

潮 流

物価上昇の良し悪し

常任顧問 田中 久義

最近、ある有力経済紙の入門的な経済解説欄の冒頭に「物価上昇には『良い物価上昇』と『悪い物価上昇』とがある」という文章があるのに目がとまった。つづく文章では、足元の消費者物価指数が上昇しているが「上昇分のほとんどは原油や穀物など輸入品の価格上昇の影響で説明ができ、これは悪い物価上昇といえる」とある。そして「よい物価上昇か悪い物価上昇かを判断するには国内総生産（GDP）デフレーターが有効である」という。

これは誤解を与える表現である。いくつかの点で誤っているとすら言える。経済政策の任に当たっている人や経済学者は一般物価の動きを測定するため、GDPデフレーターと消費者物価指数をウォッチするのは事実であろう。しかしみるのは一般物価であって、相対物価ではないことに留意する必要がある。

ある有名な教科書によれば、GDPデフレーターとは「基準年の物価水準に対する今期の物価水準を測定するもの」であり、その算式は、 $\text{名目GDP} \div \text{実質GDP} \times 100$ である。これは、当期の価格で評価した生産額を示す名目GDPと、ある基準年の価格で評価した実質GDPとの比をとることにより、その間の物価水準の変化を測定するものである。

このようなGDPデフレーターは、消費者物価指数とともに一般物価の動向を把握するのがその役割であり、消費者物価指数の動きを評価する役割は与えられていない。むしろ教科書は、この2つの指数の間には重要な違いがあることを強調している。

それによると、GDPデフレーターが国内で生産されるすべての財・サービスの価格を反映するのに対して、消費者物価指数は消費者によって購入されるすべての財・サービスの価格を反映する点が第一の相違であるという。続いて指摘していることは、輸入消費財の価格上昇は、消費者物価指数には反映されるが、GDPデフレーターには反映されないということである。

さらに、この相違が特に重要となる例として示されているのが、石油価格の変化である。両指数での石油製品のウェイトの違いにより、石油価格が上昇すると、消費者物価指数はGDPデフレーターよりも大幅に上昇する、と教科書はいう。そこには良し悪しの評価は何もない。

ところで、物価をめぐる見解の対立が注目された最近の例がもうひとつある。それは、デフレをめぐる議論でだされた「良いデフレ」論である。技術革新やグローバル化の進展によるデフレは不可避であり望ましいという考え方にたつこの主張は、デフレ対策としての金融政策の出動を否定するために展開された。

このようにみると、入門解説とはいえ、読み手の感覚だけに訴えるような冒頭の解説は見過ごすことができない。

インフレもデフレも基本的に貨幣的な現象であるとされる。とすれば、良し悪しという感覚的なラベルを貼ることがエコノミストの役割ではなく、政策として何が求められる状況なのかを明らかにすることが重要であろう。

情勢判断

国内経済金融

既に景気はピークアウト、09 年半ばまで後退局面が続くと予想

～ 日本銀行の利上げ再開時期は 09 年度後半まで後ズレ～

南 武志

要旨

原油・穀物など資源高騰に加え、米国や EU など海外経済の減速感の強まりなどから、日本経済は内外需とも不振な状態となっている。政府・日本銀行とも事実上の景気後退宣言を行うなど、景気は既にピークアウトしたとの認識が大勢となっており、政府は総合経済対策の策定に着手している。なお、今回の景気後退については、景気調整圧力が決して大きくないため悪化の程度は軽微ながら、持ち直しのきっかけは海外経済の状況次第と想定され、09 年半ばまでは景気悪化が続くだろう。

なお、日銀は物価の上振れリスクにも警戒を続けているが、景気悪化がインフレ加速を抑制する効果もあり、当面は現状の政策金利水準を続けるものと思われる。日銀の利上げ再開時期は 09 年 10～12 月期に後ずれしていると予想する。

金利・為替・株価の予想水準

年 / 月 項 目		2008年			2009年	
		8月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)	(%)	0.501	0.50	0.50	0.50	0.50
TIBORユーロ円 (3M) (%)	(%)	0.844	0.80～0.90	0.80～0.90	0.80～0.90	0.85～0.95
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 (%)	(%)	1.410	1.35～1.65	1.35～1.70	1.35～1.75	1.40～1.80
為替レート	対ドル (円/ドル)	109.0	103～115	103～115	103～117	105～120
	対ユーロ (円/ユーロ)	161.1	158～170	155～175	155～175	160～180
日経平均株価 (円)	(円)	12,752	13,000±1,000	13,000±1,000	13,250±1,000	13,750±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は誘導水準。実績は2008年8月22日時点。予想値は各月末時点。

国内景気・現状・展望

6 月の貿易・生産など主要経済指標の発表が進むにつれて、市場参加者の間では、日本経済は既にピークアウトして景気後退局面に入っていた、との見方が大勢を占めるに至った。実際、原油・穀物などの資源価格の高騰は、企業・家計といった国内民間部門の需要にじわじわと悪影響を及ぼしつつあったが、ここに加えて世界経済の減速傾向が強まれば、輸出の勢いが失われ、日本経済には牽引役が不在となることが懸念されていたが、その懸念は現実のものと

なりつつある。8 月 7 日には政府の景気に対する公式見解である月例経済報告が公表されたが、景気判断は下方修正され、与謝野経済財政担当相が事実上の景気後退宣言を行うなど、先行きの景気悪化に対する懸念が示された。これと前後して福田首相は総合経済対策の策定を指示するなど、財政発動の可能性が強まっている。

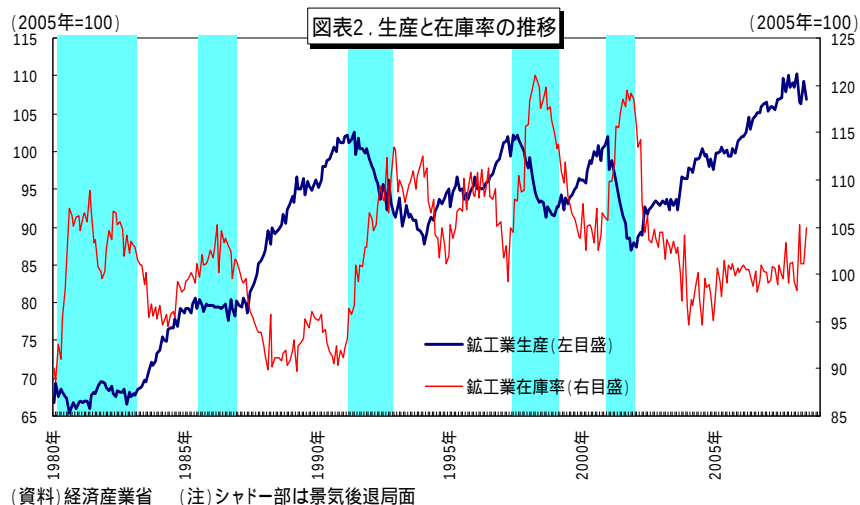
こうしたなか、8 月 13 日には 4～6 月期 GDP 第一次速報が発表されたが、民間消費や輸出が減少に転じたことによって前期比 ▲0.6% (同年率 ▲2.4%) と 4 四半期ぶり

のマイナス成長に陥ったことが明らかとなった。一方、消費者物価や国内企業物価の上昇加速が進行する中、GDP デフレーターは前年比 ▲1.6%と逆に下落幅を拡大させるなど、国内各部門で強まりつつある価格転嫁の

動きが不十分であることも確認された。

この GDP 発表を受けて、当総研では 2008～09 年度経済見通しの改訂を行ったが、経済成長率については 08 年度：0.4%、09 年度：1.3%と、前回 6 月時点の見通しから大幅な下方修正を行った。景気回復の時期は 09 年 7～9 月期以降と見込むが、そのきっかけは海外経済の持ち直しになるだろう。とはいえ、企業部門において過剰な在庫・資本設備・雇用などの抱えた状況ではないだけに、景気悪化に伴う調整圧力は軽微と思われ、景気後退の深度は「浅い」と見込んでいる（詳細は後掲レポート『2008～09 年度改訂経済見通し』を参照のこと）。

一方、物価面では、国際的な資源高騰を背景に上昇率の加速傾向が続いている。7 月の国内企業物価は前年比 7.1%と、第 2 次石油ショック直後の 82 年 1 月（同 8.0%）以来の上昇率まで高まってきた。また、消費者物価も今後数ヶ月間は前年比 2%台での推移が続く可能性が高い。一方で、7 月中旬以降、これまでの物価上昇の牽引役であった原油価格が下落に転じており、10 月分あたりから石油製品価格の値下げが始まる可能性が強まっている。仮に、そのよう



な動きになれば、エネルギーの物価押し上げ効果が徐々に剥落していくのは必至であろう。もちろん、これまでの素原材料価格の上昇分を食料品や日用品などに転嫁する動きは当面は継続する可能性が高いほか、耐久財が値上げに転じる可能性もあるが、これまでのように上昇率が加速し続けるという状況には変化が見られると思われる。

なお、物価動向のベース部分である食料・エネルギー以外の消費財・サービス価格はほぼ横ばい圏で推移する（6 月：前年比 0.1%）など、民間消費の弱さが強く反映された結果となっている点には引き続き留意が必要であろう。

金融政策の動向・見通し

日銀は 8 月 18～19 日の政策委員会・金融政策決定会合終了後に公表した声明文において、景気判断を「エネルギー・原材料価格高や輸出の増勢鈍化などを背景に、**停滞**している」し、事実上景気後退入りを認めた政府の景気判断を追認した。一方で、物価の上振れリスクにも警戒感を表明したほか、先行きについては「当面停滞を続ける可能性が高いものの、国際商品市況高が一

服し、海外経済も減速局面を脱するにつれて、次第に緩やかな成長経路に復していく」、「物価安定の下での持続的な成長経路に復していく」と、前回までの見通しを基本的に維持した。さらに、敢えて「景気の下振れリスクが薄れる場合には、緩和的な金融環境の長期化

が経済・物価の振幅をもたらすリスクが高まる」ことを指摘するなど、利下げによる景気下支え策は現時点では考えていない意思を示唆している。

とはいえ、当面は景気悪化が進む可能性は高く、それによって物価上昇圧力が抑制される可能性も高く、利上げ再開の時期も大きく後ずれした印象は否めない。なお、日銀が利上げを検討するには、国内経済が持ち直し、先行きの物価上昇懸念が強まることは言うまでもないが、そのためには米国経済・金融面での下振れリスクが大幅に解消することが最低限必要であろう。当総研は「日銀の次の一手」としては引き続き「利上げ」と見ているが、その時期は早くとも 09 年 10～12 月期と予想している。

市場動向：現状・見通し・注目点

07 年夏に表面化した米サブプライム問題は、「新たな損失の拡大が発覚⇒市場が大きく動揺⇒金融危機勃発を阻止すべく金融当局が対応⇒信用不安の後退」というパターンを繰り返しながら、一向に収束に向けた兆しは窺えない。最近では、住宅ローンの証券化やそれへの保証を主業務とする米政



府系住宅金融機関の経営危機問題、さらには大手金融機関の追加損失の計上や資本増強策を巡る思惑などが取り沙汰されるなど、金融システムへの不安感は依然として根強い。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ておらず、まだまだ予断を許さない状況であることは十分認識しておくべきであろう。このような情勢を受けて、金融市場では再び「株安・長期金利低下」傾向が強まっている。

以下、債券・株式・為替レート of 各市場について述べたい。

債券市場

世界的なインフレ懸念の強まりを受けて、08 年度に入ってから国内の長期金利（新発 10 年国債利回り）は 6 月中旬に一時 1.895%まで上昇するなど、上昇圧力が加わり続けた。しかし、その後は米国経済の先行き懸念や信用不安が再燃し、世界的に株価が下落するのと歩調を合わせる格好で、長期金利の低下傾向が強まった。8 月 4 日には 1.5%割れとなり、それ以降は概ね 1.4%台での展開が続いている。

先行きも国内景気の悪化が続く可能性を考慮すれば、長期金利には下押し圧力がかかり続けられると思われるが、現時点では日銀が利下げ転換に対して否定的な構えであることや財政規律が緩むのではとの懸念もあり、今後の低下余地は限定的であると思われる。しばらくは現状の 1.4% 台を中心レンジとする相場展開が続くと予想する。

株式市場

6 月中旬まで日経平均株価は 14,000 円台前半を中心とした展開が続いた後、米信用不安再燃やそれに伴う円高進展、また原油など資源高による景気悪化懸念も加わり、7 月中旬には 13,000 円割れまで株安が進んだ。その後は一時持ち直す動きも見られたが、世界経済の減速懸念や米信用不安が燦々していることもあり、直近では再び 12,000 円台での展開となっている。企業業績の悪化傾向は鮮明となっており、株価予想のベースとなる企業業績見通しも減益予想が目立つなど、先行き不安材料は少なくない。

企業活動を取り巻く環境が悪化し、国内企業の景況感も引き続き悪化方向で見込まれていることに加え、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、い

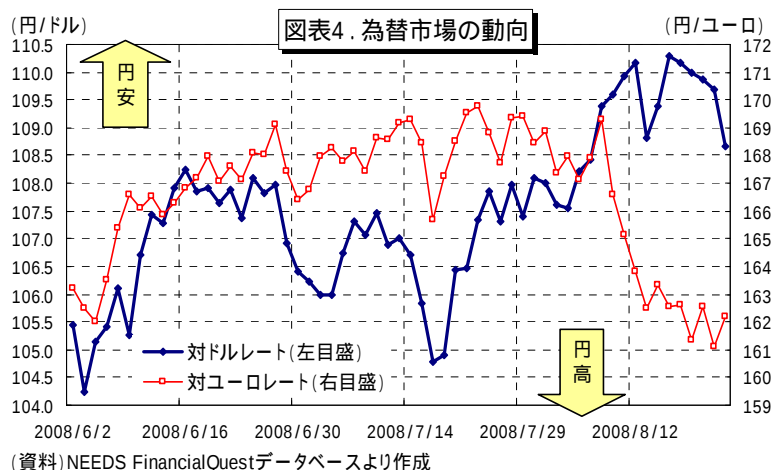
くら「日本株を買わないリスク」が意識されているとはいえ、それによる株価上昇にも限界があるだろう。株価の本格上昇局面入りにはまだ時間がかかるだろう。

外国為替市場

7 月末から 8 月初頭にかけて、日本や EU 経済の景気指標の悪化が鮮明となったことで、外国為替市場ではドル高傾向が強まった。それまで 1 ドル＝108 円を中心としたレンジ相場が続いていたドル円レートは円安ドル高傾向となり、1 月上旬以来となる 110 円台まで円安が進行した。一方、対ユーロ・レートでは、これまでの対ドルでのユーロ高修正の流れに引きずられる格好で、円高方向へシフトした。しかし、米国経済も実際には相当程度悪いことを考慮すれば、この先もドル高の流れが継続するということは考えづらく、基本的に為替相場は今後の金融政策の方向性に対する思惑などといった「金利格差」要因が主役である構図には変わりはないと思われる。

こうした観点から先行きの為替変動について考えていくと、各国とも足許のインフレ懸念は強いものの、景気減速が続く中で

の利上げは困難との見方で一致しているものと思われる。なお、日銀の利上げ時期は米 FRB・ECB に比べて遅れる可能性を考慮すれば、09 年前半にかけて一時的に円安気味に推移することも想定されるが、基本的には対ドル、対ユーロとも現状水準でのみ合いが続く可能性が高いと予想する。(2008. 8. 25 現在)



景気悪化のリスク大、米国の政策金利据え置き続く

渡部 喜智

要旨

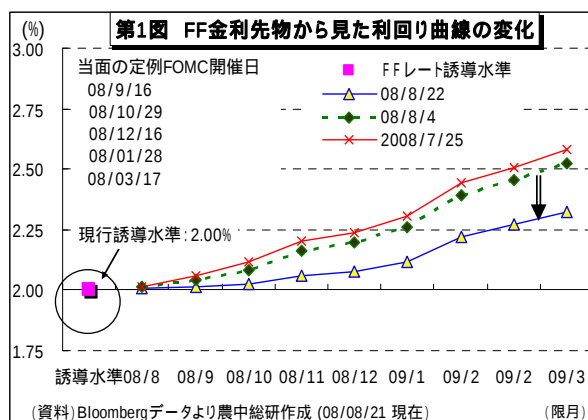
タカ派の地区連銀総裁からも景気後退のリスクが述べられるようになり、08年後半の米国経済は厳しい状況が予想される。このため、F R Bは金融市場の安定化と景気悪化リスクに対応した危機管理の金融政策を、辛抱強く続けざるをえないだろう。

