

潮 流

金融危機と協同組合銀行

常務取締役 鈴木 利徳

今回のサブプライム・ローン問題に端を発した世界的な金融危機は金融のあり方を根本的に検討する又とない機会である。リスク分散については、我々は証券化によって多種・多地域の原債権を組み合わせることによってリスクの分散あるいは平準化が図られるものと考えていたし、リスクヘッジについては、保証会社に保証料を支払うことによって個々の金融取引のリスクはヘッジされるものと信じていた。また、格付機関の格付については、過去の経験から有事のときは格付の引下げが事態悪化のスピードに追いつかず大きく遅延する欠点があることは知っていたものの、格付の有用性を信じて投資の基準としていた。

しかし、証券化商品がより複雑になり、グローバル化がより深化した今日の金融市場は、リスクの所在を見えにくくしている。複雑な証券化商品について格付機関はリスクの所在を認識できず、保証会社の保証を拠る所に評価判断を下していた。また、グローバル金融市場のプレーヤーが巨大化し、その巨大さが持つ見せかけの信用力を梃子に彼らは近視眼的な利益指向に走っていた。そして、巨大プレーヤーの破綻は負のリスク連鎖によって世界中の投資家を巻き込み、混乱におとしいれた。

また、過剰流動性を背景に資産バブル、金融バブルが生じたが、そのバブルがはじけたときに現出したのは金融機関の流動性の枯渇であった。このように世界中の多くの金融機関が流動性不足に陥ったのは第二次大戦後初めての経験である。この場合も流動性リスクの負の連鎖が国境を越えて世界中の金融市場に広がった。今後、金融機関はあらためて適正な流動性の確保という問題を考えることになろう。

金融機関の流動性を担保するために、欧米各国の政府、中央銀行は市場に資金を大量供給するとともに、銀行間の資金取引を保証する措置をとった。

このような各国政府による銀行間資金取引の緊急対策が次々に発表されるなかで、唯一民間金融機関が発表した対応策が 10 月に新聞紙上で報じられた。それは、欧州 8 カ国の協同組合銀行が発表した「短期資金の相互融通協定」である。欧州の他の金融機関が相互に資金を融通するのを拒否している状況のなかで、協同組合銀行は相互に、期間 3 ヶ月までの短期資金を 150 億ユーロ（約 2 兆円）まで資金供給することを保証し合うことにしたのである。

これは、協同組合銀行が金融危機に適応可能であることを示す印象的、象徴的な行動である。しかも、協同組合銀行は政府の銀行間資金供給の枠組みを利用していない。それは、協同組合銀行が組合員・会員からの預金に支えられたハイレベルの流動性を維持しているからである。

協同組合銀行の特徴のひとつはそのメンバーシップ制にある。メンバーシップ制であるがゆえの顧客との強いリレーションシップがあり、それが安定した資金調達を支えている。メンバーシップ制に支えられた“金融危機に対する柔軟性”を我々は同じ協同組織金融機関としてあらためて高く評価すべきであろう。我々は、今回の金融危機の経験を、協同組合の意義を再確認し、協同組織金融機関の本源的な特性を再評価する契機としたい。

情勢判断

国内経済金融

台頭の恐れが再浮上してきたデフレ

～ 日本銀行は 09 年 1～3 月にも追加利下げへ～

南 武志

要旨

リーマン・ショックを契機に勃発した世界的な金融危機は、主要国政府による手厚い金融安定化策や国際協調利下げなどによって、最悪の事態は回避された模様。しかし、先進国経済の悪化が中国など新興国経済に飛び火するなど、まさに世界同時不況の様相となっており、日本経済においてもこれまで景気牽引役を担ってきた輸出の大幅減が懸念される事態となっている。国内景気は 09 年度いっぱい悪化を続けるだろう。こうした需要減退に資源価格下落が加わり、09 年度は再びデフレに突入することも予想される。

また、日本銀行は 10 月に追随利下げに踏み切ったが、先行き国内景気が一層悪化し、デフレに陥る可能性が高く、さらに内外金利差縮小による円高進行が景気下振れリスクを高めることを考慮すれば、日銀は 09 年の年明け後にも再利下げに踏み切ると思われる。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2008年		2009年			
	11月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	0.305	0.30	0.10	0.10	0.10	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.836	0.75～0.85	0.55～0.70	0.55～0.70	0.55～0.70	
短期プライムレート (%)	1.675	1.675	1.475	1.475	1.475	
国債利回り	10年債 (%)	1.400	1.25～1.60	1.25～1.65	1.30～1.70	1.30～1.70
	5年債 (%)	0.855	0.80～1.00	0.60～0.90	0.60～0.90	0.60～0.90
為替レート	対ドル (円/ドル)	95.0	80～105	80～105	85～110	90～115
	対ユーロ (円/ユーロ)	119.1	100～130	100～130	100～130	105～135
日経平均株価 (円)	7,910	8,500±1,000	9,000±1,000	9,250±1,000	9,500±1,000	

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

(注) 無担保コールレート翌日物の予想値は誘導水準。実績は2008年11月21日時点。予想値は各月末時点。

国債利回りはいずれも新発債。

国内景気: 現状・展望

9月中旬に発生したリーマン・ショックをきっかけに勃発した世界規模での金融危機は、国際協調利下げや公的資金の銀行資本注入など手厚い対応策が表明されたことにより、最悪の事態は回避される可能性が高まったものの、当面は金融システムの本来機能が不全なまま推移する可能性が高く、それが実体経済にも抑制的に働くことは避けられそうもない。

実際、これまで景気牽引役の役目を果た

してきた輸出の減少傾向が強まってきた。

10月の貿易統計では、既に悪化が始まっていた欧米先進国向けの輸出数量に加え、中国などアジア向けについても前年比 1.8%とマイナスに転じたことが判明した。

また、11月17日に発表された7～9月期 GDP 第一次速報によると、4～6月期には前期比減少となった民間消費や輸出は多少持ち直しも見られたものの、民間企業設備投資の落ち込み幅が拡大したことから、前期比 0.1% (同年率 0.4%) と 2 四半期連

続のマイナス成長に陥るなど、景気後退を裏付ける結果となった。

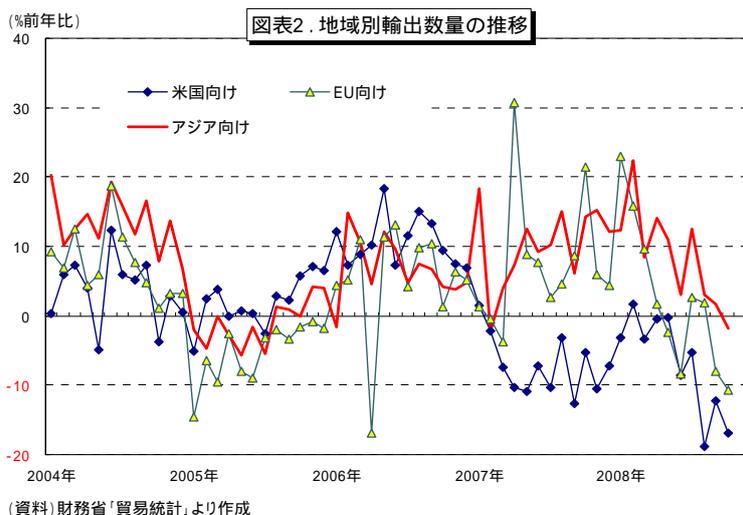
この GDP 発表を受けて、当総研では 2008～09 年度経済見通しの改訂を行ったが、経済成長率については 08 年度：0.3%、09 年度：0.2%と、2 年連続のマイナス成長を見込むなど、前回 9 月時点の見通しから大幅な下方修正となった。

09 年度を通じて景気悪化が続くこととなり、回復時期は 10 年度以降に持ち越されることになるだろう。(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、昨今の国際商品市況の大幅下落に加え、世界同時不況に伴う需給悪化の影響が今後強まり、09 年に向けてデフレ的な様相が徐々に強まっていくことが予想される。前年比で見れば 9 月の消費者物価は 2.3%と、依然として上昇率は高いままであったが、これまでの物価上昇の主因であったガソリン小売価格は、この 4 ヶ月で 40%超の下落となっており、11 月には物価押下げ要因に転じている。食料品や日用品などの一部に過去の投入コスト上昇分を価格転嫁する動きは多少残っているが、エネルギー価格の大幅下落に主導される形で再び物価全体が前年比下落に転じるリスクが意識され始めてきた。

金融政策の動向・見通し

日本銀行は 10 月 31 日に 0.20%の利下げ転換を行っており、現在はその効果を見極めている状況と見られる。しかし、11 月 14



～15 日に開催された G20 首脳による「金融サミット」では、今後とも各国とも金融財政政策を積極的に発動していく方針を確認した。先行き更なる景気悪化が懸念される欧米諸国の中央銀行は、一層の利下げに踏み切る公算が高いものと思われる。

もちろん、日本でも、先行きインフレが沈静化し、09 年夏には物価下落に転じる可能性が急浮上するなど再びデフレ懸念が強まる方向性にあること、過去 2 回の利上げの背景として説明してきた需給ギャップ (GDP ギャップ) がすでに大幅な供給超過になっていること^(注)、内外金利差の縮小予想に伴う円高進行やそれに伴う景気下振れリスクへ備えること、などを踏まえれば、利下げを行う余地はほとんどないとはいえ、日銀も追加利下げを行う必要性が高いことは言うまでもない。早ければ、09 年明け後にも第 2 次の利下げ (0.20%引き下げ) が実施されるものと予想する。

一方、日銀が将来的に利上げを再開するためには、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、世界的な金融市場の混乱が沈静化する、米住宅市場の調整が

終了し、米個人消費などへの下押し圧力が解消する確信が強まる、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いない上、日銀の政策委員自身が予想する経済・物価



見通しも、09年度まで悪化傾向が続くとの見方が大勢であることから、利上げ転換は10年度以降と思われる。ただし、そういう面からも、ひとたびゼロ金利政策を採用してしまうと、なかなかそこから脱却できないことを想定すれば、日銀が第3次利下げ（ゼロ金利政策への復帰）については躊躇する可能性が高いだろう。

(注) 実際のGDPにHPフィルタをかけることによって推計される「平均的なGDP水準」との対比では、7~9月期時点で1.3%程度のデフレギャップが発生していることが試算される。

市場動向:現状・見通し・注目点

9月中旬のリーマン・ショックにより、世界中の金融市場は大混乱に陥った。市場参加者は欧米金融機関の経営危機を強く意識し、拏って流動性(=現金マネー)の確保に動いたこともあり、短期金利は異常な跳ね上がりを示した。また、株式市場なども大幅な下落を続けた。欧米の政策当局は信用秩序維持に向け、特に極度の流動性不足に陥ったドル資金の潤沢供給、公的資金による金融機関保有資産の買取機関設立などを打ち出したが、金融市場は更なる政策

発動を催促するかのよう混乱を続けた。その後、米国・欧州各国が公的資金の銀行への資本注入を決断し、被害が比較的少ないとされた日本でも、再び金融機関への資本注入を可能にする金融機能強化法の復活を検討し始め、かつ各国中央銀行が協調利下げに踏み切るなど、先進国の政策当局が責任を持って金融システムの崩壊を食い止める姿勢を明確にしたことで、ようやく金融市場のパニック的な動きには転機が訪れた。しかし、世界同時不況のなか、金融市場は不安定な状態からなかなか抜け出せないものと思われる。

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

景気悪化の度合いが強まり、さらに日銀が利下げに踏み切って中短期ゾーンの利回りが低下したにもかかわらず、長期金利(新発10年国債利回り)は、1.5%前後で方向感なくもみ合うなど、下げ渋る展開が続いている。いずれの先進国とも金融システム安定化や景気底割れの阻止に向けて財政拡大に踏み切っており、先々の国債発行圧力

の高まりによる需給悪化懸念が長期金利の低下に歯止めをかけているものと思われる。今後、もう一段の利下げによって、長期金利には一時的に低下する可能性はあるものの、基本的には「景気悪化・短期金利低下」と「財政赤字拡大」の両者が牽制しあう格好で、今後も長期金利は明確な動きが見られぬままの展開が予想される。

株式市場

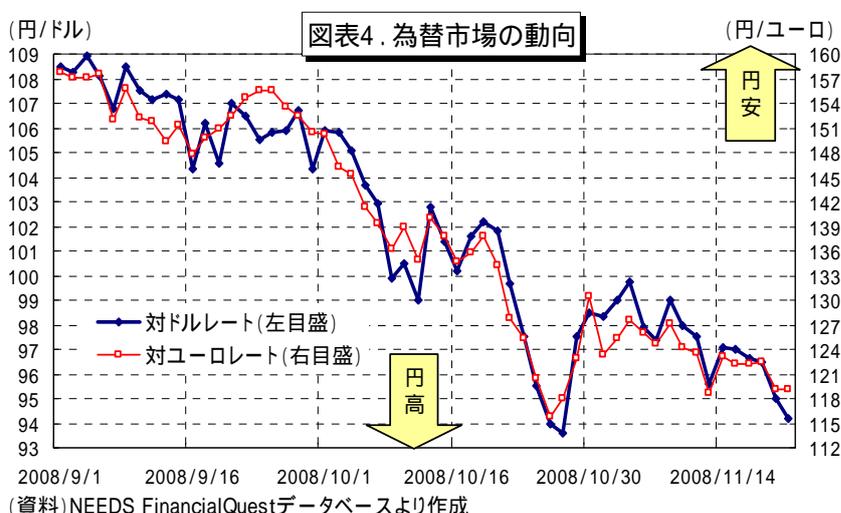
10月下旬にかけて、日経平均株価は一時バブル崩壊後最安値となる7,000円割れの水準まで暴落し、その後9,000円台まで急速に値を戻す場面もあった。しかし、日経平均6,000円台という水準は、世界経済の悪化や企業業績の下方修正を想定しても、かなり割安な状況であると見られる。なお、最近の原油など資源価格の大幅下落は、これまで収益を圧迫してきた変動費の大幅圧縮につながることへの期待感もあるが、投資家のリスクテイク能力は大幅に低下しているほか、更なる景気下振れリスクによる09年度にかけての業績低迷の可能性を無視することもできない。基本的に、株価の本格的な回復には相当程度の時間がかかると

見られ、上値の重い展開が続くだろう。

外国為替市場

7月中旬以降の資源価格の下落やそれに伴うインフレ懸念の後退、さらには世界経済の悪化傾向が一段と鮮明になったことで、8月上旬以降、円高傾向が強まった。特に、リーマン・ショック以降は、リスク回避的な行動が強まったこともあり、ほぼ全面的に円高が進行する事態となった。当然のことながら、こうした最近の円高は、日本経済のファンダメンタルズに対する絶対的な評価を示したものではなく、あくまで欧米経済・金融情勢の悪化が激しいことによると思われる。

このように、金融危機に伴う為替変動が激しさを増しているが、以下では「金利格差」要因で今後の為替市場を予想してみたいが、基本的に09年前半にかけて円高圧力が強い状況が続くと予想する。各国中央銀行とも既に利下げフェーズに突入しているが、日銀は利下げ余地も乏しく、しかも追加利下げに対して慎重な姿勢を続けている。その一方で、欧米の各中央銀行（米連邦準備制度理事会・欧州中央銀行・イングランド



銀行など)では必要とあればもう一段の利下げを行う構えを示している。この結果、将来的に内外金利差はさらに縮小する可能性が高いことから、目先は円高に振れやすい展開が続くと思われる。

(2008.11.25現在)

情勢判断

海外経済金融

年明け後も景気悪化懸念強く F R B は利下げを継続

渡部 喜智

要 旨

「金融安定化法」に基づく公的資金の資本注入や潤沢な資金供給で、「流動性危機」の最悪期は脱したように見える。市場金利も大きく低下してきた。しかし、景気は着実に悪化方向にあり、企業や家計の借入・資金調達も厳しい状態が続いている。オバマ新大統領の就任前に本格的な追加景気対策が議会で成立するかは不透明であることもあり、悪材料の表面化に対し、追加利下げによって対応することが求められる。

個人消費は年明け後も要注意

ミシガン大学やカンファレンス・ボードなどの消費者心理指標は、歴史的な低水準へ低下。景気悪化に加え、深刻な金融危機や株価下落など資産減少の動きのなかで、消費意欲が減退し消費抑制の姿勢が極めて強いことを示している。

11月14日に発表された10月の小売売上高では前月比 2.8%の落ち込みを見せた。この減少にはガソリン価格の急落や変動の大きい自動車販売の不振の影響も含まれるが、自動車・ガソリンの売上を除いて見ても、三ヶ月連続の減少となっている(第1図)。

さらに、懸念されるのはホリデー・シーズン(以下、同シーズン)の消費動向だ。同シーズンは正確には11月第4木曜日からクリスマスまでの間(今年は27日間と例年より短い)を指すが、小売業界では広く11~12月の販売と捉える。

すでに11月も後半だが、大手チェーン・スト

アを対象とする ICSC-UBS 週次売上は前年比マイナスに転じた。値引きが前倒しで行なわれていることを差し引いて考えても、消費不振の不安をかきたてる。同シーズンの消費が予想以上に不調という結果になれば、米国のみならず世界経済への先行き不安が改めて強まる。さらに年明け後も消費が盛り返す要素は乏しい。

住宅市場の悪化継続

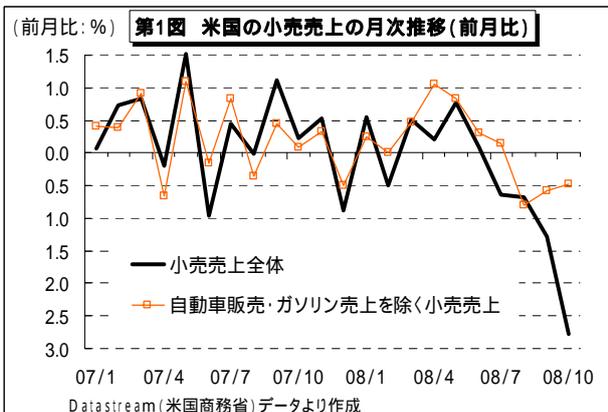
住宅市場の調整も底入れの道筋が見えない状態である。

10月の住宅着工件数(季節調整値)は前月比 4.5%と4ヶ月連続減少し年率換算 79.1万戸となった。また、同着工の先行指標である建築許可件数も減少が続いており、年明け以降も住宅着工が低迷する可能性は大きい。

また、住宅販売との連動性が高い全米住宅建設業者協会(NAHB)の「住宅市場指数」は11月に前月の14から9へ低下し、前月に続き85年1月の調査開始以来の最低を再更新した。

さらに、企業の設備投資も厳しさを示す材料が目白押しである。民間設備投資は、すでに08年7~9月期に、7四半期ぶりの減少(年率1.0%)に転じたが、設備投資の先行指標から見て、しばらく低迷が続く可能性がうかがわれる。

企業心理を示す代表指標であるISM(全米供給管理協会)景況指数は製造業、非製造業ともに目安となる50の水準を大きく割り込んで



いる。また、機械機器などの資本財受注(実質)も3四半期連続の減少となっている。さらに後述のような資金調達難が加わり、年明け後も企業の投資好転を見通すのは難しい状況である(景気見通しの詳細は本誌「経済見通し」参照)。

貸出基準の厳格化進行は問題

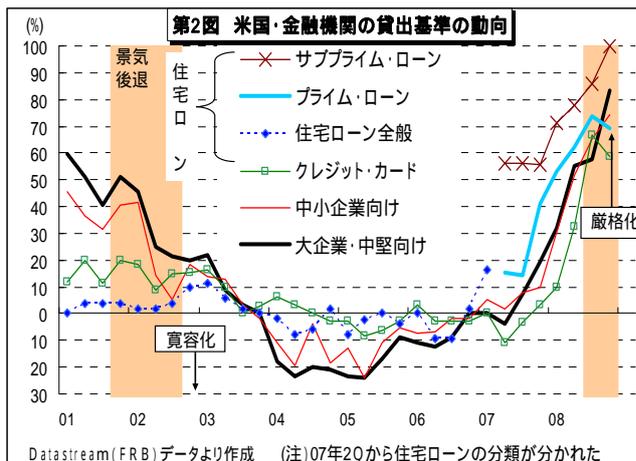
10月中の2度の政策金利引き下げにより、フェデラルファンド・レートは史上最低の1.0%に並んだ。また、国際的な連携のもとでドル資金の大量供給が行われた結果、金融機関間の資金調達が極めて困難になった「流動性危機」も当面の最悪期を脱したといえる。

これらを受け、ドル金利の指標であるLiborレート(3カ月)など短期市場金利も下がった。流動性危機の中で10月半ばに4.82%まで高まったLiborレート(3カ月)は直近2.21%まで低下した。短期市場金利に連動する貸出では優良企業向けのプライム・レート貸出が代表だが、カードローンや自動車ローンなど消費性ローンも連動する。現在4.0%のプライム・レートは12月以降も引き下げられる見込みであり、支払金利の減少は企業や家計にとって朗報となる。

しかし、銀行の貸出基準の厳格化が一段と進んでいることは大きな問題である。連邦準備制度の10月調査によれば、住宅貸出中、サブプライム・ローンの貸出基準を厳格化した銀行は100%、プライム・ローンでも同69.2%と高止まっている。企業向け貸出でも、中小企業向けが74.5%、大・中堅企業が83.6%と厳格化の動きが強まっている(第2図)。金融機関の貸出慎重化は、景気悪化を下押す懸念材料だ。

