

潮 流

新春によせて

代表取締役社長 佐 藤 純 二

新年あけましておめでとうございます。本年もどうぞよろしくお願い申し上げます。

2009 年がスタートした。今年は、いったいどんな年になるのだろうか。

毎年、(財)日本漢字能力検定協会がその年を表す漢字一字を公募し発表している。ここ 5 年間を見ると、04 年が「災」、以降順に、「愛」、「命」、「偽」と続き、そして昨年は「変」であった。その中でも、「変」は良くも悪くも 08 年という年を的確に表していると感じるのは私だけであろうか。

昨年を振り返ると、米国発のサブプライム問題がグローバルな規模での金融危機へと進行した。アメリカでは巨大金融機関の大規模な淘汰・再編の嵐が吹き荒れ、欧州へと波及。アイスランドや東欧諸国は IMF 融資などで急場をしのいだ。世界の金融市場では資金取引が困難となり流動性が枯渇し、アメリカと欧州では国をあげての金融機関への資本注入、債務保証などの経営支援が進んだ。また、金融危機はリスクマネーの流出を招き、世界の株式資産が一年で半減するような急落はその典型と言える。

また、年の瀬になり自動車や電機などの基幹産業の製品需要が世界的に落ち込み、国内でも期間・派遣労働者を中心に雇用削減の胸の痛むようなニュースが連日報道された。

正に激「変」の一年であった。しかし、変化という点では悪いことではなかったように思う。米国では建国 230 余年を経て、バラク・オバマ氏が初の黒人大統領に選出された。米国政治の深層を論ずるには尚早かもしれないが、「ビッグ 3」が破綻の瀬戸際にあるなど、厳しい経済状況のもとでも、米国国民が「統合と再生」への真剣な姿勢を持っていることを強く印象づけられた。また、国際商品市況は大きく乱高下する相場となり、穀物や原油が高騰。これは畜産や漁業の重大な経営圧迫要因となったが、相次ぐ食品汚染の表面化も重なり、低い食料自給率や食の安心・安全などへの国民の関心が高まる契機ともなった。

しかし、「変」が昨年 12 月 31 日の日付で終わったわけではない。世界同時不況を受けて、国内景気は垂直降下の悪化リスクが高まっている。米国・連邦準備制度はゼロ金利を視野に入れた緩和策を取り、可能なすべての対応策を取ることを表明した。また、系統においては WTO での多角的通商交渉、特に農業分野の関税例外品目数の交渉という極めて重要な問題もある。

さらに、少子・高齢化がどこよりも速いスピードで進展するなかで、医療、介護、年金という重い課題がある。いずれも避けて通れぬ課題ばかりである。国民一人ひとりが直面する課題にしっかりと目を向けてすべての人が安心と希望の持てる国づくりの始まりの年となることを願いたい。

情勢判断

国内経済金融

秋以降、急激な悪化を見せる国内景気情勢

～牽引役不在で 2009 年は厳しい状況続く～

南 武志

要旨

世界的な金融危機は、既に景気後退が始まっていた先進国経済をさらに悪化させ、それが中国など新興国経済にも飛び火するなど、まさに世界同時不況の様相となっている。日本においても、自動車や電気機械など輸出製造業を中心に大幅減産に追い込まれており、雇用への悪影響も波及し始めている。政府・日銀の景気刺激策にもかかわらず、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、各国中央銀行の大胆な利下げが相次ぐ中、日本銀行も 10 月に続き、12 月 19 日には追加利下げに踏み切った。先行きも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、更なる緩和策の検討が必要になるものと思われる。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2008年	2009年			
		12月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)		0.203	0.10	0.10	0.10	0.10
TIBORユーロ円 (3M) (%)		0.892	0.60～0.80	0.60～0.80	0.60～0.80	0.60～0.80
短期プライムレート (%)		1.675	1.475	1.475	1.475	1.475
国債利回り	10年債 (%)	1.220	1.10～1.45	1.10～1.50	1.20～1.60	1.30～1.70
	5年債 (%)	0.750	0.60～0.90	0.60～0.90	0.60～0.90	0.65～0.95
為替レート	対ドル (円/ドル)	88.9	80～100	85～110	90～115	90～115
	対ユーロ (円/ユーロ)	126.9	105～135	105～135	105～135	105～135
日経平均株価 (円)		8,588	9,000±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12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。

国内景気：現状・展望

最近の経済指標は、国内外で経済活動が急激に落ち込んでいることを示すものが多い。12 月 15 日に発表された日本銀行「短観」によれば、代表的な指標である大企業製造業の業況判断 DI は▲24 と、前回 9 月調査時と比べて▲21pt の大幅悪化となった。この悪化幅は第一次石油危機後の景気後退時（1975 年 2 月調査）以来であり、景況感が急激に悪くなったことが見て取れる（図表 2）。また、製商品・サービスの需給が悪

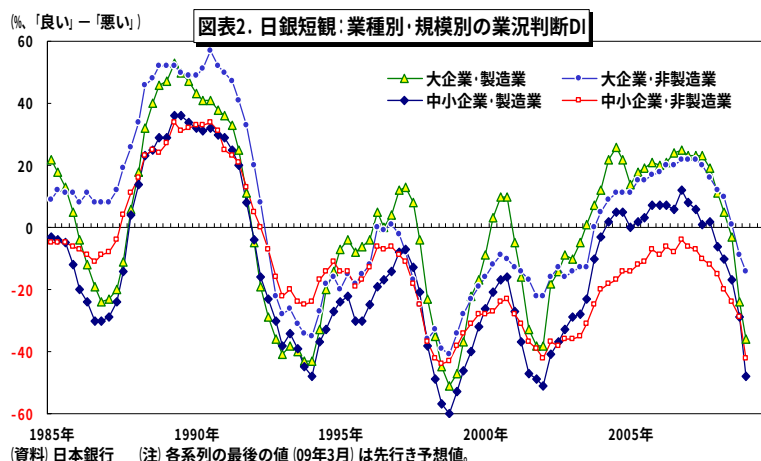
化し、在庫水準や雇用人員、さらには資本設備に対する過剰感が強まるなど、目の前の需要が急速に減退している様子も窺える内容である。

米国経済は 07 年 12 月に既に景気後退局面入りしていたとの判断（全米経済研究所より）が最近行われたが、ほぼそれと時を同じくして日本経済の牽引役であった輸出も頭打ちとなり、更に最近では中国など新興国経済の成長鈍化を受けて、明確に輸出が減少し始めてきた。

9月中旬のリーマン・ショックをきっかけに勃発した世界的な金融危機は、主要国の政策当局による手厚い対応により、最悪の事態は回避されると思われる。しかし、当面は金融システムが機能不全なまま推移する可能性が高く、実体経済にも悪影響を及ぼし続けることは不可避であろう。

なお、12月9日に08年7～9月期のGDP第二次速報（2次QE）が公表されたが、実質成長率は前期比年率▲1.8%（2四半期連続のマイナス成長）と、1次QE（同▲0.4%）から大幅に下方修正されるなど、改めて景気の落ち込みの大きさを意識させる内容となった。このGDP発表を受けて、当総研では経済見通しの再改訂を行ったが、これまで景気展開が想定以上のテンポで悪化している状況を鑑み、経済成長率について08年度：▲0.8%、09年度：▲0.9%と、前回11月時点での見通しを大幅に下方修正した。09年度にかけて景気の落ち込むスピードは緩やかになると思われるが、景気持ち直しの材料が国内には見当たらず、米国経済の底入れに期待せざるを得ない状況であることには変わりはない。その結果、景気回復時期は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『2008～09年度改訂経済見通し（2次QE後の改訂）』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強まっており、夏まで続いた緩やかなインフレ加速から一転、09年に



向けてデフレが再び意識される状況となっている。10月の消費者物価上昇率（全国、生鮮食品を除く総合）は前年比1.9%と上昇率を鈍化させたほか、これまでの物価上昇の主因であったガソリン価格が大きく下落しており、11月以降は前年比マイナスに転じるなど、物価押下げ要因となっている。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が残っているものの、エネルギー価格の大幅下落、さらに需給悪化に伴う物価下落圧力の高まりによって、09年に入れば再び物価が前年比下落に転じるものと思われる。

金融政策の動向・見通し

上述の通り、国内景気は先行きも悪化が続き、さらには物価下落も想定されている。さらに、米国・欧州との政策金利の乖離がかなり縮小したこともあり、円高傾向が強まっており、企業業績に対する更なる下押し材料として警戒されている。

日銀が直近2度の利上げの根拠にしてきたマクロ的な面での需要超過（インフレギャップ）状態の強まりも、最近では供給超過（デフレギャップ）状態に転じ、かつ先行きもその度合いが強まる蓋然性が高いこ

とを考慮すれば、フォワードルッキング的手法からも自ずと「利下げ」という判断が下されることは自然な流れであった。実際、12月18～19日開催の金融政策決定会合では、0.2%の追加利下げを決定した。また、政府は日銀に対して、厳しさを増す企業金融円滑化支援の立場からCP買入れなどを要望してきたが、これも実施を決定、さらに長期国債の買入れ額を増額するなど、政府・市場の「要望」を丸呑みするような形で政策判断がなされた。