また、株価は下げ渋り状態となっているが、先行き景気悪化に伴う業績の下方修正の可能性も大きい。底打ちが明確になるまでには、まだ時間を要するだろう

地区連銀のタカ派総裁からも景気懸念の声

08年7月末に、ブッシュ大統領が署名をし、①政府系住宅金融公社2社へ政府出資を可能とする「政府の支援強化策」と②サブプライム・ローン借入者の連邦住宅局（F H A）保険ローンへの借換えの対象枠を拡大する「借り手救済策」の法案が成立した。これにより、米国政府のサブプライム問題への支援態勢が改めて整った。しかし、先行きの延滞率上昇や証券化商品の追加評価損失などサブプライム問題の不透明感に変わりはなく、信用不安が沈静化に向かうまでには更なる曲折が予想される。

一方、景気の先行きについては慎重・悲観的な見方が強まった。インフレ抑制のための金融政策を重視する人物の多いと見られる地区連銀総裁から8月中旬以降、相次いで景気を懸念するコメントが出た。ミネアポリス、アトランタ、シカゴの各連銀総裁は、景気減速や商品市況の軟調に伴うインフレ緩和の可能性を述べるとともに、当面の政策金利据え置きを示唆した。バーナンキ連邦準備制度（FRB）議長も8月22日に同様の発言を行った。また、連邦公開市場委員会（FOMC）で利上げに投票するなどタカ派のダラス連銀総裁やリッチモンド連銀総裁（08年はFOMC投票メンバーではない）でさえ、低金利によるインフレ刺激リスクの主張を変えていないものの、景気後退のリスクに言及した。



このような状況のなか、金融市場では先行き利上げ予想の後退が生じた。政策金利であるフェデラルファンド・レート（FFレート）先物の利回りから見ると、直近においては、年末年始までの政策金利の利上げ確率が低下していることがうかがわれる。エコノミストの予想でも、その8割程度は年内金利据え置き予想である。

F R Bは、景気悪化リスクの大きさから見て、「辛抱強く」現状の政策金利の水準で危機管理の対応を続けると見るのが妥当だろう。

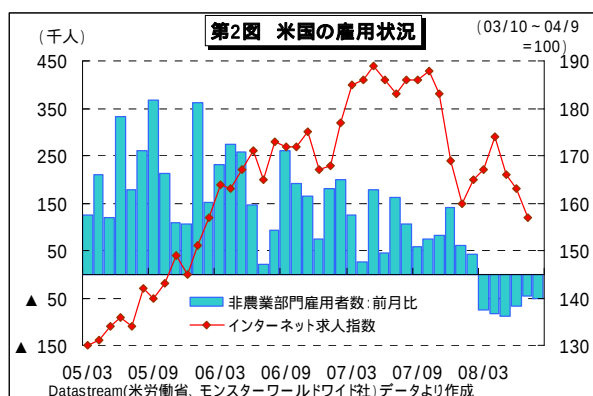
景気牽引役が見えない状態

米国経済が08年後半低迷し、景気後退に陥る可能性が高まっている。これまで成長の牽引役となっていた輸出や減税など景気刺激策の効果が後退するとともに、住宅市場の悪化に歯止めがかかっていないためだ。

当総研の米国経済見通し（本誌後添：8月18

日公表)でも、今年後半の 7～9 月期、10～12 月期はそれぞれ前期比(年率) +0.5%、+0.9%と 1%割れとなり、停滞感の色濃いものになると見ている。

個人消費のバックボーンである雇用の先行き悪化リスクが大きい。非農業部門雇用者数は 08 年 1 月から 7 月まで 7 ヶ月連続の減少(累計減少者数は▲46.3 万人)となり、失業率も 7 月には 5.7%へ上昇したが、雇用環境のさらなる悪化が予想される。7 月の雇用削減計画者数(チャレンジャー社集計)が 3 ヶ月連続で増加し前年同月比 4 割超の増加になっているとともに、オンライン・インターネット求人指数も 5 月から 3 ヶ月連続で低下している。これらから見て、企業の雇用意欲が後退していることは明らかな。経済の不透明感が強いなか、早期の雇用改善は期待しにくく、雇用指標の低迷が続く可能性が強い(第 2 図)。



また、住宅市場の底入れの目途も見えない。全米住宅建設業協会 (NAHB)「住宅市場指数」は 8 月も 2 ヶ月連続で過去最低 (16) を継続しており、住宅着工件数や住宅販売戸数も低迷している。

住宅ローンの延滞増加とそれに伴う住宅価格の下落の悪循環が生じており、サブプライム・ローンの証券化商品の価格下落と貸倒損失の増加から、金融機関の収益は圧迫されたままだ。返済条件の変更の「リセット」を迎える借入者が 08 年中、増加をたどることから、FHA 保険ローンなどへの借換えや金利変更の停止など

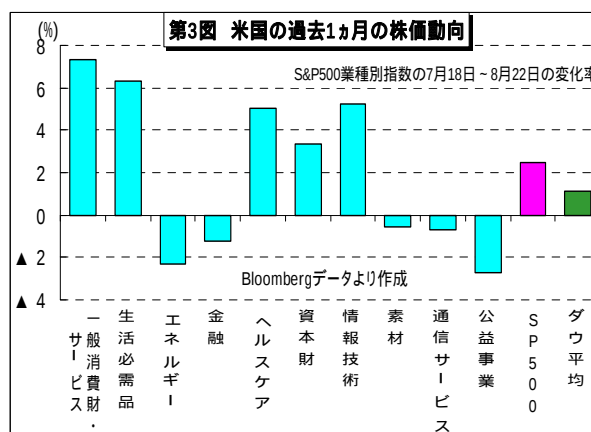
の救済策が実施されても、09 年前半まではサブプライム住宅ローンの延滞率上昇は避けられないだろう。

景気の下支え要因と期待したいのは、商品市況の反落基調の定着だ。原油市況が 7 月中旬以降反落するなか、ガソリンや暖房油の価格も下落を示している。直近でレギュラー・ガソリンはピークからすでに 1 割下落している。消費者心理をどこまで支えるか、注目したい。

株価反転明確化までは慎重な見極め必要

米国の主要株価指数は下げ祭り状態にある。ダウ平均株価は、7 月 15 日に約 2 年ぶりに 11,000 ドルの大台を割り込んだ後、11,500 ドル前後で推移している。7 月中旬以降の主要 10 業種の株価動向では、サブプライム問題等による収益悪化の懸念が残る金融のほか、市況下落からエネルギーや素材などが下落する一方で、一般消費財・サービス、生活必需品、ヘルスケア、情報技術などは持ち直している(第 3 図)。

このような株価の動きから、相場心理は最悪期を脱したと見ることも出来る。また、予想 PER (株価収益率) は 12 倍台に低下し、歴史的な平均水準を下回っており中期的な割安感も生じてきた。しかし、利益予想の下方修正が継続しており、先行きの景気悪化に伴いさらに下方修正される可能性は残る。以上から、株価指数の底打ちが明確になるまでには、まだ時間を要すると思われ、しばらくは慎重な見極めが必要だろう。(08. 8. 25)



原油市況

原油価格（WTI 期近・終値）は、ドル安ヘッジ目的の原油買いや在庫減少、産油国の生産懸念などにより 7 月初めに 1 バレル＝145 ドル台まで上昇し、史上最高値を更新した。その後は世界的な景気悪化懸念などから反落。8 月中旬には 110 ドル台前半となるなど、調整色の強い展開が続いた。

米国経済

米国では、住宅市場の大幅な調整が続くなかで、雇用環境や消費者マインドが悪化するなど先行き不透明感が強まっている。その一方で、消費者物価は 91 年以来となる前年比 5% 台へと上昇率が高まっている。また、サブプライム問題については、政府系住宅金融公社の業績悪化などで金融システム不安が再燃したが、7 月末に住宅公社支援法案が成立し、一旦は後退した。しかし、米国大手金融機関の評価損の追加計上が続くなど、依然として予断を許さない状況である。こうしたなか、米 FRB は 8 月 5 日の FOMC で政策金利を 2.0% のまま据え置くことを決定した。インフレ懸念がくすぶる中、実体経済や金融市場の不安定要因は引き続き多く、FRB は難しい舵取りを求められている。

国内経済

わが国でも、雇用環境の悪化や輸出の弱含みが見られる。6 月の鉱工業生産指数は前月比▲2.2% と 2 ヶ月ぶりに低下し、7、8 月も悪化する見通し。また、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）の 6 月分は前月比▲2.6% となり、7～9 月期は前期比▲3.0% と 5 四半期ぶりの減少が予想されている。さらに 4～6 月期の GDP は前期比年率▲2.4% と 4 四半期ぶりのマイナス成長だった。内需、外需とも弱含んでおり、先行き一段と景気が悪化することが懸念されている。

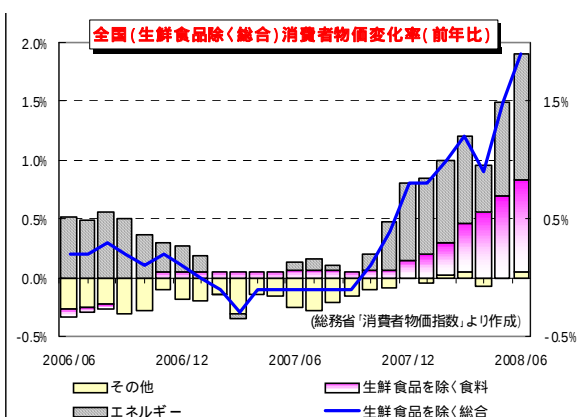
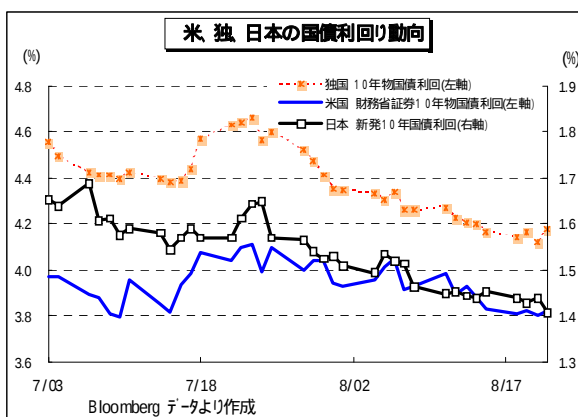
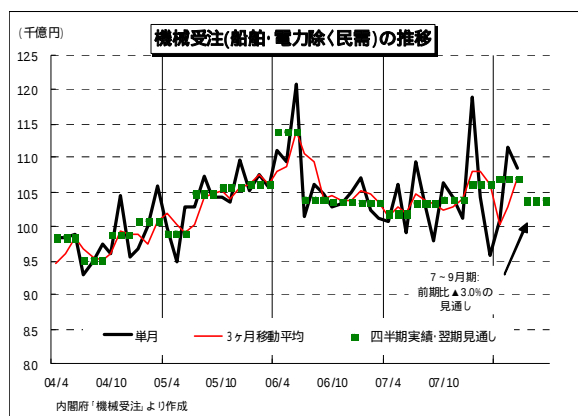
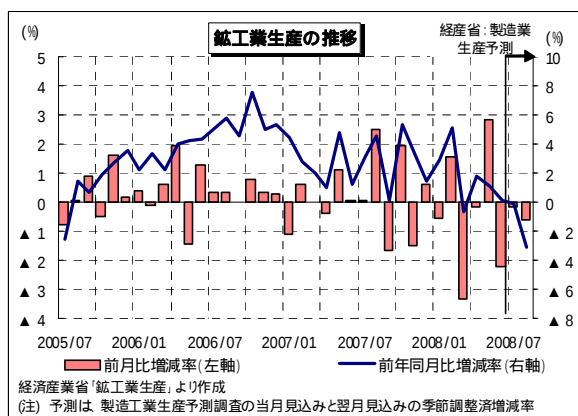
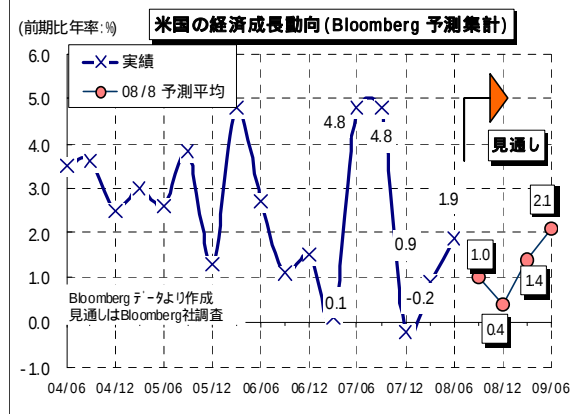
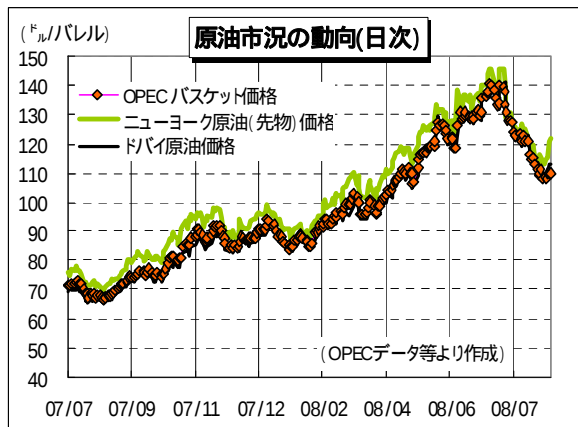
金利・株価・為替

外為市場では、日欧の景気減速懸念が高まったことに伴いドルを買い戻す動きが強まり、8 月に入ってからドル高方向で推移している。ユーロ・ドル相場は、7 月半ばに一時 1 ユーロ＝1.6 ドルをつけた後、ユーロ圏の景況感悪化から 8 月中旬には 2 月下旬以来となる同 1.50 ドル割れとなった。ドル円相場も、円安ドル高が進み、8 月中旬には 1 月下旬以来となる 1 ドル＝110 円台となった。日経平均株価は、国内外の景気や企業業績の悪化懸念などを受けて下落傾向が続いており、このところは 1 万 3,000 円を下回って推移している。日本の長期金利の目安である新発 10 年国債利回りは、世界的なインフレ懸念に伴い 6 月中旬に一時 1.895% まで上昇したが、その後は景気悪化懸念が高まったことから低下に転じ、8 月上旬以降は 1.5% 割れで推移している。

政府・日銀の景況判断

政府は 8 月の景気判断を「一部に弱い動きがみられる」から「このところ弱含んでいる」に下方修正し、事実上景気後退を宣言した。先行きについても「当面、弱い動きが続く」と下方修正し、「景気がさらに下振れするリスクが存在することに留意する必要がある」としている。また、日銀も 8 月の景況判断を「さらに減速している」から「停滞している」と下方修正した。ただし、先行きは「当面停滞を続ける可能性が高いものの、国際商品市況高が一服し、海外経済も減速局面を脱するにつれて、次第に緩やかな成長経路に復していく」としている。（08.8.22 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)