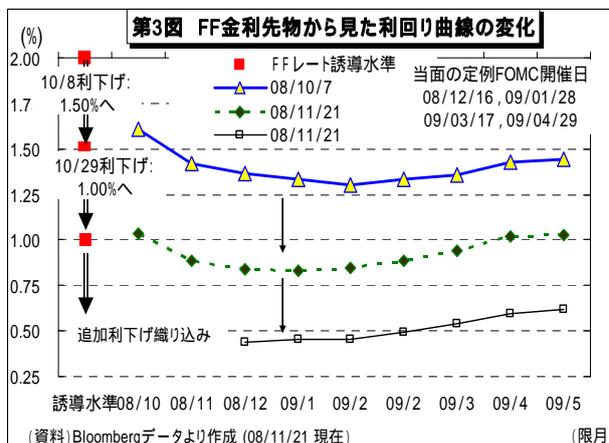
景気対策実施までは利下げで対応する必要

年末の消費不振の確度が高まっている現在、09年1月20日の大統領就任を待たず、本格的な景気対策を取りまとめる必要性は高まっている。オバマ新政権で金融危機と景気対策の対応にあたる財務長官は重要だが、ガイトナー・ニューヨーク連銀総裁が指名された。また、有力



ブレインのサマーズ元財務長官は国家経済会議委員長に就くが、「迅速かつ数年時にわたる実質的・持続的な総額5,000~7,000億ドル(50~70兆円)」の対策を述べている。なお、民主党からは、米国の自動車大手「ビッグ3」の250億ドル(1ドル100円換算で2.5兆円、以下同じ)救済策を含む景気対策法案も提出されているが、11月中旬の時点で成立は微妙な情勢だ。

いかに早期に需要を喚起し景気への安心感を高めるような手が打たれるか、時間との勝負となる。それまでの間、景気の下振れなど悪材料が表面化した場合の緩和策として利下げは必須だろう。幸いにも原油先物(WTI期近物)が7月のピークから6割超下げなど商品市況が全般的に急落し、インフレ率は年末年始にかけ上昇率を大きく縮小すると予想される。その点で利下げの副作用は小さい。市場の期待は利下げに傾いており、それに沿った利下げが賢明な選択と思われる(第3図)。(08.11.21)



原油市況

原油価格（WTI 期近・終値）は、7月初めに1バレル=145ドル台と史上最高値を更新した。しかし、その後は世界的な景気悪化と投資資金の引きあげなどから反落し、11月下旬には07年1月以来の50ドル割れとなった。OPECは10月24日の臨時総会で日量150万バレルの減産を決定したが、価格下落が続いていることから次回12月総会でも追加減産する可能性が高い。

米国経済

米国では、金融危機の影響が実体経済に及んできている。住宅市場の調整が続くなか、生産や雇用が大幅に減少し、消費の低迷も続いている。サブプライム問題については、最大7000億ドル（100円換算で70兆円）の公的資金の資本注入などを柱とする金融安定化法案が10月3日に成立。これを受けて、金融機関の資金増強のための2500億ドルの公的資金の注入が決定した。また、米連邦準備制度理事会（FRB）は10月8日に欧州中央銀行（ECB）等とともに政策金利を0.5%pt引き下げた後、29日のFOMCでも0.5%ptの追加利下げをした結果、政策金利は史上最低水準に並ぶ1.0%となった。

国内経済

わが国でも、景気後退局面に入ったことが明らかである。08年7~9月期の実質GDP成長率（第1次速報）は前期比0.1%（同年率0.4%）と、2四半期連続のマイナス成長となった。民間消費や民間住宅が増加に転じたものの、海外経済の減速を受け国内の企業部門が低迷、設備投資は3四半期連続で減少した。また、7~9月期の鉱工業生産指数も3四半期連続で低下し、先行きも10月に前月比2.3%、11月は同2.2%と悪化する見通し。さらに雇用環境の悪化などから、消費者心理は一段と悪化している。以上のように、内需、外需とも弱含んでおり、一段と景気が悪化することが懸念されている。なお、日銀は10月31日の金融政策決定会合で政策金利を0.2%pt引下げ、0.3%とした。

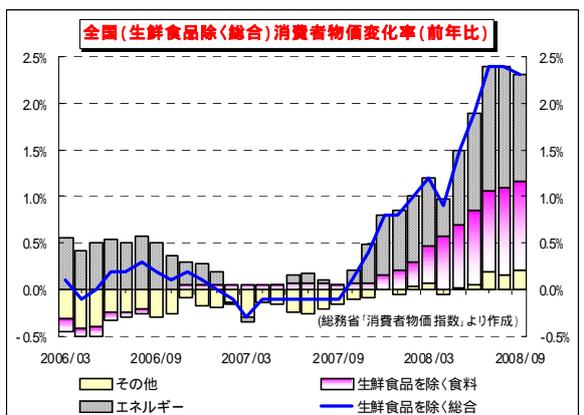
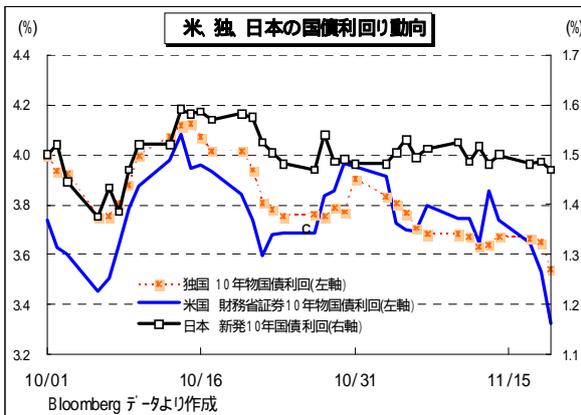
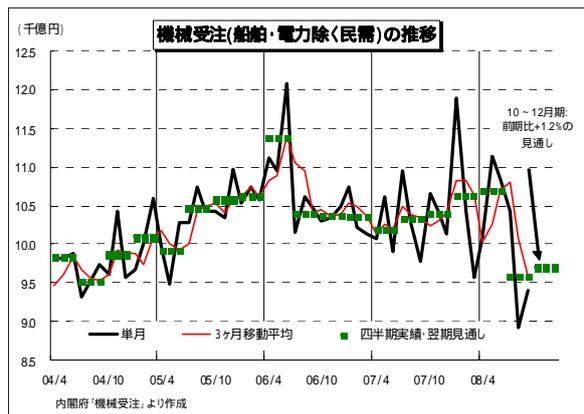
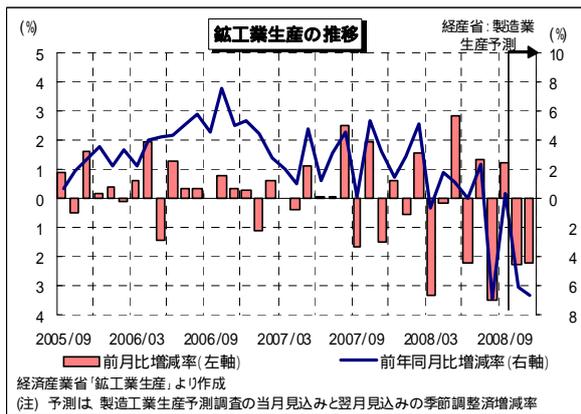
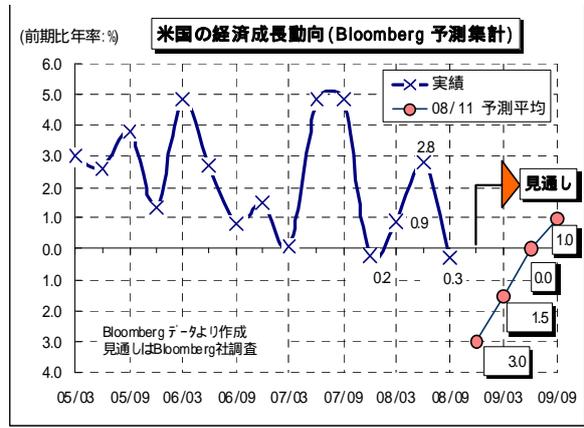
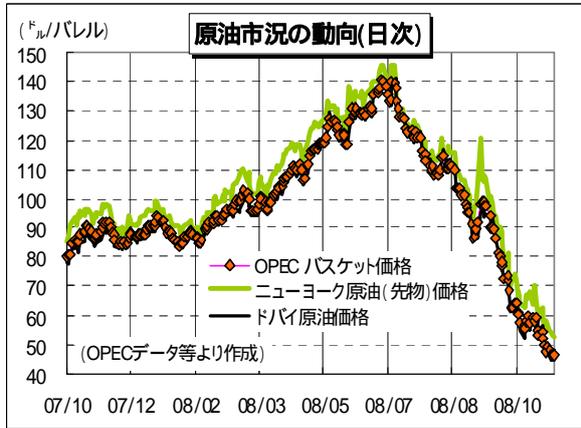
金利・株価・為替

外為市場では、米国での信用不安の強まりや追加利下げ観測、円キャリートレードの解消などから10月下旬に一時1ドル=90円台と95年8月以来のドル安・円高水準となった。また、ユーロ圏の景況感悪化や欧州金融機関の経営不安、ユーロ金利の低下見通しなどからユーロ安が進み、10月下旬には07年2月以来となる1ユーロ=1.30ドル割れとなった。日経平均株価は、業績悪化や円高、世界同時株安などから、10月27日に終値で7162円90銭とバブル後最安値を更新した。日本の長期金利の目安である新発10年国債利回りは、「安全資産への逃避」の動きから10月上旬に一時1.3%台後半まで低下したが、その後は小幅上昇し、1.5%前後で推移している。

政府・日銀の景況判断

政府は11月の景気判断を「弱まっている」とした上で、「世界経済が一段と減速するなかで下押し圧力が急速に高まっている」と2ヶ月連続で下方修正した。一方、日銀は10月の景況判断を「停滞している」と、2ヵ月連続で据え置いた。なお、10月の日銀「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」では、経済の先行きについて「09年度半ば頃までは、停滞色が強い状態が続く」と予想。消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比については、当面は、2%台半ばの水準から徐々に低下し、09年度に0%前後と見込んでいる。（08.11.21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

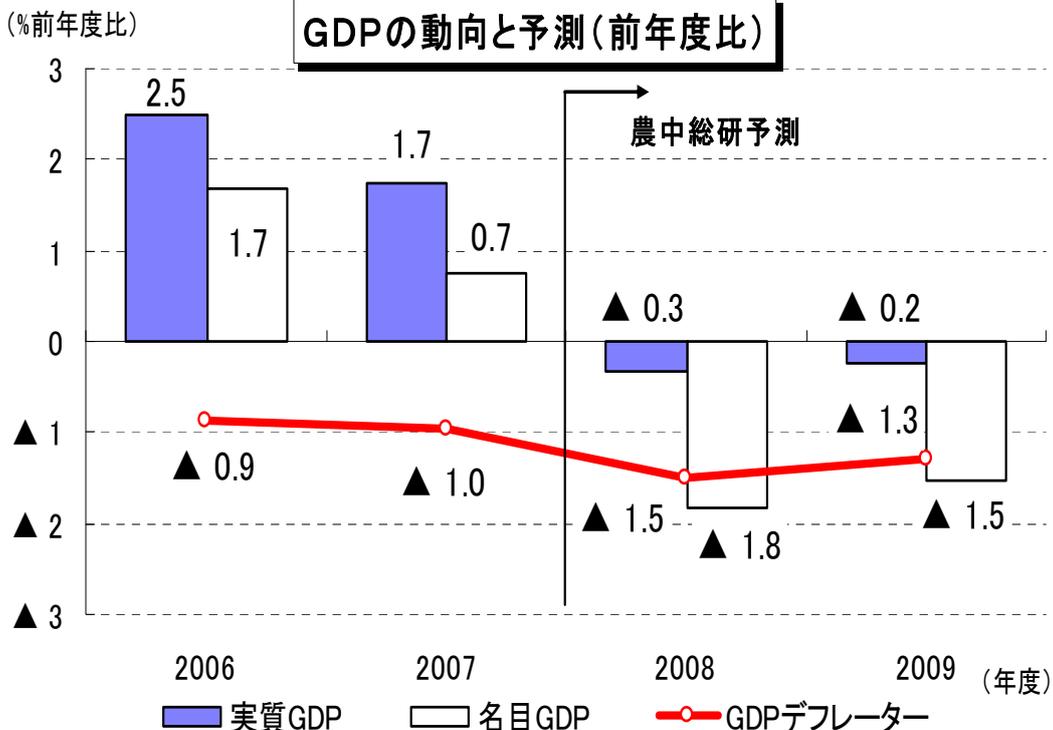
2008年度は▲0.3%、09年度は▲0.2%と、マイナス成長を予測

～景気回復は2010年度以降へ持ち越し～

米国・欧州など先進国・地域の景気悪化が新興国経済にも波及しており、さながら世界同時不況の様相が強まっている。加えて、リーマン・ショックを契機に勃発した金融危機により、リスクマネーの供給が途絶える事態に陥った。世界経済の悪化と金融危機に伴い、輸出環境は今後さらに悪化していくものと思われる。こうした状況を受けて、企業は設備投資を削減し始めているほか、物価上昇や雇用悪化を受けた消費マインドの大幅悪化により、民間消費も停滞気味に推移している。景気牽引役が不在の日本経済は、08～09年度にかけて景気悪化が続くことになる。景気持ち直しは2010年度以降に持ち越されるだろう。

また、エネルギー・食料品の値上がりにより、08年度前半までは物価上昇率が緩やかながらも加速的に高まっていく状況であったが、国際商品市況の大幅下落や景気悪化に伴い、今後インフレは沈静化するだろう。逆に09年夏にかけては再び物価下落(＝デフレ)に陥る可能性を指摘したい。

金融政策については、景気は今後とも更に悪化し、消費者物価も先行き下落に転じる可能性を考慮すれば、09年入り後に追加利下げ(0.20%の利下げ)に踏み切る可能性が高いと予想する。



(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:

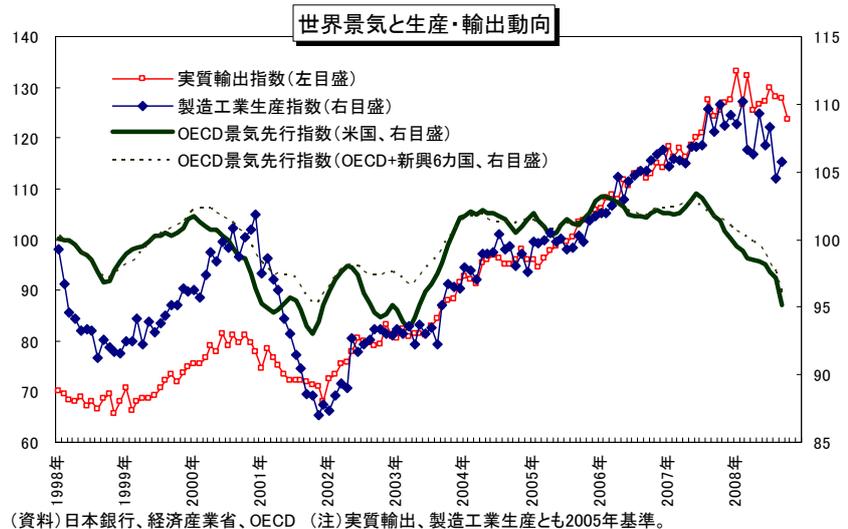
(1) 世界的な金融危機の発生とその対応

米サブプライム問題は、「住宅ローンの焦げ付き拡大⇒欧米の主要金融機関の損失拡大⇒信用収縮懸念の高まり⇒政策当局の対応⇒信用不安の一時的後退」というサイクルを繰り返した後、08年9月中旬に大手証券リーマン・ブラザーズが経営破綻するという米国の金融地図を大きく塗り替えるような事態にまで至った。このリーマン・ショック以降、米サブプライム問題は、世界的な金融危機の発生という新たなフェーズに突入したようである。08年3月に起きた証券大手ベアー・スターンズの実事上の経営破綻の際には、救済合併の意思を表明した米大手銀行JPモルガン・チェースを通じて、米FRBは最大300億ドルに及ぶ特別融資を行う構えを示すなど、金融システム危機に対して公的に関与する姿勢を見せたが、リーマン破綻に対して米金融当局は支援を拒んだ。しかし、これによって世界的に金融市場は大混乱に陥るなど、対応策は裏目に出た。そのため、米金融当局は、同様に経営悪化が懸念されていた証券大手メリルリンチの大手銀行バンク・オブ・アメリカによる買収を側面支援したほか、保険最大手AIGの救済などを矢継ぎ早にまとめたが、「次のリーマンはどこか」と疑心暗鬼になった市場参加者を鎮静化することはできず、金融危機は世界中に伝播し始めた。欧州でも同じように大手金融機関の経営危機が噂され、金融機能が不全となる事態となるなど、世界規模でリスクマネーの供給が途絶えたため、一部の国では通貨危機が発生し、近隣諸国やIMFなど国際機関からの経済支援を受ける事態に陥った。

その後、欧米先進諸国の政策当局は、金融機関が保有する不良資産の買取機関設立や公的資金の資本注入などを決定・実行に移すなど、金融システムの崩壊を未然に防ぐべく対応に追われたほか、各国中央銀行も足許のインフレ率はまだ高いものの、早晚落ち着くことを見込んで協調利下げに踏み切った。11月14～15日に開催した先進7ヶ国と新興国の計20ヶ国の首脳による「金融サミット」でも、金融・財政政策による金融システム安定化や景気刺激策を続けていく方針が確認された。こうした手厚い政策発動により、世界的に金融システムが崩壊し、経済が恐慌状態に陥るような事態は回避されると思われるが、今回の衝撃があまりに大きかっただけに、経済活動が元の状態まで回復するのに相当程度の時間がかかることが見込まれる。

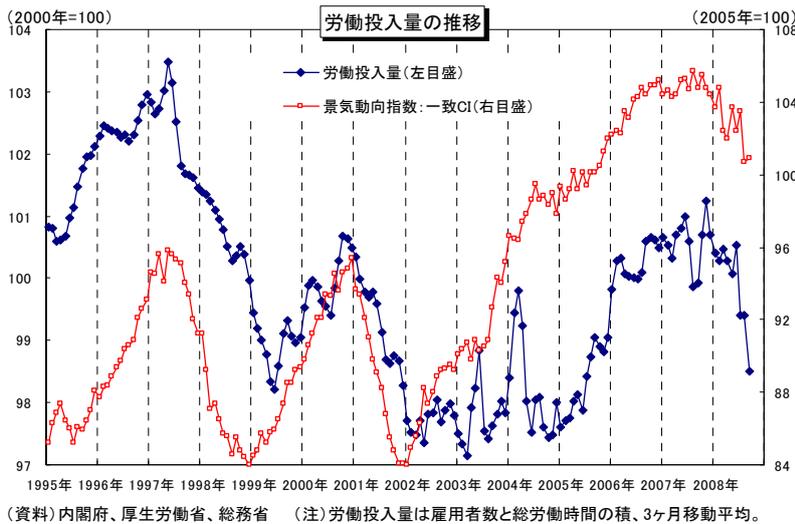
(2) 景気の現状

こうした金融面の動揺は、直接的にはもちろんのこと、間接的にも着実に日本経済に悪影響を及ぼしていることが、最近発表された経済指標から読み取れる。これまで国内の景気回復の起点として機能してきた輸出は、先進国経済の悪化が新興国経済にも波及し始めたことで、頭打ち状態だったものが徐々に減少傾向を強めつつある。こうした世界的な需要減退によって輸出製造業の生産活動は低下しており、さらに円高進行により企業業



績の大幅な下方修正を余儀なくされている。

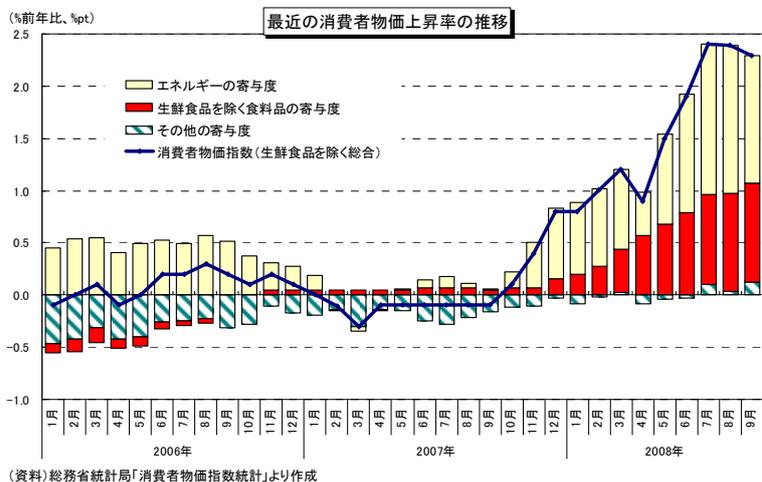
また、設備投資関連指標も大きく悪化している。一致指数とされる鉱工業統計：資本財出荷(除く輸送機械)の7～9月期分は前期比▲5.7%と、4四半期連続のマイナスであった。これに対して、先行指標とされる機械受注(船舶・電力を除く民需)は4～6月期まで4四半期連続での増加となるなど、やや底堅さも見られていたが、7～9月期分は同▲10.4%と一転して大幅な減少率を記録した。日銀短観(9月調査)からも、企業の設備不足感は既に解消し、むしろ過剰感が意識される状況となっているほか、大企業・中堅企業では08年度設備投資計画が下方修正されるなど、設備投資に対する慎重姿勢が強まっていることが窺える。



さらに、家計部門でも消費を取り巻く環境の悪化は深刻である。すでにガソリン価格は値下がりしたものの、食料品価格の断続的な値上げは続いており、消費者物価の前年比上昇率は高めに推移してきた。一方、消費の源泉となる所得を見ると、賃金は頭打ち状態が続いているため、物価変動を考慮すれば実質的には目減りしている。また、株価の大幅下落や円高進展などにより、保有する金融資産も含み損を抱えた状況となっている家計