ただし、米FRBが見せるように、実体経済や金融システムの安定化に向けて採りうる手段はすべて行う、といった決意を前面に示しているわけではないようだ。超過準備預金への付利を0.1%で据え置くなど、政策金利がゼロ%へ低下することに対しては慎重な態度を維持しているようだ。

ただし、上述の通り、今後とも景気悪化が進行する可能性が高いことから、米FRBと同様に日銀は潤沢な資金供給姿勢を強め、かつオペを工夫して長短金利の跳ね上がりを抑えこむ努力が求められていくことになるだろう。

市場動向:現状・見通し・注目点

主要国政府が、毀損した銀行資本に対する公的資金の注入を決断し、かつ各中央銀行が利下げに踏み切るなど、先進国の政策当局が金融システムの安定化と景気下支えに向けた強い意志を明確にしたことで、金融市場のパニック的な状況には歯止めがかかったと見られるが、世界同時不況が進行するのなか、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。

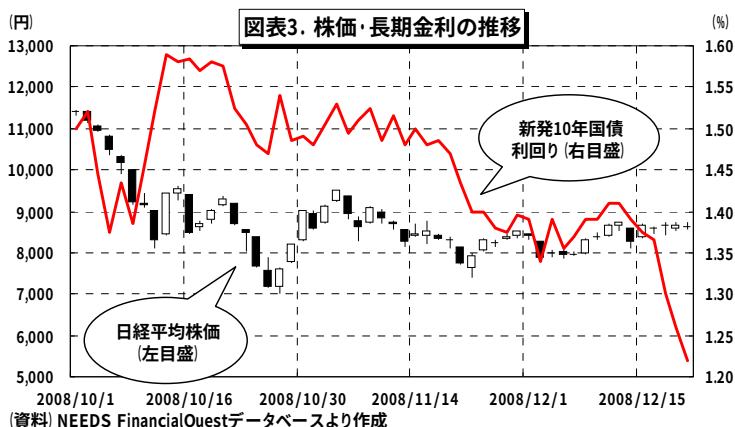
以下、債券・株式・為替レート of 各市場について述べたい。

①債券市場

10月の日銀による利下げにもかかわらず、長期金利（新発10年物国債利回り）は下げ渋る展開が続いていた。この原因としては、景気悪化に伴う税収減、さらには積極財政への転換に伴う歳出圧力の高まりなどで、将来的に赤字国債の発行圧力が高まるとの需給悪化懸念が根強かったこと、さらには海外勢による換金売りが挙げられるだろう。

しかし、11月下旬以降、急速に低下し始めた米国長期金利に追随する格好で、日本の長期金利も徐々にレンジを切り下げる動きが強まった。その後、米FRBによるゼロ金利を容認する利下げや国債買入れの検討開始を受けて、一段と金利低下が進行、約9ヶ月ぶりに1.3%割れとなるなど、日銀による利下げを催促する動きが見られた。

先行きの一段の景気悪化やデフレ懸念の台頭、さらには米FRBによる国債買入れの可能性を考慮すれば、先々の国債増発圧力の高まりによる需給悪化懸念は根強いものの、長期金利にはもう一段の低下圧力が



かる可能性は否定できない。

②株式市場

日経平均株価は10月下旬にかけて、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たが、その後はやや持ち直し、概ね8,000円台での展開が続いている。これまで製造業を中心に、企業業績を大きく圧迫してきた原油などの投入コストは、商品市況の下落の影響によって、大きく圧縮されることが期待されるものの、世界的に需要が大きく減退しているほか、想定以上の円高が続いていることもあり、年度末にかけて企業業績の下方修正が続出する可能性が高い。また、19日に決定した米大手自動車メーカー（ビッグ3）への緊急融資など救済策実施に際し、米政府は人件費や債務の大幅圧縮などを求めるなど、一時的に景気を更に下押しさせる懸念も否定できない。

また、金融危機勃発の過程で、投資家のリスクテイク能力が大幅に低下しているほか、経済全体が縮小均衡に向かっているとの見方が根強く、09年度についても業績の停滞が続く可能性は高い。メガバンクを中心に増資を検討していることが発表された

が、これも株価にとっては上値を抑制させるであろう。

以上を踏まえれば、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、当面は上値の重い展開が続くだろう。

③外国為替市場

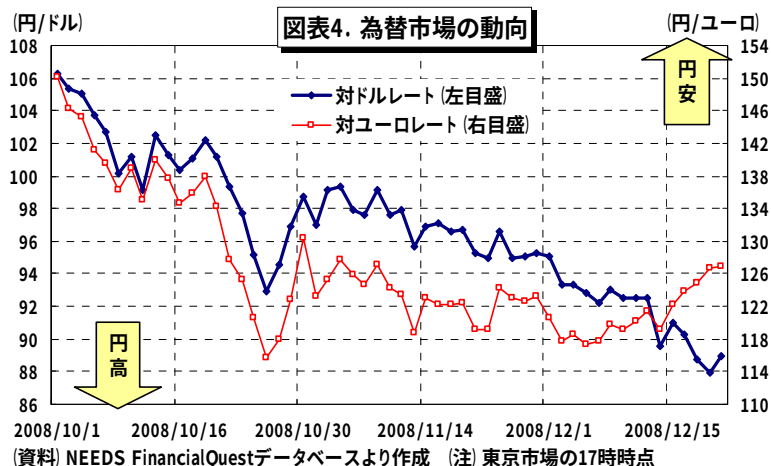
国際商品市況の大幅下落やそれに伴うインフレ懸念の後退、さらには世界経済の悪化傾向が鮮明となったことで、8月上旬以降、円高傾向が強まっている。なお、最近では対ユーロレートにおいて、この数ヵ月間のユーロ安が修正される動きが見られるが、これは16日の米FRBによる事実上のゼロ金利政策や量的緩和政策の採用によってドルがユーロに対して大幅に下落したあおりを受けたものと見られる。

今後の為替市場を見通してみると、これまでの円高ドル安を引き起こしてきた日米金利格差要因は、日米とも政策金利がほぼゼロ%となったことで、今後の円高材料として捉えにくくなったとの見方もある。ただし、米国経済のファンダメンタルズやドル資産に対する不安感が解消されない現状では、円高リスクは残るだろう。

また、対ユーロに関しても、欧州中央銀行では経済・物価情勢に応

じてもう一段の利下げを行う可能性もあり、円高圧力は根強いと思われる。

なお、円高進行は国内景気をさらに下押しする懸念が強いため、政府は為替介入を含めて円高進行を食い止める手段を講じるべきである。（2008.12.22 現在）



情勢判断

国内経済金融

2008～09 年度改訂経済見通し（2 次 QE 後の改訂）

～実質成長率は 08 年度：▲0.8%、09 年度：▲0.9%へ下方修正～

経済金融 I 班

12 月 9 日に、2008 年 7～9 月期の GDP 第二次速報（2 次 QE）が発表された。これを受けて、当総研では 11 月 20 日に作成した「2008～09 年度改訂経済見通し」の見直し作業を行った。

改めて、7～9 月にかけての内外経済金融情勢を振り返ってみると、米サブプライム問題により米証券大手のリーマン・ブラザーズが経営破綻に追い込まれ、それをきっかけに世界的に金融市場が大混乱するなど、金融危機が勃発し、それが及ぼす実体経済への悪影響が意識された期間であった。米住宅バブルの崩壊を契機に、米国経済は 07 年末以降、景気後退局面に入ったと既に判定されているが、日本でもほぼ同時期に 6 年近く続いた景気拡大が終焉を迎えた可能性が高い。このように、08 年に入ってから日米欧といった先進国経済の景気悪化が徐々に進行しており、それが中国など新興国経済にも徐々に悪影響が波及し始めていたが、こうした実体経済の悪化傾向に、世界的な金融危機が襲いかかったといえるだろう。なお、世界経済の成長鈍化を受けて、高騰を続け

ていた国際商品市況も夏場以降は下落が始まるなど、高まっていた世界的なインフレ懸念にも沈静化の動きが見られ始めていた。

こうした情勢の下、11 月 17 日に発表された 1 次 QE では、4～6 月期に前期比マイナスに陥った民間消費・輸出は同プラスとなったものの、民間企業設備投資が大きく減少したことを主因に 2 四半期連続のマイナス成長に陥った姿が確認できた（実質成長率は前期比▲0.1%（同年率▲0.4%）。今回の 2 次 QE は、毎年恒例の年次改定（06 年度確々報、07 年度確報）を受けてのものであり、単純に 1 次 QE との比較はできないが、民間在庫投資が大きく下方修正された