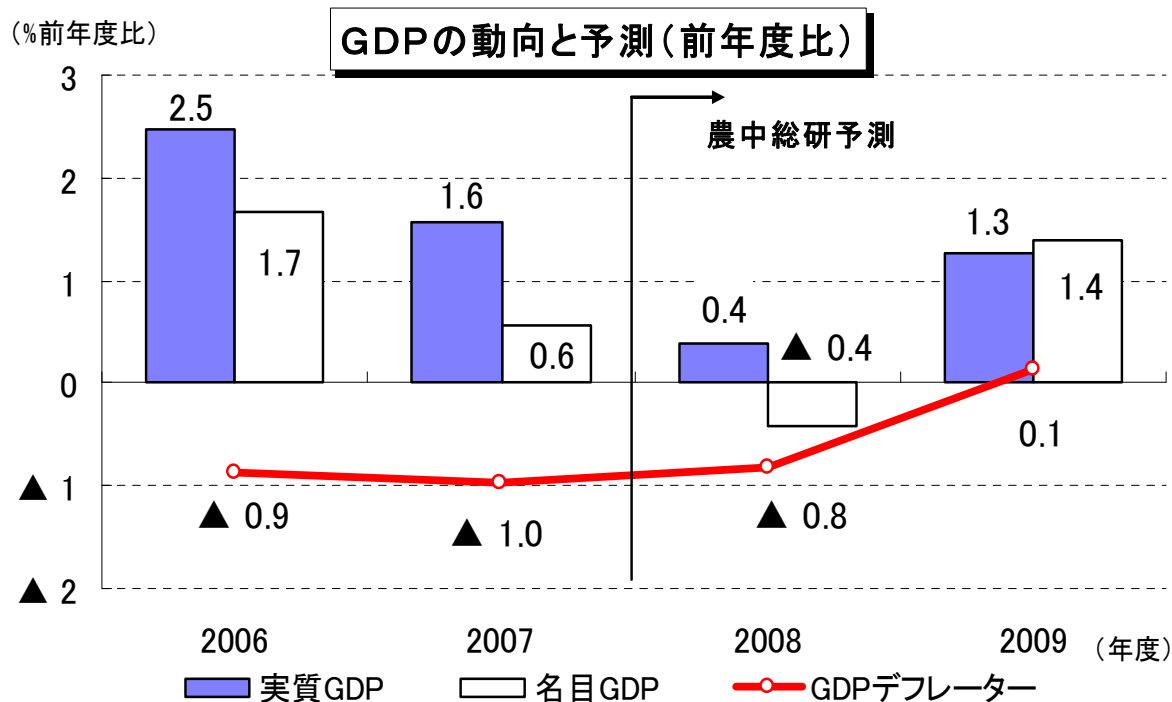


2008～09 年度改訂経済見通し

08 年度は 0.4%, 09 年度は 1.3%と予測 ～景気後退は 09 年半ばまで続くが、落ち込みの程度は軽微～

最近発表になった多くの経済指標は、日本経済が既に景気後退入りしていることを示している。米国・欧州など先進国・地域の景気悪化に伴って輸出が減少しているほか、この数年の原油・穀物など資源高騰による資源国への実質購買力の漏出などで国内需要は減退を余儀なくされている。7 月中旬以降、国際商品市況は調整色の強い展開となっているが、価格水準は依然として高く、企業や家計がこれらへの適応力をつけていくためには今しばらく時間がかかるだろう。また、輸出に経済成長の 6 割近くを依存する日本経済にとっては、海外経済の持ち直しが景気回復の前提となる。米国経済が 09 年前半に景気が持ち直し始める可能性を考慮すれば、少なくとも 09 年前半まで日本経済は厳しい展開が続くことが予想される。なお、景気回復下でも慎重だった企業部門に「過剰感」は存在しておらず、景気悪化の程度は軽微だろう。

金融政策については、消費者物価が 08 年夏から秋にかけて「中長期的な物価安定の理解」の上限である 2%を上回って推移することが確実視される中、日本銀行は景気下振れリスクを重視する姿勢を強めており、早期に利上げに動く様子は窺えない。一方、現行の政策金利水準は極めて緩和的と評価していることもあり、利下げに動くこともないだろう。利上げ再開は 09 年 10～12 月期以降と予想する。



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」から農中総研作成・予測



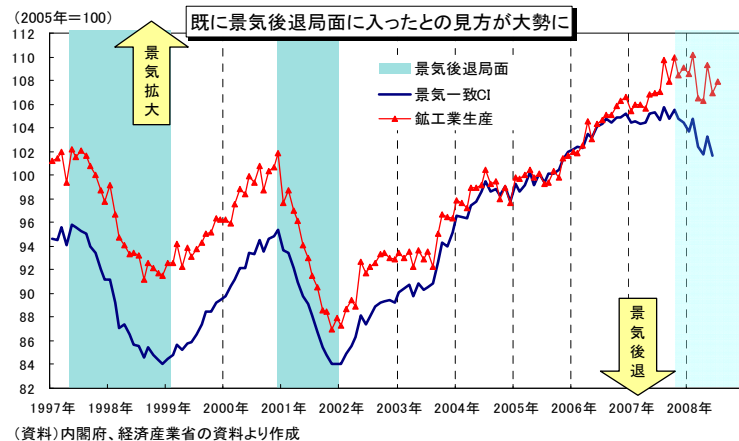
1. 景気の現状:

(1) 景気の現状認識について

2002年1月を「景気の谷」として始まった景気拡大局面は既にピークアウトし、景気後退期に入っている可能性が強いと考えられる。つまり、景気は既に下り坂を辿り続けているということである。

最近発表された経済指標によれば、景気動向指数の一致系列を構成する11の指標のうち、直近6月分まで利用可能な指標は10あるが、いずれもピークアウトしたような格好となっている。

また、現時点では3月分までしか入手できない営業利益(全産業)についても、既に07年6月にはピークアウトした可能性が高い。このように、景気とほぼ一致して動くと考えられている経済指標はいずれも悪化傾向を示している。



こうした情勢を受けて、政府も08年8月の月例経済報告において、景気の基調判断から『景気回復』という文言を削り、「このところ弱含んでいる」と下方修正するなど、事実上の景気後退宣言を行っており、先行きについても「当面、弱い動きが続く」、「景気がさらに下振れするリスクが存在する」としている。日本銀行もこれに先立つ7月の金融経済月報では「景気は(中略)さらに減速している」と、実質的に基調判断の下方修正を行うなど、政策当局でも景気の先行きに対する警戒感を強めている。

このように既に景気後退に入ったとの見方が有力な日本経済だが、決して国内要因から自律的に景気がピークアウトしたわけではなく、原油など資源高に伴う実質購買力の漏出や米国経済の減速といった外部要因によって引き起こされたと考えるのが妥当と思われる。この見方が正しければ、日本経済は設備ストックの積み上がりや在庫投資の過剰などの「景気の成熟化」に至る以前の段階で失速してしまったということになる。拡大期間こそ戦後最長ではあったが、景気の足腰は脆弱なものであったと評価せざるを得ない。今回の景気拡大局面では2回の「景気の踊り場」が発生したが、それらはいずれも「世界的なハイテク財のストック調整」、「中国経済の一時的なスローダウン」といった外的要因によってもたらされたことも、こうした見方を裏付けるように思われる。

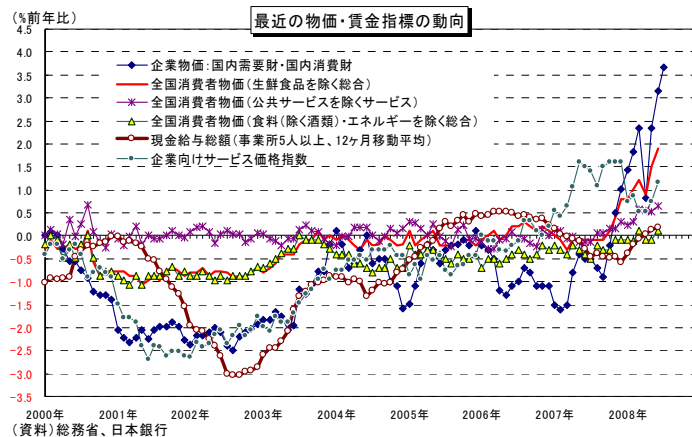
さて、今回の景気悪化の主因の一つとして、前述の通り、原油・穀物などの資源高騰が挙げられることが多いが、企業部門から見れば現在の需要が弱い中、投入コストの上昇分を不十分な形でしか価格転嫁することができないために、収益が大幅に圧迫される事態となっている。その結果、これまでのように人件費を極力抑制する姿勢を継続している。この結果、家計部門から見れば、賃金が伸び悩む中で、ガソリン・灯油・光熱費などのエネルギー、パン・麺類などの小麦製品や食用油などの食料品といった生活に密接な商品などの値上げが本格化するなど、消費マインドが大幅に悪化する事態となっている。これが消費抑制につながり、値上げしても企業にとっては売上が思うように伸びない、それゆえ人件費などのコスト抑制を続けざるを得ない、といった悪循環が発生し始めている。

一方、金融面でも、07年に表面化した米サブプライム問題は、08年度に入っても更なる損失拡大が報告され、そのたびに信用不安が意識される状況となっている。しかし、その後



の米政策当局の対応によってひとまず金融不安は後退しているが、その根源である米サブプライム住宅ローンの延滞率の上昇にはまだ歯止めがかかっておらず、金融機関の損失はまだまだ高水準で推移する可能性は高い。さらには、米景気の悪化と相俟って、消費性ローンや事業ローン、商業用不動産ローンなどといった他の分野への波及も懸念されるなど、米金融システムに対する不安感は根強く、金融機関の新たな損失発覚といったニュースによって、信用不安が高まりやすい地合いが残っている。その結果、株式市場、債券・金利市場、為替市場なども不安定な状況が続いている。

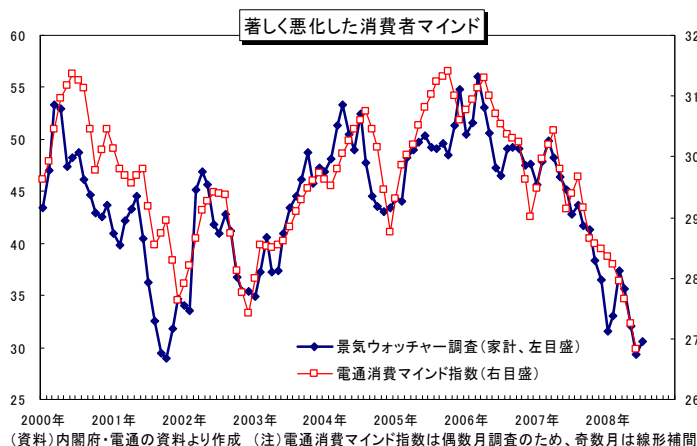
物価面に目を転じると、07年10月に前年比プラスに転じた消費者物価(全国、生鮮食品を除く総合、以下コアCPI)は、その後もじりじりと上昇率を高め、直近発表分の6月には同1.9%まで上昇している。物価上昇の牽引役は、前述したような国際商品市況の高騰を背景とした石油製品、電気・ガス料金などのエネルギーや航空運賃・パック旅行などの周辺の財・サービス、小麦製品や食用油などの食料であるが、それ以外の分野への波及度はまだ強いわけではない。むしろ、マクロ的な需給環境をより反映する「食料(除く酒類)・エネルギーを除く総合」は概ね横ばい圏内での推移が続く(6月:前年比0.1%)など、上昇圧力は極めて弱い状況である。ちなみに、毎年ウェイトを変更する連鎖方式では同▲0.2%と、依然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。なお、7月中旬をピークに原油など国際商品市況は調整する動きを続けており、こうした資源価格の高騰一服は、企業・家計のマインド悪化に歯止めをかける可能性もあるだろう。



(2)2008年4～6月期 GDP とその評価

こうしたなか、8月13日に4～6月期のGDP第1次速報が発表され、実質経済成長率が前期比年率▲2.4%と、4四半期ぶりのマイナス成長となったことが明らかとなった。07年度下期にかけて1%台後半と推測される潜在成長率を上回る底堅い成長を達成したものの、4～6月期についてはその状況が一変し、景気を牽引してきた輸出(前期比▲2.3%)や、最大の需要項目である民間消費(同▲0.5%)がマイナスに転じたほか、民間企業設備投資(同▲0.2%)も2四半期連続での減少となるなど、内外需とも弱い内容となっている。

このうち、民間消費については、雇用環境の悪化から再び賃金が伸び悩む中、ガソリン



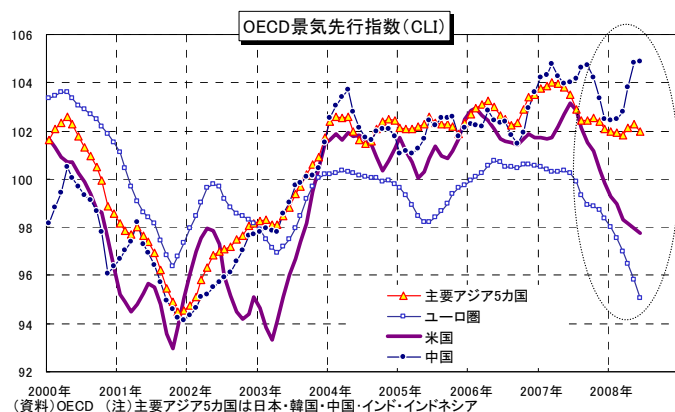
や食料品など生活必需品の値上げが本格化しており、消費マインドは著しい悪化を示している。さらに、1～3月期の民間消費(前期比0.7%)を持ち上げた閏年効果(0.2～0.3%pt)が剥落したことも、民間消費のマイナスに働いたものと思われる。なお、家計消費を財・サービス別に見ると、価格低下した財の消費を増やすパーシェ効果が発生しやすい耐久財は前期比2.8%と、堅調な伸びが続いている



が、半耐久財は同 ▲2.3%と2 四半期連続、非耐久財も同 ▲1.9%と4 四半期ぶり、サービスも同 ▲0.1%と2 四半期ぶり、いずれもマイナスとなっている。一方、雇用者報酬は名目ベースで前期比 ▲0.2%、実質ベースで同 ▲0.5%と、再び頭打ち感が強まっている。「賃金の伸び悩み・生活必需品の値上がり・雇用環境の悪化」といった状況は当面は続くものと思われることから、今後も消費動向には警戒が必要であろう。

また、民間設備投資については、一致指標である資本財出荷（輸送機械を除く）などは07 年度下期から前期比マイナスの基調が続いているほか、日銀短観（6 月調査）においても設備投資計画の上方修正幅は限定的なものに留まっていたが、GDP 統計上でも企業の設備投資意欲が減退していることを裏付けた。

このように主要な民間需要が弱い動きとなるなか、輸出も13 四半期ぶりのマイナスとなっており、日本経済は牽引役不在の事態に陥っている。既に07 年から落ち込んでいる米国向け輸出の減少分を補ってきた欧州向け輸出が大幅に減少し、底割れとも言えるような状況になっているのが影響したほか、東アジアの新興国向けも勢いが弱まりつつある。この結果、外需寄与度は0.0%pt と、1～3 月期（0.4%pt）から大きく縮小する結果となっている。



一方、企業物価、消費者物価の上昇率は加速する動きを続けているが、一国のホームメードインフレを表す GDP デフレーターは前年比では ▲1.6%と、4 四半期連続で下落幅が拡大する結果となった。季節調整後の前期比でも ▲0.1%（当社試算）と6 四半期連続で下落が続いている。中身を見ると、民間消費デフレーターが2 四半期連続の前年比プラスとなるなど、国内需要デフレーターはプラス傾向となっており、徐々に価格転嫁の動きが進展していることは確認できるが、国際商品市況の高騰に伴って大きく上昇した輸入デフレーター（前年比 10.0%）の動きには追いついておらず、結局のところ、価格転嫁はいまだ不十分ということも示す結果であった。ただし、注目の単位労働コストは前年比 ▲0.5%と、再びマイナスに転じた。基調としては依然として下向きであるが、下げ止まり感も醸成されつつある。とはいえ、昨今の雇用環境悪化は単位労働コストの上昇を抑制する可能性が高い。

(3) 景気悪化に対して懸念を示し始めた日本銀行

白川総裁就任後、初となった4 月 8～9 日の金融政策決定会合では、景気の基調判断をそれまでの「緩やかに拡大」から「減速している」へ下方修正し、同月 30 日に公表した『経済・物価情勢の展望（以下、展望レポート）』でも、金融政策のスタンスを「利上げ志向」から、明確に「中立」へと変更するなど、景気の下振れリスクに対しても慎重に見極める姿勢を示した。その後、7 月 14～15 日に開催された金融政策決定会合では、冒頭でも触れたように、景気の基調判断をさらに下方修正したほか、同時に公表した『展望レポート』の中間評価でも、4 月の展望レポートで示した見通しよりも、08 年度を中心に成長率は幾分下振れるとし、景気の下振れリスクに注意する必要があるとしている。一方で、物価については見通しより上振れているとするなど、先行きの上振れリスクを指摘している。ただし、結論的には「わが国経済は、物価安定の下で持続的な成長を続ける可能性が相対的に高い」とし、当面は「景気下振れリスク」と「物価上振れリスク」の両睨みの姿勢を続けていく構えを示した。



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の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、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。

また、歳入面は、名目成長率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ず、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。

一方、政府は 7 月 29 日に、一般歳出の上限を 08 年度当初予算から 5,600 億円増の 47 兆 8,400 億円とする 09 年度予算の概算要求基準（シーリング）を閣議了解した。この増額の背景には、高齢化に伴う年金・医療など社会保障関係費の自然増があることはいうまでもないが、この 8,700 億円と想定される自然増を、制度・施策の見直しによって 6,500 億円程度に抑えることとしている。一方、歳出を抑制するばかりではなく、成長力強化や医師不足対策など福田政権が重要課題と設定した分野に対して予算を重点配分するために 3,300 億円の「重要課題推進枠」を創設するなど、歳出にメリハリをつける工夫も施されている。景気後退の中、総選挙の時期は着実に近づいており、歳出増の圧力は徐々に高まりつつあるが、基本的には 09 年度も、歳出抑制的な予算案が編成されるものと想定した。