が多いと思われる。さらに、昨今の雇用情勢の悪化(有効求人倍率は1倍を大きく下回って推移)により、就業者数は08年2月以降、前年比マイナスが続いている。この結果、内閣府：消費者態度指数を代表とする消費者マインドを示す指標は軒並み大幅な悪化を示すなど、「財布の紐はきつく締められた」状況といえる。

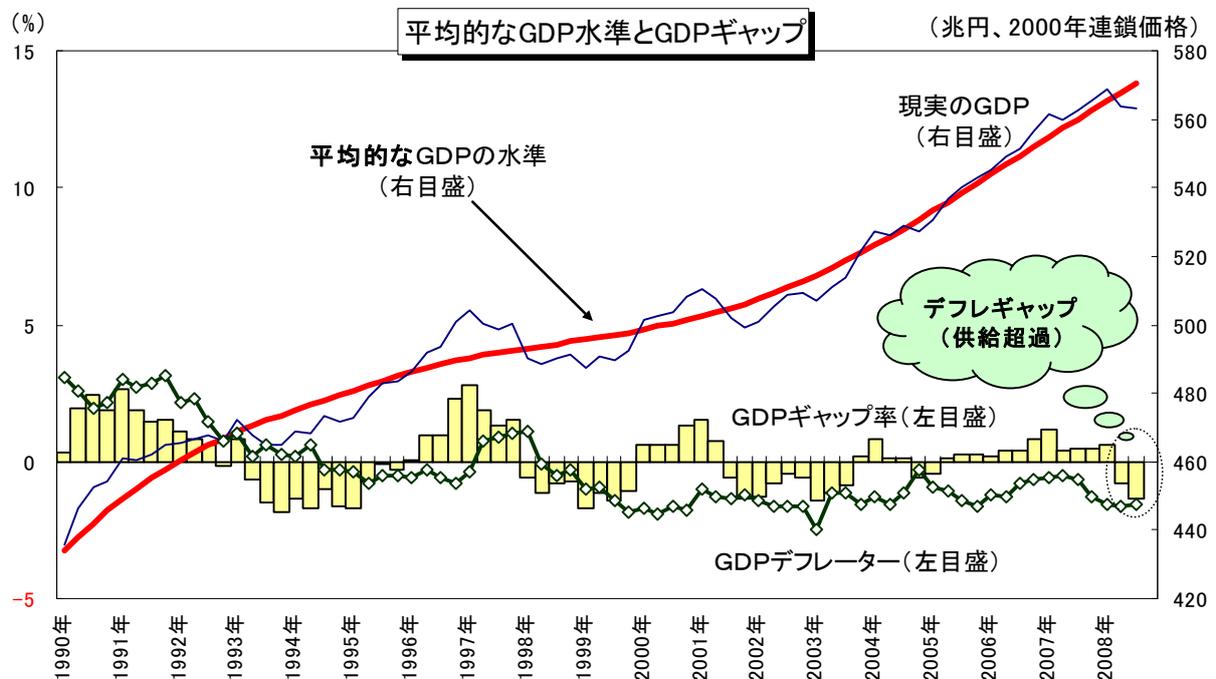
このような国内需要の低調さは物価指標にも反映されている。確かに、原油・穀物などの資源高騰は国内企業物価や消費者物価といった物価指数を表面上押し上げたものの、エネルギーや食料品などを除けば、商品・サービス価格は安定的に推移しており、「物価の二次的波及」は全く観察されなかった。消費者物価に関しては、需要の価格弾性値が低い生活必需品を中心とした値上げにより、その他の商品・サービスへの支出が抑制されるなど、そもそも民間消費の弱さに原因があると思われる。一方で、企業(もしくは生産者)サイドから見れば、消費者の購入意欲が弱く、値上げに対して強い拒絶反応を示す中、投入コストの上昇分を不十分な形でしか価格転嫁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、多くの企業の固定費のうち最も高い比重を占める人件費を極力抑制する姿勢が継続される、といった悪循環が発生しているのである。



なお、夏場以降の国際商品市況の反落により、物価指数の動きもこれまでとは変化の兆しが見えつつある。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、08年7~8月は同2.4%まで上昇したが、9月分ではエネルギー価格上昇が一服したことで、同2.3%とやや上昇率の縮小が見られている。同様に、国内企業物価・企業サービス価格指数なども、上昇率の縮小が始まっている。

(3)2008年7~9月期 GDP とその評価

こうしたなか、17日に公表された7~9月期のGDP第1次速報によれば、実質GDP成長率は前期比▲0.1%(同年率換算▲0.4%)と2四半期連続のマイナス成長となったことが判明した。連続でマイナス成長となるのは、01年4~6月期から10~12月期にかけて3四半期連続でマイナス成長となって以来である。さらに、前年比成長率も▲0.1%と02年4~6月期以来のマイナスに陥っている。なお、今回マイナス成長に陥った最大の原因は、民間企業設備投資が一段と悪化したことが大きい。



(資料)内閣府、総務省のデータから作成 (注)平均的なGDPの水準はHPフィルターを利用して作成

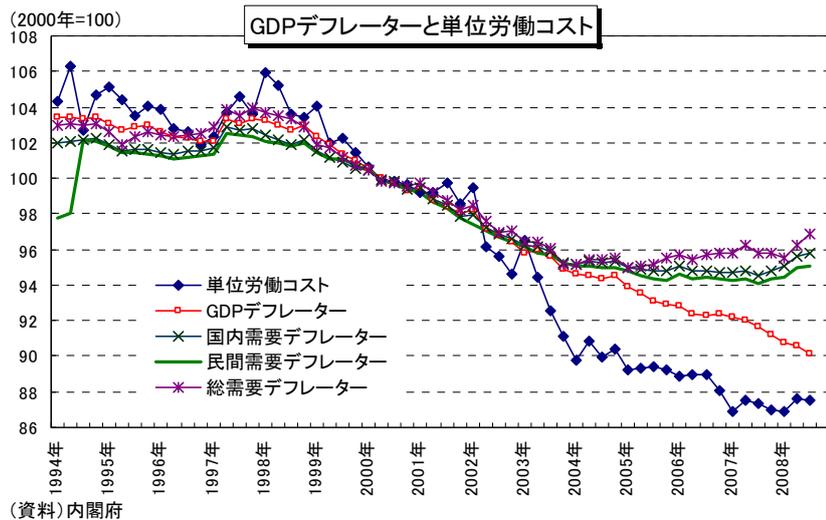
簡単に主な需要項目の内訳を見てみると、民間消費は前期比0.3%(前期比成長率に対する寄与度は0.1%pt)と、2四半期ぶりのプラスとなった。有効求人倍率が1倍を大きく下回った状況が続き、賃金が伸び悩むなど、雇用環境は悪化状態が続いており、加えてガソリンや電気・ガスなどエネルギー、小麦製品や食用油などの食料品といった生活に密接な商品・サービスの価格が前年比で高い状態が続いたこともあり、消費マインドは大幅な悪化を続けていた。ただし、4~6月期(同▲0.6%)からの反動増が多少みられたほか、北京五輪需要や猛暑効果などによって耐久消費財需要が盛り上がったことが消費増加につながったと考えられる。とはいえ、実質雇用者報酬は前期比▲0.2%と2四半期連続のマイナスとなるなど、むしろ所得は消費の足枷となっている面が強い。

一方、民間設備投資は前期比▲1.7%と、3四半期連続でのマイナス(寄与度は▲0.3%pt)となるなど、企業の設備投資意欲が大幅に減退していることが確認できた。既に公表されている日銀短観(9月調査)でも、大企業・中堅企業の08年度設備投資計画が

下方修正されていることが判明していたが、日増しに強まる世界景気の悪化に伴って輸出企業を中心とする業績見通しの大幅下方修正が相次いでいることを考慮すれば、当面は企業設備投資の調整局面が続く可能性は高いだろう。

また、国内景気情勢の鍵を握る輸出は前期比0.7%と2四半期ぶりにプラスに転じた(寄与度は0.1%pt)ものの、景気牽引役としては弱い内容であった。先進国向けの輸出は引き続き低調に推移している上に、中国などの新興国に対する資本財・生産財の輸出も鈍化傾向が強まっている。この先、世界同時不況の様相が強まっていくにつれて、多少の底堅さもある新興国向けの消費財輸出にも悪影響が波及してくるものと思われる。また、輸入も同1.9%と2四半期ぶりにプラス(寄与度▲0.3%pt)に転じ、輸出の伸びを大きく上回った。この結果、前期比成長率に対する外需寄与度は▲0.2%ptと、4~6月期(▲0.0pt)に続いてマイナス寄与となった。

最後に、国内のホームメイドインフレを表すGDPデフレーターは前年比▲1.6%と下落し続けており、下落幅が縮小する兆しは一向に窺えない。季節調整後の前期比でも▲0.4%(当社試算)と7四半期連続で下落が続いている。輸入デフレーター的大幅な上昇(同17.5%)を受けて、民間消費デフレーターが同1.0%、民間企業設備投資も同1.7%となるなど、国内需要デフレーター全体としても同1.4%と上昇傾向が強まっており、国内での価格転嫁の動きが進展しているのは確かである。しかし、それでもなおGDPデフレーターが大幅に下落し続けているのは、輸出デフレーターが前年比マイナス状態であることもさることながら、価格転嫁そのものが不十分であるからに他ならない。なお、注目の単位労働コストは前年比0.3%と、3四半期連続のプラスとなったものの、雇用コストの変動は景気に対して遅行することを考慮すれば、企業が賃上げに前向きになったと判断するのは早計であろう。むしろ、先行き単位労働コストが再低下する可能性は高い。



今回のGDPを見ても、国内需要に自律的な動きがほとんど見ることができない日本経済にとっての頼みの綱である輸出が停滞気味に動いており、そこを起点とする景気回復プロセスがほとんど機能しなくなっていることが確認できた。今後予想される世界経済の更なる落ち込みにより、輸出環境の悪化やそれに伴う輸出製造業の業績悪化を考慮すれば、今後、日本経済は相当厳しい状況に陥っていく可能性が高いと思われる。もちろん、7月中旬以降、原油・穀物など資源価格が下落に転じたこともあり、足許でGDP比5.6%にも達した海外への所得漏出(交易損失)は今後縮小して行くと思われるが、それ以上に世界経済全体の需要減退の影響の方が、輸出依存度の高い日本経済にとっては深刻と思われる。

(4) 利下げに転じた日本銀行

日本銀行は、2006年3月に量的緩和政策を解除し、同年7月、07年2月と2度の利上げを行ったが、その後はなかなか利上げのタイミングが掴めないまま、政策金利を0.5%で据え置いてきた。08年に入ると、エネルギーや食料品の本格的な値上げにより、消費者物



物価上昇率が徐々に加速する状況となり、日銀自らが望ましい物価上昇率と提示した「中長期的な物価安定の理解」の上限である前年比 2%を超える事態となったが、この物価上昇は国内の需給環境の改善に伴うものではなく、仮に利上げで対応すれば国内景気の失速を招く恐れがあったことから、利上げ判断は見送られた。

一方で、米サブプライム問題に端を発した世界的な金融危機が勃発し、各国の中央銀行がインフレ懸念がまだ残る中で、続々と利下げに踏み切ったが、日銀は 0.5%という政策金利水準は極めて緩和的な水準であると主張し続け、国際協調利下げの枠組みに半ば背を向けた姿勢を続けてきた。

しかし、10月31日に開催した金融政策決定会合において、①無担保コールレート(O/N物)の誘導目標を 0.2%引き下げ、0.3%前後に誘導、②基準貸付利率を 0.25%引き下げ、0.5%にする、③補完当座預金制度の導入により、超過準備に対する付利(0.1%)を臨時に導入(11月積み期～来年3月積み期まで)、といった金融緩和措置を導入することを決定した。金融緩和措置が実施されるのは、04年1月19～20日の当座預金残高目標を 30～35兆円に引き上げて以来(4年9ヶ月ぶり)、また金融緩和政策に転じるのは、01年2月に量的緩和政策を導入して以来(7年8ヶ月ぶり)である。

決定会合直前に日銀の金融緩和観測(当座預金に対する付利や利下げ)が流れ、それを一つの契機として金融市場が持ち直しに転じるなど、外堀を埋められ、かつややタイミングが遅すぎたとの印象は拭えないが、利下げの決断自体は十分評価できるものであろう。ただし、相変わらず「市場との対話」は不十分であり、今後とも大きな課題として残ったのも実際のところである。

なお、同日に公表した展望レポートの通り、先行き内外の景気悪化は強まり、物価上昇率も低下することから、これまで日銀が利上げの根拠としてきた需給ギャップも緩和方向に向かうことが十分想定される状況であった。06年3月の量的緩和政策解除後に日銀が導入したはずのフォワードルッキング的手法を適用すれば、おのずと出てくる結論は「利下げ」と見るのが妥当であろう。



2. 予測の前提条件:

(1) 財政政策

福田首相の突然の辞意表明後に実施された自由民主党総裁選を経て、9月に麻生政権が発足した。発足当初は、総裁選の勢いのまま、早期の衆議院解散・総選挙に踏み切るものと見られていたが、首相就任と同時に強まった景気悪化に対応するため、景気対策を取りまとめ、緊急安心実現総合対策費 1.8 兆円余りを盛り込んだ補正予算(08年度第1次)の編成を行った。なお、補正予算の財源としては、前年度剰余金や経費節減などで賄い、国債の追加発行は 3,950 億円に抑えている。さらに、麻生内閣は総額 2 兆円の「生活支援定額給付金」を年度内に全世帯に対して配布することを決定、第2次補正予算の編成を急いでいる。このように、麻生内閣の財政運営は、財政健全化目標を表面上尊重しつつも、これまでの内閣が維持してきた財政再建路線からは多少の軌道修正を予感させるものとなっている。

一方、2009年度一般会計予算については、既に福田前内閣当時の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)を閣議了解しており、麻生内閣も当初予算案はこの線に沿った歳出抑制的な予算編成となるものと思われる。

その後、解散・総選挙の時期がいつになるのかといった問題はあるものの、景気悪化がさらに進行するようであれば、総選挙後に発足する新内閣は新年度入り直後にでも、即座に補正編成を意識した追加的な経済対策を策定する可能性があると思われる。また、昨今の景気悪化を考慮すれば、08年度には法人税などの税収が大幅に減少することで歳入欠陥が発生するリスクがある上に、09年度についても歳出増加圧力の一方で、税収の減少傾向が続く可能性が高い(08年度は約6兆円の税収不足が発生する見通しであるとの報道もある)。もはや、「2011年度までに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)を黒字にする」ことは不可能といってもいいだろう。

焦点の消費税率引き上げについては、麻生首相は生活支援のために導入する総額2兆円の定額給付金と引き換えに、3年後の消費税率引き上げについて国民に理解を求めた。一方、自由民主党税制調査会の柳沢伯夫小委員長は消費税率引き上げについて「日本の潜在成長力に見合った成長を安定的に実現できるようになった暁にお願いしたい」と述べ、その目安として名目成長率が3%に達することを挙げた。これらを考慮すれば、消費税率の引き上げ時期は2011年度以降になるものと思われる。それゆえ、今回の経済見直しでも消費税率の引き上げは想定しない。ちなみに、自民党税調では、将来的な税制抜本改革の方向性を示す「中期プログラム」の検討を急いでいるが、将来的な消費税増税のほか、所得税の最高税率の引き上げ、相続税の基礎控除削減、法人税減税などが取り上げられるものと見られている。

(2) 世界経済の見通し ～金融危機から先進国・同時不況へ進行

米国の「サブプライム・ローン(信用力が低い借り手向け住宅ローン)」の証券化商品に投資していたファンドの破綻が07年7月に表面化し、サブプライム・ローンの信用リスクの悪化が金融機関の経営を大きく揺るがす事態が強く認識されるようになった。その後もサブプライム・ローンの延滞率が全体の2割近くまで上昇したことから、同ローンとその証券化商品の信用リスクの評価は悪化をたどり、市場の評価価額は下落。かつ、サブプライム・ローンを組み入れた証券化商品は世界中に拡散していたことから、米国のみならず世界の金融機関は保有する証券化商品の評価損失などの関連損失の高水準の計上を余儀なくされた。

ブルームバーグ社によれば、国際的に経営展開する銀行・証券・保険会社等の金融機関の損失累計は、直近で9,665億ドルと1兆ドル(1ドル100円換算で約97兆円、以下換算は同じ)に迫っている。

サブプライム問題悪化に伴う世界の金融機関損失 (10億ドル)

地域 四半期	世界 合計		米州		欧州		アジア	
	損失	資本調達	損失	資本調達	損失	資本調達	損失	資本調達
2007	1							
	2	8.3	0.0	5.3	0.0	2.9		0.0
	3	58.5	13.8	43.4	3.1	14.5	10.7	0.6
	4	213.2	62.5	124.2	47.1	77.3	15.3	11.6
2008	1	216.9	87.4	128.8	62.6	77.4	21.1	10.7
	2	163.7	192.8	108.6	103.2	50.9	76.2	4.1
	3	240.7	95.9	189.2	43.9	49.4	43.7	2.1
	4	65.2	375.0	64.8	223.1	0.4	136.4	0.0
累計	966.5	827.4	664.3	483.0	272.8	303.4	29.1	40.9

Bloomberg集計データより作成(08.11.14現在)

しかし、損失計上の目途が見えず、金融機関の経営不安が継続しているのが現状だ。国際通貨基金(IMF)の10月時点の損失推計は1兆4050億ドル(約140兆円)であるが、世界的な景気の悪化に伴い、一段の損失拡大は予断を許さない。

米国では五大証券会社のうち三社が破綻あるいは救済対象となるとともに、今年に入ってから預金保険公社により業務停止・預金保護の措置を受けた金融機関は、住宅金融大手のワシントン・ミュージュアルなど18行にのぼっている(11月7日現在)。欧州でも金融機関の破綻が相次ぎ、公的資金の投入が行なわれてきた。

これにより、金融機関の経営への目が一段と厳しくなり、金融機関間の資金融通・調達が極めて困難な状態になり短期市場金利が跳ね上がる「流動性危機」が10月半ばにかけ極端な形にまで進んだ。これに対し市場のパニックを収束させるべく、日・米・欧の先進国の中央銀行は潤沢な資金供給を行い、資金融通・調達を中央銀行が保証する形になったことなどから、とりあえず当面の流動性危機の最悪期は脱したかに見える。

米国では10月3日に「金融安定化法」が成立。最大7千億ドルの規模で、金融機関等への公的資金の資本注入や不良債権の買取りを行なう道が開かれた。欧州でも、英国に続き、ドイツ、フランス、イタリアなどユーロ通貨圏・主要国が資本注入枠の設定を決めた。さらに、11月15日に、先進主要7カ国に加え韓国、中国、ブラジル、インド、ロシアなど新興国の世界20カ国の首脳による「金融サミット」も開催された。ただし、途上国・新興国の資金調達支援やIMF、世界銀行など国際金融機関の資金基盤の拡充、時価会計の見直し・調整など、早急に具体化すべき事案の内容はまだ不透明である。また、米国の金融安定化法の資金使途についても、ポールソン財務長官が不良債権の買取りに消極的な発言を行なったことから、不良債権処理(切り離し)が遅れる懸念が浮上している。

以上のような、「金融危機」の進行により、世界的に資金調達環境の悪化も進んでいる。世界的なマネーフローの不活発化・回収に伴う影響は大きい。新興国・発展途上国でも資金流入が滞ることは、海外からの投資資金を活用した経済成長の流れを弱め、官民両面の投資活動を抑制させる。また、株価や不動産などの資産価格の下落による「逆資産」効果のリスクが米国だけでなく、世界的に強まっている。

日・米・欧の先進国経済の3局はすでに同時に景気後退局面に入ったが、IMFなどの国際機関の09年の経済見通しに示されるように、先行き見通しも厳しい。以下で、米国、欧州、中国に景気分析と国際商品市況の予測を行う。

①米国経済

08年7～9月期の実質GDP成長率は前期比年率▲0.3%となった。内訳を見ると、外需（純輸出＝輸出等－輸入等）が引き続きGDPの下支え役をはたしているが、個人消費が同▲2.3%、住宅投資が同▲0.7%と減少したのに加え、民間設備投資も同▲0.1%の減少となり、米国の企業や家計の慎重姿勢がさらに強まったことを示している。その結果、それらを合わせた国内民需の成長寄与度は▲2.5%ptの大幅なマイナスとなった。民間需要と政府需要を合わせた内需全体の寄与度も▲1.4%ptと2四半期連続のマイナスとなった。米国経済は内需の減少傾向が明確になり景気後退に陥ったと判断される。1%超の潜在的労働力人口の増加があるなかで、逆に雇用削減が進められる厳しい局面となっている。

米国のGDP成長率(前期比年率)とその寄与度 (%)

項目	時期						
	07/3	07/6	07/9	07/12	08/3	08/6	08/9
内需寄与度	1.3	3.1	2.8	▲ 1.1	0.1	▲ 0.1	▲ 1.4
うち民需寄与度	1.1	2.4	2.0	▲ 1.3	▲ 0.3	▲ 0.9	▲ 2.5
うち政府需要寄与度	0.2	0.8	0.8	0.2	0.4	0.8	1.2
外需寄与度	▲ 1.2	1.7	2.0	0.9	0.8	2.9	1.1
全体成長率	0.1	4.8	4.8	▲ 0.2	0.9	2.8	▲ 0.3