2008～09年度 日本経済見通し総括表

	単位	2007年度 (実績)	2008年度 (予測)	2009年度 (予測)
名目GDP	%前年度比	1.0	▲1.9	▲1.6
実質GDP	%前年度比	1.9	▲0.8	▲0.9
民間需要	%前年度比	0.6	▲1.2	▲0.8
民間最終消費支出	%前年度比	0.9	0.2	0.3
民間住宅	%前年度比	▲13.0	▲5.6	▲1.2
民間企業設備	%前年度比	2.3	▲4.6	▲5.3
公的需要	%前年度比	0.7	▲0.5	1.0
政府最終消費支出	%前年度比	2.2	0.3	0.9
公的固定資本形成	%前年度比	▲5.8	▲4.5	1.4
輸出	%前年度比	9.3	0.7	▲3.8
輸入	%前年度比	1.8	▲1.2	▲2.6
内需寄与度	%pt	0.6	▲1.0	▲0.4
民間需要寄与度	%pt	0.5	▲0.9	▲0.6
公的需要寄与度	%pt	0.1	▲0.1	0.2
外需寄与度	%pt	1.2	0.2	▲0.3
GDPデフレーター	%前年度比	▲0.9	▲1.2	▲0.7
鉱工業生産	%前年度比	2.6	▲6.0	▲6.4
国内企業物価	%前年度比	2.3	3.8	▲2.1
全国消費者物価	%前年度比	0.3	1.4	▲0.4
完全失業率	%	3.8	4.1	4.7
住宅着工戸数	千戸	1,051	1,095	1,088
為替レート	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
長期金利(10年国債利回り)	%	1.60	1.48	1.38
通関輸入原油価格	円/バレル	78.5	93.5	58.8

(注) 実績値は内閣府「国民所得速報」など。

全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。無担保コールレートの予測値は年度末水準。

ことなどにより、実質成長率は前期比▲0.5%（同年率▲1.8%）へ大幅下方修正されるなど、景気悪化がより鮮明となったことが見て取れる。また、名目 GDP も前期比▲0.7%（1 次 QE：▲0.5%）へ下方修正された。

以下では、09 年度に向けての見通しについて述べていきたい。経済成長の約 6 割を輸出増に伴う外需に依存してきた日本経済を展望する上で、その輸出に大きな影響を与える世界経済動向が大きな鍵を握っている状況には変わりはないだろう。前述の通り、世界経済は急速な需要減退が進んでおり、同時不況的な様相が強まっている。各国政策当局は金融システムの安定化を確保すべく、公的資金を金融機関に対して資本注入することを決断・実施している。さらに、世界主要国は景気下支えに向けて、積極的な財政金融政策の発動を行っている。これらの手厚い政策対応によって経済が恐慌状態に陥ることは回避されるものと思われる。とはいえ、民間部門のマインドが極度に冷え込んだ状況が回復されるには相当の時間がかかることが予想され、なかなか持ち直すきっかけを掴むことはできないだろう。こうした情勢を受けて、頼みの綱である輸出は 09 年以降も減少が続く可能性が高い。

一方、国内に目を転じて、家計部門では、これまで消費者マインドを大幅悪化させてきた生活必需品の値上げ圧力は解消していくものと思われるが、かわって雇用情勢が急速に悪化し始めるなど、家計を取り巻く所得環境は厳しさを増しており、引き続き、消費支出は抑制気味に推移するものと思われる。また、これまでの投入コスト

の上昇により収益が大きく圧迫されていた企業部門でも、最近の原油などの資源価格下落により交易条件改善効果が期待されるが、急ピッチな需要減退がその効果を打ち消してしまう可能性が高く、設備投資意欲の慎重姿勢は続くものと考えられる。このように、国内需要もかなり厳しい状況が続くと思われる。

以上を踏まえ、当総研が 11 月に公表した「2008～09 年度経済見通し」を再度下方修正せざるをえないものと判断した。民間需要の悪化や輸出減少により、10～12 月期は前期比▲0.5%（同年率▲1.9%）と 3 四半期連続のマイナス成長となることが見込まれる。年度内に総額 2 兆円の定額給付金が全世帯に配布されれば、4～6 月期にはその効果によって多少なりとも民間消費が刺激される可能性はあるが、それが呼び水となることはなく、経済成長率のマイナス基調は 09 年度半ばまでは継続するものと思われる。全般的に、景気牽引役が不在であり、09 年度いっぱいには年率 1%台半ばとされる潜在成長率を下回る成長が続くだろう。その結果、08 年度の経済成長率は実質：▲0.8%、名目：▲1.9%と、前回見通し（11 月時点：それぞれ▲0.3%、▲1.8%）から下方修正した。09 年度も実質：▲0.9%、名目：▲1.6%と同じく下方修正（それぞれ▲0.2%、▲1.5%）した。なお、数字の上では 09 年度の方がマイナス幅は大きい、実際の景気悪化の度合いは 09 年度よりも 08 年度の方が激しい。また、7～8 月には前年比 2.4%まで上昇した消費者物価上昇率については 08 年度後半にかけて急速に沈静化し、09 年度は逆に前年度比▲0.4%と再び下落に転じるものと予想する。

景気後退の進行を前に米 F R B は大胆な政策採用

渡部 喜智

要 旨

08 年 12 月 16 日の F O M C ではゼロ金利を許容する政策金利のレンジ設定を決定し、長期国債の買入れ検討を含め「可能な手段すべて導入する」ことを表明した。しかし、09 年年明け以降も景気後退が深まる可能性は大きい。オバマ新大統領には就任直後から広範な政策の実行が期待され、政権の態勢づくりも完了した。ただし、政府信用の膨張による米国国債の信認や米国ドル暴落への危機管理などにも注意が必要であろう。

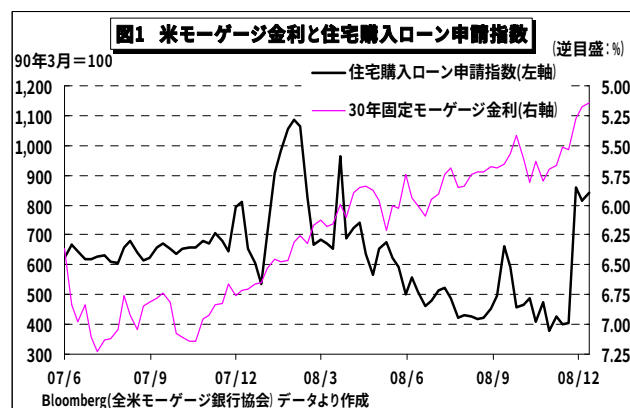
事実上ゼロ金利と量的緩和策へ踏み込む

12 月 16 日に連邦準備制度 (F R B) は連邦公開市場委員会 (F O M C) を開催し、政策金利であるフェデラル・ファンド・レート (以下 F F レート) 誘導水準を 0.25~0.0% の範囲に設定することを決定した。また、F O M C 声明文では、「景気低迷のもとで当面、F F レートの異例の低水準が続く」可能性も指摘した。

また、同声明文では、F R B が住宅市場を支えるため政府系住宅金融公社などの「政府機関債や住宅ローン担保証券の購入拡大」や「家計や中小企業の資金調達を支援するため、それらへのローンを裏づけ資産とする資産担保証券 (A B S) を担保に信用供与 (融資)」を行うことに加え、「米国長期国債の買入れ可能性の検討」を表明した。このような「可能な手段すべてを導入」することにより、金融市場へより大きな資金供給を行い、信用収縮の改善をはかる「量的緩和」政策を F R B は明確にした。

住宅ローン金利や長期国債金利が急低下

これに先立って、F R B はすでに 11 月 25 日に政府系住宅金融公社の債務や発行する住宅ローン担保証券を 6,000 億ドル (1 ドル=90 円換算で 54 兆円、以下同じ) 規模での買い取りや、自動車ローン・クレジットカード・中小企業向けローン等ローンを裏づけ資産に発行する A B S を担保にニューヨーク連銀が 2000 億ドル (18



兆円) の融資する計画を公表。さらに、バーナンキ F R B 理事会議長が 12 月 1 日の講演で長期国債の買入れの可能性に言及していた。

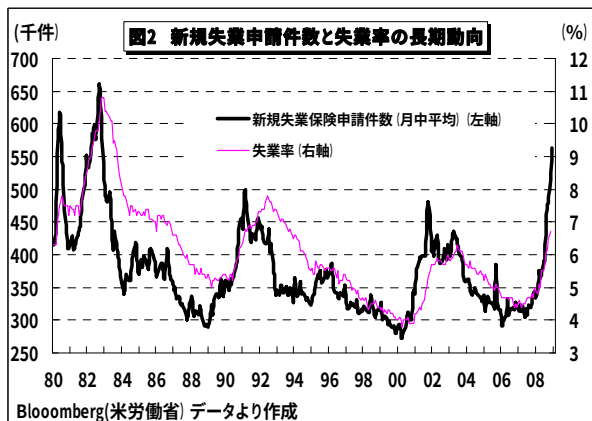
このため、米国債や住宅ローン金利は低下傾向をたどっていたが、F O M C での表明により金利低下に拍車がかかり、17 日に 10 年国債利回りは 2.1% 割れまで買い進まれた。

また、住宅ローン・固定 30 年物金利は過去 5 年余りで最低の 5.2% 割れとなった。これを受け、住宅ローン申請件数は 11 月中旬から 2 倍超の水準に急増している (図 1)。景気後退のなかで、住宅ローン金利の低下だけで住宅需要の継続的に喚起する力があるかは微妙だが、金利低下による需要刺激に期待したい。