一方、「2011 年度までの国と地方を合わせた基礎的財政収支（プライマリーバランス）黒字化目標」の達成には黄信号どころか、赤信号が点りつつある状況となってきた。7 月 22 日の経済財政諮問会議で示された試算によれば、最近の景気悪化や税収の下方修正を受けて、2011 年度のプライマリーバランスは、1 月に示された当初試算での 7,000 億円程度（対 GDP 比 ▲0.1%）から 3.9 兆円程度（同 ▲0.7%）へと赤字が更に拡大する見通しになるなど、状況は一段と厳しくなっている。財政再建を優先すべきとの立場からは、早い段階での消費税率引上げを核とした税制改正を行うべきと主張する意見も聞かれる。実際のところ、福田首相以下、多くの政治家は中長期的な観点からの消費税率の引き上げは不可避と考えているものと思われる。07 年夏の参院選では消費税率凍結を訴えていた民主党ですら、選挙後に発表した『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。にもかかわらず、早期の消費税率引き上げは極めて困難といわざるを得ない。09 年 9 月までには総選挙が実施されるものの、年金問題・後期高齢者医療制度問題などに対する批判が強いこともあり、あえて消費税増税の是非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も消費税率の引き上げは想定しない。

なお、8 月末までに取りまとめられる予定の総合経済対策は、追加的な財政支出を伴う内容となることでほぼ合意が得られているが、あくまで必要最低限の補正編成になるとの想



定をおいた。なお、与党(自民党)からは 2~3 兆円規模の補正編成を求める声も出ており、今後の議論の行方には注意が必要である。

(2) 世界経済の見通し

① 米国経済

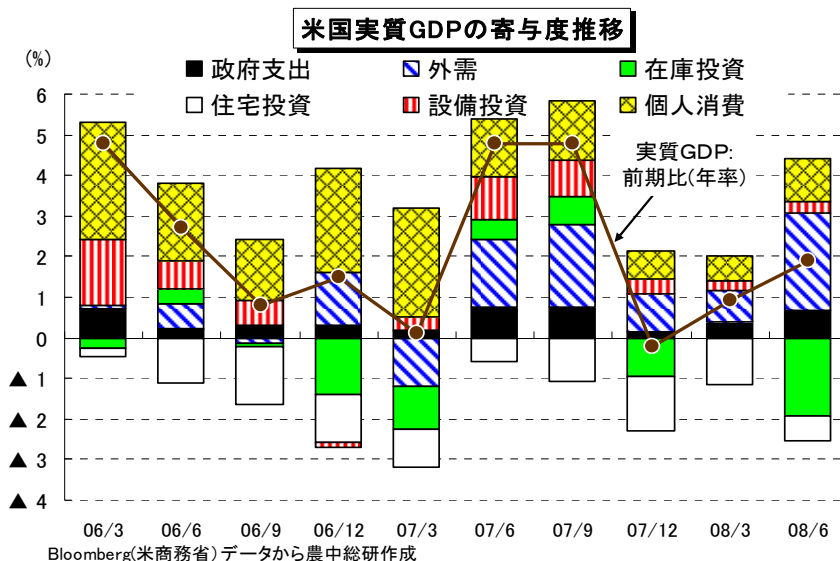
サブプライム問題に伴う財務悪化の懸念から、7 月上旬以降、住宅ローンの証券化を行う政府支援機関のファニーメイ(連邦住宅抵当金庫)とフレディマック(連邦住宅貸付公社)の信用不安が高まった。両社は併せて米国の住宅ローン残高 12.1 兆ドルのうち 5.2 兆ドルを保証ないし保有しており、住宅金融の中核に位置する。米国・財務省は議会に対し両社に対する政府出資などの支援強化を要請し 7 月 30 日に法案が成立した。同時にサブプライム・ローン借入者の FHA 保険ローンなどへの借換え枠を拡大する法案も成立した。これらにより信用不安は一旦後退した。しかし、両社を含め大手金融機関の評価損失の計上が今後も高水準で続く見込みから信用不安は引き続き残ると思われ、小康を得る見通しは見えていない。

また、貸倒損失が増加し信用リスクへの警戒感が一段と高まっていることを反映し、銀行など金融機関の貸出態度は厳しさを増している。FRB による 7 月調査によれば、個人向けの住宅ローンや消費性ローン、大企業・中小企業向けの企業融資、不動産融資貸出など広い分野にわたり貸出基準をさらに厳格化した銀行が増えており、資金調達難が経済活動の阻害要因となる懸念がある。

08 年 4~6 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率 1.9%と前期より成長率が高まる格好となった。しかし、純輸出(外需=輸出等-輸入等)を除く国内民需の成長寄与度は▲1.2%のマイナス成長となった。これは在庫投資が減少し▲1.9%のマイナス成長寄与度になったところも大きい。米国経済の前

向きな好循環の力が弱まり、企業や家計の慎重姿勢が強まっていることを表している。米国経済は表面的には景気後退に陥っていないように見えるが、潜在成長力(議会予算局(CBO)08 年推計:2.8%)を大きく下回り、1%超の潜在的労働力人口の増加を雇用吸収するには経済成長の力不足感が否めない。

4~6 月期の個人消費支出の前期比年率 1.5%の増加は、4 月末から還付の始まった所得税の戻し減税(規模は約 1120 億ドル:12 兆円)実施によるところが大きい。しかし、これは一時的な底上げとも言えるものである。7 月の小売売上が前月比 ▲0.9%の減少に転じ、実質ベースの小売売上は▲0.4%程度の 2 ヶ月連続の減少になったことで減税効果も息切れとなったことが明らかになった。8 月に入っても、9 月の新学期に向けた「Back-to-school」商戦は消費者の節約ムードが強く盛り上がり欠ける模様である。戻し税の底上げ効果の息切れが明らかになった 7~9 月期の個人消費は、ミシガン大学消費者センチメント指数



などが示す消費者心理指標の悪化傾向がそのまま反映された形となり、低迷は不可避と思われる前期比マイナスを予測する。

また、個人消費の重要なバックボーンとなる雇用状況についても、非農業部門雇用者数が08年1月から7月まで7ヵ月連続の減少（累計で▲46.3万人の減少）となり、失業率も5.7%へ上昇した。しかし、雇用状況は先行きさらなる悪化が予想される。たとえば、7月の雇用削減計画者数（チャレンジャー社集計）が3ヵ月連続で増加し前年同月比4割超の増加になっているとともに、オンライン・インターネット求人指数（モンスター・ワールドワイド社）も5月から3ヵ月連続で低下している。これらから見て企業の雇用意欲が後退していることは明かだ。経済の不透明感が強いなかで早期の雇用改善は期待しにくく、雇用指標の悪化が続く可能性が強い。したがって、08年後半の個人消費は減少が続くリスクをはらんでいる。とはいえ、09年年明け以降は個人消費も回復に向かい、2%台の増加ペースが維持されると予測する。

住宅投資が08年4～6月期まで10四半期連続の減少となり、成長の下押し要因となっている。7～9月期も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見て減少が続くと予測する。しかし、その後は低迷の状況に変わりはないものの、08年末からは底入れの兆しも出て、09年からは緩やかな増加傾向に転じると見ている。なお、新築、中古を併せた住宅販売は、景気低迷に伴う所得の伸び悩み、住宅価格の先安感、住宅ローンの貸出基準の厳格化などから09年に入っても低迷が続く、住宅市場に底打ち感が出るのは09年の年央まで待たなければならないだろう。

在庫投資は前期の▲102億ドルの減少に続き、08年4～6月期に▲622億ドルの大幅減少となった。これは、卸売段階を中心に景気悪化に備えた予防的な「意図した在庫削減」の側面が大きいと思われる。7～9月期も景気停滞色が強まることで小幅な在庫削減を見込むが、その後は増加に転じると予測する。すでに企業の在庫率は低位にあることから在庫調整の長期化による景気悪化への影響は限られるだろう。

資本財出荷が堅調推移するとともにソフトウェア等のシステム投資の底固さから、08年4～6月期の民間設備投資は小幅増加となった。しかし、設備投資の6割程度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）が08年4～6月期に2

2008-09年 米国経済見通し（08年8月18日改訂）

項目	単位	2007年		2008年		2009年		
		通期 実績	通期 予想	上半期 (1～6月) 予想	下半期 (7～12月) 予想	通期 予想	上半期 (1～6月) 予想	下半期 (7～12月) 予想
実質GDP	%	2.0	1.5	0.9	0.9	2.1	2.3	3.0
個人消費	%	2.8	0.9	1.1	▲0.4	1.1	1.3	2.3
設備投資	%	4.9	3.2	2.6	0.0	2.8	3.0	5.0
住宅投資	%	▲17.9	▲18.6	▲23.4	▲6.2	0.9	3.0	4.0
在庫投資	10億ドル	▲2.5	▲20.1	▲36.2	▲4.0	18.8	▲4.0	8.8
純輸出	10億ドル	▲546.5	▲416.7	▲428.6	▲404.8	▲398.1	▲404.8	▲202.7
輸出等	%	7.8	7.8	5.9	5.3	5.6	5.3	6.6
輸入等	%	▲0.9	▲0.9	▲2.7	1.6	3.5	4.1	4.0
政府支出	%	2.3	2.3	2.0	2.2	2.0	1.9	1.8
参考								
コアPCEデフレーター	%	2.2	2.2	2.2	2.3	1.7	2.1	2.0
GDPデフレーター	%	2.7	2.5	2.4	2.5	1.9	2.2	2.2
FFレート誘導水準	%	4.25	2.00	2.00	2.00	2.50	2.00	2.50
10年国債利回り	%	4.63	3.80	3.70	3.90	4.15	3.98	4.33

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8月。08年4～6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

四半期連続のマイナスとなったことなどを踏まえ、7～9月期の設備投資は減少すると見込む。ただし、08年景気刺激法(Economic Stimulus Act of 2008)における初年度投資額の最高50%までの割増償却を認める減税効果もあり、減少は一時的なものにとどまり反転すると予測する。ただし、金融機関の貸出態度が厳しいこともあり、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。

純輸出(＝輸出等－輸入等)については、世界経済が08年後半にかけて一段と減速(IMFが7月に公表した改定世界経済見通しでは08年10～12月期は3%程度まで減速)することによる影響は避けられず、米国の輸出の増勢も弱まる。ただし、米国の輸入も景気低迷により抑えられるため、純輸出の赤字拡大も限定的である。また、09年は世界経済の成長回復に伴い、再び純輸出は輸出の伸びの高まりから成長にプラス寄与しよう。

住宅ローンの延滞率上昇は少なくとも09年はじめまでは続く予想する。このため、銀行の不良債権が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の圧迫材料となる。金融システムへの安心感が広がるにはまだ先のことになるろう。

インフレに関しては、個人消費(PCE)デフレーター(全体)が、08年6月に前年同月比4.1%と91年5月以来となる4%台に乗り、インフレ予想も高まりを見せている。FRBが政策の重要な判断指標としている食料品とエネルギーを除いたコア・ベースでも直近(08年6月)2.3%と物価安定の目安である2%を超えている。当面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が、原油など商品市況の下落・軟調が続けば、年末近くにはインフレ懸念が後退に向かうことが期待できよう。

政策金利であるフェデラル・ファンド・レート(FFレート)の誘導目標は08年4月末から2.00%に据え置かれている。平常時であれば、インフレ懸念が強く、FFレート誘導目標と物価(コアPCEデフレーター)上昇率の差がマイナスとなっている状態はインフレ刺激的であり、早期利上げが政策方向として強く認識される。しかし、サブプライム問題の波及の目途が見えず、金融システムの不安定化のリスクが大きい現状では、FRBは危機管理的な対応として現行の金利水準を維持せざるを得ない。なお、先行き商品市況の軟調が続くインフレ懸念が後退する一方、さらなる景気悪化が明らかになれば、追加利下げ可能性も残ると考える。

②欧州経済

ユーロ圏の08年4～6月期の経済成長率は、1～3月期の前期比+0.7%から急減速し、同▲0.2%のマイナス成長となった。前年同期比は+1.5%と、減速しつつもプラスを保ったものの、前期比でのマイナス成長は1995年の統計開始以降初めて。国別に見るとドイツ、フランス、イタリアが前期比マイナス成長だったが、この3カ国でユーロ圏15ヶ国のGDPの3分の2(06年)を占めるため、全体の成長率へ影響を及ぼした。

欧州中央銀行(ECB)月報の08年8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1.6%と前回のまま据え置かれたが、09年は1.6%から1.3%へ下方修正されている。なお、09年の見通しの下方修正は3四半期連続である。ユーロ圏の6月の鉱工業生産は前年比▲0.5%と2ヶ月連続のマイナスとなり、ユーロ圏においても景気後退入りの可能性が強く意識されてきている。

一方、7月のEU基準消費者物価指数(HICP)は前年同月比4.0%で前月と変わらず高い水準にとどまった。これはECBが物価安定の目安としている2%を大きく超過している。また、前述の専門家調査では08年のHICP見通しが3.0%から3.6%へ、09年は2.2%から2.6%へそれぞれ上方修正されている。しかし、この専門家調査は7月中旬に実施されたものであり、その後の原油価格の急落を十分に織り込んでいないと考えられるほか、経済成長の鈍化自体がインフレ圧力を抑制する可能性もある。



8月12日にはECB理事会のメンバーであるウェーバー独連銀総裁が、ユーロ圏インフレが09年までに安定水準以下まで低下する可能性は極めて低く、見通しが悲観的である旨の発言をおこなった。同時に、インフレ期待の高まりが賃金交渉に影響し、単位労働コストが上昇することによって、一層のインフレと景気悪化というスタグフレーションへの連鎖を招く「二次的影響」を防ぐことの重要性を強調した。ECBはこうしたメッセージの発出によりインフレ期待を抑制しつつ景気が回復軌道に回帰するまで金利を据え置く、辛抱強い金融政策を迫られよう。また、既に外国為替市場では従来のユーロ高の流れが一転して7月中旬より対ドルでのユーロ安が急速に進行し、8月中旬以降は1ユーロ=1.5ドルを割り込む動きが続いている。これはユーロ圏の金利先高感が後退している動きの一つと言えよう。

③中国経済

中国の実質GDP成長率は、08年4～6月期に前年同期比10.1%へ小幅鈍化したが、10四半期連続の二桁成長が継続している。このような高成長に伴う国内要因によるインフレ圧力が強いなか、国際商品市況の高騰による輸入インフレの影響も受けている。消費者物価の上昇率(前年同月比)は今冬2月に寒波による野菜など生鮮食品の需給逼迫から8.7%まで高まった後低下したが、原油高などの転嫁に伴い自動車燃料や光熱費が政策的に引き上げられたことから、直近の6月でも同6.3%と高水準の上昇が続いている。また、住宅販売価格など不動産価格も引き続き前年比10%前後の上昇を見せている。

長期的な成長経路からの逸脱リスクとなりかねない、このような景気過熱とバブル的な投資行動の抑制は重要な政策問題となってきた。中央銀行である中国人民銀行は景気の過熱抑制と不動産や株価のバブルを懸念し、マクロ・コントロールの強化を主張。年初来6回にわたる預金準備率の引上げ(0.5%×6回=3%引上げ17.5%へ)を行いながら、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を進めてきた。

しかし、日・米・欧の景気後退の可能性が強まる中、先進国向けを中心に輸出が鈍化するリスクに加え、北京五輪後の特需の剥落もあり、成長の急減速への警戒感が広がっている。また、株価(上海総合指数)は五輪開催中も下落が続き、昨年高値(10月16日:6,092ポイント)から直近は2,500ポイント割れまで下落するなど、累計の下落率は6割に達した。

従来から中国政府部内には金融引き締めペースについて異論があったが、前述のように景気の先行き懸念が強まるなか、共産党中央政治局は7月25日に、成長維持が困難に直面しつつあると指摘し、これまでの景気の過熱抑制に焦点を置いた姿勢からの変化が示された。このため、今後の金融政策は景気動向にも配慮した慎重なものとなる。

人民元の為替相場については、2月のG7声明が、より早いペースでの人民元相場の上昇を求めたこともあり、人民元の上昇ペースは前年同期比で7%台から9%台に加速し、7月16日には1ドル=6.81元を付けた。しかし、中国・人民元の上昇ペースの速さについて輸出業者への影響を懸念する声が政府部内で強まった。中国の輸出は人民元の上昇のもとでも08年1～7月累計で2割を超す増加を見せたが、石油・穀物・鉄鉱石などの商品市況の大幅上昇で輸入額の増加が加速し、貿易黒字は5月から7月にかけて3ヵ月連続の前年同月比減少に転じた。今後も中期的に人民元の上昇傾向に変わりはないと思われるが、その上昇ペースは当面かなり減速すると考える。