Bloomberg(米商務省)データより作成

また、個人消費の重要なバックボーンとなる雇用状況は、非農業部門雇用者数が08年1月から10月まで10ヵ月連続で減少(累計減少者数は▲117.9万人)となり、失業率も6.5%へ上昇した。しかし、雇用の先行き悪化が予想される。たとえば、雇用削減計画者数(チャレンジャー社集計)は前年同月に比べ8ヵ月連続の増加が続いているが、この先も高水準の雇用削減が予想される。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8,9月は特殊要因もありやや持ち直しを見せたが、10月は再び前月比▲6.3%の大幅減少となっており、企業の雇用意欲の後退は止まっていない。

消費者心理の悪化は深刻であり、ミシガン大学消費者信頼感指数などの指標は1990年代初めと並ぶ歴史的な低さである。ガソリン価格がピークに比べ半値以下となったことなど物価の落ち着きはプラス要因だが、前述の雇用悪化に加え、株価の下落などによる逆資産効果、借入拡大の難しさなどから、家計の守りの姿勢は強い。感謝祭の週末からホリデーショッピングが本格化するが、年末のホリデーシーズン・セールスは消費者の節約ムードが強く、小売側は前倒しで値引きを行なうことで消費を喚起する姿勢だが、不振の見通しは覆せまい。年明け09年1～3月期も個人消費は減少が続くと予測する。新政権と議会の間で総額5,000億ドルとも言われる景気刺激策が見込まれている。減税などの家計への給付がどの程度になるかは不確定だが、予測では4～6月期の本格実施(規模は1500億ドル以上)と見ている。ただし、一定の底上げ効果は期待できようが、それが持続的な景気回復の呼び水になるかは不透明という見方である。

住宅投資は08年7～9月期まで11四半期連続の減少となり、成長の下押し要因となっている。住宅着工の先行指数である住宅許可件数の大幅減少、特に一戸建てが低迷していることから見て、年明け以降も09年4～6月期まで連続減少が続くと予測する。新築、中古を併せた住宅販売は所得・雇用環境の悪化、住宅価格の先安感、住宅ローンの貸出基準の厳格化、住宅ローン金利の予想外の高止まりなどから、09年に入っても低迷が続く、少なからず底入れ感が出るのは09年の年央まで待たなければならないだろう。



なお、住宅ローンの延滞率上昇は借換えや金利条件の変更停止などの救済策により一服した感もあるが、問題は差押え開始の増加継続であり、今後も増加は続く予想。このため、銀行等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も低迷が続き、住宅市況も09年中、下落傾向が続く。

民間設備投資は08年7～9月期に7四半期ぶりに前期比年率▲1%の小幅減少となった。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7～9月期も3四半期連続のマイナスとなっている。代表的な企業の景況感指数であるISM(全米供給管理協会)の景況指数は製造業、非製造業ともに大きく低下しており、景気悪化のもとで企業家心理は厳しい。成長投資であるIT関連投資の分野でさえ複数の専門調査会社の見通しはわずか1%～2%にとどまる。金融機関の貸出基準が厳しさを増し、調達コストが大きく上昇していることも踏まえ、10～12月期以降も設備投資は減少が継続し、09年半ばまで続く予測する。

純輸出(=輸出等-輸入等)については、世界経済が09年に2%程度へ減速(IMFの11月の改訂世界経済見通し)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、純輸出の赤字拡大とはならない。

以上から、08年下半期は2四半期連続でマイナス成長となり、上半期期に対し▲0.4%成長となる。さらに、年明け後の09年第1半期もマイナス成長が続き、09年上半期通算でも08年下半期比▲1.9%成長と予測する。09年下半期はプラス成長に転じるが、09年を通じては▲0.6%のマイナス成長と見込む。

2008-09年 米国経済見通し (08年11月20日改訂)

項目	時期	単位	2007年	2008年		2009年			
			通期 実績	通期 予想	上半期 (1～6月) 実績	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	1.3	1.1	▲ 0.4	▲ 0.6	▲ 1.9	1.8
個人消費	%		2.8	0.3	1.0	▲ 2.3	▲ 1.2	▲ 1.7	0.9
設備投資	%		4.9	2.9	2.7	▲ 1.3	▲ 3.0	▲ 5.9	1.2
住宅投資	%		▲ 17.9	▲ 20.4	▲ 22.9	▲ 15.4	▲ 6.5	▲ 5.9	2.5
在庫投資	10億ドル		▲ 2.5	▲ 34.8	▲ 30.4	▲ 39.3	▲ 12.5	▲ 39.3	▲ 17.5
純輸出	10億ドル		▲ 546.5	▲ 385.8	▲ 421.7	▲ 349.9	▲ 362.4	▲ 349.9	▲ 178.2
輸出等	%		8.5	8.5	6.7	6.5	3.3	2.0	2.6
輸入等	%		▲ 2.0	▲ 2.0	▲ 2.8	▲ 2.4	1.4	2.6	2.9
政府支出	%		2.9	2.9	2.1	4.2	2.5	1.8	2.0
参考									
コアPCEデフレーター	%		2.2	2.1	2.2	2.1	1.6	1.4	1.5
GDPデフレーター	%		2.7	2.2	2.1	2.4	1.7	1.8	1.9
FFレート誘導水準	%		4.25	0.75	2.00	0.75	0.50	0.50	0.50
10年国債利回り	%		4.63	3.69	3.70	3.69	3.65	3.60	3.70

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11月。08年7～9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

インフレに関しては、個人消費(PCE)デフレーターの全体、食料品とエネルギーを除いたコア・ベースともに上昇率が縮小しているものの、まだ高い水準にある。FRBが政策の重要な判断指標としているコア・ベースは直近(08年9月)で前年同月比2.4%と物価安定の目安である2%を超えている。しかし、商品市況の急落と景気悪化に伴う需要減退で09年年明けには1%台前半へ急低下する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10月末に1.0%に引き下げられ史上最低に並んだが、景気悪化や金融システムの安定化への危機管理対応として利下げが継続されると見込む。前述のようにインフレ率も順調に低下すると予想され、政策金利がゼロ金利の水準まで下がる可能性もあると考える。

②欧州経済

ユーロ圏15カ国の08年7～9月期の経済成長率は、4～6月期と同じ前期比▲0.2%と、2四半期連続のマイナス成長となった。通貨統合以来初の「景気後退入り」が現実になったと判断されよう。なお前年同期比では0.7%であった。国別に見ると、ドイツ、イタリアが各々前期比▲0.4%から▲0.5%へと、マイナス幅を拡大する一方、フランスは▲0.3%から0.1%へとかろうじてプラス成長に転じたが、スペインは0.1%から▲0.2%へとマイナス成長に陥った。また、イギリスも0.0%から▲0.5%へとマイナス成長に転じており、総じて域内主要国経済の後退ぶりが著しい。

欧州中央銀行(ECB)の08年11月月報に発表された、専門家調査(四半期ごと)においても、08年の経済成長見通しは1.2%と前回より0.4ポイントの下方修正、09年は0.3%と1.0ポイントの大幅下方修正となった。09年の見通しの下方修正は4四半期連続となっている。同調査は50名前後の経済専門家からの回答をまとめたものだが、09年の見通しについては標準偏差が0.4ポイント、つまり0.3%を中心に回答値のばらつきが平均して上下に0.4ポイント幅で存在し、マイナス成長を予測した専門家もかなりの割合でいたことをうかがわせる。なお同調査の実施時期は10月中旬であったが、その後も景況感は悪化を続けている。IMFが11月6日に発表した改訂世界経済見通しによれば、09年のユーロ圏は▲0.5%のマイナス成長になると予測されている。

一方、10月のEU基準消費者物価指数(HICP)は前年同月比3.2%で、6、7月と2ヶ月連続で4.0%を記録してから、3ヶ月連続で下落している。前述の専門家調査では08年のHICP見通しが3.6%から3.4%へ、09年は2.6%から2.2%へ下方修正されている。商品市況の下落と総需要の弱まりが、下方修正の理由とされる一方、ユーロ安の進行と労働コストの高止まりが上方要因として存在すると、ECBでは分析している。

従来、物価安定を重視して金融を引き締めてきたECBも、10月8日の世界6中銀による協調利下げに続き、11月6日には欧州各国の中央銀行と連携した協調利下げを実施し、金融危機と景気後退に立ち向かう姿勢を鮮明にしている。しかし、前述のIMFの改訂経済見通しでも述べられているように、信用収縮と、個人消費・設備投資面でのマインドの悪化は、欧州経済全体にも強い打撃を与えている。各国とも財政出動による景気対策を相次いで発表しており、ユーロ圏15ヶ国は、単年度の各国財政赤字を2010年までにゼロとする財政均衡の中期目標について、断念することに合意した。財政健全化のプロセスが後退したことで、ユーロが国際基軸通貨としての役割を担うには時期尚早との見方も強まりつつある。

③中国経済

中国経済も、日・米・欧など先進国経済の同時景気後退の影響を受けている例に漏れない。実質GDP成長率は08年4～6月期まで10四半期連続で前年同期比二桁成長を継続してきたが、直近の7～9月期には9.0%へ鈍化した。

中国経済にも変調の段階にとどまらず、すでに景気悪化の動きが現れ始めている。たとえば、自動車生産や鉄鋼の粗鋼生産が直近データで前年比減少になっていることは、二桁成長を誇った中国においても極めて深刻な経済状況に立ち至っていることを示している。また、電気機器においてもコンピューターやエアコンの生産は前年同月比で減少が続いている。



また、不動産市況も明らかに警戒を要すべき状況となっている。国務院・国家發展改革委員会の調べによる主要 70 都市の住宅価格は、08 年 10 月まで 3 ヶ月連続で前月比低下、前年比上昇率も 1.6%まで縮小している。不動産の先高観の後退により住宅購入が手控えられており、住宅投資の減退やローン債権の悪化に向かうことが懸念される。株式相場は直近で反発傾向を見せているものの、世界同時株安のなかで下落が止まらず、代表的な株価指数である上海総合指数は 9 月以降も直近安値の時点まで 25%近く下げ、昨年 10 月 16 日の高値 (6,092 ポイント)からの下落率は 7 割となっている。

消費者物価の前年同月比上昇率は 08 年 2 月には 8.7%まで高まったが、その後上昇率は縮小に向かい、直近 10 月時点では同 4.0%となっている。

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ことを指摘し、これまでの景気の過熱抑制に焦点を置いた金融政策からの転換を求めていたが、前述の経済環境の悪化を受け、中国人民銀行は 9 月 16 日に政策金利である 1 年物貸出金利を 7.47%から 7.20%へ 0.27%ポイント引下げた後、10 月 8 日と 10 月 29 日も利下げを行い、累計の利下げ幅は 0.81%となっている。

人民元の為替相場については、前年同月比 9%前後に元の上昇(元高)ペースが高まり、7 月 16 日に 1ドル=6.81 元まで上昇した後、人民銀行は中国政府の輸出業者への影響を懸念する声を背景に元の上昇を抑える姿勢に転じており、その後は 1ドル=6.8 元半ばを中心に横ばい推移している。ただし、中国の景気不安が強まる可能性があるなかで、元安政策をあからさまにすることは海外資金の流出リスクを高めかねないこともあり、人民銀行は当面、対ドルでの安定化に注力すると思われる。なお、中国元の対円レートは、8 月中旬に一時 1 元=16 円台に円が下落することもあったが、11 月に入り同 14 円前後での小幅円高の動きとなっており、最大輸入国である中国からの円建て輸入価格を低くする形に働く。

これに対し、11 月 9 日に中国・国務院は、経済成長の促進を目的とした 4 兆元 (1 元 = 14 円換算で 56 兆円)規模の景気刺激策を発表した。これは 07 年の国内総生産 (GDP) のほぼ 5 分の 1 に相当し、2010 年末までを実施期間とする。刺激策のうち 1,000 億元分は 08 年 10~12 月期に割り当てられ、低家賃住宅の建設や地方の社会資本整備のほか、道路や鉄道、空港の整備、四川大震災の復興支援などに充当される。

また、設備資を後押しするため、機械などの固定資産購入に対して税控除を認める。これにより、企業側のコストが約 1,200 億元減る見通しという。加えて、農家向け対策として穀物買い入れ価格と補助金を引き上げ、さらに市部の低所得層への手当を増額する。小規模企業への融資拡大のために、ローン制限を撤廃する。

④国際商品市況と輸入原油価格等の見通し

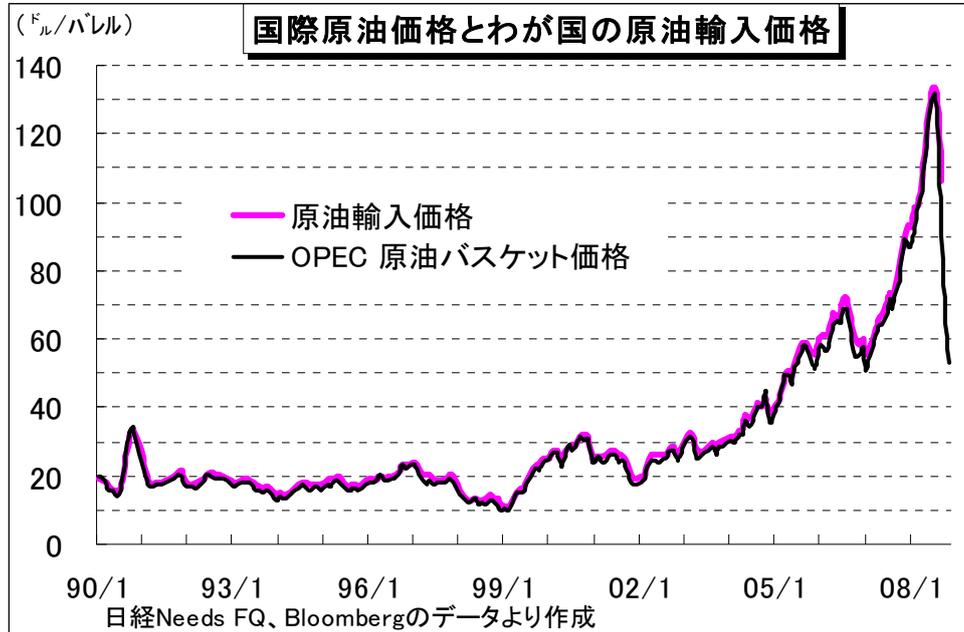
日・米・欧の先進国経済の景気悪化が進むとともに、国際的信用収縮のなかで商品市場から投資資金が回収・引き揚げられたことから、国際商品市況は夏場をピークに急落している。代表的な国際商品指数であるロイター・ジェフリーズ CRB 指数 (1967 年 = 100) は 7 月初めのピークから 11 月第 2 週末までに 5 割近く下落した。

特に、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、需要減速から需給が緩むとともに市場からの資金流出などにより下落。これを受け、OPEC (石油輸出国機構) は 10 月 24 日の総会で 11 月からイラクを除く 11ヶ国ベースで日量 150 万バレルの減産を決定したが、直近で需要の減少傾向が続いている現状では需給改善の効果は不透明だ。国際エネルギー機関 (IEA) などの需要予測も下方修正が続いている。IEA の 11 月時点の 09 年需要見通しでは、08 年に比べ日量 35 万バレルの需要増加を見込んでいるが、今後、需要量予測が減少に転じる可能性も大きい。

直近では WTI (先物期近物・終値、以下同じ) が 11 月第 3 週には 1 バレル 55 ドル割れ、



日本の原油輸入の指標となるドバイ原油先物も同 50 ドル割れとなっている。この水準では、石油輸出国の貿易収支も切迫してくることから、価格下支えのため、12月総会での再減産は必至と見ておくべきだろう。



また、穀物相場も7月以降軟調が続き、7月の高値に比べトウモロコシ(先物・期近物)で5割、大豆で約45%下がり、小麦でも4割の下落となっている。世界景気の悪化に伴う需要減退の影響を受けやすい非鉄でも、銅やアルミ、鉛、錫などが7月に比べ4~6割反落している。また、金相場(スポット価格)も7月中旬に1オンス983ドルまで上昇した後、直近10月24日には同700ドル割れ(695ドル)近くまで反落し、その後は同700~750ドルのレンジで推移している。

日・米・欧の先進国経済がすでに「景気後退」入りし、この先もさらに景気悪化が進む懸念が強まっていることに加え、投資資金の退出傾向が引き続き予想される。このため、12月にOPECが再減産を100万バレル規模以上で行なったとしても反発は限定的で、WTIは08年10~12月(平均)は1バレル63.5ドル程度、09年1~6月期は同50~55ドル、09年度下期(09年07月~12月)55~60ドル、10年前半は65~70ドル程度と予想する。加えて、タンカー運賃の下落も輸入価格の引下げ要因となる。このような動きを前提にすれば、わが国の輸入原油価格は08年第7~9月期に1バレル130ドル弱(CIFベース)まで上昇したが、10~12月期は同80ドル台に下落した後、09年1~6月は同50~55ドル、09年7~12月は55~60ドル、10年前半は65~70ドル程度と予想する。

以上のように、広範な国際商品市況の急落により、日本の輸入物価は円高効果も加わって09年年明け以降は一転して下落に転じ、09年度を通じて物価を下押しする効果を持つと考えられる。

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	%	0.7	▲ 1.8	▲ 1.5
実質GDP	%	1.7	▲ 0.3	▲ 0.2
民間需要	%	0.6	▲ 0.8	▲ 0.3
民間最終消費支出	%	1.7	0.3	0.5
民間住宅	%	▲ 13.3	▲ 4.8	▲ 0.6
民間企業設備	%	▲ 0.1	▲ 3.7	▲ 3.7
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 0.0	▲ 0.1	0.0
公的需要	%	0.2	▲ 0.4	0.7
政府最終消費支出	%	0.7	0.4	0.8
公的固定資本形成	%	▲ 1.8	▲ 3.9	0.0
輸出	%	9.5	1.0	▲ 2.4
輸入	%	2.0	▲ 1.7	▲ 2.8
国内需要寄与度	%pt	0.5	▲ 0.7	▲ 0.1
民間需要寄与度	%pt	0.4	▲ 0.6	▲ 0.2
公的需要寄与度	%pt	0.0	▲ 0.1	0.2
海外需要寄与度	%pt	1.2	0.3	▲ 0.1
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.0	▲ 1.5	▲ 1.3
国内企業物価 (前年比)	%	2.3	4.2	▲ 1.5
全国消費者物価 (")	%	0.3	1.6	▲ 0.2
完全失業率	%	3.8	4.2	4.7
鉱工業生産 (前年比)	%	2.6	▲ 3.4	▲ 2.6
経常収支(季節調整値)	兆円	24.5	16.0	17.1
名目GDP比率	%	4.8	3.2	3.4
為替レート(前提)	円/ドル	114.2	99.3	93.8
無担保コールレート(O/N)	%	0.51	0.10	0.10
10年国債利回り	%	1.60	1.51	1.38
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	78.5	93.5	58.8

(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	▲ 1.2	▲ 0.5	▲ 0.7	▲ 0.2	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 0.3	0.0
実質GDP	%	0.6	▲ 0.9	▲ 0.1	▲ 0.3	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0	0.3
(年率換算)	%	2.5	▲ 3.7	▲ 0.4	▲ 1.3	0.1	▲ 0.3	▲ 0.5	0.2	1.1
民間需要	%	0.3	▲ 0.9	0.1	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0	0.3
民間最終消費支出	%	0.6	▲ 0.6	0.3	▲ 0.1	0.1	0.4	▲ 0.1	0.1	0.2
民間住宅	%	5.1	▲ 3.1	4.0	▲ 2.3	1.2	▲ 1.2	0.3	▲ 0.6	0.0
民間企業設備	%	▲ 0.3	▲ 1.4	▲ 1.7	▲ 2.4	▲ 1.5	▲ 1.0	▲ 0.5	0.2	1.1
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 0.2	▲ 0.0	0.0	0.1	0.0	▲ 0.1	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1
公的需要	%	▲ 0.2	▲ 1.1	0.1	0.7	0.7	▲ 0.0	▲ 0.2	▲ 0.0	▲ 0.0
政府最終消費支出	%	▲ 0.5	▲ 0.1	0.1	0.5	0.4	0.2	0.0	0.1	0.1
公的固定資本形成	%	1.0	▲ 5.5	0.4	1.0	2.1	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 0.5	▲ 0.5
輸出	%	3.4	▲ 2.6	0.7	▲ 2.0	▲ 1.0	▲ 0.8	▲ 0.5	0.2	0.8
輸入	%	1.2	▲ 3.0	1.9	▲ 2.2	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 0.8	0.0	0.5
国内需要寄与度	%pt	0.2	▲ 0.9	0.1	▲ 0.1	0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	0.0	0.2
民間需要寄与度	%pt	0.2	▲ 0.7	0.1	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	0.0	0.2
公的需要寄与度	%pt	▲ 0.0	▲ 0.2	0.0	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	▲ 0.0	0.0	0.0	0.1
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.5	▲ 1.6	▲ 1.6	▲ 1.5	▲ 1.3	▲ 1.5	▲ 1.3	▲ 1.2	▲ 1.2
国内企業物価 (前年比)	%	3.5	4.9	7.1	4.0	0.7	▲ 1.0	▲ 3.0	▲ 1.5	▲ 0.5
全国消費者物価 (")	%	1.0	1.5	2.3	1.8	1.0	0.2	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.3
完全失業率	%	3.8	4.0	4.1	4.3	4.5	4.6	4.7	4.7	4.6
鉱工業生産 (前期比)	%	▲ 0.7	▲ 0.8	▲ 1.3	▲ 3.5	▲ 1.0	0.6	▲ 1.0	0.3	1.0
経常収支(季節調整値)	兆円	5.6	4.8	3.4	3.7	4.1	4.1	4.2	4.3	4.5
名目GDP比率	%	4.3	3.8	2.7	2.9	3.3	3.3	3.4	3.5	3.6
為替レート(前提)	円/ドル	105.2	104.5	107.6	95.0	90.0	90.0	90.0	95.0	100.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.51	0.50	0.50	0.30	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
新発10年物国債利回り(%)	%	1.39	1.61	1.51	1.50	1.40	1.30	1.30	1.40	1.50
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	94.9	109.1	129.4	83.0	52.5	52.5	57.5	57.5	67.5

