を計画しており、これによる自己資本減少の影響もある。

現在、公的資金が残っている中央三井トラスト・ホールディングスとりそなホールディングスについては、中央三井トラスト・ホールディングスは09年8月までを目処に完済する方針を公表しており、りそなホールディングスも利益剰余金の積上げや優先株の市場発行などにより希薄化を回避しつつ公的資金を早期返済することを基本方針としている。

以上のように、6大金融グループにとって自己資本の充実は引き続き重要な課題であり、特に、米欧の大手金融機関に比べて低いTIER I比率の向上が求められている。

(注1) 形式的には永久優先出資証券であるが、ステップアップ金利適用時期がくること等もあり、通常は任意償還され、新規発行により実質的に借り換えられる。

今後の業務展開の方向

大手金融グループの決算は、不良債権処理に目処がついた05年度以降、ほぼ順調な推移をたどってきたが、07年度は、サブプライム問題の影響もあり大幅な減益決算となった。08年度は、サブプライム問題の影響が薄れることなどから、経常利益で07年度比24%の増益を予想している。

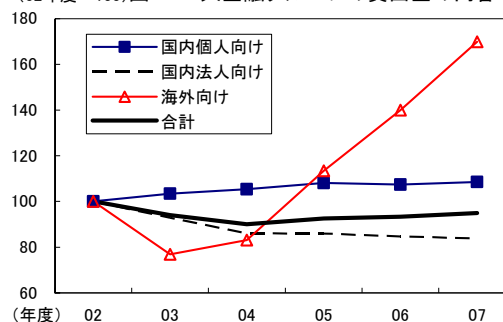
今後の営業展開については、メガバンクグループは、投信・保険販売などの預り資産営業やコンシューマーファイナンス、住宅ローン推進などの個人向け金融、M&Aなどの投資銀行業務やローンや資本市場調達等に関する法人向けソリューション営業の展開、アジアなどの新興国を含むグローバルビジネスの展開など、これまでの経営戦略を基本的に踏襲していく方向にある。こ

うしたなかで、たとえば、三菱UFJフィナンシャル・グループや三井住友フィナンシャルグループでは、JALカードやOMCカードの買収なども含めて消費者信用分野での子会社再編などを進めつつあり、今後、収益的な効果も現れてくることになろう。

また、りそなホールディングスや住友信託銀行、中央三井トラスト・ホールディングスにおいても、それぞれ、住宅ローン推進や投信・保険販売などのリテール分野への注力、信託機能を活用した資産運用業務を重視した経営展開などが行われており、当面、こうした方針が継続されよう。

前記のように、6大金融グループにとってサブプライム問題の影響は大きかったが、同問題によって米欧の大手金融機関が受けたダメージはさらに大きく、グローバル市場において日本の金融機関が活躍する余地が広がっていることも事実である。たとえば、07年度にはメガバンクグループを中心に海外向け貸出が大きく伸びたが(図5)、米欧の大手金融機関の貸出余力が低下していることも背景にあるものとみられる。

(02年度=100)図5 6大金融グループの貸出金の内容



資料 6大金融グループ決算短信、同説明資料
(注)1. 各社の連結決算数値の合計

自己資本充実を図りつつ、国内業務における収益力の増強とともに、海外業務におけるプレゼンスの向上を着実に進めていくことが肝要であると思われる。

海外の話題

エンターテインメント、マカオベネチアン (澳門威尼斯人度假村酒店)

農林中央金庫 香港駐在員事務所長 松尾 章

今回は、香港から高速フェリーで1時間、最近観光地として香港以上に注目を集めるマカオについて紹介したい。まずマカオというと皆さんの思い浮かべるイメージは何だろうか？最初に思い浮かぶことはやはり世界遺産マカオではないかと思う。正面の壁しか残っていない「セントポール寺院」がよくマカオ観光広告1面によくでてくる。マカオは半島と2つの島からなるが、半島側が町全体世界遺産となっている。あとは、やはりカジノでしょうか。その他やマニアックになるが、毎年11月中旬恒例の「マカオグランプリ」(AセナやMシューマッハもここで優勝してF1へ)、世界一高いバンジージャンプのあるマカオタワー、ドッグレースなどですかね・・・。

マカオは1500年代前半、ポルトガル人がキリスト教布教目的で到達したところからその歴史が始まるが、清朝時代香港同様植民地化され、ポルトガルは永久占有権を清朝から奪取した。「マカオ」という呼称は、半島南部にある「マコウ(媽閣)廟」の名前が由来らしい。1970年代からのポルトガル政府との返還交渉を経て1999年12月中国に返還され、高度な自治権を持つ中国の特別行政区となった。