また、成長の牽引役である固定資産投資は四川大地震の復興需要も重なり、北京五輪の直前の7月には前年同月比27.3%に伸び率が高まった。北京五輪後の08年後半は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。

以上から、中国の経済成長は08年後半から09年半ばにかけて減速することは避けられず、9%台の成長に留まると見るのが妥当であろう。



④国際商品市況と輸入原油価格等の見通し

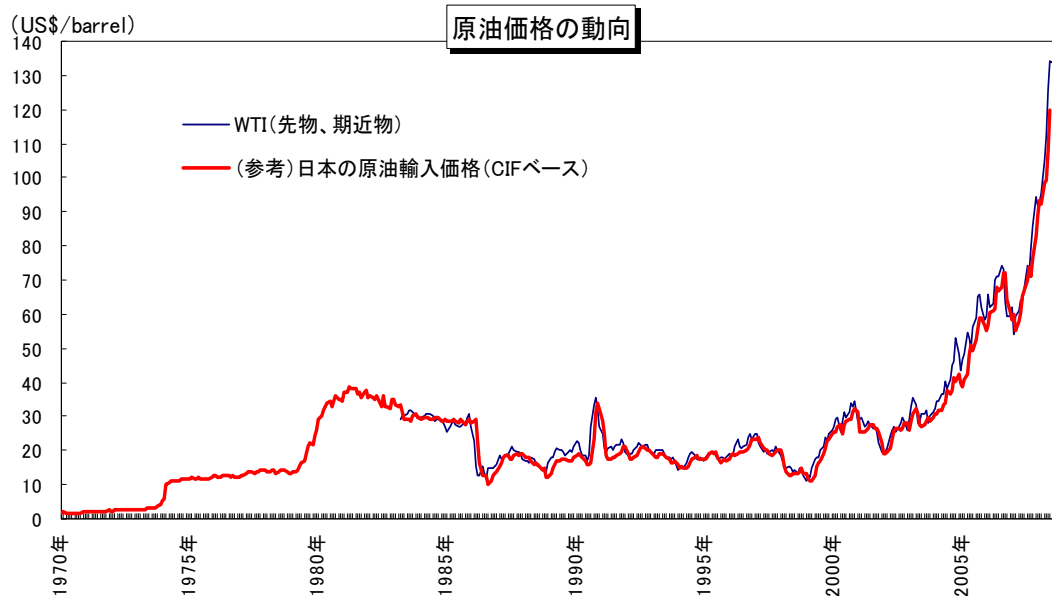
世界経済の成長鈍化にもかかわらず、最近まで国際商品市況は堅調な動きが続いてきたが、日・米・欧の先進国の景気悪化が明らかになるなかで、ようやく反落基調が鮮明になってきた。代表的な商品指数であるロイター・ジェフリーズ CRB 指数(1967 年=100)は 7 月 2 日に年初来 31.8% 上昇しピークを付けた後、直近ではピークから 2 割近い下落となっている。

原油価格(WTI 先物の期近物・終値、1 バレル当たり)は 7 月 3 日に 1 バレル 145 ドルを付けた後 7 月中旬までは高値もみ合い状態が続いたが、その後軟調となり 8 月中旬には同 115 バレル前後の動きとなっている。また、穀物相場も 7 月から軟調が続き、トウモロコシは 3 割程度下落となっている。景気悪化の影響を最も受けやすい非鉄などで、銅やアルミ、スズなどが 1~2 割反落している。また、金相場も 7 月中旬に 1 オンス 978 ドルまで上昇した後、直近では同 808 ドルまで反落した。

このような反落基調となっている背景には、世界的な景気鈍化に伴い需給が緩む期待感がある。たとえば、国際エネルギー機関(IEA)の直近 8 月の需給見通しでは、原油価格の急激な上昇によって需要が抑制されており、これまで順調な伸びを示した新興諸国の成長鈍化も手伝い、需給緩和が見られるとしている。しかし、需要見通しは数年来の増加傾向を下回っているものの、08 年が前年比 1.0%(日量 90 万バレル)増、09 年も前年比 1.0%(日量 90 万バレル)増と、1%の増加を持続する見通しであり、生産余力が急拡大するわけではない。

先行き需要の下方修正がさらに行われる可能性はあるが、OPEC の慎重な生産姿勢や紛争・ストライキ・テロ攻撃などの供給不安材料から、需給緩和感の広がりは一時的であると見ており、暴落シナリオは想定しない。WTI ベースでは 08 年 10~12 月(平均)は 1 バレル 115 ドル、09 年 1~9 月期は同 110 ドルに下落するが、09 年度下期(09 年 10 月~10 年 3 月)は同 115 ドル程度で推移すると予想する。

前述の WTI の動きを前提にすれば、わが国の輸入原油価格は 08 年 7~9 月期に 1 バレル 128 ドル程度(CIF ベース)に高止まりすると予想しているが、10 月以降は下落し 09 年 1~9 月期は同 110 ドルで推移した後、09 年度下期(09 年 10 月~10 年 3 月)は同 115 ドル程度で推移すると予想する。



(資料)財務省資料より農中総研作成

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	▲ 0.4	1.4
実質GDP	%	1.6	0.4	1.3
民間需要	%	0.4	▲ 0.2	1.0
民間最終消費支出	%	1.4	0.1	0.3
民間住宅	%	▲ 13.3	▲ 7.0	0.4
民間企業設備	%	▲ 0.1	▲ 0.1	3.3
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0
公的需要	%	0.2	0.2	0.6
政府最終消費支出	%	0.7	0.7	1.0
公的固定資本形成	%	▲ 1.8	▲ 2.2	▲ 1.2
輸出	%	9.5	1.7	4.1
輸入	%	2.1	▲ 2.0	2.1
国内需要寄与度	%pt	0.3	▲ 0.1	0.9
民間需要寄与度	%pt	0.3	▲ 0.1	0.7
公的需要寄与度	%pt	0.0	0.0	0.1
海外需要寄与度	%pt	1.2	0.5	0.4
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.0	▲ 0.8	0.1
国内企業物価 (前年比)	%	2.3	5.7	3.6
全国消費者物価 (")	%	0.3	2.0	1.5
完全失業率	%	3.8	4.2	4.4
鉱工業生産 (前年比)	%	2.7	▲ 0.8	1.6
経常収支(季節調整値)	兆円	24.5	18.1	18.4
名目GDP比率	%	4.8	3.5	3.5
為替レート(前提)	円/ドル	114.2	106.9	109.4
無担保コールレート(O/N)	%	0.51	0.50	0.75
10年国債利回り	%	1.60	1.56	1.76
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	78.5	116.0	112.5

(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	%	0.2	▲ 0.7	▲ 0.0	0.2	0.3	0.3	0.3	0.6	0.7
実質GDP	%	0.8	▲ 0.6	▲ 0.1	0.2	0.3	0.3	0.4	0.5	0.5
(年率換算)	%	3.2	▲ 2.4	▲ 0.6	0.7	1.1	1.3	1.6	1.8	2.2
民間需要	%	0.5	▲ 0.6	▲ 0.0	▲ 0.0	0.1	0.3	0.3	0.4	0.5
民間最終消費支出	%	0.7	▲ 0.5	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0	0.1	0.2	0.2	0.3
民間住宅	%	4.3	▲ 3.4	0.9	▲ 0.8	0.5	▲ 0.1	0.0	0.3	0.6
民間企業設備	%	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 1.0	0.2	0.5	1.0	1.2	1.5	1.7
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 0.1	▲ 0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0
公的需要	%	▲ 0.2	▲ 0.9	0.7	0.6	0.5	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1
政府最終消費支出	%	▲ 0.5	0.1	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
公的固定資本形成	%	1.0	▲ 5.2	2.0	2.0	1.5	▲ 1.5	▲ 1.5	▲ 1.5	▲ 1.5
輸出	%	3.4	▲ 2.3	▲ 1.0	0.3	0.8	1.2	1.5	1.6	1.8
輸入	%	1.2	▲ 2.8	▲ 0.5	▲ 0.2	0.5	0.6	0.7	1.0	1.2
国内需要寄与度	%pt	0.3	▲ 0.6	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4
民間需要寄与度	%pt	0.4	▲ 0.4	▲ 0.0	▲ 0.0	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4
公的需要寄与度	%pt	▲ 0.1	▲ 0.2	0.1	0.1	0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0
海外需要寄与度	%pt	0.4	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.5	▲ 1.6	▲ 1.2	▲ 0.5	0.1	0.2	0.0	0.1	0.2
国内企業物価 (前年比)	%	3.4	4.8	7.0	5.8	5.2	4.6	3.5	3.0	3.2
全国消費者物価 (")	%	1.0	1.5	2.3	2.3	2.0	1.8	1.6	1.4	1.4
完全失業率	%	3.8	4.0	4.1	4.3	4.4	4.5	4.5	4.4	4.4
鉱工業生産 (前期比)	%	▲ 0.7	▲ 0.8	▲ 0.5	0.4	▲ 0.3	▲ 0.2	1.5	1.0	1.2
経常収支(季節調整値)	兆円	5.6	4.8	4.5	4.5	4.3	4.5	4.4	4.6	4.9
名目GDP比率	%	4.3	3.8	3.5	3.5	3.3	3.5	3.4	3.5	3.7
為替レート(前提)	円/ドル	105.2	104.5	108.0	107.5	107.5	107.5	110.0	110.0	110.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.51	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	0.75
新発10年物国債利回り(%)	%	1.39	1.61	1.50	1.55	1.60	1.65	1.75	1.80	1.85
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	94.9	109.0	128.0	117.0	110.0	110.0	110.0	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。

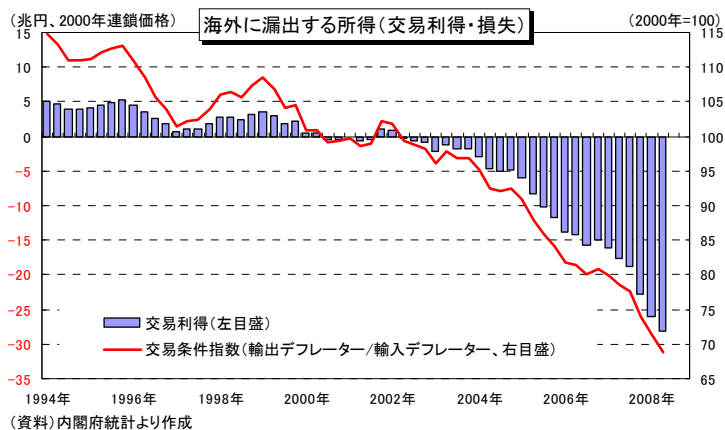


3. 2008～09年度の日本経済・物価見通し:

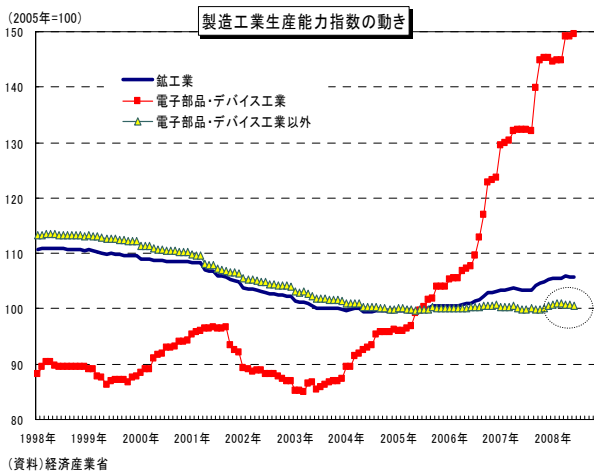
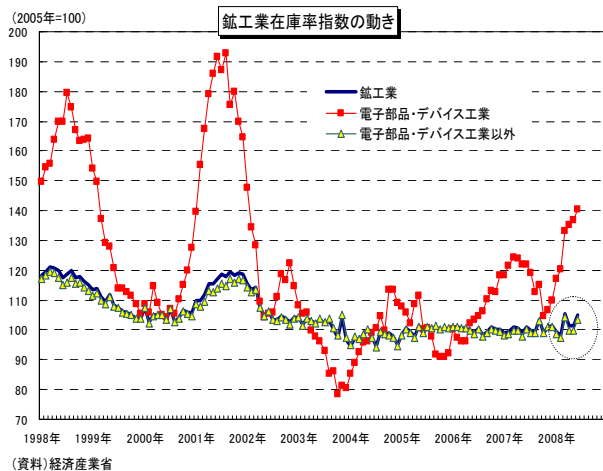
(1) 景気後退の行方

冒頭でも述べたが、2002年2月から始まった景気拡大も既にピークアウトし、景気後退期に入っているとの認識が強まっており、注目点は「景気はいつ頃底入れし、持ち直し始めるのか」「景気悪化は深刻なものか、軽微なものか」「景気底入れの条件は何か」ということであろう。

1990年代以降の日本の経済成長は、外需(もしくは輸出)によって牽引され、それが輸出製造業の業績押し上げにつながり、そこからその他セクターに波及していく、という様相を強めていったが、基本的には家計への波及力が弱く、民間消費などは弱いままの推移を余儀なくされた。今次の景気拡大でもこのような展開にあまり変化が見られなかった。それゆえ、景気拡大の起点となる輸出が減少に転じてしまうと、日本経済全体の停滞感が強まってしまうのは否めない。さらに、今回は原油・穀物など資源高によって、国内の実質購買力が資源国に漏出してしまおうという状況が発生している。4～6月期については、実にGDP比で5.0%もの所得が交易条件の悪化に伴って海外に漏出している。こうした資源高によって、長らくデフレ状態にあった消費者物価は前年比プラスに転じ、その後もプラス幅を拡大させるなど、表面上はインフレ気味の展開となっているが、そもそも国内需給の改善を伴ったものではない点に留意する必要がある。



次に、今後予想される景気の落ち込みはどの程度になるか、という点について考えてみたい。内生的な要因だけで発生するような景気循環では、景気が「天井(＝完全雇用 GDP、もしくは最大産出量ベースでの潜在 GDP)」に接近するにつれて、労働力や資本設備など生産要素の稼働率が高まり、そうした要素価格が上昇傾向を強めるとともに、需給改善を通じて物価も上昇率が高まっていく。中央銀行はその状態が続けば、いずれインフレが加速するような状況となることから、予見的に政策金利を引き上げるなどして、経済成長率を潜在成長率程度に落ち着かせようとする。しかし、経済を完全雇用状態に保ち続けるのは至難の業であり、いずれ均衡状態(総需要と総供給の成長速度が等しい状態)は崩れ、景気は後退し始める。その過程では、完全雇用状態であった生産要素、つまり雇用、資本設

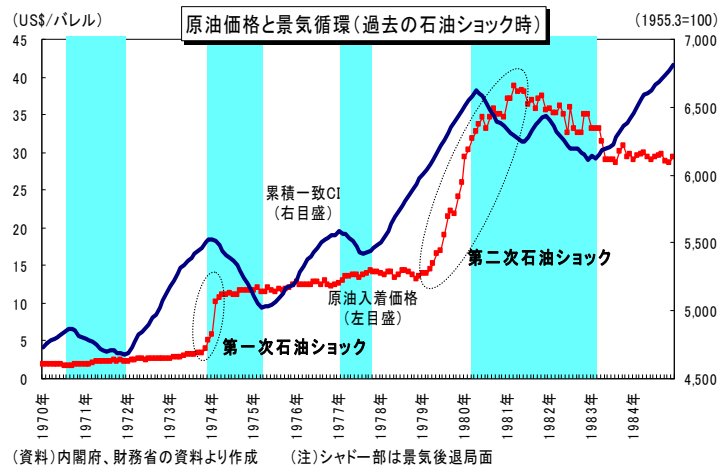




備には過剰感が強まり、非自発的な失業や資本ストック調整が発生する。こうした過程では景気後退そのものが厳しいものとなる可能性が高い。

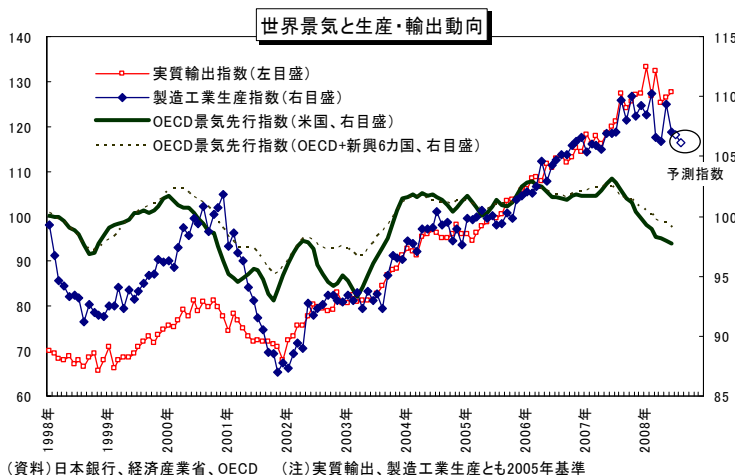
しかし、今回の景気後退は、そもそも経済が完全雇用状態に到達する以前に、海外経済の悪化や資源高などといった外的ショックが加わったことで、景気が途中で屈折してしまったために発生していると見るべきであり、景気循環の中心に位置する企業部門には、一部ハイテク業種を除けば、これまでのところ過剰感が強まったという状況にはない。今後の景気悪化により、在庫率の上昇が発生する可能性は否定できないが、企業部門全体を見渡しても調整を迫られているような項目はあまり見当たらないというのが実際のところである。それゆえ、先行き景気後退が進行することに伴って発生する下押し圧力は小さいと考えられる。それゆえ、今回の景気後退の程度は「軽微」なものに留まる可能性が高い。