(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、前期比。



3. 2008～09年度の日本経済・物価見通し:

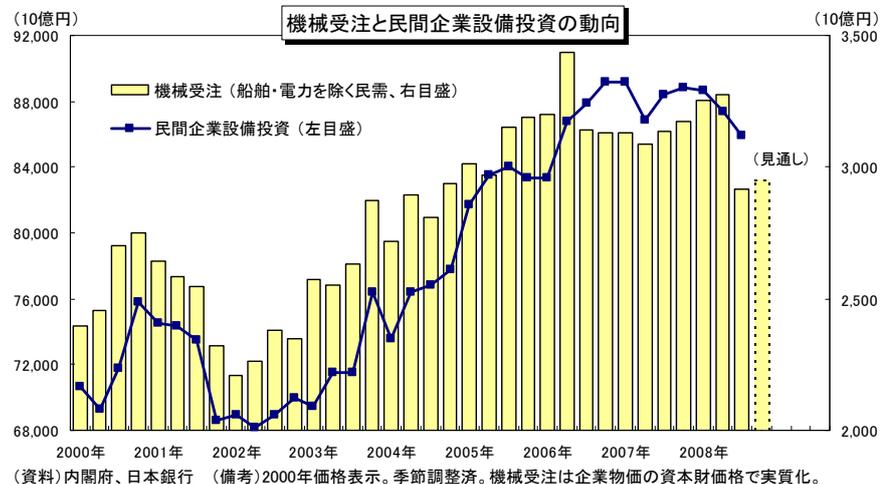
(1) 経済見通し

前回発表した経済見通しでは、最近の景気悪化は、「景気が成熟した結果、資本設備・在庫・雇人員などが過剰となり、自律的に反転した」というものではなく、資源高騰による国内の実質購買力が海外漏出し、かつ欧米経済の成長鈍化に伴って輸出の伸びがストップした、というように海外要因によって発生したと捉えた。その結果、一部セクターを除けば大幅な調整を必要とするような過剰な在庫残高や生産能力、過大な雇用コストは存在しておらず、そのため自ずと景気悪化の程度は軽微である、とした。

景気が途中で腰折れしたために、国内要因による調整余地が小さいのは間違いないが、今回の経済見通しを策定するにあたって、景気シナリオを修正する必要がある。一つは、世界同時不況的な状況が強まっており、輸出減少を通じた生産調整が強まる可能性が高いこと、である。夏場以降、世界経済情勢は深刻さを強めてきた。米住宅市場の長引く調整は、いよいよ米 GDP の 7 割、世界 GDP の 2 割を占める米個人消費の減少を引き起こし、それに伴って新興国経済を含めた世界経済が同時に悪化するという事態を引き起こしている。底堅さもあつた新興国経済であるが、リスクマネーの供給遮断や先進国経済の景気悪化に伴う輸出の落ち込みが、成長率の押下げにつながりつつある。

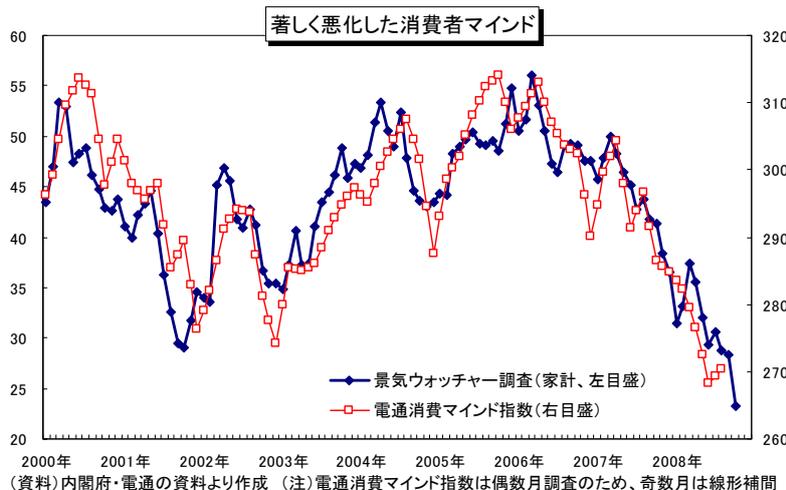
もう一つは、それまでは電子部品・デバイスを中心としたハイテク業種の調整がメインと見ていたが、米国を代表とする世界的な自動車市場の不振の影響が事前の想定以上に大きく、裾野が広く生産波及効果の大きい自動車製造業の本格的な生産調整にまで発展するリスクも見えておく必要がある、ということである。米国最大の自動車メーカーであるゼネラル・モーターズ(GM)の資金繰り悪化や経営危機が報じられているほか、国内でも自動車的大幅減産は免れないとの見方が強まっている。自動車製造業は裾野が広い業種として知られており、自動車減産は企業部門にとって決して無視できない。ちなみに、経済産業省「平成 18 年簡易延長産業連関表」によれば、乗用車の生産波及力(ある部門に対する最終需要が 1 単位増加した時に、当該部門を含めた全部門の生産の増加分を示したもの)は 3.0213、乗用車以外の自動車で 2.6711 となっており、平均(1.9033)を大幅に上回っている。これだけ、生産波及力の大きい部門が本格的に調整入りした際の影響度はかなり大きいことが予想される。先行き、全般的に在庫率が急速に上昇する可能性があることを考慮すれば、調整の大きさも「軽微」というよりは「やや深刻」とみるべきであろう。

なお、先行きの景気回復の条件としては、国内景気の悪化が専ら海外要因で引き起こされていることから、海外経済の底入れということになる。特に、米国では長引く住宅市場の調整が個人消費を圧迫している状況であり、いつ米住宅価格が下げ止まり、市場全体が底入れをするのが重要であろう。なお、米国発の金融危機に対しては政策当局ができる限りの対応策を講じているほか、次期大統領に選出されたオバマ氏は、低所得者向けに手厚い財政支援を実施することを表明しており、米国



経済が恐慌状態に陥る事態は免れるだろうが、今後打ち出される対策が効果を発揮するにはまだ時間がかかるものと思われる。つまり、輸出の減少傾向は当面続くと思われ、それが生産活動の停滞を招き、企業設備投資の更なる調整につながる可能性が高い。

前述の通り、企業設備投資の先行指標とされる機械受注(船舶・電力を除く民需)は7～9月期に前期比▲10.4%と大幅に落ち込んだものの、内閣府が集計した10～12月期見通しによれば前期比1.2%と再びプラスに転じるとの予想となっている(毎月1.52%のペースで増加すれば達成可能)。ただし、企業業績見通しが大幅な下方修正を余儀なくされており、企業経営者が当面、需要回復は望めないことと見込んでいるのであれば、不要不急の設備投資は先送りされる可能性が高いことから、機械受注は計画を下振れする可能性も十分あるだろう。



一方、民間消費については、これまで消費マインドの大幅悪化を引き起こしてきたガソリンなど石油製品価格が値下がりしていること自体は一息つける状況であるように思われるが、そもそも数年前と比較すれば価格水準が確実に上昇したことは確かであり、消費に対する抑制効果は残るものと思われる。さらに、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環境の更なる

悪化懸念が消費行動に抑制的に働き続ける可能性は高い。

以上から、10～12月期については、輸出が再び落ち込むことに加え、企業設備投資の調整色が強まるなど、内外需とも弱い状況が続くことが想定される。7～9月期(前期比▲0.1%)からマイナス幅が拡大し、同▲0.3%と3四半期連続のマイナス成長になるものと予想する。その後、09年度前半までは基調としてはマイナス成長気味の推移が続くものと考えられる。

その結果、08年度の実質GDP成長率は▲0.3%と、7年ぶりのマイナス成長になることが見込まれる。これは、前回予測(08年9月時点:0.4%)からは▲0.7%ptの大幅下方修正である。前回までは、景気の落ち込みの程度は「軽微」としてきたが、それを「やや深刻」へと変更したことに伴うものである。また、名目GDP成長率は▲1.8%と、同様に前回予測(▲0.4%)から▲1.4%ptの大幅下方修正である。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前年度比▲1.5%と見込んでおり、下落幅が解消方向に向かうことはないと見る。

一方、09年度については、前述の通り、年前半まではマイナス調整が残るが、後半以降は米国での景気下支え策の効果が出始めることから、景気悪化のテンポが若干弱まる動きが見られると思われる。とはいえ、09年度中は潜在成長率(年率1%台半ば)には届かず、景況感の改善は10年度以降に持ち越されることとなるだろう。年度を通じては、実質GDP成長率で同▲0.2%(前回予測では1.3%)と、2年続けてのマイナス成長が予想される。ちなみに、2年連続のマイナス成長は、消費税増税に伴う景気悪化やアジア通貨危機、日本版の金融システム危機勃発が重なった97～98年度以来。また、名目GDP成長率も▲1.5%(前回予測は1.4%と名実逆転を想定)と、2年連続のマイナス成長を予想する。GDPデフレーターは、輸入デフレーターが下落に転じるものの、国内需要の不振を受けて

企業の価格転嫁力は高まらないことが見込まれ、前年度比▲1.3%と大幅下落状態が継続すると予想する。

(2)物価見通し

7月上旬まで国際商品市況は高騰を続け、日本のみならず世界各国のインフレ懸念を高めてきたが、同中旬以降の市況反落、さらには悪化傾向を強める世界経済動向などにより、物価を取り巻く環境は一変したと言っても過言ではない。9月のコアCPIの前年比上昇率は2.3%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1.17%pt、食料品(除く生鮮食品)は0.91%ptであったが、エネルギーの物価押し上げ効果は既にピークアウトしており、先行き急速に物価押し上げ効果が剥落していくことが見込まれる。

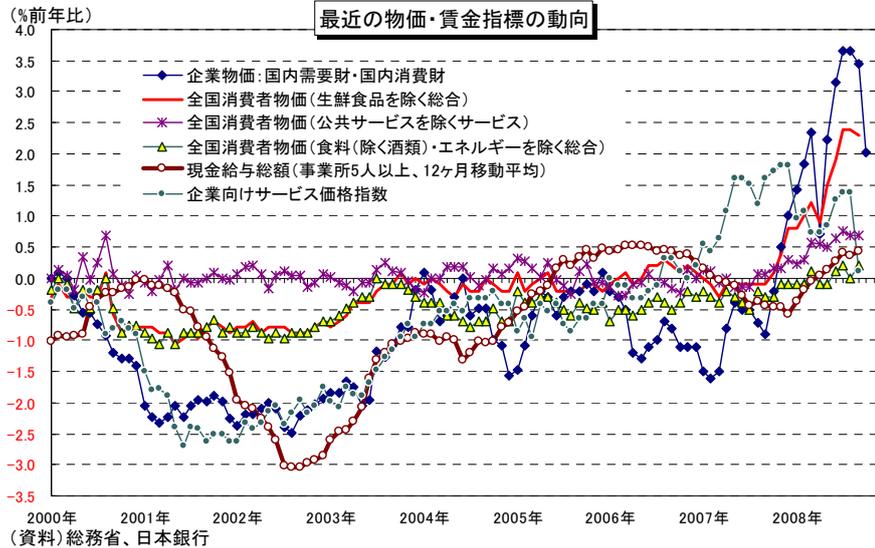
エネルギーの中でも代表的なレギュラー・ガソリン価格は、8月初旬に185円/ℓをつけた後大幅に値下がりし、08年11月17日時点で132円/ℓとなるなど、前年比ではすでに下落に転じており、物価全体を押し下げ始めている。一方、09年1月以降、電気料金の算定基準を変更することに伴う値上げが予定されているほか、一部の食料品にはまだ値上げされる可能性も残ってはいるが、商品市況の下落と景気悪化が強まる中、物価上昇圧力が解消方向にあることは間違いないだろう。

こうした個別の商品・サービスの動きに加え、経済全体が冷え込む中で、企業の価格転嫁の動きが弱ることも十分予想される。先行きを見通してみると、10~12月期には同2%を割り、09年夏場には再び前年比マイナスとなる可能性が強まっている。



(資料)総務省資料より農中総研作成
(注)石油製品価格の消費者物価前年比に対する寄与度

以上から、**08年度の消費者物価(全国、生鮮食品を除く総合)上昇率は1.6%と2年連続のプラスとなるが、09年度は▲0.2%と再び物価下落状態に戻ることが見込まれる。**国内企業物価についても、09年度は前年比下落となると予想している。



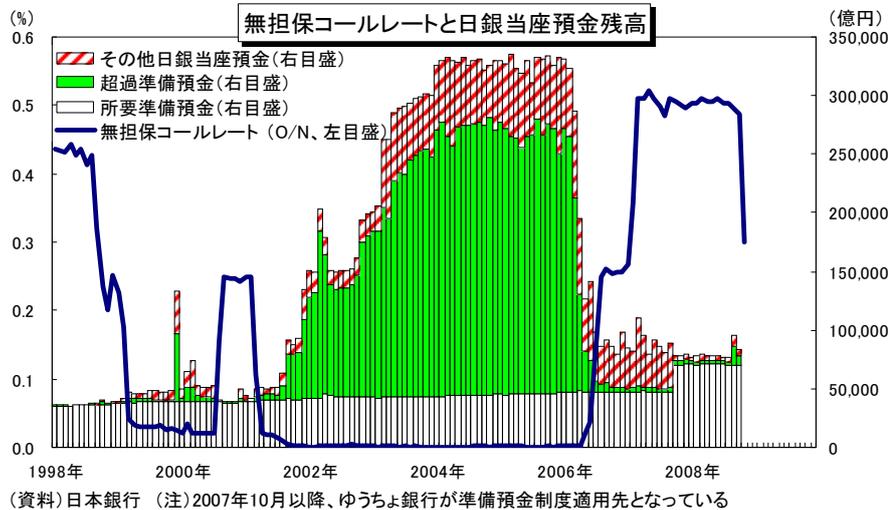
4. 当面の金融政策・金融市場動向:

(1) 金融政策

日本銀行は10月末に0.2%の利下げを行い、現在はその効果を見極めている状況と見られるが、11月14～15日に開催されたG20首脳による金融サミットにおいて、今後とも各国政策当局は金融財政政策を積極的に発動していく方針を確認した。今後とも景気悪化が懸念される欧米諸国の中央

銀行は更なる利下げに踏み切る公算が高いだろう。日本も、先行きインフレが沈静化し、09年夏には物価下落に転じる可能性が急浮上するなど再びデフレ懸念が強まる方向性にあることや、過去2回の利上げの背景として説明してきた需給ギャップ(GDPギャップ)がすでに大幅な供給超過になっていること(実際のGDPをHPフィルターにより試算される「平均的なGDP水準」と比較すると、1.3%程度のデフレギャップが発生していることが試算される)、さらには内外金利差の縮小予想に伴う円高進行リスクへの対応という面からも、利下げを行う余地はほとんどないとはいえ、日銀も追加利下げを行うべきであることは明らかだろう。早ければ、09年年明け後にも第2次の利下げ(0.20%引き下げ)が実施されるものと予想する。

一方、日銀が将来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米住宅市場の調整が終了し、米個人消費などへの下押し圧力が解消する確信が強まる、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いない上、日銀の政策委員自身が予想する経済・物価見通しも、09年度まで悪化傾向が続くとの見方が大勢であり、利上げ転換は10年度以降と思われる。そういう面からも、ひとたびゼロ金利政策を採用してしまうと、そこから容易に脱却できないことが想定されることもあり、日銀は第3次利下げ(ゼロ金利政策への復帰)については躊躇する可能性が高い。



展望レポート:2008~10年度の政策委員の大勢見通し(08年10月)

	実質GDP	国内企業物価	消費者物価 (除く生鮮食品)
2008年度	+0.1~+0.2 <+0.1>	+4.3~+4.8 <+4.6>	+1.5~+1.6 <+1.6>
7月時点の見通し	+1.2~+1.4 <+1.2>	+4.7~+5.0 <+4.8>	+1.7~+1.9 <+1.8>
2009年度	+0.3~+0.7 <+0.6>	▲1.4~▲0.4 <▲0.8>	▲0.2~+0.2 <0.0>
7月時点の見通し	+1.4~+1.6 <+1.5>	+1.8~+2.0 <+1.8>	+1.0~+1.2 <+1.1>
2010年度	+1.5~+1.9 <+1.7>	▲0.3~+0.5 <+0.3>	+0.1~+0.5 <+0.3>

(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。

(2) 金融市場の見通し

9月中旬のリーマン・ショックにより、世界中の金融市場は大混乱に陥った。市場参加者は欧米金融機関の経営危機を強く意識し、挙って流動性確保に動いたため、短期金利は異常な跳ね上がりを示した。また、株式市場なども大幅な下落を続けた。欧米の政策当局は信用秩序維持に向け、特に極度の流動性不足に陥ったドル資金の潤沢供給、公的資金による金融機関保有資産の買取機関設立などを打ち出したが、金融市場は更なる政策発動を催促するかのよう混乱を続けた。転機が訪れたのは、米国・欧州各国が公的資金の銀行への資本注入を決断し、被害が少ないとされる日本もまた金融機関への資本注入を可能にする金融機能強化法の復活を検討し始め、かつ各国中央銀行が協調利下げに踏み切ってからである。これにより、先進国の政策当局が責任を持って金融システムの崩壊を食い止める姿勢を明確にしたことで、ようやく金融市場のパニック的な動きは沈静化に向かった。

もちろん、実際に資本注入が実施されたからといって、金融機関のリスク回避的な行動が修正されることは期待薄であり、融資態度の厳格化は継続される可能性が高い。つまり、リスクマネーの供給については慎重な姿勢が続くことは必至であろう。こうした金融市場の現状や、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、株価については、日経平均株価は一時バブル崩壊後最安値となる6,000円台まで暴落したが、この水準は世界経済の悪化や企業業績の下方修正を想定しても、かなり割安な状況であると見られる。最近の原油など資源価格の大幅下落は、これまで収益を圧迫してきた変動費の大幅圧縮につながることへの期待感もあるが、投資家のリスクテイク能力は大幅に低下しているなかで、更なる景気下振れリスクは無視することができない。基本的に、株価の本格的な回復には相当程度の時間がかかるだろう。

長期金利(新発10年国債利回り)は、景気悪化や利下げにもかかわらず、1.5%前後で方向感なくもみ合うなど、下げ渋る展開が続いている。いずれも先進国も金融システム安定化や景気底割れの阻止に向けて、財政発動をする方向に向かっており、財政赤字拡大による需給悪化懸念が長期金利の低下に歯止めをかけているものと思われる。政策金利の更なる引き下げにより、多少の低下余地が生じる可能性はあるものの、基本的には「景気悪化・短期金利低下」と「財政赤字拡大」の両者が牽制しあう格好で、今後も長期金利は明確な動きが見られぬままの展開が予想される。

為替レートについては、09年前半にかけて円高圧力が根強い状況が続くものと予想する。各国中央銀行とも既に利下げフェーズに突入しているが、日銀は利下げ余地も乏しく、しかも追加利下げに対して慎重な姿勢を続けている一方で、欧米中央銀行(FRB・ECB・BOE)では必要とあれば一段の利下げを行う構えを示している。この結果、将来的に内外金利差はさらに縮小する可能性が高く、目先は円高に振れやすい展開が続くと思われる。

金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目		2008年		2009年		
		11月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)
無担保コールレート翌日物	(%)	0.303	0.30	0.10	0.10	0.10
TIBORユーロ円(3M)	(%)	0.824	0.70~0.85	0.55~0.70	0.55~0.70	0.55~0.70
短期プライムレート	(%)	1.675	1.675	1.475	1.475	1.475
国債利回り	10年債 (%)	1.470	1.25~1.60	1.25~1.65	1.30~1.70	1.30~1.70
	5年債 (%)	0.880	0.80~1.00	0.60~0.90	0.60~0.90	0.60~0.90
為替レート	対ドル (円/ドル)	96.7	80~105	80~105	85~110	90~115
	対ユーロ (円/ユーロ)	122.3	100~130	100~130	100~130	105~135
日経平均株価	(円)	8,273	8,500±1,000	9,000±1,000	9,250±1,000	9,500±1,000

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

(注)無担保コールレート翌日物の予想値は誘導水準。実績は2008年11月19日時点。予想値は各月末時点。

国債利回りはいずれも新発債。



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	%	1.7	▲ 0.3	▲ 0.7	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 0.1	0.1
民間需要	%	0.6	▲ 0.8	▲ 0.7	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.2	0.0
民間最終消費支出	%	1.7	0.3	▲ 0.1	0.2	0.5	0.4	0.1
民間住宅	%	▲ 13.3	▲ 4.8	1.3	2.2	▲ 0.6	▲ 0.5	▲ 0.3
民間企業設備	%	▲ 0.1	▲ 3.7	▲ 2.4	▲ 4.8	▲ 3.7	▲ 2.0	0.2
公的需要	%	0.2	▲ 0.4	▲ 1.2	1.1	0.7	0.2	▲ 0.2
政府最終消費支出	%	0.7	0.4	▲ 0.3	0.8	0.8	0.4	0.2
公的固定資本形成	%	▲ 1.8	▲ 3.9	▲ 4.8	2.4	0.0	▲ 0.5	▲ 1.7
財貨・サービスの純輸出	兆円	28.2	30.1	30.6	29.7	29.6	29.4	29.8
輸出	%	9.5	1.0	▲ 0.7	▲ 1.8	▲ 2.4	▲ 1.5	0.1
輸入	%	2.0	▲ 1.7	▲ 1.5	▲ 0.8	▲ 2.8	▲ 1.8	▲ 0.5
内需寄与度 (前期比)	%	0.5	▲ 0.7	▲ 0.8	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0
民間需要 (")	%	0.4	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.1	0.1
公的需要 (")	%	0.0	▲ 0.1	▲ 0.2	0.2	0.2	0.1	▲ 0.0
外需寄与度 (")	%	1.2	0.3	0.1	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1
デフレーター (前年比)	%	▲ 1.0	▲ 1.5	▲ 1.6	▲ 1.4	▲ 1.3	▲ 1.4	▲ 1.2