年 明 け 後 も 景 気 後 退 深 ま る

しかし、09 年の年明け後も、米国の景気後退が深まる可能性は強い。

まず、雇用情勢だが、08 年 11 月第 1 週以



降新規失業保険申請件数(週次)は6週連続、50万件以上で推移している(図2)。

この高水準の失業保険申請は、悪天候に伴う特殊要因を除けば、83年以来四半世紀ぶりのものだ。雇用削減者数(チャレンジャー社集計)が増加する一方、モンスター・ワールドワイド社(1,500以上のサイトをカバー)のインターネット求人指数も9月から2ヵ月間で1割超低下している。

前述の雇用関係の先行指標を踏まえれば、年明け後発表される雇用指標が一段悪化していくリスクは大きい。ガソリンなどエネルギー関係の物価下落などの好転要素もあるが、消費者センチメントも依然低迷したままであり、オバマ大統領には消費てこ入れのため早急な減税策の取りまとめが求められる。

また、住宅に関しては、前述のように金利低下に伴う住宅購入増加の動きが散見されるが、08年11月の住宅着工件数(季節調整値)は5ヵ月連続減少し年率換算62.5万戸まで落ち込み、着工の先行指標である建築許可件数も同61.6万戸まで減少した。08年前半は住宅ブーム・ピークであった05年の半分以下の年率100万戸超の水準に低下していたが、直近の一段の落ち込みは大きく、年明け以降も住宅需要の低迷が景気の足を引っ張ることが予想される。

新大統領に期待される期待と危機管理

09年1月20日にバラク・オバマ氏が新大統領に就任する。主要閣僚級スタッフには、予想どおり経験豊富な有力者・実務家が指名され、政権発足後即座に政策実行が可能な態勢だ。

新政権の政策の考え方を網羅する「オバマ・バイデン・プラン」の中で、経済復興策として「減税」とともに注目されるのは、高速道路、学校、送電網、下水道等のインフラの更新を行う大規模「公共投資」と代替エネルギー開発や省エネなどの「グリーン・ジョブ」がある。

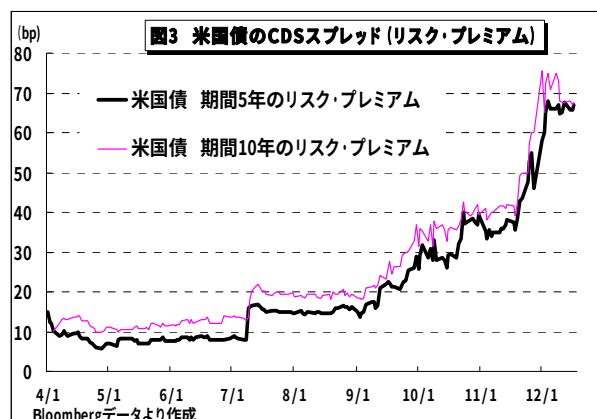
公共投資では7000億ドル、グリーン・ジョブでも2年間で1000億ドルという規模の財政支出が期待されており、雇用創出もはかる考えだ。

ただし、以上のような政策は、景気後退の深刻化を目の前に必要不可欠のものであると判断されるが、以下の二つの副作用に注意が必要だ。

一つは、政府信用の急膨張に伴う米国債への信認の問題だ。米国の財政赤字は08年に4,550億ドルとなったが、09年には1兆ドルへ赤字が増えるという悲観的な見方も出てきた。このため、米国債の保証コストを示すCDSスプレッドは上昇傾向をたどっている。これは格下げリスクを含み米国国債の債務不履行リスクを直接示すものではないが、投資家が米国債に長期的に求めるリスク・プレミアムが増大していることに注意すべきだ(図3)。

二つ目は、ドル暴落リスクの危機管理だ。米国の金利低下に伴い、日・欧など海外との金利差が縮小。政策金利や短期国債利回りなど限れば、米国の方が低い逆転状態となった。このため日本円だけでなく、ユーロに対してもドルの下落が生じている。米国経済の回復と米国金利の持ち直しに予想以上に時間がかかれば、ドルの下落が止まらず金融市場の波乱要因となる。

以上の米国債と米国ドルのリスク管理も、新政権の課題となると思われる。(08.12.22)



今月の情勢 ～経済・金融の動向～

原油市況

原油価格（WTI 期近・終値）は、世界的な景気悪化や投資資金の引き上げなどから下落基調が続いており、12月18日には1バレル＝40ドル割れとなり、7月初めの史上最高値145ドル台から7割強値下がりした。こうした原油価格の大幅下落に歯止めをかけるため、石油輸出国機構（OPEC）は12月17日の臨時総会で12月の生産実績に比べ日量220万バレル程度と過去最大幅の追加減産を09年1月から実施することを決定した。

米国経済

米国では、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。全米経済研究所（NBER）は、12月1日に米経済が07年12月から景気後退入りしていたと発表。こうしたなかオバマ次期大統領は、12月6日に大規模なインフラ投資計画を表明。一方、米連邦準備制度理事会（FRB）は12月16日のFOMCで政策金利の誘導水準を0～0.25%と事実上のゼロ金利に引き下げた。またFRBはモーゲージ担保債券（MBS）の購入に加え、米国債の買い入れ検討を表明し、量的緩和政策の導入に踏み込んだ。

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。10月の鉱工業生産指数は前月比▲3.1%と2ヶ月ぶりに低下し、06年2月（101.9）以来の低水準となった。先行きも11月に前月比▲6.4%、12月は同▲2.9%と大幅に悪化する見通し。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10月は前月比▲4.4%となった。一方、日銀短観（12月調査）では、大企業製造業の業況判断DIが前回9月調査から一挙に▲21pt悪化し、▲24となった。これは1975年2月調査以来、過去2番目の下落幅であり、企業の景況感が急速な悪化を示した。また、雇用環境の悪化などから消費者心理も一段と悪化している。さらに欧米経済の低迷に加え、アジア諸国の減速により輸出不振が続いている。なお、日銀は12月19日の金融政策決定会合で政策金利を0.2%引き下げ、0.1%とした。

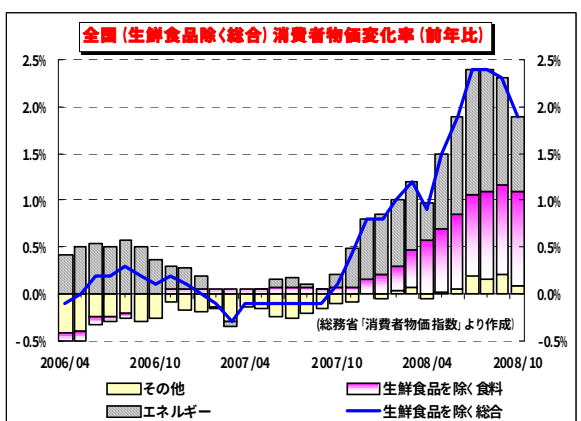
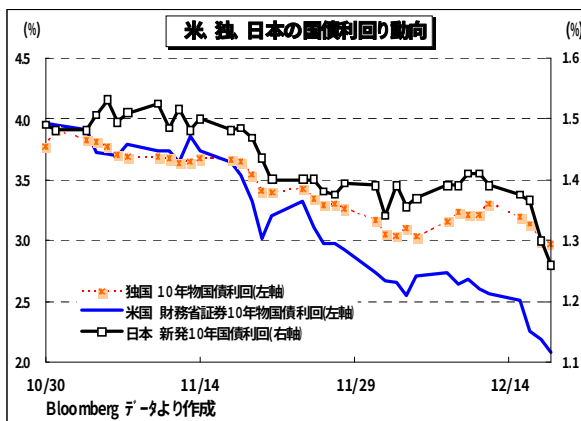
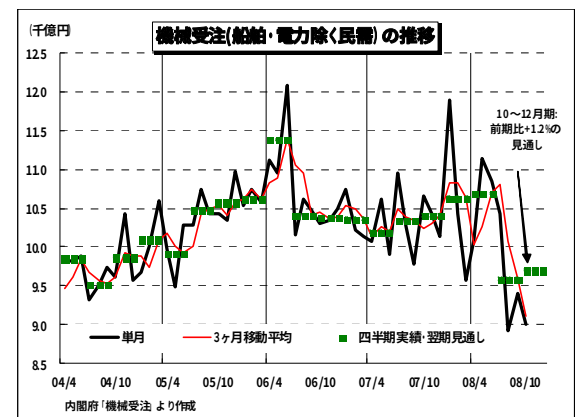
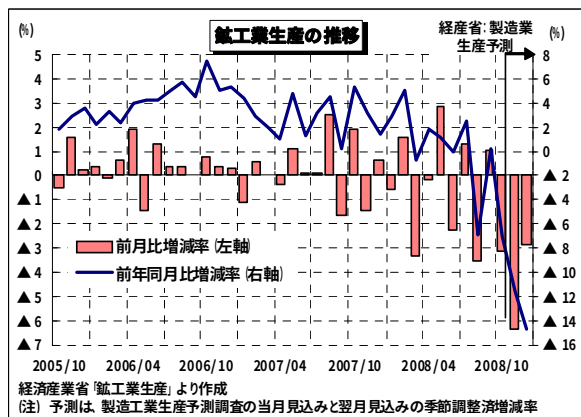
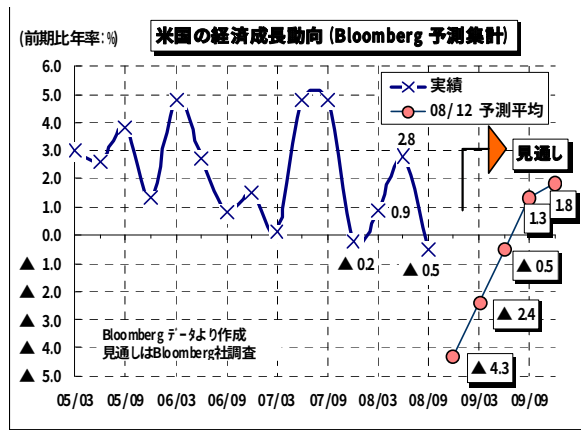
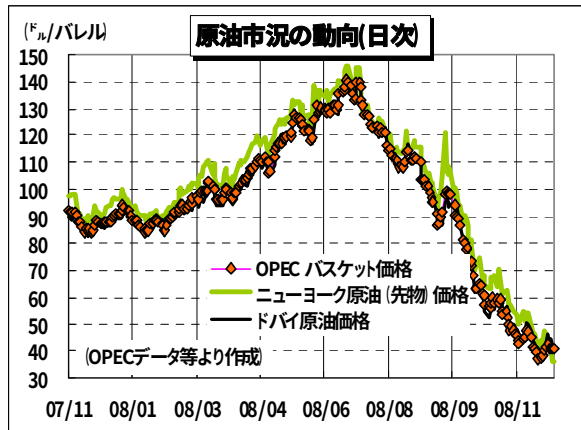
金利・株価・為替