なお、景気が回復するにあたっての条件としては、①原油など資源高騰が一服して、ひとまず落ち着くこと、②海外経済（特に米国経済）の下げ止まり、ということに尽きるだろう。そもそも、外部要因によって景気悪化が進行していることを考慮すれば、その原因が取り除かれず日本経済の回復は難しい。なお、過去の石油ショック時も、原油高騰が止まってから約1年から1年半ほど後に景気の谷をつけているが、それだけ企業・家計が対応力をつけるには時間がかかることは避けられないだろう。



(2) 経済見通し

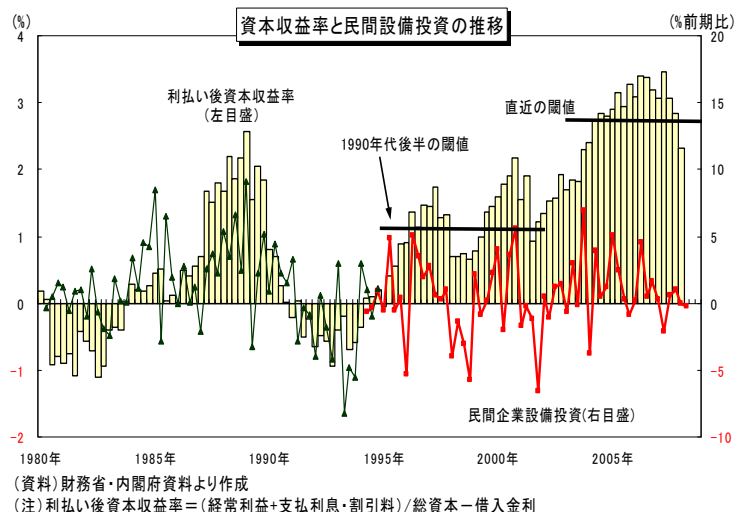
経済成長(寄与度ベース)の6割近くを輸出増に依存する日本経済は、海外経済動向、特に主要な輸出相手先である米国や東アジア諸国の景気動向から多大な影響を受けることは想像に難くない。このところ日本からの輸出金額は伸び悩んでおり、6月分は前年比▲1.8%と、55ヶ月ぶりの減少となった。もちろん、輸出物価の下落傾向を考慮すれば、実質(輸出数量)ベースでは前年比6~7%前後で増加しているのだが、それでも伸び率が鈍化していることは否定できない。既に07年中から不振となっていた米国向け輸出に加えて、それを補完してきた欧州向けが「底割れ」とも言っているほどの落ち込みとなっているほか、比較的底堅いアジア向けや資源国向けもやや勢いが失われつつある。いくら、新興国経済の



自律性が強まったとはいえ、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、日米欧といった先進国経済の失速は、



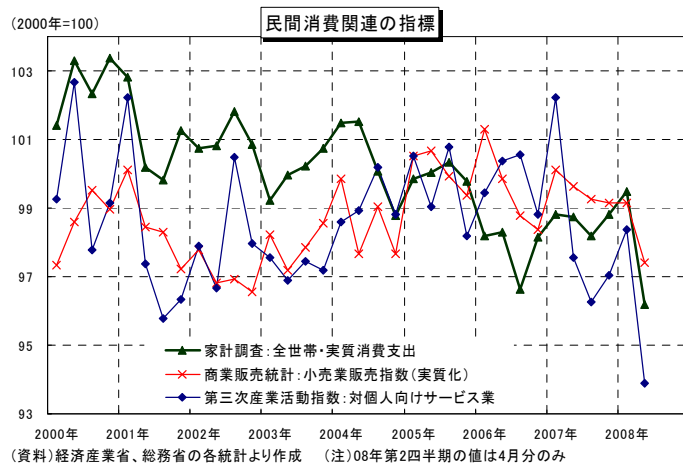
先行き新興国経済にも時間差を伴いながら悪影響が及ぶ可能性も考慮すべきであろう。とはいえ、世界同時不況といった具合に、世界経済全体が大きく悪化するという事態には至らないと思われる。なお、今回の景気拡大局面においては、輸出増が継続したことで徐々に国内需要にもやや薄日が指す場面もあったが、外需という牽引役にあまり期待できない事態となれば、企業業績の悪化を通じて民間企業の様々な行動に悪影響が出てくる可能性が高い。



その代表は企業設備投資であるが、先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民需)は、4～6月期まで4四半期連続のプラスとなったものの、内閣府が集計した7～9月期見通しは前期比▲3.0%とマイナス予想となっている。例年4～6月期は事前見通しを上振れるのとは対照的に、7～9月期は下振れる傾向がある、といった機械受注統計のクセ以外にも、世界経済の減速などによる資本収益率の低下など投資環境の悪化は、先行きの企業設備投資に対してマイナスに

働く可能性は高いだろう。

一方、民間消費については、このところ大幅な悪化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)、第三次産業活動指数: 対個人向けサービス業など)。ガソリンや食料品など、相次ぐ生活必需品の値上げによって、消費全体が抑制される事態となっている。日銀: 販売統計合成指数などからは、4月以降の小売販売が大きく悪化していることが示されている。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、さらには先行きの雇用悪化懸念が消費者マインドの悪化につながっている可能性は高い。



なお、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、失業率が今後大幅に悪化することや、賃金・賞与なども90年代後半以降に経験したような調整を示すことは考えづらい。とはいえ、当面は雇用環境の悪化が続くことから、賃金は上昇しにくい状況は継続するだろう。

以上から、足許の7～9月期についても、輸出、国内需要とも弱い状況が続くものと思われる、4～6月期(前期比▲0.6%)ほどではないにしても、同▲0.1%と2四半期連続のマイナス成長になる公算が強いものと予想する。その後、10～12月期以降はプラスに転じるものと思われるが、国内需要の弱さが残ることもあり、海外経済が持ち直してくるまでは、潜在成長率を上回することは期待薄であろう。

なお、米国経済は、09年前半にはこれまでの大幅な利下げ効果や住宅市場の調整の緩和・底入れなどによって、景気底入れを探る展開が始まることが予想され、徐々にではあるが日本経済の頼みの綱である輸出への下押し圧力も解消していくことが期待される。企業の景況感を悪化させ、収益を圧迫してきた資源高騰も、上昇さえ止まれば、あたかも円高に対する適応力をつけていくのと同じようなプロセスで、国内企業は徐々に抵抗力をつけていくだろう。また、家計部門についてもガソリン・灯油など石油製品の価格がこの先やや下落することが想定されることから、同様に適応力を備えてくるものと思われる。

その結果、**08年度の実質GDP成長率は0.4%**と、7年ぶりの低成長が見込まれる。これは、前回予測(08年6月時点:1.7%)からは▲1.3%ptの大幅下方修正である。前回までは、①日本経済はぎりぎり景気後退に陥らない程度の成長を続ける、②08年度下期には再び輸出に勢いが戻り、足踏み状態だった景気の再浮上が始まる、と見方であったが、それらを大幅に変更したことにより、成長率見通しの大幅下方修正を余儀なくされた。また、**名目GDP成長率は▲0.4%**と、同様に前回予測(0.7%)から**▲1.1%ptの下方修正**である。なお、名目成長率がマイナスとなるのは、02年度(▲0.8%)以来である。なお、**GDPデフレーターについては、08年度中は前年比マイナス状態が続くと思われ、年度を通じても前年度比▲0.8%が見込まれる。**

一方、09年度については、年前半までは景気の低調が続くが、その後は世界経済に持ち直しが見られると予想されることから、年度下期以降は、景気再加速の動きが徐々に強まると思われる。しかし、年度を通じては、**実質GDP成長率で同1.3%**と、2年続けて潜在成長率を下回るなど、景況感の改善はあまり見込まれないものと思われる。また、**名目GDP成長率は1.4%**と、**11年ぶりの名実逆転(消費税要因を除けば15年ぶり)を予想**する。GDPデフレーターは、輸入デフレーターの上昇一服と国内需要デフレーターの上昇継続から、09年4～6月期には小幅ながらも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。

(3)物価見通し

これまでの国際商品市況の高騰を受けて、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継続的に上昇しているほか、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の値上げが本格化している。6月のコアCPIの前年比上昇率は1.9%であったが、総務省統計局の試算によれば、そのうちエネルギーの寄与度は1.09%pt、食料品(除く生鮮食品)は0.76%ptとなっており、この両方で足許の物価上昇率の大部分を説明することができる状況である。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





一・ガソリンは、4月に一時的に失効したガソリン税の暫定税率が5月に復活した後、一時140ドル/バレル台まで上昇した原油市況の影響もあり、レギュラー・ガソリンの小売価格は大幅に上昇、7月以降は全国平均で180円台の推移となっている。なお、7月中旬以降、国際原油市況は調整色の強い展開となっており、秋以降ガソリンなどの石油製品価格が下落する可能性が高い。7～9月にかけて石油製品価格は消費者物価を押し上げる方向に働くが、10月以降はそれが一服し、物価加速にも歯止めがかかるものと思われる。とはいえ、電気・ガス料金については燃料・原料費調整制度に基づき、年内は値上げの動きが続くことが予想されるほか、今まで遅れ気味であったそれ以外の商品・サービス価格、特に継続的に値下がりしてきた耐久消費財などへの価格転嫁の動きはしばらく続く可能性がある。

一方、所得が伸び悩む中での物価上昇は、実質可処分所得の低下と消費者マインドの悪化をもたらしており、それが需要減退につながっているため、供給者サイドではなかなか価格転嫁を進めることができない状況にある。そのしわ寄せが賃金抑制などにつながり続ける可能性が高く、マクロ的な需給バランスが改善していくことはほとんど期待できない状況である。そういう面からも、金融が緩和していると言い難い状況下で、所得の裏付けのないまま、物価だけが加速し続けるということは考えづらい。

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2.0%、1.5%と見込まれる。7月には7%台まで上昇率が高まった国内企業物価も、今秋以降は徐々に上昇率が落ち着いてくるものと思われる。



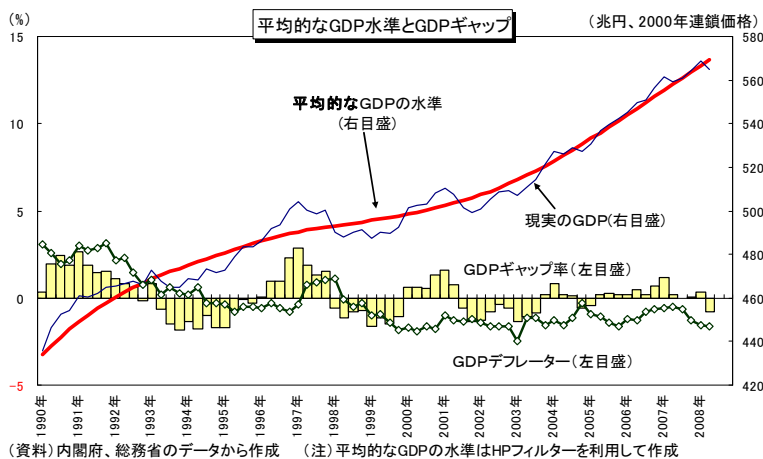
4. 当面の金融政策・金融市場動向：

(1) 金融政策

最近の日銀関係者の発言を見ると、タカ派と見なされていた政策委員ですら景気動向に対しては相当慎重な姿勢を示しているのが特徴的である。そもそも、現在の物価上昇は、前述のように輸入原材料価格の上昇を主因とするものであり、日銀の利上げによって解決できるものではないため、

消費者物価上昇率は7月にも「中長期的な物価安定の理解」として設定した上限の前年比2%を超え、その後の数ヶ月間は2%台半ばあたりでの推移となることが確実視される状況ではあるが、日銀が利上げに動くことはないだろう。今回のGDP発表を受けて、「平均的なGDP水準」の試算を行ってみたが、4～6月期のGDPはその値を下回っており、デフレギャップが発生している可能性もある。先行きも潜在成長力を下回る成長率が続く可能性が高いことを考慮すれば、日銀は予見的に利下げをしてもいいような状況である。とはいえ、現在の政策金利水準を「極めて緩和的」と評価する日銀が、実際に利下げに動き可能性はかなり低いだろう。

一方日銀が利上げを再開するには、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ことには変わりはない。現時点で、米国経済の回復やサブプライム問題が収束する兆しが出てくる目処は立っておらず、市場参加者の次回利上げ予想時期は09年後半以降まで後ずれしている(経済企画協会『ESPフォーキャスト調査』などより)。米国経済の持ち直しの時期が09年前半までずれ込む可能性を考慮すれば、次回利上げは早くても「09年10～12月期」と予想され、まだ1年くらいは現状の政策金利水準が続くだろう。



(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っており、特に証券化商品の価格付けなど金融資本市場の機能は大きく低下したままである。金融機関の追加的な損失計上といったニュースが流れるたびに金融市場には動揺が広がるなど、いまだ不安定な状況が続いている。これらの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ことから、当面は金融システムへの不安感が高いまま推移する可能性は高いだろう。米FRBは、インフレ懸念が高まる中で、景気下振れリスクなどへの警戒感もあり、4月以降は政策金利水準を2.0%に据え置くなど、大幅な金融緩和による景気刺激策を

展望レポート: 2008～09年度の政策委員の大勢見通し(08年7月)

	実質GDP	国内企業物価	消費者物価 (除く生鮮食品)
2008年度	+1.2～+1.4 <+1.2>	+4.7～+5.0 <+4.8>	+1.7～+1.9 <+1.8>
4月時点の見通し	+1.4～+1.6 <+1.5>	+2.4～+2.8 <+2.5>	+0.9～+1.1 <+1.1>
2009年度	+1.4～+1.6 <+1.5>	+1.8～+2.0 <+1.8>	+1.0～+1.2 <+1.1>
4月時点の見通し	+1.6～+1.8 <+1.7>	+1.3～+1.8 <+1.5>	+0.8～+1.0 <+1.0>

(資料) 日本銀行

(注) 対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

続けている。なお、米国内では、景気悪化によるインフレ抑制効果も意識され始めるなど、FRBの利上げ転換時期は09年年明け後まで後退した格好となっている。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ったものの、内外の景気悪化懸念が株価の上値を抑える状況が続いている。今回の景気悪化の程度は軽微との想定からすれば、株価の調整余地もまた大きくはないと見られるが、かといって上昇要因も見あらず、引き続き、上値が重い展開が続くだろう。

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、6月中旬には1.9%に迫るなど、上昇傾向が続いた。しかし、その後は再び米サブプライム問題の根の深さ、さらには国内景気の悪さへの認識が強まり、長期金利は再び低下し、1.4%台での推移となっている(8月中旬現在)。日銀の利下げ観測が強まれば更なる低下もありうると思われるが、現段階での利下げの可能性は薄く、低下余地には限度があるものと思われる。一方で、大型補正の編成や2011年度の財政再建目標の放棄など、財政規律の喪失につながるような政策転換があれば、長期金利にも上昇圧力がじわじわとかかることも予想されるが、その可能性は大きくはないと思われる。以上から、当面は1.4～1.6%を中心レンジとする展開が続くだろう。

最後に、為替レートであるが、多少の変動を伴いながらも、全般的に方向感乏しい展開が予想される。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も当面は金融政策を動かさないと思われることから、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、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。ECBとしては、インフレ懸念が根強く残っていることから利上げの必要性を意識しているだろうが、現実問題として利上げ実施はしばらく困難と見られる。