最近マカオの発展を象徴するのは「カジノ」産業だ。マカオのカジノ産業はGDPの4割を占める最大の産業となっている。カジノは2002年開放までは地元カジノ王スタンレーホー一族が独占していたが、米国系、香港系等のカジノ・娯楽産業が進出し、現在は6社がカジノ経営権を有する。2006年には売上規模で米国ラスベガス抜いて世界一のカジノ市場(約8,400億円)となり、07年は前年比40%超の1兆2,000億円へと急拡大した。この急拡大の主な背景に米国系サンズ(L. V. Sands)経営の「ベネチアンマカオリゾートホテル」の開業がある。これと連動して観光客は2,700万人(前年比22.8%増)となり、05年からわずか2年で5割増しとなった。今年は3,000万人突破確実と地元では言われている(ちなみに日本人観光客は昨年30万人突破、前年比30%増加したようだ。直近2月は前期比78%増の1.6万人)。昨年のGDP成長率も前年比27.3%(1人当たりGDPでは、アジア首位(世界ランクでも20位))と好調を維持している。ただ、問題点も多い。なにせ人口52万人、建設ラッシュとカジノブームで働き手が慢性的に不足している。また、マカオに行ってもまず苦勞するのが「足」。とにかくタクシーが拾えない。観光ブームとも相まって交通インフラ整備が喫緊の課題だと思う。なお、カジノは独自に無料バスをフェリー乗り場から循環運行しているので、これをうまく乗り継げば一通りカジノとともに観光地を回れる。

次に、マカオベネチアンについて。ベネチアンホテルは、昨年8月28日部分開業(エリア内にフォーシーズンズホテルが出来てグランドオープン)、マカオのタイパ島とコロアネ島の間の埋立地(コタイ地区)に米国サンズが24億ドル(約2,500億円)投じた世界でも最大級のホテル&リゾート

ト施設だ。施設はホテル、カジノ&ショッピングモール、コンベンションセンターの3つのエリアで構成され、カジノはアジア最大だ。また、コンベンションセンターは100万平方フィート：約9.3万㎡の広さを誇り、香港コンベンションセンターの脅威となりつつある。ホテル周辺はまだ開発途上で、ホテル群が林立する姿はまだ見られないが、計画ではこの周りにフォーシーズンズのほか、ラッフルズ、シャングリラ、コンラッドなど世界の5つ星ホテルができるということだ（ちなみに昨年末でホテル客室数は16,148室だが、今後2年間で21,033室増える。昨年末の2.3倍へ）。

香港からのマカオへのフェリーは、昨年末、ホー一族ともう1社で運営してきた高速フェリーにベネチアン経営のフェリー（COTAI Jet）が加わった。ブルーのフェリーで値段は他社とほぼ同じだが、違うのはマカオの到着桟橋が違うこと。当社フェリーはタイパ島にあるマカオ国際空港近くに乗入れし、ベネチアンからも近い（桟橋からは無料のシャトルバスで5分）。帰りは時間帯限定ながら無料で香港まで帰れる美味しいサービス付である。ホテルは5つ星でありながら、チェックイン、チェックアウトは極めて貧弱。箱物に質が追いついていない。また意外と重要なのが客室までの距離感、ロビーから相当程度歩かされるのには、いささか閉口する。当ホテルの姿はホームページ等で見ても巨大だが、実物は本当に圧倒される。1階はカジノ場（4エリア：帝王殿、赤龍殿、鳳凰殿、金鱗殿で概ね東京ドーム並み）とお酒を飲みながら見れるショーステージ、2階がショッピングモール（約350店舗）。その上がホテルとなる。カジノはすごい熱気があり、タバコの煙で決していいとは言えない環境。またカジノの中心部あたりに中華レストランもある。2階に行くとショッピング街になるが、香港のモール同様、世界のブランド店が一通り揃っている。カジノで儲けて高級ブランドを買うという仕組み。またここにはなんと運河が3ヶ所ある。しかも運河には名前に由来するように「ゴンドラ」が浮かんで営業している。ベネチア同様、船頭さんが歌を披露している。驚いたのはこれだけでなく、イタリア式広場（なんとなくサンマルコ広場風）もあってその天井は青空吹き抜けのようなペイントが施されている。リゾートというだけあって内装もすごい！とにかく圧倒される施設だ。

最近、香港珠海マカオ大橋の建設も決まり、新交通システムの建設、高級ホテル開業（サービスアパート併設）などインフラ整備も進むことからマカオの観光産業はまだまだ伸びそうだ。ちなみに日本との直行便も関空のみだったが、この7月から成田便も就航予定となっている。変貌するマカオへの日本人旅行者も増えることだろう。



ホテルの中に「ベネチアン広場」！！