(前年同期比)

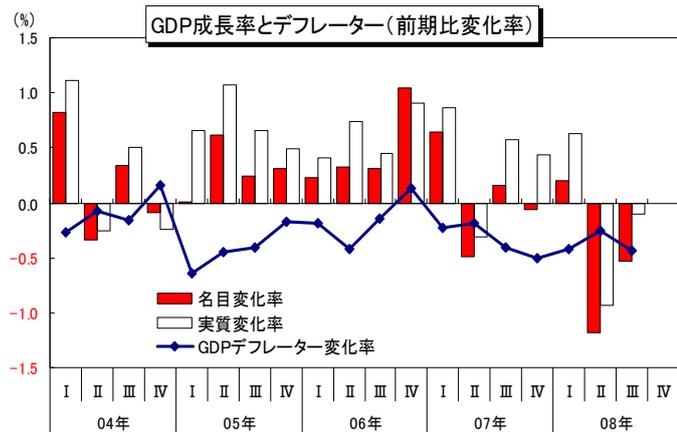
	単位	2007年度 通期	2008年度			2009年度		
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
名目GDP	%	0.7	▲ 1.8	▲ 1.2	▲ 2.4	▲ 1.5	▲ 1.9	▲ 1.2
実質GDP	%	1.7	▲ 0.3	0.4	▲ 1.0	▲ 0.2	▲ 0.5	▲ 0.0
民間需要	%	0.6	▲ 0.8	▲ 0.5	▲ 1.0	▲ 0.3	▲ 0.5	▲ 0.1
民間最終消費支出	%	1.7	0.3	0.5	▲ 0.0	0.5	0.5	0.5
民間住宅	%	▲ 13.3	▲ 4.8	▲ 10.4	1.5	▲ 0.6	▲ 0.3	▲ 0.9
民間企業設備	%	▲ 0.1	▲ 3.7	▲ 1.1	▲ 6.3	▲ 3.7	▲ 5.9	▲ 1.5
公的需要	%	0.2	▲ 0.4	▲ 0.6	▲ 0.1	0.7	1.3	0.2
政府最終消費支出	%	0.7	0.4	0.4	0.4	0.8	1.1	0.6
公的固定資本形成	%	▲ 1.8	▲ 3.9	▲ 5.1	▲ 2.7	0.0	1.8	▲ 1.7
財貨・サービスの純輸出	兆円	28.2	30.1	30.6	29.7	29.6	29.4	29.8
輸出	%	9.5	1.0	5.1	▲ 2.8	▲ 2.4	▲ 3.7	▲ 1.2
輸入	%	2.0	▲ 1.7	▲ 0.1	▲ 3.2	▲ 2.8	▲ 3.6	▲ 1.9

国内企業物価 (前年比)	%	2.3	4.2	6.0	2.3	▲ 1.5	▲ 2.0	▲ 1.0
全国消費者物価 (")	%	0.3	1.6	1.9	1.4	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.4
完全失業率	%	3.8	4.2	4.1	4.4	4.7	4.7	4.7
鉱工業生産 (前年比)	%	2.6	▲ 3.4	▲ 0.5	▲ 6.4	▲ 2.6	▲ 5.0	▲ 0.1
住宅着工戸数	千戸	1,051	1,119	563	556	1,125	563	563
経常収支	兆円	24.5	16.0	8.2	7.8	17.1	8.3	8.8
貿易収支	兆円	11.7	4.2	1.7	2.5	6.4	3.0	3.4
為替レート(前提)	ドル/円	114.2	99.3	106.1	92.5	93.8	90.0	97.5
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	78.5	93.5	119.2	67.8	58.8	55.0	62.5

(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

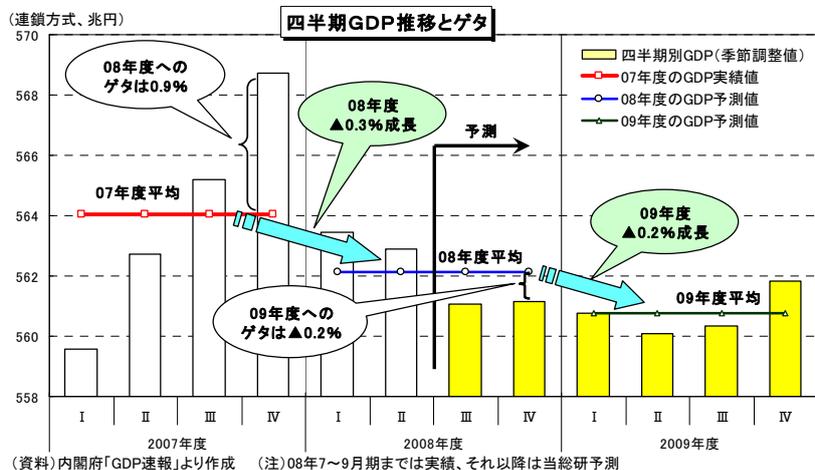
- ◆ 一般に、名目値と実質値の関係は「名目値÷物価指数(デフレーター)=実質値」となっており、デフレーター変化率は名目値変化率と実質値変化率の差で近似できる。
- ◆ 90年代半ば以降、下落傾向が続いてきた GDP デフレーターは、06年10～12月期には前期比0.1%とプラスに転じるなど、一時的に下げ止まった時期もあったが、その後は再び水面下での推移となっており、08年7～9月期は同▲0.4%の下落であった。
- ◆ 足許の状況としては、輸入物価の上昇を受けて、国内でも価格転嫁の動きが強まっており、国内需要デフレーターは前期比で0.2%と4四半期連続のプラスとなった他、前年比でも1.4%にまで上昇率を高めている。しかし、輸入デフレーターの上昇(前期比5.9%、前年比17.5%)に比べれば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。
- ◆ 景気悪化を受けて、再びマクロ的な需給バランスは緩和方向に推移し始めている。需要減退を受けて、生産者・企業の価格転嫁の動きが鈍る可能性が高く、GDP デフレーターは当面の間下落が続くものと思われる。



(資料)内閣府資料より作成

【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、当年度の前年比成長率は「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1.7%に留まっており、年度内の成長はほぼゼロ(0.3%)と見なすことができる。また、08年度に向けてのゲタは0.9%であるが、当総研の08年度見通し(▲0.3%成長)を前提にすれば、08年度内は実質的には▲1.2%という大幅なマイナス成長ということになる。
- ◆ さらに、09年度に向けてのゲタは▲0.2%が見込まれるが、09年度の成長率見通し(▲0.2%)を考慮すれば、09年度内の成長率はゼロ%と考えていることになる。



(資料)内閣府「GDP速報」より作成 (注)08年7～9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)

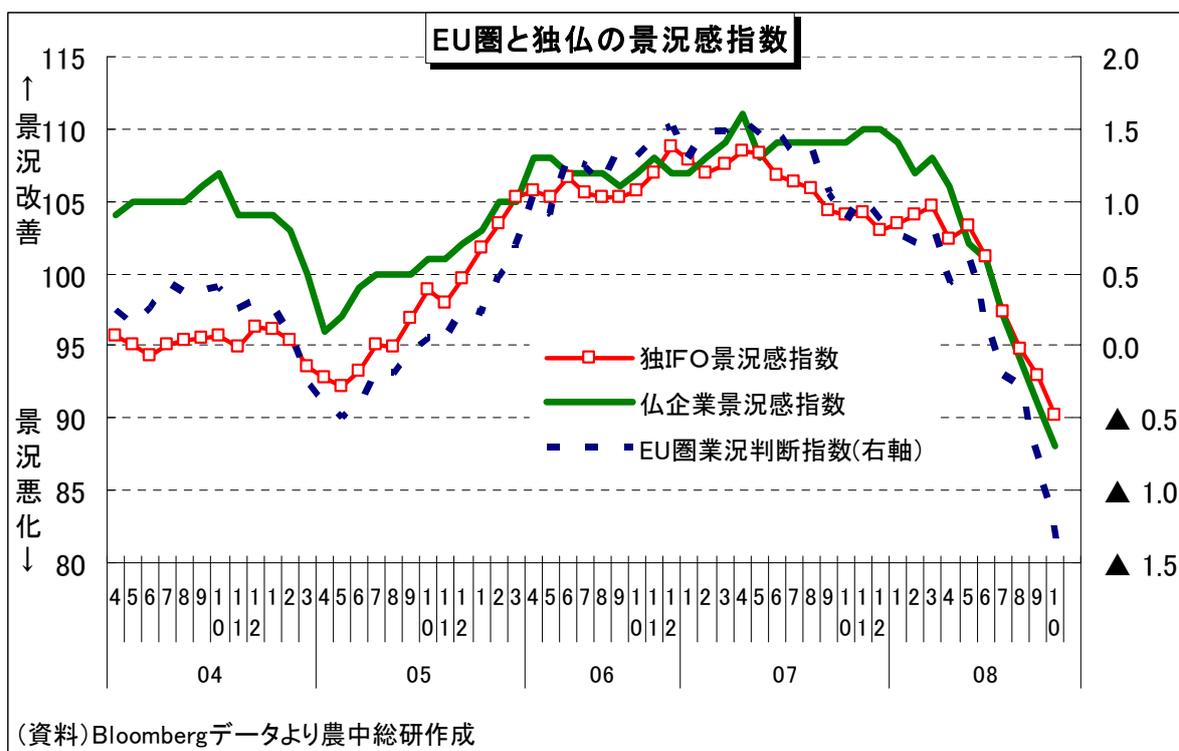
主要国の実質GDP成長率の実績と見通し

見通し
(前年比:%)

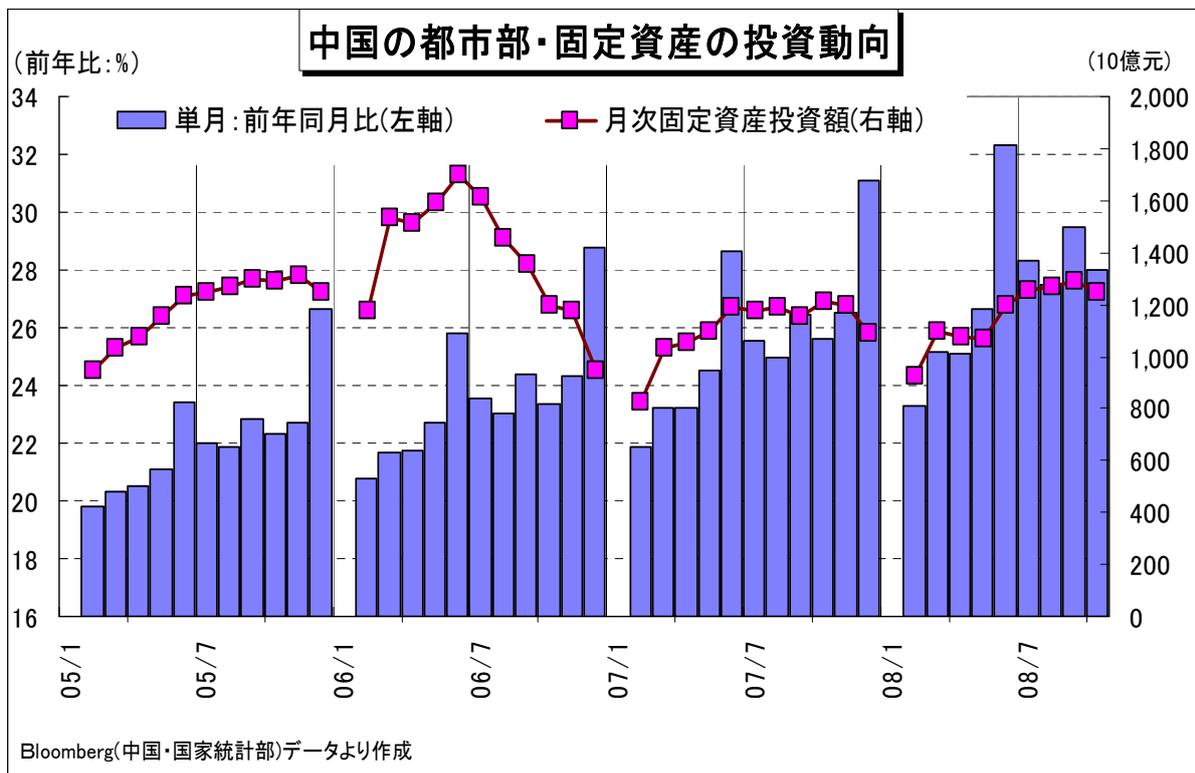
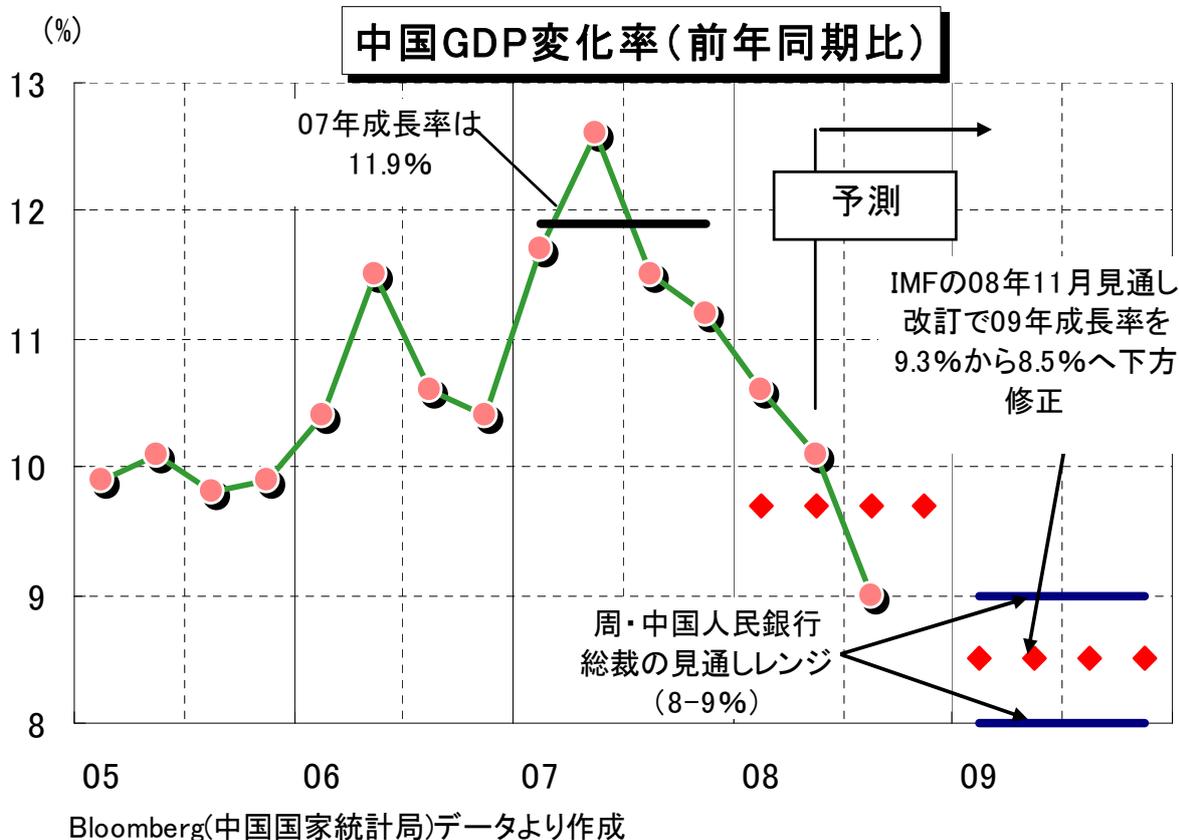
		2006	2007	2008	2009
ユーロ・ゾーン	ユーロ・ゾーン	3.0	2.7	1.2	0.5
	ドイツ	3.0	2.5	1.7	0.3
	フランス	2.4	2.1	0.9	0.5
	イタリア	1.9	1.4	▲ 0.0	0.0
英 国		2.8	3.0	1.1	▲ 0.2
B R I C s	中国	11.7	11.9	9.8	8.8
	ロシア	7.3	8.1	7.0	4.9
	インド	9.8	9.3	7.3	7.2
	ブラジル	3.7	5.4	5.2	3.1
南アフリカ		5.3	5.1	3.7	3.7

Datastream(各国GDP統計等)データより作成

見通しはConsensus Economic Basic Service社データによる(08.11.18現在)



中国経済の状況(予測の前提)



今月の焦点

国内経済金融

高齢者向け金融サービスを考える

田口 さつき

高齢者の経済的状況

06年の内閣府「国民生活白書」によれば、高齢者世帯において、支出が収入を上回り「赤字」となる結果、貯蓄を取り崩す額は、世帯主が60歳代前半の世帯で月4.3万円（年換算：51.2万円）、60歳代後半の世帯で7.4万円（同：89.1万円）、70歳以上の世帯で6.2万円（同：74.8万円）となっている（図表1）。07年の簡易生命表における男性の平均余命に基づき（60歳で22.5歳、70歳で14.8歳）今後物価変動がないと仮定し、「平均余命に相当する期間の生活をまかなうのに必要な貯蓄額」（以下、必要貯蓄額とする）を試算すると、60歳時点では約1,640万円、70歳時点では約1,110万円となる（注1）。

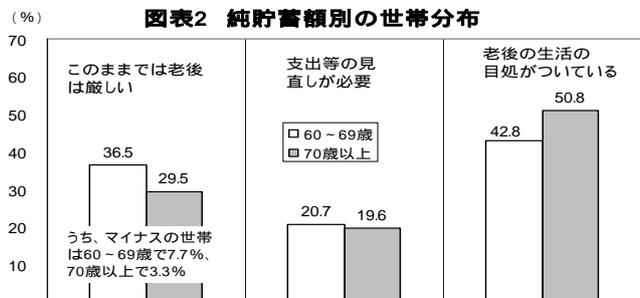
妻の平均余命を基準にした場合は、必要貯蓄額はさらに大きくなる可能性があり、また不測の事態を考慮して、世帯主が60歳時点で「負債額を除いた貯蓄額」（以下、純貯蓄額）が2,000万円以上、70歳時点で1,500万円以上であれば、とりあえず、老後の生活の目処が立っていると考えていいだろう。

これに対し、総務省「家計調査年報 <貯

蓄・負債編>（07年）」によると、前述の必要貯蓄額を上回る純貯蓄額があるのは、世帯主の年齢が60～69歳の世帯で約4割（約408万世帯）、70歳以上の世帯で約5割（約201万世帯）である（図表2、注2）。

さらに支出等の見直しで老後の生活に目処が立つとみられる層は、世帯主の年齢が60～69歳の世帯、70歳以上の世帯ともに約2割（それぞれ、約197万世帯、約78万世帯）ある（注3）。

しかし、残りの層（60～69歳の世帯で約4割、70歳以上の世帯で約3割）においては、負債の整理、支出の抑制や年金以外の収入の確保などを行う必要があるが、現実には厳しい老後の生活が予想される。



総務省「家計調査年報 <貯蓄・負債編>（07年）」より農中総研作成

（注1）計算式は以下のとおり。

60歳時点：必要貯蓄額 = 51.2万円 × 5年 + 89.1万円 × 5年 + 74.8万円 × (平均余命：22.5年 - 10年)

70歳時点：必要貯蓄額 = 74.8万円 × (平均余命：14.8年)

（注2）純貯蓄額が60～69歳の世帯で2,000万円以上、70歳以上の世帯で1,500万円以上とした。

（注3）最低でも必要貯蓄額の6割程度は確保できていることを条件に純貯蓄額が60～69歳の世帯で1,000万円以上2,000万円未満、70歳以上の世帯で700万円以上

図表1 高齢世帯主年齢別の貯蓄取り崩し額

	実収入		赤字分：貯蓄取り崩し分	
	()内は公的年金が占める割合 (%)	()内は年換算値	()内は年換算値	()内は年換算値
60～64歳	32.5	(24.6)	4.3	(51.2)
65～69歳	24.1	(57.3)	7.4	(89.1)
70歳以上	21.3	(75.3)	6.2	(74.8)

出所：内閣府「国民生活白書」（2006）、115ページより農中総研作成

なお、同白書では集計方法などについて以下の備考が付されている。

1. 総務省「全国消費実態調査」（05年）を特別集計

2. 世帯主年齢別の月間実収入に占める各費目の割合

3. 赤字分 = 実収入 - (消費支出 + 非消費支出)

4. 対象は、二人以上の世帯のうち勤労世帯及び無職世帯

1,500万円未満とした。

高齢者の金融サービスへのニーズ

年金が高齢者の家計に占める比重が極めて高いことから、金融機関が提供する高齢者向けのサービスのうち最も重要なのは年金関連のものである。なかでも、年金相談での対応は極めて大切である。

また、高齢者は金融機関との取引においては、安全性志向が強いことが各種調査結果からうかがえる。例えば、金融広報中央委員会「家計の金融行動に関する世論調査」（07年）では、「今後の金融資産の保有希望（複数回答）」については、60歳代、70歳以上ともに、「保有希望はない」が上位にくるほか、「預貯金（除郵便貯金）」、「郵便貯金」とする回答が多く、元本割れリスクの低い安全資産へのニーズは高い（図表3）。