金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2008年			2009年	
		8月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)		0.504	0.50	0.50	0.50	0.50
TIBORユーロ円(3M) (%)		0.845	0.80～0.90	0.80～0.90	0.80～0.90	0.85～0.95
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 (%)		1.455	1.35～1.65	1.35～1.70	1.35～1.75	1.40～1.80
為替レート	対ドル (円/ドル)	110.3	103～115	103～115	103～117	105～120
	対ユーロ (円/ユーロ)	162.6	158～170	155～175	155～175	160～180
日経平均株価 (円)		13,019	13,000±1,000	13,000±1,000	13,250±1,000	13,750±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は誘導水準。実績は2008年8月15日時点。予想値は各月末時点。



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	%	1.6	0.4	▲ 0.3	0.2	1.3	0.7	1.1
民間需要	%	0.4	▲ 0.2	▲ 0.3	0.0	1.0	0.5	1.0
民間最終消費支出	%	1.4	0.1	▲ 0.2	▲ 0.2	0.3	0.2	0.5
民間住宅	%	▲ 13.3	▲ 7.0	▲ 1.0	0.3	0.4	0.1	0.6
民間企業設備	%	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.7	▲ 0.6	3.3	1.9	3.6
公的需要	%	0.2	0.2	▲ 0.7	1.6	0.6	0.1	▲ 0.3
政府最終消費支出	%	0.7	0.7	0.0	0.9	1.0	0.5	0.4
公的固定資本形成	%	▲ 1.8	▲ 2.2	▲ 3.8	4.8	▲ 1.2	▲ 1.5	▲ 3.7
財貨・サービスの純輸出	兆円	28.1	30.9	30.7	31.0	33.4	32.5	34.4
輸出	%	9.5	1.7	▲ 1.2	▲ 0.3	4.1	2.4	4.1
輸入	%	2.1	▲ 2.0	▲ 2.5	▲ 0.5	2.1	1.2	2.3
内需寄与度 (前期比)	%	0.3	▲ 0.1	▲ 0.4	0.3	0.9	0.4	0.6
民間需要 (")	%	0.3	▲ 0.1	▲ 0.2	0.0	0.7	0.4	0.6
公的需要 (")	%	0.0	0.0	▲ 0.1	0.3	0.1	0.0	▲ 0.1
外需寄与度 (")	%	1.2	0.5	0.1	0.1	0.4	0.3	0.3
デフレーター (前年比)	%	▲ 1.0	▲ 0.8	▲ 1.4	▲ 0.2	0.1	0.1	0.1

(前年同期比)

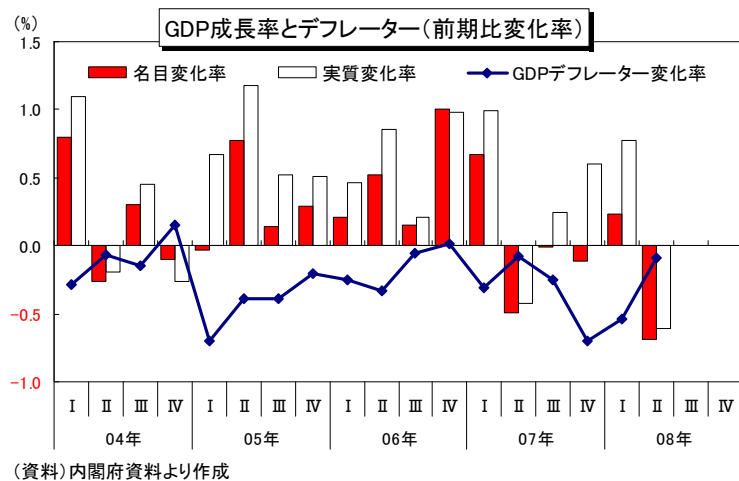
	単位	2007年度 通期	2008年度			2009年度		
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
名目GDP	%	0.6	▲ 0.4	▲ 0.6	▲ 0.2	1.4	1.0	1.8
実質GDP	%	1.6	0.4	0.8	▲ 0.0	1.3	0.9	1.6
民間需要	%	0.4	▲ 0.2	▲ 0.0	▲ 0.3	1.0	0.6	1.4
民間最終消費支出	%	1.4	0.1	0.5	▲ 0.3	0.3	0.0	0.6
民間住宅	%	▲ 13.3	▲ 7.0	▲ 12.2	▲ 1.1	0.4	0.0	0.8
民間企業設備	%	▲ 0.1	▲ 0.1	0.6	▲ 0.8	3.3	1.8	4.9
公的需要	%	0.2	0.2	▲ 0.2	0.6	0.6	1.4	▲ 0.1
政府最終消費支出	%	0.7	0.7	0.7	0.7	1.0	1.2	0.8
公的固定資本形成	%	▲ 1.8	▲ 2.2	▲ 4.2	▲ 0.2	▲ 1.2	2.2	▲ 4.4
財貨・サービスの純輸出	兆円	28.1	30.9	30.7	31.0	33.4	32.5	34.4
輸出	%	9.5	1.7	4.5	▲ 1.0	4.1	2.6	5.7
輸入	%	2.1	▲ 2.0	▲ 1.3	▲ 2.7	2.1	1.0	3.2

国内企業物価 (前年比)	%	2.3	5.7	5.9	5.5	3.6	4.0	3.1
全国消費者物価 (")	%	0.3	2.0	1.9	2.2	1.5	1.7	1.4
完全失業率	%	3.8	4.2	4.1	4.4	4.4	4.5	4.4
鉱工業生産(前年比)	%	2.7	▲ 0.8	▲ 0.1	▲ 1.4	1.6	0.4	2.8
住宅着工戸数	千戸	1,051	1,096	549	547	1,100	550	550
経常収支	兆円	24.5	18.1	9.3	8.8	18.4	8.9	9.5
貿易収支	兆円	11.7	6.3	3.1	3.2	6.7	3.2	3.5
為替レート(前提)	ドル/円	114.2	106.9	106.3	107.5	109.4	108.8	110.0
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	78.5	116.0	118.5	113.5	112.5	110.0	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。

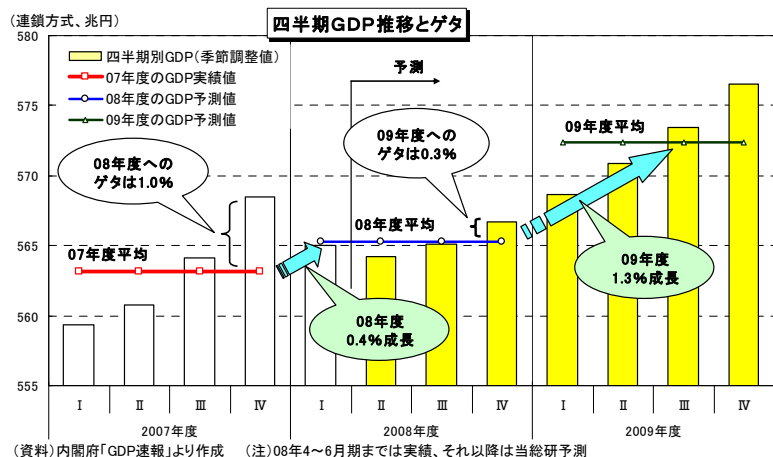
【参考1】 GDP デフレーターについて

- ◆ 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。
- ◆ 90年代半ば以降、下落傾向が続いてきた GDP デフレーターは、06年10～12月期には前期比横ばいとなるなど一時下げ止まり感も出る時期があったが、その後は再び水面下での推移となっており、08年4～6月期は同 ▲0.1%であった。
- ◆ 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の高い上昇率が続いている一方で、国内でも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0.5%と3四半期連続のプラスとなった他、前年比でも0.6%と上昇率を高めている。しかし、依然として国内での価格転嫁は不十分であり、前述のように前期比マイナスの状態が続いている。
- ◆ なお、最近では国際商品市況が調整する動きを見せており、これまで不十分だった価格転嫁の動きが続けば、GDP デフレーターも上昇に転じる動きが始まる可能性もある。



【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1.4%あったが、07年度を通じての成長率は1.6%に留まっており、年度内の成長はほぼゼロ(0.2%)であったと試算される。一方、08年度に向けてのゲタは1.0%あるものの、当総研の08年度見通し(0.4%成長)を前提にすれば、08年度内は実質的には▲0.6%のマイナス成長ということになる。
- ◆ また、09年度に向けてのゲタは0.3%が見込まれるが、09年度の成長率見通し(1.3%)を考慮すれば、09年度内の成長率は1.0%となる。



みちのく銀行の住宅ローン推進の取り組み

木村 俊文

みちのく銀行の概要

みちのく銀行（以下、同行）は、「家庭の銀行」をスローガンとし、地域のお客様に信頼され、お役に立つ銀行を目指して事業運営に取り組んでいる。営業店舗数は08年3月末現在で108店舗あり、その8割強が青森県内に集中するが、隣接する北海道や秋田県、岩手県などにも出店している。

08年3月末の貸出金残高は、前年同期比+3.8%の1兆2600億円と5年ぶりに増加した。しかし、住宅ローン残高は同▲2.8%の3490億円と減少した（図表1）。07年度は、①改正建築基準法の施行に伴う混乱の影響を受けて県内の住宅着工戸数が大幅に減少したこと、②住宅ローンの延滞が増加傾向を示したことから貸出姿勢をやや厳格化する方針に転換したことの2つが主因。ただし、03～06年度までの直近4年間の住宅ローン残高が累計16%伸びたことを考慮すれば、未だ底堅さを維持していると言えるだろう。なお、同行によれば、延滞が増加した理由は、同行の審査基準が緩かったために発生したのではなく、ボーナス減額や失

業する人が増えるなど雇用環境が厳しさを増したことによるものであるという。

住宅ローンセンターを拡充へ

同行は、05年11月から住宅ローン推進の拠点として住宅ローンセンターを立ち上げた。08年3月末時点で同センターは青森県内に2ヶ所あり、1ヶ所当たり5名の本部行員が常駐して、大手ハウスメーカーや地元工務店など住宅関連業者との折衝等、一連の営業業務に従事している。

住宅ローンセンターの設置地区内では、営業店で住宅ローン獲得が少なくなり、同センターでの取り扱いが約半数に達している。新築物件の住宅ローンのおよそ8割が業者経由であり、業者との良好な関係づくりが住宅ローン推進上の重要な要素となっている。こうしたことから、同行では08年度上半期に新たに2ヶ所（うち1ヶ所は北海道函館地区）の住宅ローンセンターを設置して、営業強化を図ることとしている。

住宅ローン需要の現状と見通し

ここ10年ほどの青森県内の新設住宅着工戸数は減少傾向が続いている。住宅ローンの対象となる持家、分譲住宅とともに同様の傾向が見られる。とくに07年度は前述の

図表1 みちのく銀行の経営指標

(億円, %, 店)

項目	期末	2003/03	2004/03	2005/03	2006/03	2007/03	2008/03
貸出金合計		13,701	13,046	12,695	12,417	12,137	12,600
うち消費者ローン残高合計		3,797	4,043	4,238	4,262	4,273	4,133
住宅ローン残高		3,091	3,337	3,524	3,542	3,590	3,490
その他ローン残高		705	706	714	719	684	643
自己資本比率(BIS基準)		12.3	12.0	10.5	11.3	12.5	11.1
業務粗利益合計		431	248	331	348	367	329
業務純益		143	-36	61	-53	104	68
営業店舗数		117	117	117	118	111	108
(参考)県内住宅着工戸数		11,021	9,341	8,663	7,455	7,637	6,228

日経Needs FQ(財務・決算)データより作成

法改正に伴う混乱の影響もあり、持家では前年比▲18.5%、分譲では同▲35.9%と激減した（図表 2）。08 年度に入ってから前年を下回る状況が続いている。

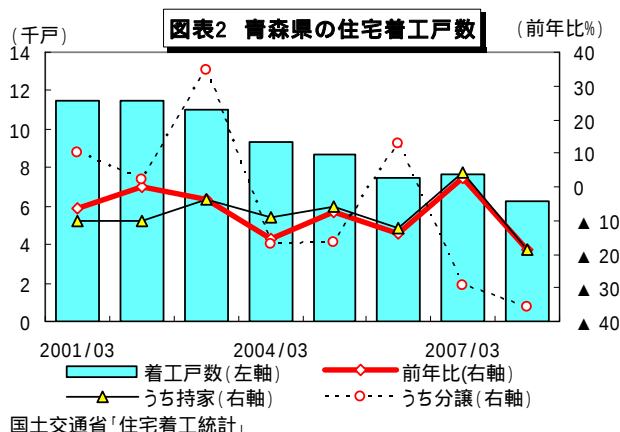
こうしたなか、同行では 08 年度の住宅ローン残高を 1%程度伸ばし、2 年ぶりに増加させる計画である。具体的な方策としては、①住宅ローンセンター増設による業者対応の強化、②地銀共同開発商品など新たな住宅ローン商品の発売、③借り換え推進の強化などを挙げている。また、地域では函館地区で重点的に攻勢をかける考えである。

ただし、マクロ的には住宅取得者の減少傾向が続き、先行き新築向けを中心に住宅ローンも減少することは避けられないと見ている。

函館地区への進出

同行では、だいぶ以前から北海道の函館地区で積極的に営業展開してきた。もともと、青森と函館との間は、津軽海峡を隔てはいるものの、古くから人や物の交流が盛んに続いてきた歴史がある。

1980 年代前半にすでに函館地区に 4 店舗あった営業店舗数は、現在では 7 店舗となっている。同地区における同行の A T M 設置台数は、地元 2 行（北海道銀行、北洋銀行）よりも多い。加えて、ほとんどの A T M では曜日を問わず長時間営業（最長は函館支店などの 7 : 00 ~ 23 : 00）を実施しているほか、コンビニ A T M も積極的に展開している。こうした他行を上回る A T M 設置台数や利便性向上が同行の知名度を高め、函館地区での顧客獲得に向けた基盤づくり



に貢献したものとみられる。

一方、函館地区には、大型商業施設を核に教育施設、医療機関、公園などを整備した大型分譲地の開発も進むなど、住宅供給が堅調に推移している。また、青森から函館までの所要時間は現在、電車またはフェリーで 2 時間を要するが、2015 年に開通予定の北海道新幹線（新青森駅～新函館駅）では 40 分と大幅に時間短縮される。

同行の住宅ローン商品は、函館地区の他行と比べ返済初期の金利負担が少ないことなどから顧客に支持され、残高を伸ばしている。同行の貸出金全体に占める青森県内シェアが低下（06 年 3 月末：32.2%→08 年 3 月末：30.5%）する一方で、函館地区シェアは上昇（同 12.8%→13.9%）しており、同地区での住宅ローンの伸長が少なからず寄与したものと見られる。

以上紹介したみちのく銀行の取り組みは、旺盛な住宅需要が期待できる函館地区において、自行の強みを活かしながら積極的に住宅ローンを獲得しようとするものである。こうした対応は、主要営業地域である地元の守りを固める必要があるが、他地域への攻めにより、将来的な住宅ローン貸出の減少を補うものになる可能性があるだろう。

蒲郡信用金庫太陽の家支店について

古江 晋也

要旨

・1985 年、蒲郡信用金庫は愛知県蒲郡市にある身体障がい者授産施設である社会福祉法人「太陽の家」の敷地内に「太陽の家支店」を開設した。太陽の家支店の営業エリアは、住宅地が多いこともあり、個人顧客層との取引が中心となっている。

・店舗内部は、車いすの利用者でも安心して来店することができるように、テラーカウンターや記帳台を低くするなどの工夫が行われている。

・高齢者や障がい者の社会参加の促進が望まれるなか、誰もが金融サービスを利用できるための店舗を構築していくことは、CS の向上や店舗戦略の観点からも重要となっている。こうしたなか、太陽の家支店の取組みは今後のバリアフリー化を目指す金融機関店舗に大きな示唆を与えるといえる。

はじめに

バリアフリー化に取り組む金融機関が増加している。バリアフリー化が拡大している背景には、「高齢者、障害者等の移動等の円滑化の促進に関する法律」（バリアフリー新法）の施行（06 年 12 月）や各地方公共団体による「福祉のまちづくり条例」の制定といったバリアフリー関連法令の整備に加え、CSR への関心が高まってきたことなどを挙げることができる。また、投信や保険窓販など金融機関の取扱業務が拡大しているなか、誰もが金融機関店舗を訪れることができるように環境を整備することは、CS（Customer Satisfaction:顧客満足）の向上にも繋がる。