外為市場では、米国の景気悪化に加え、米FRBによる追加利下げ策に対する思惑などから円高ドル安傾向が強まり、12月18日には一時1ドル＝87円台前半と95年8月以来の円高水準へ上昇した。日経平均株価は、10月27日に7162円90銭とバブル後最安値を更新した後、一旦は9500円台まで上昇したが、このところは8500～8600円台で推移しており、企業業績の下方修正や円高進行などにより上値の重い展開が続いている。日本の長期金利の目安である新発10年国債利回りは、「安全資産」への逃避の動きや米長期金利の大幅低下などを受け、12月17日には1.3%割れに低下した。

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が、12月もさらに下方修正する方針を示している。一方、日銀は12月19日の金融政策決定会合後の声明文の中で「輸出が減少していることに加え、内需も弱まっている」とした上で、「わが国の景気は悪化しており、当面、厳しさを増す可能性が高い」との見方を示した。（08.12.19 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)

千葉銀行における障がい者雇用とサービス体制の強化

古江 晋也

要旨

・千葉銀行は、「障害者の雇用の促進等に関する法律」によって定められた法定雇用率を 1998 年から達成していたが、CSR の観点から更なる障がい者雇用の促進を目指して、「ちばぎんハートフル株式会社」（以下、「ちばぎんハートフル」）を 06 年 12 月に設立、07 年 4 月に業務を開始した。

・ちばぎんハートフルでは障がいを持つ職員が業務の中心を担っており、創意工夫を積み重ねることで正確な業務を行うことを可能にしている。このように業務に取り組む真摯な姿が千葉銀行の行員に感動を与え、同行における「人に優しいサービス体制」の構築に大きな影響を及ぼした。

・千葉銀行では現在、「人に優しい店舗づくり」を進めているが、同行では単にバリアフリー設備の導入といったハード面の改善にとどまらず、サービス介助士の資格取得、千葉銀行行員とちばぎんハートフル職員との交流といった行員のマインド向上を目指した「ハート」面にも力点を置いており、今後の進展が期待される。

はじめに

千葉銀行は 2003 年 3 月の創立 60 周年を機に地域貢献活動の一環として富津市鬼洺山^{きんだやま}への植樹や九十九里浜海岸などの清掃活動など緑化活動や水質保全活動を実施してきた。近年では、これらの活動に加え、CSRの観点から障がい者雇用の一層の促進を図るため、06 年 12 月に「ちばぎんハートフル株式会社」（以下、「ちばぎんハートフル」）を設立。08 年 1 月からは、誰もが安心して来店することが出来るサービス体制の構築を本格化させた。

本稿では、「ちばぎんハートフル」及び千葉銀行における「誰もが安心して来店することができるサービス体制」の構築への取り組みを紹介することで、金融機関における「人に優しい店舗づくり」のあり方を検討する。

ちばぎんハートフルの設立とその業務

千葉銀行本体の障がい者雇用は、「障害者の雇用の促進等に関する法律」によって定められた法定雇用率を 1998 年から達成していたが、竹山頭取の肝入りでさらに重度の障がい者に就労の場を提供するために、

写真1 千葉銀行真砂支店



写真2 バーコード伝票の作製



写真3 名刺の作製



06年7月にプロジェクトが立ち上げられた。プロジェクトによる組織横断的な検討の結果、06年12月、ちばぎんハートフルが千葉銀行真砂支店（写真1参照）の入居するテナントビルの4階に設立された。同社は07年4月に業務を開始し、同年5月に障害者雇用促進法に基づく特例子会社の認定を受けた。

ちばぎんハートフルの主な業務内容は、①千葉銀行で使用されるゴム印の作製、②夜間金庫用伝票等のバーコード伝票の作製（写真2参照）、③千葉銀行及びグループ会社で使用される名刺の作製（写真3参照）、④手形・小切手帳の印刷・製本業務、⑤住宅ローン申込書類、デリバティブ取引関連書類などの伝票等の発送業務などであり、

主として千葉銀行から業務を受託している。

現在、ちばぎんハートフルは、社長以下、千葉銀行からの出向者・3名、聴覚障がい者・3名、上下肢障がい者・3名、知的障がい者・4名の総勢13名で運営している。同社で活用しているパソコンや機械設備、家賃などは千葉銀行が負担しているものの、同社としても採算性の向上を図るべく、創意工夫を重ね、さまざまな業務改善努力を行っている。

従来、千葉銀行ではゴム印や名刺の作製業務などは業者に発注していたが、ちばぎんハートフルの設立を機に、同社にシフトした。当初は、ちばぎんハートフルと外部の業者を併用する予定であったが、想定以上にちばぎんハートフルの業務効率が上がったため、千葉銀行のすべての名刺を受注するようになったという経緯がある。

また、小切手・手形帳の印刷・製本業務は職員3名が担当。同業務は、営業店からの発注数量を確認した後、自動印刷機にデータ送信を行うことで開始され、白地の小切手・手形用紙に「顧客名」「支店名」「口座番号」などが印刷される。職員は印刷に伴うインクカセットの交換など、印刷が円滑に行われるように細心の注意を払っている。

ちばぎんハートフルで使用される自動印刷機は、インク切れなどが生じた場合、音で異常を知らせるのではなく、耳が不自由な職員でも対応できるよう光で知らせるように改良してある。

印刷・製本が完了すると、各営業店の発注数に応じて仕分けされる。仕分箱には、各営業店名が表記されており、製本された小切手や手形帳が収められる（写真4参照）。

写真4 仕分箱



この際、誤発送防止の観点から必ず職員・出向者が目を変えて3回チェックを行っている。

職員は各担当業務を受け持っているが、住宅ローン、デリバティブ取引などの書類の送付作業は全職員が行う。作業ミスを防ぐ観点から同伝票には、顧客ごとに水色の紙が入っており、連続して打ち出された帳票を顧客ごとに切り離す目印の役割を果たしている。

大切なことはコミュニケーション

業務開始にあたり社内で最も心を砕いたことの一つが、円滑なコミュニケーションを図ることであった。当初は、社内メールを活用してコミュニケーションを行っていたが、社内メールのみで親近感を高めるには限界がある。そこで、社内で手話勉強会を開催。全職員が手話で簡単なあいさつができるようになったことで職員間のチームワークが強まった。さらに、ちばぎんハートフルは、千葉銀行真砂支店や同行支店支援部の入居している建物に設立されたこともあり、ちばぎんハートフルの社員と真砂支店や支店支援部の行員が定期的に手話勉強会を開催するようになった。

千葉銀行では、ちばぎんハートフルの取り組みや手話講習会などを定期的に行内報「ハートフルインフォメーション」やビデオレターで各営業店に紹介。ちばぎんハートフルの職員が助け合いながら懸命に仕事に取り組んでいる姿が、千葉銀行の行員に大きな感動を与え、障がい者や高齢者をはじめ、すべての人を大切にする機運を高めることに繋がった。

ちばぎんハートフルの影響

これまでは、ロビー・アシスタント担当者の中には、高齢者や障がいのある顧客にどのように接すればよいのか、と少なからず戸惑うこともあったという。こうしたなか、ちばぎんハートフルの取り組みは、多くの行員に感動を与え、接客に戸惑う行員がサービス介助士の資格取得を目指す大きな原動力となった。サービス介助士の資格を取得した行員からは、接客に対する「心構え」を習得することができたとの声も聞かれており、千葉銀行の接客サービスの向上が図られた。