一方で、前述の通り、老後の生活に目処が立っていた高齢者の中には、資産運用を志向する層も少なくない。前記の調査でも、60歳代は株式や株式投資信託の回答割合がそれぞれ11.0%、7.2%と全体（それぞれ9.1%、5.3%）より高いことからそのことが示される。

図表3 今後の金融商品の保有希望（複数回答）（%）

60歳代		70歳以上	
1 預貯金 (郵便貯金を除く)	42.2	1 保有希望はない	37.3
2 保有希望はない	31.7	2 預貯金 (郵便貯金を除く)	37.0
3 郵便貯金 (簡保も除く)	21.0	3 郵便貯金 (簡保も除く)	18.8
4 株式	11.0	4 公共債 (国債など)	7.4
5 株式投資信託	7.2	5 株式	6.9

日本銀行「家計の金融資産に関する世論調査」(07年調査) 上位6金融商品のみの表示

今後の高齢者向けサービスの在り方

以上述べてきた高齢者の経済的状況とそ

のニーズを踏まえ、今後の金融サービスの在り方を考えてみたい。前述のように、負債を除くと貯蓄が潤沢とはいえない層は決して少なくない。従って、金融機関が、自らが把握する顧客の貯蓄額だけを見て金融商品の勧誘を行うことは、非常に危険であり、資産と負債の両面から老後の生活設計の相談というカウンセリングの立場に立つことは重要であろう。今後は一層、その相談内容の質が大切になってくるだろう。プライバシーを守り、じっくりと保有の資産・負債や生活設計について顧客が話せる環境と関係をつくるが必要になってくると思われる。

また、金融商品については、個々の高齢者の顧客のニーズを汲み取り、それにふさわしいものを用意するという「当たり前のこと」ができるかどうか改めて問われてくるだろう。

加えて、新規顧客への対応強化だけではなく、金融商品保有顧客への事後のフォローも考慮すべきだろう。特にリスク性金融商品については、現役世代と違い、高齢者は評価損を取り戻す機会を待つ時間はあまりない。それだけ予期せぬ損失にも過剰に反応する可能性があることには気をつけなければならない。金融機関が「あらかじめ投信販売時にリスクについての説明をしっかりと行う」、「市場の急変時に顧客への情報提供を行う」など、小まめに対応することは重要である。そのためには、金融商品の販売額や手数料収入だけではなく、保有期間などを経営指標として把握し、顧客の生活設計に役立っていたかを事後検証するなどにより、長期的視点でのつきあいを構築すべきだろう。

住宅ローンを取り巻く最近の動き

木村 俊文

弱い動きが続く住宅着工

国土交通省「住宅着工統計」によれば、08年9月の新設住宅着工戸数は9万7,184戸と、依然として月間10万戸を下回る低水準が続いている。08年度上半期(4月~9月)合計では58万964戸となっているが、過去5年間を比較してみると、07年度上半期の53万3,288戸に次いで2番目に低い水準である(第1図)。これは07年6月に施行された改正建築基準法の影響で前年の戸数が極端な低水準だったためである。

住宅着工戸数のうち「貸家」と「給与住宅」を除き、個人向け住宅ローンの直接的な対象となる「持家+分譲住宅」に絞ってみても、落ち込む以前の水準には戻っておらず、冴えない状況が続いている。ちなみに、47都道府県のうち17の道府県では、上半期の「持家+分譲住宅」が前年を下回っており、地方圏を中心に落ち込んだままの地域もある。

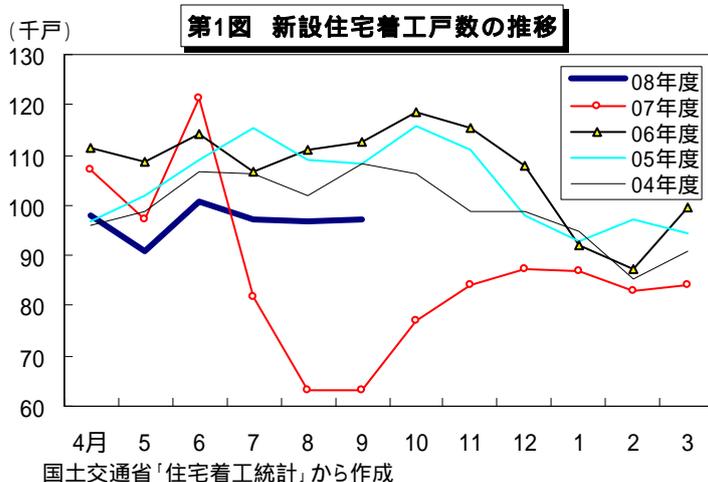
住宅ローン残高はすでにピーク越え

住宅金融支援機構(旧住宅金融公庫)の公表資料によれば、公的金融機関と民間金融機関を合わせた住宅ローン残高は、05年度末の183兆5,953億円をピークにすでに減少局面に入っており、07年度末には178兆7,133億円と規模が縮小している。

2000年度末に68兆3,131億円あった同機構の住宅ローン残高は07年度末には35兆728億円(33兆2,403億円減少)とほぼ半減しており、一方で民間金融機関はこの間に33兆1,335億円増加して残高が137兆2,852億円となっており、少なからず民間金融機関に移動したとみられる。

しかし、こうした同機構からの借り換えが一巡しつつあることもあり、民間金融機関の新規貸出は伸び悩んでいる。日本銀行「預金・貸出関連統計」によると、08年7月~9月期の国内銀行・信用金庫の住宅ローン新規貸出額は前年同期比+1.3%の3兆6,490億円と、2四半期連続で増加したもの

の、前期の同+8.5%から伸びが鈍化した(第2図)。国内銀行、信用金庫ともに同じ傾向を示しているが、新規貸出額の8割強を占める国内銀行(前期:8.5% 今期:1.2%)の方が信用金庫(同10.4% 8.5%)よりも伸び鈍化が大きい。住宅金融支援機構からの借り換え分は民間金融機関のなかでも国

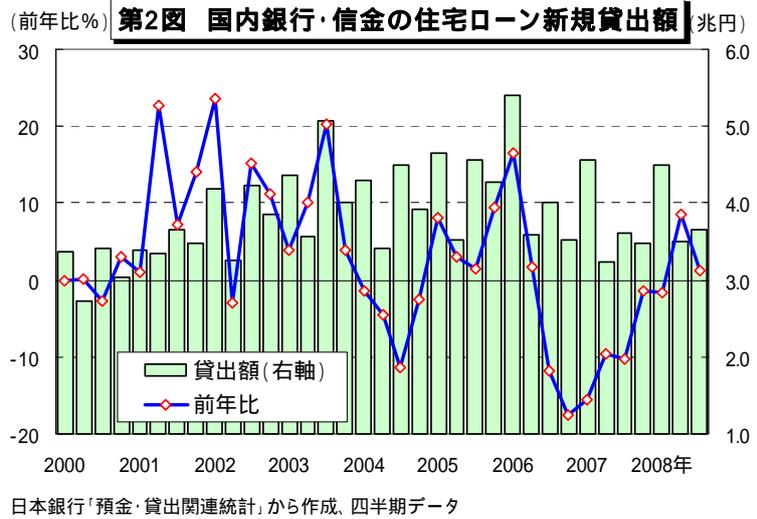


内銀行に多く移動したことを考慮すれば、国内銀行の新規貸出が減少する可能性もある。

住宅資金需要は減少へ

第3図は、内閣府の景気ウォッチャー調査・現状判断DIおよび消費者態度指数という消費者マインドを示す代表的な2指標とGDP統計の実質民間住宅（以下、GDP民間住宅とする）の動きを示したものである。

GDP民間住宅が改正建築基準法の影響を受け07年以降の大きく減少しているものの、消費者マインドとGDP民間住宅の動きを長期的に見れば、景気回復期には上昇し、後退期には低下するといった具合に、景気循環と一致して変動しているように観察される。もちろん、住宅投資の変動要因には、景気循環だけでなく、世帯数や人口移動の変化、所得、地価、金利動向のほか、住宅取得支援策の変更などが挙げられる。



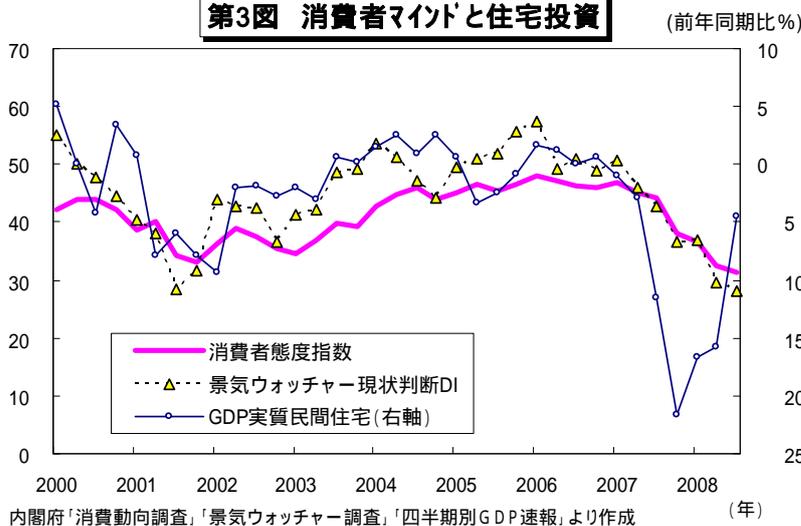
こうしたなか政府・与党は、追加経済対策の一環として、08年末で終了するはずだった「住宅ローン取得減税」を延長し、さらに09年度の税制改正で過去最高水準の減税規模に拡大することを打ち出しており、住宅取得を促進させる効果が期待される。

しかし、企業業績悪化やボーナス減額など先行き不安から消費者マインドが一段と冷え込む状況下では、住宅投資の盛り上がりは期待しがたく、先行きも、停滞感がさらに強まる可能性がある。

日本銀行「主要銀行貸出動向アンケート

調査(10月)」では、住宅ローンの資金需要判断DIが4と前回7月調査から8ポイント悪化して再びマイナスに転じた。経済見通しの悪化や金利先高観の後退による買い控えなどから住宅ローンの資金需要が減少しており、しばらくの間、厳しい状況が続くと予想される。

第3図 消費者マインドと住宅投資



金融政策の国際協調と欧州中央銀行

荒木 謙一

国際的な中央銀行間の政策協力

一般の世界的な金融危機の深まりに対して、世界の政府と中央銀行が連携的な対策に乗り出し、協調的行動も多く見られるようになった。金融政策面では10月8日、米欧の6中央銀行が協調して緊急同時利下げを実施した。協調の枠組み以外でも中国などが同調的利下げを実施した結果、世界全体では10中央銀行による同時利下げとなった。また欧州では11月6日、ユーロ圏、イギリス、スイス、チェコ、デンマークの各国中央銀行による同時利下げも実施された。

スワップ協定によるドル資金の供給拡大も、最近の中央銀行間の協調的な行動のひとつとして特筆される。欧州中央銀行（ECB）は、米連邦準備制度（FRB）との間で、07年12月12日に最大200億ドルの通貨スワップ協定を結び、欧州の金融機関向けにドル資金の供給を開始、その後段階を追って交換枠を拡大してきた。リーマン・ショック直後の08年9月18日、FRBは新たに日本、イギリス、カナダの中央銀行とスワップ協定を締結するとともに、既存の協定が存在したECBとスイス国立銀行に対しては、再び交換枠の拡大を図った。スワップ協定に基づくECBのドル資金供給能力は、9月18日時点で1,100億ドルに達した。ECBはドル資金を、適格担保を差し入れた金融機関に対する入札方式でのターム物貸出（USD Term Auction Facility）と、ユーロ資金を担保見合いとする為替スワップオペレーションにより金融機関に供給してきたほか、10月8日には翌日物の入札方式をユーロと同条件として、ドル資金の供給拡大を図っている。

こうした国際協調による柔軟な対応は、危機

に対応するための緊急的措置としての性格が強いものではあるが、中央銀行の金融政策のあり方の新しい潮流を示すものとして注目される。

欧州の金融機関にドル資金が必要な理由

ECBの月報に掲載されている巻末統計から、ユーロ圏の全預金取扱金融機関（MFIs）の「合併貸借対照表」に関する情報を得ることができる（第1表）。これによると、08年6月末のMFIsの資産総額は30.8兆ユーロ（5,119兆円、6月末のレート1ユーロ＝166.43円で換算、以下同じ）、負債総額は29.0兆ユーロ（4,834兆円）、資本総額は1.8兆ユーロ（285兆円）であった。またMFIs全体として、3.6兆ユーロ（597兆円、5.7兆ドル、6月末時点のレート1ユーロ＝1.576ドルで換算）を米ドル建ての預貯金ないし負債証券として調達していた。このほかにもSIV（ストラクチャード・インベストメント・ビークル）などを通じてドル資金を調達していた部分などがある程度存在すると見られる。

	残高 (兆ユーロ)	割合	通貨別の内訳割合		
			ユーロ	米ドル	その他
資産総額	30.8				
負債総額	29.0	100.0%			
ユーロ圏金融機関による預金	6.3	21.6%	5.8	0.3	0.2
ユーロ圏非金融機関による預金	9.4	32.3%	9.0	0.2	0.1
非ユーロ圏金融機関による預金	3.0	10.5%	1.4	1.0	0.6
非ユーロ圏非金融機関による預金	1.0	3.4%	0.5	0.3	0.2
ユーロ圏金融機関が発行した負債証券	5.1	17.7%	2.4	1.7	1.0
上記合計 (預金及び負債証券)	24.8	85.5%	19.1	3.6	2.1

【出所】欧州中央銀行11月月報の巻末統計から農中総研作成

リーマン・ショックに端を発した金融危機はまたたく間に欧州金融市場をも席卷した。ただし、欧州においても流動性の枯渇は特にドル資金の銀行間市場において顕著であり、ロンドン市場などでのドル資金調達が困難化した。また昨年来、欧州勢の一部金融機関は東京市場で円を調達し、為替スワップ取引によりドル資金に変換するという円キャリートレードの手法で、ドルを調達する動きを強めていたが、金融危機の深刻化は海外市場におけるこのような調達をも困難にしたものと見られる。協調体制による ECB のドル資金供給は、欧州の金融システムを維持する上で緊急的必要性が高いものであった。

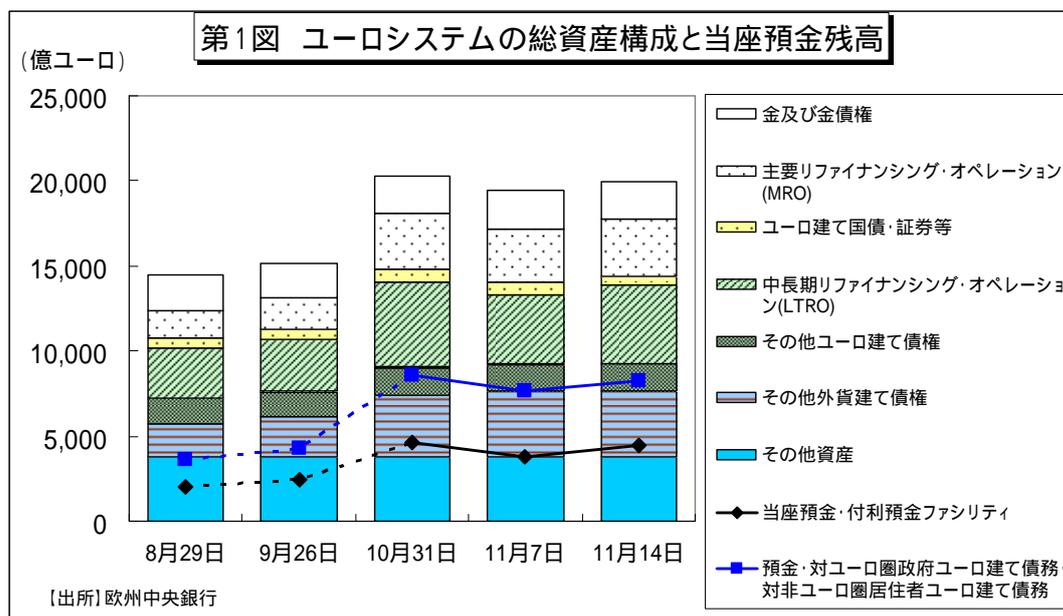
積み上がる中央銀行の資産規模

前述のように、協調的なドル資金供給が拡大した結果、ECB のバランスシートは拡大した（第 1 図）。金融危機前の 8 月末時点と直近時を比較すると、米連邦準備制度（12 地区連銀連結ベース）の総資産額の約 2.4 倍という急増ほどではないが、ユーロシステム（ECB・ユーロ圏 15 カ国中央銀行の連結ベース）も 3 割強、金額にして約 5,496 億ユーロ、総資産額が増加している。現在の総資産額は 1998 年の ECB 設立以来最も高い水準に達しており、伸び方も速くなっている。

増加している資産項目を見ると、金融政策オペレーションにかかる債権や、ユーロ建て国債・証券等、その他外貨建て債権などの項目が増加している。主要リファイナンス・オペレーション（MRO）や、中長期リファイナンス・オペレーション（LTRO）の債権残高の伸びからは、ECB がこの間、積極的にユーロ資金の供給に努めたことがうかがわれる。また外貨建て資産が増大している理由は、スワップ協定により取得したドル資金を、金融機関に貸し付けたことによる債権が増大したためである。外貨建てユーロ圏の居住者向け債権（金融機関向け債権を含む）の残高は、8 月末時点から直近時までに 1,724 億ユーロ増加している。

中央銀行のバランスシートの拡大は、通貨価値の裏付となる資産内容の劣化や、マネタリーベースの拡大を通じたマネーサプライの高伸とインフレ圧力増大の懸念をもたらすが、資源価格の下落を受け、ユーロ圏の一般物価水準は落ち着きを取り戻しつつある。ECB の積極的な資金供給姿勢は、銀行間の緊張感緩和のためにひとまず奏功していると言えよう。緩和的なスタンスが継続される結果、ユーロシステムのバランスシートの規模は、当面は現在の水準以上で推移することになるだろう。

（08.11.21）



今月の焦点

国内経済金融

米国発金融危機に影響された大手金融グループの中間決算

鈴木 博

要旨

6大金融グループの08年度中間決算では、米国発金融危機を背景にした景気悪化や株価下落の影響等から業務粗利益が減収となる一方で、営業経費が増加し業務純益が減益となり、不良債権処理費用や株式等関連損失の増加もあって当期純利益は大幅減益となった。株価下落で有価証券含み益が減少し、自己資本比率が低下したため、メガバンクグループは増資による自己資本増強を計画している。日本の金融機関は、米欧に比べれば金融危機の影響は比較的少なく、円高進行もあってメガバンクグループを中心に海外でのM & Aなどを活発化させており、将来の収益増強に貢献することが期待される。

大幅減益となった2008年度中間決算

6大金融グループ(表1の注1参照)の08年度中間決算では、前年同期に比べて、業務粗利益が役務取引等利益の減少などにより3%の減収となる一方で、営業経費が5%増加したため、業務純益は13%の減益となった。さらに、その他経常損益が不良債権処理費用や株式等関連損失の増加でマイナス幅を拡大させたため、経常利益は63%の大幅減益となり、税引後の当期(中

表1 6大金融グループの08年度中間決算の概要
(単位:金額は億円、経費率は%)

中間期	08年度	07年度	差異
業務粗利益	43,868	45,292	-1,424
資金利益	25,959	25,175	784
信託報酬	1,842	2,076	-234
役務取引等利益	11,371	12,713	-1,342
特定取引利益	1,650	4,503	-2,853
その他業務利益	3,046	825	2,221
営業経費	25,789	24,520	1,269
(業務純益)	(18,079)	(20,772)	(-2,693)
(経費率)	(58.8)	(54.1)	(4.7)
その他経常損益	-12,533	-5,743	-6,790
経常利益	5,546	15,029	-9,483
税引後当期純利益	3,984	9,479	-5,495

資料 6大金融グループの決算短信・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。

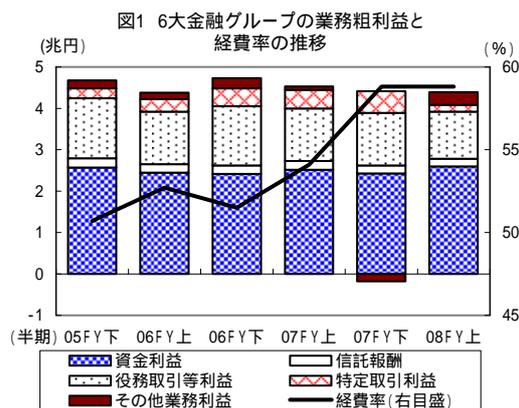
2. 業務純益=業務粗利益-営業経費
経費率=営業経費/業務粗利益で計算

間)純利益も58%の減益となった。

個社別では、経常利益ベースでみて、住友信託銀行の減益率が比較的小幅であったほかは、多少の差はあるものの減益率は大幅なものとなった。

業務粗利益は減少傾向

トップライン収益である業務粗利益は、05年度以降増収傾向となっていたが、半期単位では06年度下期をピークに減収の傾向にある(図1)。



資料 6大金融グループの決算短信・同説明資料

(注)1. 下期決算数値=年度決算数値-上期決算数値

業務粗利益の内容をみると、運用資産の利息収支である資金利益は、前年同期比3%程度増加したが、海外向け貸出の増加(詳細は後記)に牽引されたところが大きい。6

グループでは、三井住友フィナンシャルグループが唯一業務粗利益の増収を果たしたが、海外向け貸出の増加やその利鞘拡大が寄与した。

金融サービスの手数料収入である役務取引等利益は、11%の大幅減少となった。世界的な市場環境の悪化などを背景に、投資信託や年金保険などの販売手数料が減少したほか、証券子会社の手数料収入の落ち込みも影響した。信託報酬も、不動産関連信託報酬などを中心に減少した。