こうしたなか、本稿では 1985 年に障がい者自立のための一環として開設された福祉店舗の先駆けである蒲郡信用金庫（以下、蒲郡信金）太陽の家支店を紹介する。

なお、ここでいう「太陽の家」とは、身体障がい者に働く機会の提供と自立を目指

した活動を行っている大分県別府市に本部を置く社会福祉法人 太陽の家を指している。太陽の家は別府本部のほか、大分県日出町^{ひじまち}、京都府にも進出しており、愛知県蒲郡市に開設された「愛知太陽の家」は㈱デンソーの協力によって 1984 年に設立された。「愛知太陽の家」とは、太陽の家愛知事業本部とデンソー太陽の家[㈱]（㈱デンソーと社会福祉法人 太陽の家との共同出資会社）を合わせた通称であり、太陽の家愛知事業本部が健康管理・生活指導を、デンソー太陽の家[㈱]が自動車用コンビネーションメーターの組立などを行うことで身体障がい者の自立支援に取り組んでいる。

蒲郡信金の店舗展開と営業戦略

蒲郡信金が本店を置く蒲郡市は繊維産業を中心に発展した都市であり、繊維ロープの生産量は現在においても全国シェアの約 40%を占めている^(注1)。しかし、海外から安価な繊維製品が国内に流入したことなどの

写真1 愛知太陽の家・コミュニティーセンター



影響を受けて繊維産業は長期的な低迷を続けるようになった。

このような状況のなか、1979年にトヨタ自動車田原工場が操業を開始。自動車関連産業が東三河地域の経済を牽引するようになった。蒲郡信金も80年代前半から工業団地の開設など事業所が集中した地区を中心に店舗展開を開始。現在の蒲郡信金は、蒲郡市、豊橋市、豊川市、田原市など東三河地域及び西三河地域、名古屋市を主な営業エリアとしている。同信金の営業店は工業団地などを中心に店舗展開を行ったこともあり、基本的には各店舗ともフルバンキング業務を行い、「母店サテライト店方式」は導入していない。

さらに、同信金はインターネットバンキングやモバイルバンキングなどのダイレクトチャネルを導入しているが、①営業エリアが限定されていること、②顧客の開拓に力点を置いていること、③地域密着度を高めるためのコミュニケーション手段として渉外活動も重視している。渉外担当者は現在、約170名であり、熟練職員との帯同訪問を通じて渉外担当者の育成を図っている。

また、東三河地域は愛知県全体と比較し

て高齢化率の高い地域でもある。そのため、蒲郡信金は90年代半ばから年金振替口座の獲得を本格化。既存顧客とのリレーションシップを高める一環として新春寄席、民謡教室やコーヒーの入れ方などの文化講座を主体とした「暮らしの学校」を3ヶ月に1回程度の割合で開催してきた。

加えて同信金は、高齢者や身体障がい者への配慮として店舗改装時にはスロープを設置するなどの取組みも同時に行ってきたが、このようなバリアフリーのモデルとなっている営業店が太陽の家支店である。

(注1) 蒲郡市ホームページ参照。

太陽の家支店開設の経緯と業務

蒲郡信金太陽の家支店は1985年、身体障がい者自立のための環境整備の一環として太陽の家敷地内のコミュニティーセンター一階に開設された(写真1参照)。当時の同支店は授産施設に隣接した営業店ということや身体障がい者2名を職員として採用したため、地域から注目された。

ただし、太陽の家支店は蒲郡信金本店と形原支店の営業地域に開設されたため、営業エリアは住宅地が中心の狭域(北浜、春日浦地区)となっている。そのため、主な取引先は社会福祉法人である太陽の家のほかは、デンソー太陽の家の役員及び従業員、北浜、春日浦地区の個人顧客層が中心となっている。また、同地域は高齢化が進んだ地域でもあるため、同支店では個人預金の獲得とともに年金受給口座の獲得に力点を置いている。職員は現在、支店長、次長、渉外担当者、窓口担当者、後方事務担当者

写真2 蒲郡信金太陽の家支店・入り口



の総勢 5 名であるが、少人数であることもあり、全員が協力体制をとっている。

同支店は大通りに面していることやバリアフリー店舗であるため、他の営業店の顧客が太陽の家支店に来店して取引を行うこともある。平日の一日平均来店者は 30 人程度。蒲郡信金は営業戦略上、渉外活動を重視していることは前述した通りであるが、太陽の家支店においても、同支店の渉外担当者が、毎週火曜日と木曜日の昼休み時間に愛知太陽の家の食堂に出向き、渉外活動を行っている。

食堂には常設の机が配置されており、渉外担当者は、住宅ローンや自動車ローンなどのローン相談から将来の目的に備えた資産形成についての相談などを行っている。

太陽の家支店の内部

写真 2 は太陽の家支店の入り口である。写真にある歩道から店舗へと来店する場合は 2 段の階段があるが、店舗正面から来店する場合は、緩やかなスロープが設置されており、車いすの利用者でも安心して入店できる。愛知太陽の家コミュニティーセンター 1 階には、太陽の家支店のほかに喫茶

店と蒲郡市立図書館太陽の家分室が、2 階には集会所が併設されている。

顧客が来店すれば、入口付近右側にボディ下部が凹形状にラウンドした ATM が 1 台設置されている（写真 3 参照）。この ATM は車いすの利用者でも ATM に横付けして操作しやすいつくりとなっている。さらに、同 ATM にはハンドセットが備わっており、音声ガイダンスによる ATM の利用も可能である。

ATM 左側には手摺りが設置されている。手摺りは、顧客の要望で据え付けられたものであり、松葉杖の利用者や高齢者が ATM を利用する際に体を支えることができる。

ATM の向かい側には等身大の鏡が設置されている。この鏡によって職員はテラーカウンターから ATM 付近の様子を窺うことができ、顧客が ATM 操作に戸惑ってい

写真3 太陽の家支店 ATM



写真4 太陽の家支店テラーカウンター



写真5 太陽の家支店記帳台



る場合には、素早く対応できるように工夫が施されている。

写真4は太陽の家の支店のテラーカウンターであり、右側はハイカウンター、左側はローカウンターとなっている。ローカウンターは、車いすの利用者が利用することを念頭においているため、通常はカウンター正面に椅子を設置していない。

ローカウンターの足元部分は車いすが収納できるつくりとなっている。また、カウンターには、高齢者への配慮として老眼鏡のほか、助聴器も設置している。

助聴器は、バリアフリーの一環として08年7月から蒲郡信金の全営業店で導入された。助聴器は、職員が店頭で大きな声を出さずに金融商品等の説明ができるため、店

舗内部の雰囲気を良好に保つことができ、説明責任を徹底することも期待できる。

テラーカウンターの向かい側は、記帳台となっている。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(写真5)。また、店舗内は車いすの利用者が方向転換をしやすいように広めのスペースをとっている。

写真5の記帳台右手には、金利・相場を示す掲示板が設置されている(写真6)。本来、その場所には車いすの利用者も利用できるトイレが設置されていたが、ヒアリング当時は、最新設備に取り替えるための改装工事が実施されていた。そのため、改装工事中はコミュニティーセンター内のバリアフリー化されたトイレを利用することとしていた。さらに、同支店における扉は引き戸が採用され、車いすの利用者でも扉の開閉が容易にできるように工夫されている。

写真6 太陽の家支店奥



太陽の家支店での顧客対応

太陽の家支店の職員は顧客対応の基本として「相手の身になった親切」を重視している。開設当初、同支店では、親切心のあまり、「手を出し過ぎる」こともしばしばあった。しかし、愛知太陽の家が身体障がい者の自立を目指していることを目的としているため、同支店においても親切、丁寧な対応を基本としながらも、「できないことを手伝う」スタンスであり、自立へのサポートに主眼を置くこととした。

また、愛知太陽の家では、従業員のスポーツ・文化活動や地域との交流を図る目的で「むぎの会」が組織され、例年、地域住民との交流を図る納涼大会などが開催されている。太陽の家支店では納涼祭などのイベントに全職員が参加し、愛知太陽の家の従業員や地域住民とのコミュニケーションの促進を図っている。

おわりに

太陽の家支店は、他の一般的な店舗と比較して相対的に設備費用がかかることや営業地域が限定されていることなどにより、同支店の採算性は必ずしも高くない。しかし、太陽の家支店は、①地域などからの要請を受けて設立されたこと、②福祉店舗という役割があること、③地域金融機関における CSR としての意味合いが強いこと、などによって、蒲郡信金のフラッグシップ店（旗艦店）としての役割を現在でも担っている。

近年、店舗のバリアフリー化は、他の金融機関においてもその取り組みが進められているが、太陽の家支店における身長の高い人や車いす利用者等に配慮した記帳台や

ローカウンターの設置などは参考になると思われる。また蒲郡信金では、前述したとおり、渉外活動を積極的に展開してきたが、チャネル戦略の観点から渉外活動を考慮すれば、「金融サービスの宅配」であり、体が不自由で店舗に来店することが難しい顧客や高齢者とコミュニケーションを図り、金融サービスを提供する手段の一つであるといえる。

高齢者や身体障がい者の社会参加の促進が望まれるなか、誰もが金融サービスを利用できる店舗を構築していくことは CS の向上や店舗戦略の観点からも重要となっている。こうしたなか、太陽の家支店の取り組みは今後のバリアフリー化を目指す金融機関店舗に大きな示唆を与えるといえる。

参考資料

・蒲郡市ホームページ

・蒲郡信用金庫・社団法人東三河地域研究センター
[2007]「東三河地域産業の持続的な成長に関する実態調査」

不動産業の業況悪化と金融・投資環境の変化

渡部 喜智

不動産業の業況悪化し、倒産も急増

今年に入り目立ち始めた不動産関連の企業倒産件数（負債額 1 千万円以上）が、直近（08 年 7 月）で前年同月比倍増以上の急増を示している。また、日銀「短観」の 6 月調査でも、中小・中堅の不動産企業で業況の悪い企業が良い企業を上回り、業況判断 DI が約 4 年ぶりにマイナスに転じた。

近年の東京の中心部から三大都市圏へ、さらに地方大都市の中心街へと浸透していった「不動産ブームの再来」とも言える動きは今や収束し、さらなる業況の悪化が予想される状況だ。「不動産ブーム」では、分譲マンションの販売や賃貸ビルの需要など実需的な盛り上がり、金融・投資の拡大が一体ないし波及し合い、上昇過程を作り出す。しかし、現在はブームが収束し、不動産需要の減少と金融・投資の後退・逼迫が相互に逆作用していく過程に立ち至っている。

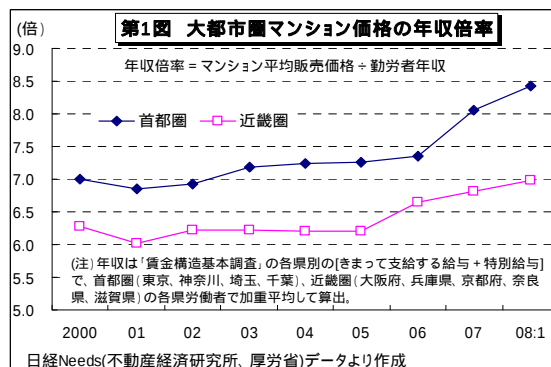
以下で不動産業の状況を整理してみたい。

不動産在庫の積み上がり

本誌前月号「首都圏のマンションの販売動向」でも報告したが、個人の不動産購入の手控えは顕著となっている。

首都圏と近畿圏のマンションを例にとると、両圏の合計マンション売却戸数（四半期ベース）は、08 年 4～6 月期は直近のピークであった 05 年 10～12 月期の 35% にまで減少したが、今四半期（7～9 月期）はさらに減る可能性も大きい。

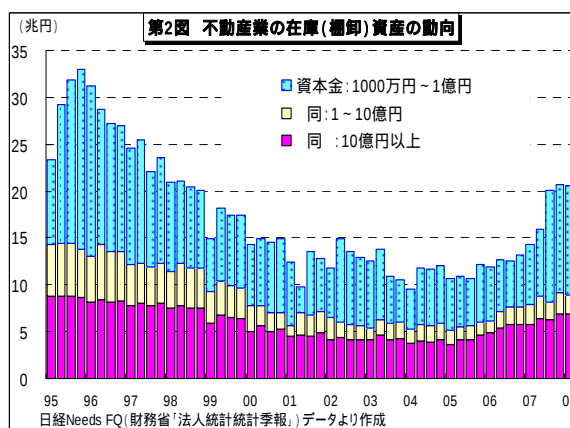
このように買い意欲を減退させる要因と



なっているのは、販売価格の上昇である。マンションを例にとり、販売価格の勤労者年収との関係である年収倍率（＝マンション価格÷年収）を見ると、首都圏で 7 倍前後から 8.5 倍へ、近畿圏で 6 倍強から 7 倍へ上昇している（第 3 図）。地方大都市でも同様の動きが少なく無いようであり、不動産の需要回復には、その価格調整を待たなければならない状況と思われる。

以上のような販売不振のもとで、逆に手持ちの不動産在庫は急増している。それは前述のマンション業界だけにとどまらず、不動産業全体へと広がっている。

「法人企業統計調査」によれば、中堅・中小の不動産業を中心に売上は減少傾向を



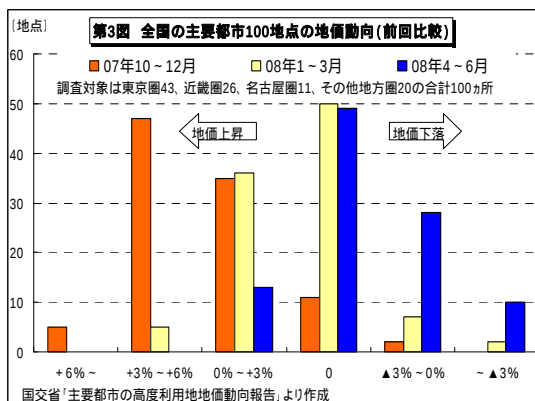
示しており、直近（08年1～3月期、以下同じ）は前年同期比二桁（▲16%）の減少となっている。

一方、不動産業の在庫を示す「棚卸資産額」は、05年には概ね10兆円台で推移していたのが、直近では倍増近い20.6兆円に増えている（第2図）。この結果、売上高と在庫の関係を示す在庫率（＝棚卸資産÷四半期累計の売上高）は、中小・中堅で特に上昇が大きくなっている。売上の急速な低迷に比べ、在庫圧縮が遅れていることを示しており、資金繰りの悪化も懸念される。

下落に転じた不動産市況

業況悪化に追い打ちをかけているのが、地価の下落傾向だ。国交省の「主要都市の高度利用地価動向報告」によれば、「三大都市圏及び地方圏ともに、上昇傾向の鈍化・下落の傾向が顕著となった」と説明している。08年第2四半期（4月1日～7月1日）に全国主要都市の100カ所中、前回比▲3～0%の下落が28カ所、同3%以上の下落が10カ所と下落箇所は38カ所にのぼる（第3図）。

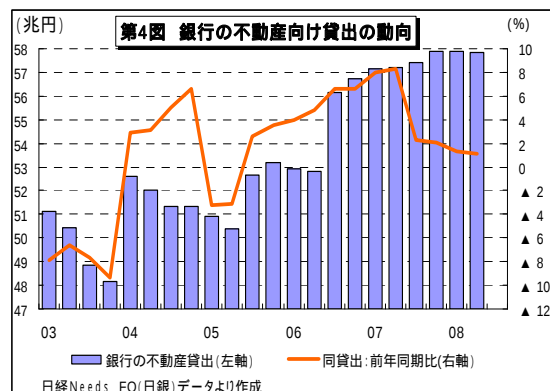
地価下落は、これまでの不動産価格・賃料等の上昇などを背景に、需給バランスの見直し・調整が進んだ結果と考えられる。さらに、先行き景気悪化の進行のもとで金融機関の融資対応の慎重化、不動産ファン



ドの投資後退を考えると、これを一時的なものとするのは難しい。地価下落は不動産在庫の評価損の発生をもたらす可能性が大きく、ここでも不動産業の業況における悪循環が懸念される。

金融機関の貸出対応も慎重化

以上のような不動産業の業況悪化のなかで、金融機関の融資対応も慎重化している。日銀の業種別貸出調査によれば、銀行の不動産業向け貸出は、07年半ばには前年同期比8%増となっていたが、08年6月末には1%台の伸びへ急低下している（第4図）。



昨年来の不動産取引をめぐる反社会勢力の介在の表面化を機に、窓口での対応がより厳格化していることも指摘されているが、個別行で見ても、すでに08年3月末の時点で不動産向け融資が前年比で減少した銀行数は全体の6割強に及んでいる。

また、不動産の主要な買い手となってきた不動産ファンドでも、賃料上昇にブレーキがかかり空室率が小幅ながら上昇に転じたことなど投資環境に陰りが出てきたことで、資金調達環境悪化のリスクがある。

以上のように、不動産をめぐる環境は当面厳しさを増す可能性が大きく、金融・投資の姿勢も慎重なものとなろう。