千葉銀行では、08年1月から誰もが安心して来店することのできるサービス体制づくりを本格化。「ハード面」、「ソフト面」、「ハート面」という三つの側面をサービス強化の主軸として各種施策を実施している。ハード面は、音声案内機能を備えたATMの設置、「千葉県福祉のまちづくり条例」に対応した店舗改修等の店舗設備のバリアフリー化などに力点を置いている。とりわけ、音声案内機能付ATMについては、08年度までには原則として全台を切り替える予定である。

ソフト面については、高齢者や障がいの

写真5 真砂支店のスロープ



ある顧客に対する接遇のマニュアルを策定。各営業店の支店長が月に一回、店内環境の確認を行うこととしている。

一方、ハート面とは、接遇を主に担当する行員のマインド向上を目指した取り組みであり、前述したサービス介助士の資格取得、千葉銀行行員とちばぎんハートフル職員との交流などがある。千葉銀行グループ全体におけるサービス介助士の資格取得者は08年11月末現在、254名であり、今後もロビー・アシスタントを中心に資格取得者を増加させていく予定である。

このような取り組みのモデル店舗が真砂支店である。同支店は、主な営業地域がJR東日本・京葉線検見川浜駅を中心とした住宅街であることなどから、高齢者でも安心して来店できる店舗づくりを目指し、点字ブロック、手摺り、スロープ、車椅子利用者向け駐車場、音声案内機能の付いたATMなどバリアフリーの積極的な対応を行っている。また、同支店のローカウンターは、車椅子のまま相談ができるように足元部分が余裕のあるつくりになっている。

写真5は真砂支店に設置されたコンサルティングラウンジへと通じる通路の手摺り

とスロープであり、車椅子の利用者も安心してコンサルティングラウンジまで来店することができる。

おわりに

ちばぎんハートフルでは創意工夫を積み重ねることで間違いのない、正確な業務を実施できる体制を構築している。また同社の職員の真摯な姿が千葉銀行の行員に感動を与え、同行における「人に優しいサービス体制」の構築にも大きな影響を及ぼした。ちばぎんハートフルへの出向者は、ちばぎんハートフルの職員と真砂支店の行員が交流を持つことによって、「行員が以前よりも優しくなった」と、率直な意見を述べている。同社への期待は、職員の両親のみならず、自治体、特別支援学校などからも大きい。

金融機関が個人リテールの強化に取り組むなか、顧客に対するサービスの向上は重要な経営課題の一つとなっている。「人に優しい店舗づくり」が多くの金融機関で模索されるなか、千葉銀行におけるサービス体制の構築は、単にバリアフリー設備の導入といったハード面だけではなく、サービス介助士の資格取得、千葉銀行行員とちばぎんハートフル職員との交流といった行員のマインド向上を目指した「ハート」面にも力点を置いており、今後の進展が期待される。

金融システム安定化に挑むスイス国立銀行

荒木 謙一

スイスの金融業と二大銀行の地位

スイスは、九州ほどの大きさの国土に約 750 万の人々が暮らす小さな国である。同国は二度の大戦期を通じて中立国の立場を堅持したことにより、国土の破壊、国富の滅失を免れ、今日の経済的繁栄、とりわけ資金の安全な預け先としての金融業の発展をみるに至った。

今日、スイス銀行協会（Swiss Banking Association）には、スイス国内の約 300 行が加盟している。この中には、スイス・プライベート・バンカー協会に加盟する 14 行をはじめとして、多数のプライベート・バンクや、外国資本の設立による法人が含まれている。また、中央銀行であるスイス国立銀行の銀行統計月報 08 年 12 月号のバランスシート統計では、UBS、クレディ・スイス（CS）の二大銀行、24 の州立銀行、62 の地域銀行・貯蓄銀行、113 の外国銀行の計 201 行が、調査対象とされている。

スイス経済における金融業の地位は重要であり、同時に多大なリスクも内包している。スイスの金融・保険業が名目 GDP の産業別生産高に占める割合は 11.8%（2006 年）であり、これは米国（8.1%）、日本（6.9%）よりも大きい。また前述の統計による銀行資産合計額の、対名目 GDP の比率は、スイスの場合 681.2%（2007 年）もあり、類似統計に基づく米国（94.4%）、日本（149.0%）と比較した場合、大きさは歴然としている。金融システムの安定維持が、国の命運を握っていると言っても過言ではないだろう。

UBS、CS の二大銀行は、ユニバーサルバンク制度の下で保険業務も手がけており、総資産額ベースで見た場合の世界銀行ランキング上位の常連でもある。従って、スイス国内の金融業に

おける比重も突出しており、前述の統計で見ると、総資産のシェアは二大銀行だけで全体の 62.5%を占める。また、両グループの 07 年末連結総資産額は、UBS が 2.3 兆スイスフラン（約 224.3 兆円）、CS が 1.4 兆スイスフラン（約 136.8 兆円）であり、名目 GDP に対する比率は各々、約 460%、280%に達する。

スイス国立銀行の大手銀行支援

ブルームバーグ社の集計によれば、07 年第 3 四半期以降現在までの間に、UBS は 486 億ドル（約 4.4 兆円）相当の評価損・貸倒損失を計上した。欧州の金融機関の中で、UBS の損失は最大となっている。UBS は前述の損失計上に対応するため、08 年 9 月末までに 285 億ドル相当（約 2.6 兆円）の資本調達をおこなってきた。

スイス国立銀行は 08 年 10 月 16 日に、多額の損失を計上し過小資本に陥る不安のあるスイスの最大手銀行 UBS を支援するために、特別目的事業体（SPV）を設立し、UBS から市場流動性が枯渇した証券化商品など最大 600 億ドル（約 5.4 兆円）の資産の購入を行なう支援策を公表した（図表 1）。スイス国立銀行法 5 条は、スイス国立銀行が金融システム安定化に貢献すべきことが定められており、今回の措置は同法に基づく措置とされている。スイス政府が UBS の発行する 60 億スイスフラン相当の転換社債を買い取る形での公的資本注入も、スイス国立銀行による施策と同時に行われた。株式転換権がすべて行使された場合、現在の登記済株式資本を基礎として算出すると、政府の株主比率は 9.3%になると報じられており、国家として大手銀行の救済に乗り出す姿勢を鮮明にしてきている。

他国に先行したゼロ金利政策の採用

08年10月8日の欧米6中銀による協調利下げに加わる形で、スイス国立銀行は5年ぶりの利下げに踏み切った。以降計4回の利下げにより、12月11日には事実上のゼロ金利政策を採用するに至った。ゼロ金利政策の採用理由について、ロート総裁は、世界経済悪化がスイス経済に及ぼす影響、インフレ見通しの改善、経済全体の資金調達環境悪化の3点に言及している。代表的経済指標であるスイスKOF先行指数は、11月に03年以来となるマイナスを記録した。

スイス国立銀行がゼロ金利政策を採用するのは今回が2回目である。最初のゼロ金利政策は、ITバブル崩壊後の世界同時不況期である01～03年にかけて実施された。今回のゼロ金利に至る過程を見ると、市場にサプライズを与える形で利下げ発表がなされている点や、実際にデフ

レの状況が深まる前に予防的観点から導入されている点など、過去との共通点もいくつか見られ、金融政策の継続的な一面も窺われる。

今回の利下げ局面において、主要通貨に対するスイスフランの為替相場は、対ドル・対円では下落、対ユーロでは上昇後下落、対ポンドでは上昇したが、ゼロ金利政策採用後はいずれの通貨に対しても一時急上昇した。金融システム安定化のための総力的な施策が、相対的に評価された可能性もある。ただしスイスの独自の経済路線は、ブロック化指向を高める世界経済の中では孤立に陥る恐れもあり、スイス経済の前途は決して容易なものとは言えない。その意味でもまず、傷ついた巨大銀行の信用を取り戻すことは、焦眉の急を要する対策であると言えよう。

(08.12.22)

図表1 スイス国立銀行 (SNB) の非流動化資産買取スキームの概要 (スイス国立銀行の公表情報より)

SPV 名称	SNB StubFund Limited Partnership for Collective Investments (所在地：ベルン)
法人格	・ 有限責任パートナーと無限責任パートナー（いずれも SNB）によって設立される Two-party limited partnership
設立の趣旨	・ 総額 600 億ドルを超えない範囲で UBS の流動性を失った資産を買い取り、満期保有原則の下で秩序だった流動化を図っていく（短期的利益は追求しない）
運営管理	・ SPV は政府の管理下に置き、SNB と UBS が共同でマネジメントチームを構成する ・ 証券管理のカストディアンとしてノーザン・トラストを選任 ・ ポートフォリオの評価は第三者のエージェンシーに委任する
資産買取の原則	・ 08 年 9 月 30 日現在の「UBS における簿価」と「独立した専門家の意見を踏まえて SNB が決定する評価額」のうち低い方を採用する
資金調達	・ UBS が損失に対する最初のバッファーとしての資本を 60 億ドル出資 ・ SNB は最大 540 億ドルのノンリコース長期ローン（当初 8 年、最大 12 年まで延長可能）を SPV に対して提供、SPV は 1 ヶ月物ドル Libor+250bp の利息を SNB に支払う ・ SPV の資産に対する元利金の支払いや資産売却代金は、必要経費を差し引いた後に、SNB からのローンの元利金支払いに優先して充てる。ローン完済後に利益が発生した場合は、10 億ドルを SNB に前払いした後、50%が SNB の取り分となる ・ SNB はローンの当初原資を、米 FRB とのスワップ協定によって調達したドルでまかなう（外貨準備の取り崩しはおこなわず、当初は市場からの調達もおこなわない）
UBS の義務	・ 資本増強（新たな政府規制の受け入れ）および連邦銀行委員会のコンサルタントの下で決定される補償スキーム・ポリシーのベストプラクティスを遵守すること