特定取引利益（トレーディング勘定の売買益）とその他業務利益（投資勘定の売買益）は、債券や証券化商品、金融派生商品、外国為替などの売買益からなるが、特定取引利益の大幅な落ち込みもあり全体として減少した。デリバティブ関連の収益減少や証券化商品の売却損増加などが影響した。

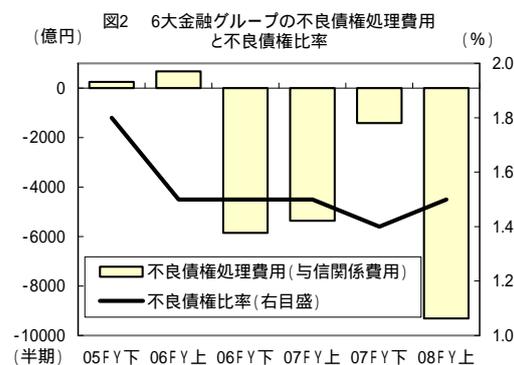
以上のように、6大金融グループの業務粗利益の減収は、役務取引等利益やトレーディング収益の減少などを主因としているが、その背景には、証券化商品の取引減少や株価の大幅下落などの米国発金融危機にもなう市場環境の悪化がある。

業務粗利益が減収となるなかで経費率が上昇し、業務純益は前年同期比13%の減益となった。営業経費の増加は、リテール部門を中心とした人件費増加などによるものであるが、金融危機による事業環境の悪化もあって、経費の投入が業績向上に結びつくに至っていない状況にあるといえよう。なお、営業経費の増加には、三菱UFJフィナンシャル・グループにみられるように、システム関連費用の増加が影響しているところもある。

不良債権処理費用は再び増加へ

表1でもみられるように、08年度中間期の最大の減益要因はその他経常損益における損失幅拡大である。これは不良債権処理費用の増加と株式等関連損失の増加によってもたらされたものである。

不良債権処理費用については、不動産業や中小企業などにみられる業況悪化や倒産増加などから、貸出金償却や貸倒引当金繰入額が増加している。6グループ合計の本中間期の不良債権処理費用（与信関係費用）は、図2のように前年同期に比べて大幅に増加している。一方、不良債権処理を着実に進めていることもあり、08年9月末時点の不良債権比率（金融再生法開示債権/総与信）は、依然として低水準にある。



資料 6大金融グループの決算短信・同説明資料
 (注) 1. 不良債権比率は銀行勘定と信託勘定の合計から算出

次に、株式等関連損失の増加は、株価の下落によるものである。米国発金融危機の世界的な広がりもあって株価が大幅に下落し、08年9月末時点の日経平均株価（225種）は11,260円となり、07年9月末に比べて5,526円下落し、08年3月末対比では1,266円下落した。

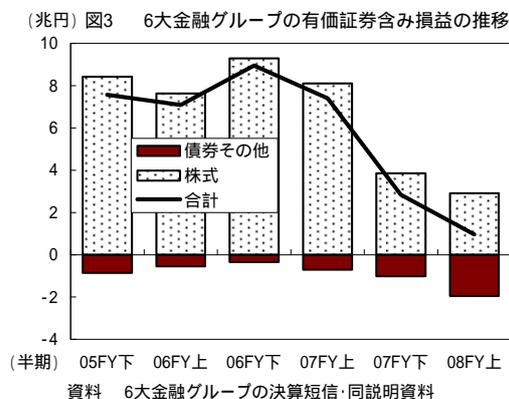
こうした株価下落を背景に、本中間期の6グループ合計の株式等関連損益（株式償却や株式売却損等）は1,631億円となり、

前年同期（+975億円）に比べて損失幅が拡大した。

有価証券含み益が大幅減少に

上記のような株価の下落は、有価証券含み益の減少をもたらしている。図3にみられるように、6グループを合計した保有株式の含み益は1年前の07年9月末時点では8兆円を超えていたが、08年9月末では3兆円程度まで縮小した。株価は本年10月以降も下落しており、保有株式の含み益は足元ではさらに縮小しているものとみられる。

有価証券含み益の減少には、株式含み益の減少とともに、債券やその他証券の含み損の増加も影響しているが、このなかには外国証券や証券化商品などが含まれており、サブプライムローン問題を契機とした証券化商品等の価格下落が影響している（注1）。



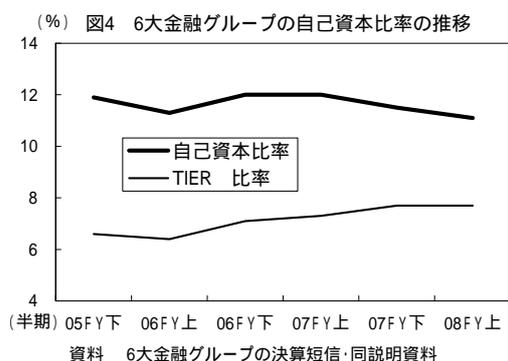
(注1) 有価証券などの金融商品の時価の算定については、本中間期から、実際の売買事例が極めて少ない金融資産について「合理的に算定された価額」を採用することが認められた（08年10月28日付企業会計基準委員会実務対応報告第25号「金融資産の時価の算定に関する実務上の取扱い」による）。6グループのなかでは、上記の評価方法を採用したグループもあるが、従来方法を踏襲したグループもあり、

まちまちである。

メガバンクグループを中心に自己資本増強の動き

バーゼル に基づく自己資本の計算（日本では銀行持株会社は平成18年金融庁告示第20号、銀行は同第19号による）では、有価証券含み益の45%をTier に含めることが認められている。このため、有価証券含み益が減少するとTier が減少して、自己資本比率を低下させる要因となる。

08年9月末時点における6大金融グループを合計した自己資本比率は11.1%となり、同年3月末に比べて0.4%低下した。低下した要因は上記の有価証券含み益の減少であり、これを含めないTier 比率は横ばいである（図4）。



前記のように株価は10月以降も下落しており、自己資本比率は9月末に比べてさらに低下しているものとみられる。自己資本比率の低下は、株式の保有額が大きいメガバンクグループが目立っており、このため、3メガバンクグループでは増資による自己資本の増強を計画している。

通期決算でも大幅減益の予想

以上のように、6大金融グループの08年度中間決算は、米国発金融危機の世界的な広がりの影響などにより大幅減益となった。

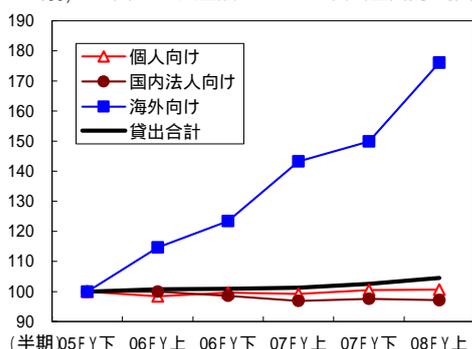
08年度下期においても、世界的な景気の低迷は続く見込みであり、株価の先行きにも大きな期待は持てないものと思われる。このため、6大金融グループの08年度通期の業績予想も依然厳しく、6グループ合計して、経常利益で07年度対比35%、当期純利益で50%の減益予想となっている。

長期的観点からの国際業務等の拡大

前記のように、6大金融グループの08年度中間決算は、米国発金融危機の影響を受けて大幅減益となったが、米国や欧州の主要な金融機関に比べれば、その影響は比較的小さい。

このため、米欧の主要金融機関と競合する国際業務の分野では、メガバンクグループが優位な展開を進めており、シンジケートローンの組成などにおいて邦銀の取扱いが増えている。6大金融グループの主要な資金運用手段は貸出金であるが、図5のように、国内貸出が伸びないなかで、海外向け貸出は大きく増加している。

(05年度末=100) 図5 6大金融グループの貸出金残高の推移



資料 6大金融グループの決算短信・同説明資料
(注)1. 銀行勘定と信託勘定の合計から算出

金融業務の展開は、実体経済の動きと表裏の関係にあり、金融業が成長していくには実体経済の成長が不可欠である。人口減少社会に移行しつつある日本での金融業の

大幅な成長は期待しがたく、図1でもみられるように、業務粗利益は伸び悩み状態が続いている。低成長経済下の日本の金融業が、今後の成長戦略を描くには、世界の成長地域の活力を取り込んでいく必要がある。

日本の金融機関は、米欧の主要金融機関に比べて米国発金融危機の影響が比較的小さいなかで、折からの円高もあり、メガバンクグループを中心に海外の金融機関のM&Aや海外での拠点増設などの動きを活発化させている。

たとえば、三菱UFJフィナンシャル・グループは、米国でのモルガンスタンレーへの出資やFHC(金融持株会社)資格の取得、カルフォルニアを地盤とする商業銀行であるユニオンバンクの完全子会社化などを実施し、アジアでも中国やインドなどでの拠点増設や現地金融機関との提携などを進めている。三井住友フィナンシャルグループは、英国のパークレイズへの出資や、韓国の国民銀行や香港の東亜銀行との業務提携、中国やベトナムでの拠点拡充などを進めている。また、みずほフィナンシャルグループも、米国のメリルリンチへの出資やアジア、中東、東欧などでの拠点拡充などを実施している。こうした動きが、今後業績向上に着実に結びついていくことが期待される。

一方、国内業務では今後成長が期待される個人の資産運用や中小企業の事業承継などの分野での営業態勢強化の動きがみられる。りそなグループでは銀行と信託銀行の合併などが計画されており、住友信託銀行や中央三井トラスト・ホールディングスなどの信託業務を中心とするグループもこうした分野での取組みを強化している。

今月の焦点

国内経済金融

福岡銀行のバリアフリーへの取り組みと店舗戦略

古江 晋也

要旨

・05年11月、福岡銀行は06～08年度の中期経営計画の主要施策の一つとして店舗リニューアルを公表した。同行が店舗リニューアルへの投資を表明した要因には、誰もが安心して来店できる店舗づくりを実施することで店頭での顧客サービスの一層の向上を目指し、来店誘致の強化を図りたいという経営の判断がある。

・ふくおかフィナンシャル・グループでは今後、福岡銀行と同じグループ銀行である親和銀行や熊本ファミリー銀行にもバリアフリー化を含めた店舗リニューアルを順次実施していく予定である。店舗のバリアフリー化は、顧客満足度の向上のみならず、誰もが安心して社会参加ができる環境づくりの一環であることを考慮すれば、金融機関が本業を通じて行うCSR活動であるといえ、新たな店舗戦略としての意義も大きい。

はじめに

再編に伴う店舗の統廃合や不良債権処理にメドが付いた金融機関のなかには、05年頃から店舗リニューアルに力点を置く金融機関が多くなっている。従来、金融機関店舗は事務処理を行う場所であるという認識が一般的であったのに対して、近年では資産運用相談の業務を行う場所やブランド構築を行う場所であるとの認識の下、コンサルティングルームを完備し、外観をガラス張りとした「見せる店舗」が増加している。また最近では、店舗づくりにCSRの観点を加味し、バリアフリー化や接客サービスを強化することですべての人に優しい店舗づくりを実施している金融機関も増加している。

個人リテール市場の競争が激化するなか、金融機関店舗は事務処理を行うという役割に加えて、資産運用相談、ブランド構築など多様な役割を担うようになったが、これらの金融店舗に誰もが安心して来店できず、

設備の使い勝手も良くなければ、その役割を十分に発揮することができない。また、金融機関店舗のバリアフリー化は高齢化社会への対応の一つともいえる。

こうした動きが強まっているなか、本稿では、福岡銀行におけるバリアフリー化への取り組みに加え、08年5月にリニューアルした同行博多支店（写真1参照）を概観することで、金融機関店舗におけるバリアフリー対応の進展を紹介したい。

写真1 福岡銀行博多支店



写真2 ロビーの展示



福岡銀行における店舗のバリアフリー化

05年11月、福岡銀行は06～08年度の中期経営計画の主要施策の一つとして店舗リニューアルを公表。店舗リニューアルの具体的な内容としては、老朽化店舗等の建替えや改修、バリアフリーへの対応、本店営業部（天神）のリニューアルと本部機能移転であった。また、同計画では、人材育成の強化として研修施設の充実も盛り込むなど、ハード（設備）とソフト（サービス）の両面から店舗チャネルの強化を目指したことが大きな特色となっている。

近年、金融機関がバリアフリーに取り組んでいる要因の一つには、バリアフリー関連法令への対応もある。一方、福岡銀行が店舗リニューアルへの投資を表明した要因には、基幹系システム対応をはじめとしたIT投資が一巡したために、投資余力ができたことに加え、誰もが安心して来店できる店舗づくりを実施することで店頭での顧客サービスの一層の向上を目指し、来店誘致の強化を図りたいという経営の判断がある。

そこで同行は店舗リニューアルを実施するに際してバリアフリー・ガイドラインを作成。ガイドラインには「出入口の自動ドアの設置」や「段差の解消」などの必須項

目に加え、エレベーターボタン設置の高さや大きさといった設備の仕様も標準化しており、各店舗で統一されたバリアフリー設備となるように心掛けた。さらにバリアフリー設備には、「みんなにやさしい」という文字とハートマークをかたどった福岡銀行独自のユニバーサルデザイン（以下「UD」）・サインを表示し、顧客にバリアフリー対応であることを知らせることに力点を置いている。

一方、ソフト面についてのバリアフリー対応としては、サービス介助士を157店舗（出張所を除く全店舗）に配置している。さらに、取引移動明細書、定期預金満期の案内などについては、点字サービスを実施するなどの取組みも行っている。

また、営業店では「ワークアウト」と称した顧客の目線に立った現場の改善活動を展開。その改善活動の一つが、イーゼルやポスターを活用してウェルカムボードを作成したり、花などで店内装飾を行うことで待ち時間でも快適に過ごしてもらうという取組みである。博多支店では番号札発券機の横に「月間混雑予想カレンダー」を設置することで、顧客に混雑が予想される日を知らせるとともに、ロビーに伝承細工の展示などを行っている（写真2参照）。

福岡銀行博多支店

現在の博多支店は、福岡銀行の設立当時の本店所在地であり、博多座の向かい側に位置している。同支店は2008年5月に「ふくぎん博多ビル」としてリニューアルし、1階にATMコーナー、2階に預金カウンターなどを設置するレイアウトとなっている。

写真3 案内サイン



博多支店1階入口には視覚障がい者誘導用ブロックが設置され、店舗内に安心して入店できるようにしている。また、出入口にはスロープが設置され、段差も解消されている。

1階に入店するとすぐ右側に店舗の案内サイン（触地図）が設置されている（写真3）。触地図とは地図上に凹凸があり、触れることによって空間を認識することができ、店舗内部のテラーカウンターやATMの位置が把握できるようになっている。

案内サインの向かい側はATMコーナーであり、そのうちの1台はハンドセットを取り付けた視覚障がい者対応ATMである（写真4参照）。また、同ATMには手摺りに加え、通常のATMよりも幅広く設計されているため、車いすの利用者でも使いやすくなっている。

1階から2階へと上がるには、階段とエレベーターの両方を利用することができる。階段には「波型手摺り」を採用しており、手摺りが波型であることによって軽い力で階段の上り下りができる（写真5参照）。ま

写真4 バリアフリーATM



た、エレベーターも「ボール型ボタン」を採用することで車いすの利用者でも安心して操作することができる（写真6参照）。

博多支店2階

博多支店2階は、大通りに面した窓側に沿ってテラー業務を行うハイカウンターと資産運用アドバイス業務やローンなどの相談業務

を中心に行うブース化されたローカウンターが配置されている。テラーカウンターは、通常のハイカウンターに加え、車いす対応のカウンターを設置。足元部分に余裕のある作りとなっているため、安心して利用することができる（写真7参照）。

記帳台は、テラーカウンター向かい側に設置されているが、テラーカウンターと同様に車いす対応の記帳台も設置されている。車いす対応の記帳台にはキャスターチェアが添えつけられており、椅子の移動が容易にできる（写真8参照）。

写真5 波型手摺り



写真6 エレベーターホール



写真7 テラーカウンター



写真8 記帳台



同支店2階のエレベーターの近くには、多目的トイレと授乳室が設置されている（写真9参照）。多目的トイレは広々として

おり、センサーに手をかざせば、施錠できるようになっている。写真10は授乳室のベビーシートであり、ベビーシート以外にも乳幼児を安心してケアできるソファ、乳幼児用椅子、収納式着替台が併設されている。博多支店における多目的トイレの利用者は1日数人程度である。また、多目的トイレは多機能であるがゆえに、使い慣れていない人にとっては操作が難しいこともある。今後の課題の一つは、多くの顧客に多目的トイレや授乳室があることを認知してもらい、必要としている利用者の増加につなげることである。

おわりに

90年代後半以降、金融機関が個人リテールへの取組みを強化するなか、店舗戦略もフルバンキング体制から「母店サテライト店制度」に移行する金融機関が増加し、個人特化型店舗に注目が集まるようになった。なかには、インブランチストアやコーヒーショップとの共同店舗などユニークな取組みも見られたが、近年ではCSRの観点からバリアフリー化を実施する店舗が増加している。

バリアフリー店舗へのリニューアルは、通常店舗と比較して相対的にコストがかかる。しかし、バリアフリー化を実施した金融機関のなかには、来店顧客の利便性向上に加えて、人に優しい金融機関というブランドイメージが付加されたり、新聞・雑誌などに紹介されるなどのパブリシティ効果も期待できる。

ふくおかフィナンシャル・グループでは今後、福岡銀行と同じグループ銀行である親和銀行や熊本ファミリー銀行にもバリア

写真9 多目的トイレ



写真10 ベビーシート



フリー化を含めた店舗リニューアルを実施し、ふくおかフィナンシャル・グループのブランドスローガンである「あなたのいちばんに。」を具現化するとともに、来店誘致にも繋げたいとの考えを示している。店舗のバリアフリー化は、顧客満足の上のみならず、誰もが安心して社会参加ができる環境づくりの一環であることを考慮すれば、金融機関が本業を通じて行う CSR 活動であるといえ、新たな店舗戦略としての意義も大きい。

海外の話題

香港のワイン事情について

農林中央金庫 香港駐在員事務所長 松尾 章

香港はご案内のとおり、1997 年まで英国の統治下にありました。そうした経緯もあってほとんどアルコールを飲まない香港人でもややハイソな香港人は高級レストラン等でワインをたしなむ姿を良く見かけます。香港はわずか 2 年前まで 80%の関税をワインに掛けてきましたが、昨年 40%へそして今年 2 月には、関税を撤廃しました。背景には、香港はアジア随一の貿易中継地点であること（世界人口の約半分（約 30 億人）に 5 時間以内で物を輸送できる地理的優位性）、背後に今後巨大市場として発展が見込める中国大陸があることなどとともに香港政府は今後の貿易戦略として「アジアにおけるワインの貿易・流通のハブ（拠点）を目指す。」構想を掲げたことがあります。この具体策として関税ゼロを打ち出したわけです。今年 4 月には香港で初めて国際ワインオークションが開催、5 月にはアジア最大のワイン・蒸留酒展示会 (VinExpo) が開催、8 月には香港貿易発展局 (TDC) 主催による香港国際ワインエキスポが開催されるなど、アジアのハブとしての地位固めを進めてきています。

こうした効果もあり、ワイン関税撤廃以降上期の香港ワイン輸入額は前年同期比 2.4 倍まで急拡大しました。また香港での輸入国 No. 1 であるフランスとは政府間で「ワイン事業提携覚書」を締結するなどワインハブ構想が加速してきております。欧米系のワインメーカーによるアジアのワイン物流拠点を香港へ置こうという動きも活発です。統計が少々古くて恐縮ですが、07 年の香港におけるワイン輸入量は 2,237.8 万 k l でこれは前年同期対比 3 割弱の伸びとなっております。ちなみに日本からの輸入はわずかに 4 万 k l ですが、伸び率は 40%と 07 年輸入国最大の伸び率を記録しています（出所：香港統計処）。ミクロ的に見ても、日系スーパーで欧州ワイン主要国からの小売販売打診があったりとか酒類コーナーを拡大する（これまでの販売ルートは主にレストラン経由）など消費拡大を展望する動きが出てきております。輸入国別では安価なこと、香港に地理的に近いことから豪州ワインが人気ということですが、実態はレストラン経由が大きいことからやはりフランスが最大の輸入国となっております。（後添グラフ参照）

ここで中国ワイン市場についても若干説明します。香港の背後にある中国のワイン生産は 2000 年以上の歴史（漢代）があります。シルクロードを経由して西域の葡萄を使った醸造が始まりで、元代には商業化が進みワイン文化も絶頂期を迎えたということのようです。明代には国策で白酒と紹興酒が推奨されたことからワインは低迷期に入りましたが、最近の沿岸地区の経済発展を機に再度ワインへ注目がいくようになったようです。実際 07 年のワイン輸入量は前年対比 125%増と過去最高を記録、中国アルコール市場におけるワインシェアも 06 年 6.6%から 07 年 10%程度へ拡大してきました。消費量も拡大しているものの一人当りに直すとまだ年間 1 本に満たない状態でその

市場潜在性には大きなものがあります。

香港政府では、2017 年にはアジア地区が世界最大のワイン消費地になると試算しています。世界全体に占めるアジア地区（除く日本）シェアは現在 7%程度ですが、毎年 10%程度のワイン消費量拡大が見込め、17 年には上記のとおり世界最大の消費地となると見込んでおります。このように香港は今年ワイン関税撤廃などニューヨーク、ロンドンに並ぶ世界のワインハブの一角となるべく具体策を打ってきております。実際近い将来香港は中国およびアジア全体のワイン消費拡大を背景に世界のワインハブになる可能性は大きいと思われます。