急激に悪化する需給環境と再び浮上するデフレ懸念

南 武志

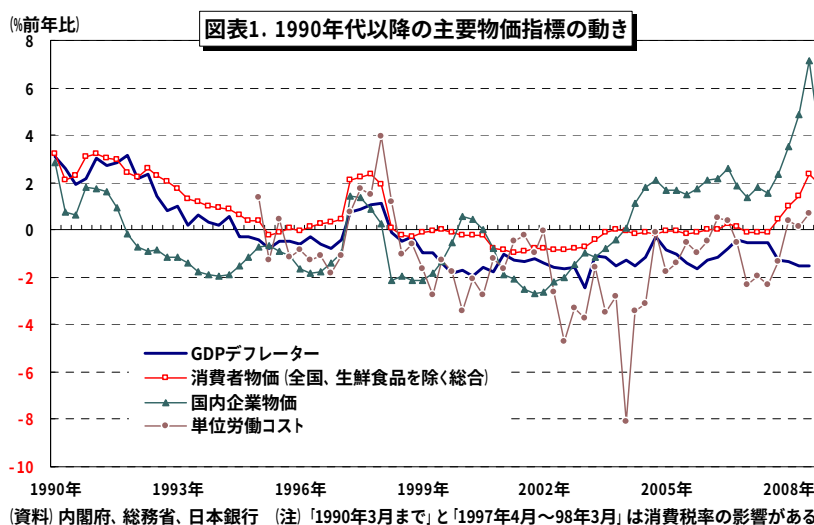
2008年夏場までの日本経済は、徐々に加速する物価上昇率と、それに伴う民間部門（家計・企業）のマインド悪化に見舞われるなど、一部ではスタグフレーション（不況下の物価上昇）が引き起こされる可能性を指摘する意見も浮上した。しかし、物価上昇の原因であった国際商品市況は7月上旬をピークに下落に転じており、それとともにインフレ懸念は急速に解消された。また、リーマン・ショックを契機に勃発した世界的な金融危機は、既に悪化が始まっていた世界景気をさらに下振れさせており、先進国から新興国に至るまで世界経済は同時不況の様相を強め、日本では再びデフレ懸念が意識される事態となっている。

最近の物価動向

内閣府は、06年7月に「デフレ脱却」とは、「物価が持続的に下落する状況を脱し、再びそうした状況に戻る見込みがないこと（後戻りする見込みがないこと）」であり、その判断に当たっては、各種物価、具体的には消費者物価、国内企業物価、GDPデフレーター、単位労働コストの4指標の基調や背景を総合的に考慮することが必要であるとした。その結果として、物価上昇

率が高まった08年夏の段階でも、内閣府は公式にデフレ脱却を宣言することはなかった。

代表的な物価指標である消費者物価（全国・生鮮食品を除く総合）は、07年10月に再び前年比上昇率がプラスとなった後、徐々に上昇率を加速させ、08年7～8月には同2.4%まで高まった（図表1）。冒頭で述べたように、国際商品市況の急騰を背景に、ガソリン・灯油、電気・ガス料金といったエネルギー、小麦製品、食用油などの食料品、さらにはプラスチック類などの日用品で値上げが相次いだことが原因であった。一方、海外で一般的に用いられることの多い物価指標（食料品・エネルギーを除く総合）でインフレ率を見ると、せいぜい前年比0.2%であり、しかも「指数バイアス」^(注)を考慮すれば、前年比▲0.1%（連鎖指数）と物価下落が残った。これは消費の需給バランスが決して改善しているわけ



ではないことが示唆するものであった（いずれも 08 年 10 月分）。このように、夏場までの物価上昇は、需給改善によって生じたものではなく、いわば「輸入されたインフレ」だったといえる。国内企業物価に関しても 11 月分は前年比 2.8% の上昇と、ピーク（8 月：同 7.4%）から上昇率が大幅に縮小しており、同様のことが言える。

（注）消費者物価指数は、基準年（現行 2005 年）に品目とウェイトを固定するラスパイレズ式を用いているという算式上の特徴から、基準年から離れるにつれて実態より高くなりやすくなる性質がある。

価格転嫁は進んだが・・・

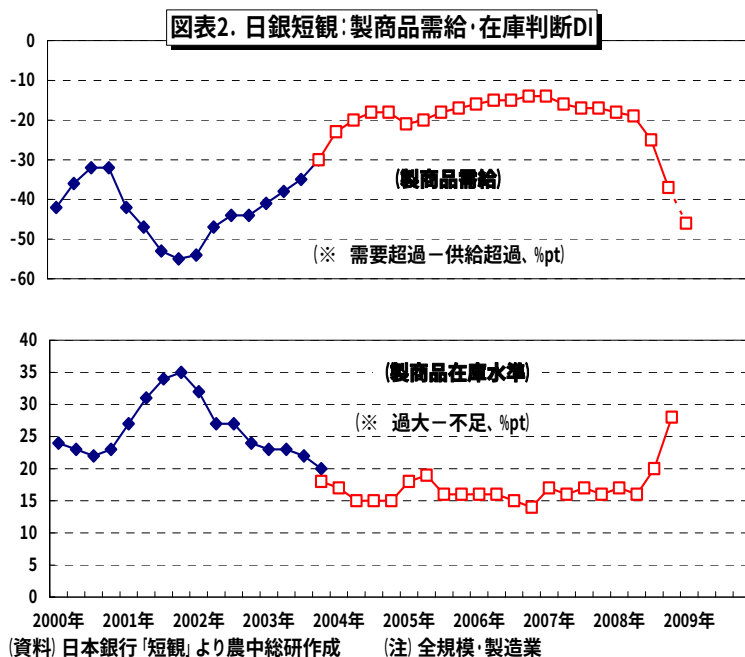
一方で、GDP デフレーターは下落傾向が続いた（08 年 7～9 月期：前年比▲1.6%）。GDP デフレーターは、輸入物価の影響を除去した、いわば「ホームメイド・インフレ」を示す指標と考えられているが、このように下落が続いたのは、国内需給環境の改善が進まず、企業がなかなか投入コストの増

加分を完全に販売価格に上乗せ（価格転嫁）することができなかったことを示唆している。こうした不十分な価格転嫁は交易条件の悪化を通じて企業部門（生産者を含む）の収益を圧迫するとともに、本来であれば雇用者に帰すべき労働生産性の上昇分も収益減の「穴埋め」に充てられた。そのため、雇用者に支払われる賃金はなかなか増加せず、一方で不十分な形ではあっても値上げが実施された生活必需品（食料品・エネルギー）などの影響で、家計の消費マインドが悪化するなど、消費抑制につながり、それがさらに企業部門の売上減をもたらした、といった悪循環が発生した面は否めない。

国内要因による物価上昇圧力は乏しい

先行きを見通してみれば、商品市況の反落による資源輸入価格の大幅下落や、世界的な需要激減により需給悪化が、物価動向に対して抑制的に働くと予想される。特に、ベース部分の物価がほとんど上昇していない日本では、09 年に入れば前年比で見た物価下落が明確化してくるものと思われる。

歴史的にインフレが加速するような場面では、マネースtock 増加や賃金上昇が持続的に起きていることが知られている。しかしながら、この数年の日本経済を振り返ってみると、マネースtock も賃金もほとんど伸びていない状況が続いていた。つまり、輸入インフレがホームメイド・インフレに転化する可能性はか



なり薄かったものと考えられる。

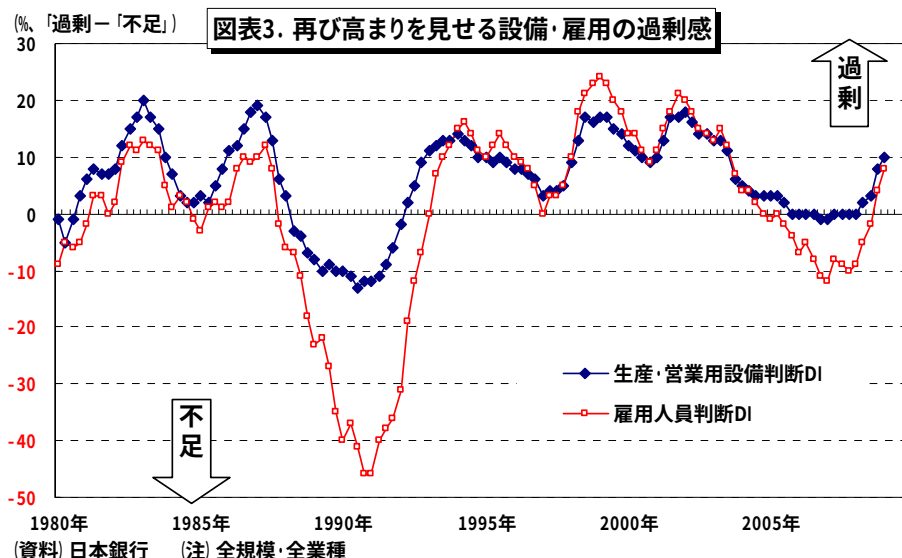
また、12月15日に発表された日銀の短観によれば、製造業を中心に需給バランスが悪化し、在庫の過剰感が高まっていることが見て取れる（図表2）。さらに、生産要素に関しても、雇用人員や資本設備に対する過剰感も急激な高まりを示している（図表3）。このように、マクロ全体の需給バランスは供給超過状態、つまりはデフレギャップが発生しており、物価上昇圧力は乏しいといえるだろう。

求められる辛抱強い金融緩和継続

日本銀行は、ベース部分の物価が下落傾向にある中、国内のバブル再来を過剰なまでに意識し、金融政策や金利体系を前倒しで「正常化」することを優先した。しかし、金融政策はあくまで日本経済を持続的な安定成長経路に導くための手段であって、金利正常化はそれに付随するものである。戦後最長の景気回復期間を達成しながらも、デフレからの完全な脱却は達成できず、かつ低金利状態から抜け出せないのは、日本経済が「失われた15年」から完治しておら

ず、期待成長率が低迷しているからに他ならない。量的緩和政策解除後の日銀が模索した「経済・物価情勢に合わせて政策変更を行う」というような運営は、日本経済にはまだ早過ぎたのであろう。

これまでの経験を振り返ってみれば、ゼロ・インフレ下では、民間需要の自律的な回復や全体に行き渡る景気拡大の波及などを伴う、バランスの取れた持続可能な成長経路を辿ることが極めて困難であるように思われる。国内需給バランスの明確な改善が始まるまで辛抱強く金融緩和を続けることが、日銀の望む「金融政策の正常化」の早道ではないだろうか。



2008 年の主な出来事（概観）

調査第二部

<金融概観>

・金融危機

米国発のサブプライム問題が世界的な規模での「金融危機」へと進行。サブプライム・ローン関連等の証券化商品の損失は 1 兆ドルに達したことから、欧米各国では公的資金の資本注入などを行い、やや鎮静化。また、11 月 14～15 日に「G20 金融サミット」が開催されたが、金融危機と世界同時不況の先行きは未だ不透明なまま。規制監督の見直しや国際機関による支援システムの強化、実態に合わせた時価会計の対応など重要なポイントの具体化が課題である。国内では金融機能強化法改正案が 12 月 12 日に成立し、予防的な資本注入の態勢が整えられた。

・金利と金融政策

長期金利（新発 10 年物国債利回り）は 08 年 3 月に 1.2% 台前半へ低下した後、6 月中旬にかけて国際商品市況の高騰に伴うインフレ懸念から 1.9% 目前まで上昇。しかし、夏場以降世界経済の悪化、国際商品市況の急落などを背景に、長期金利は再び低下傾向強まる。金融危機の進行と世界的な景気悪化の強まりから、12 月後半には 1.2% 台前半まで低下。

また、各国中央銀行とも大幅な利下げに踏み切っており、特に米連邦準備制度理事会（FRB）は事実上のゼロ金利政策を採用、さらに国債買入れなど非伝統的手段による量的緩和策を検討している。日銀も 10 月、12 月とそれぞれ 0.2% の利下げに踏み切った。

・株価

リスクマネーの流出と世界的な景気悪化を受け、株価は世界的に下落し、世界の株式資産は年初の 60 兆ドル超から 30 兆ドル割れに減少した。直接的なサブプライム問題の損失が大きい欧米よりも、アジアや南米などの新興国・途上国の株価下落の方が大きかった。日経平均は年初の年内高値（15,156 円）から 10 月 28 日には場中に一時 7,000 円割れ。この水準は 1982 年 10 月以来の水準。

<マクロ経済概観>

・日本経済は 7 年ぶりのマイナス成長濃厚

政府は 08 年 8 月の月例経済報告で事実上景気後退入りを認めた。経済成長率は 4～6 月期、7～9 月期と 2 四半期連続のマイナス成長となり、08 年度は 7 年ぶりのマイナス成長との見方が強い。また、自動車や電機を中心に減産が広がり、非正規従業員を中心に人員整理が増加。

消費者物価は食料品や石油製品など購買頻度の高い必需的品目を中心に大幅上昇し、ピークの前年比上昇率は夏場に 2.4% まで高まったが、年末にかけ低下傾向が顕著。年明け以降も下落傾向は続き、来年半ばにはマイナスへ突入する可能性も大きくデフレ再燃が懸念される。

・先進国の同時不況入り

米国、EU も 2 四半期連続のマイナス成長となり景気後退入り。IMF が 11 月に改訂した見通しでは 09 年に米国：▲0.7%、EU：▲0.5% のマイナス成長を予測。日本を含め先進国は第一次石油危機後でも経験しなかった同時マイナス成長へ陥ると予測。また、世界経済は 06、07 年の 5% 成長から 08 年は 3.7% へ、さらに 09 年は 2.2% への減速が見込まれている。

・国際商品市況の乱高下

国際商品市況は夏場にかけて上昇したが、年後半は急落。代表的な商品指数であるロイター・ジェフリー CRB 指数が高値から 6 割以上下落。代表的な原油取引である WTI（終値）は 145 ドルから年末に 40 ドル割れへ 7 割超下落。また、主要穀物三品も 4～6 割下落。

2008年の主な出来事

月	国内政治経済	国内経済金融
1月	11日 新テロ対策特別措置法成立 27日 大阪府知事選、橋下徹氏が当選	2日 ニューヨーク原油先物が初の100ドル台突破 21日 世界同時株安、日経平均535円下落 30日 中国製冷凍餃子から有毒成分メタミドホスが発見され、両政府が調査
2月	16日 07年度補正予算が成立 20日 東京都、新銀行東京に対する400億円の追加出資を含む予算案を都議会に提出	2日 トヨタ自動車 07年世界生産で初首位 7日 森永乳業、4月1日から牛乳44品の価格を平均4.7%値上げすると発表 18日 日本の大手鉄鋼メーカー各社、ブラジル大手資源会社と4月以降購入分の鉄鉱石価格を65%値上げで合意 26日 サッポロHD、米スティーラー・パートナーズによる買収提案に反対を表明
3月	12日 参院、野党の反対多数で武藤日銀副総裁の総裁昇格人事案を否決 13日 道路整備費財源特例法改正案、衆院本会議で可決 20日 前日に任期満了した福井日銀総裁の後任不在で、白川副総裁が総裁代行に就任	1日 たばこ購入成人証明カード「タスポ」、鹿児島、宮崎両県で運用開始 13日 円高進行、東京市場で一時1ドル＝100円を割り込む 31日 日本銀行、短期金融市場で3兆円の資金供給、量的緩和政策解除後最大
4月	1日 75歳以上対象の新医療制度スタート 4日 国家公務員制度改革基本法案を閣議決定 9日 衆参両院本会議、賛成多数で白川日銀総裁代行の総裁昇格に同意 17日 政府、英投資ファンドTCIに対し、電源開発株の買い増し中止を勧告	1日 三越と伊勢丹が経営統合 9日 日銀、06年7月以来の緩やかな拡大基調から景気判断を下方修正 22日 野村證券社員らによるM&A情報インサイダー取引事件で容疑者逮捕
5月	7日 日中首脳会談、戦略的互恵関係を一層強化する方針を確認 7日 政府の食料・農業・農村政策推進本部、今後の農政指針となる「21世紀新農政2008」を決定 24日 G8環境相会合、神戸にて開催 28日 福田首相、アフリカのインフラ整備に最大40億ドルの円借款を行うことを表明	1日 シティグループ・ジャパンHDと日興コーディアルグループが合併 14日 北都銀行(秋田市)と荘内銀行(山形県鶴岡市)の越県経営統合正式発表 27日 全国銀行協会、内国為替決済システムにゆうちょ銀行が接続することを承認
6月	6日 金融商品取引法改正案が参院本会議で可決 9日 福田首相、地球温暖化対策に関する「福田ビジョン」を発表 12日 政府・自民党、畜産・酪農支援の緊急追加対策をまとめる 14日 岩手・宮城内陸地震発生 18日 日中両国政府、東シナ海のカス田開発問題で合意 30日 ムーディーズ、日本国債の格付けをA1からAa3に格上げ	10日 全国漁業協同組合連合会、原油価格が150ドルを超えれば漁業経営体の約4割が廃業する可能性ありと試算 19日 セブン&アイHD、農業への参入を正式発表
7月	1日 財務省2007年度の一般会計決算を発表。国の税収51兆180億円と見積額を割り込む 7日 第34回主要国首脳会議(洞爺湖サミット)開催 15日 渡辺金融相:米政府支援企業(GSE)が発行する債券について、日本の金融機関や機関投資家の保有額が昨年6月末時点で2280億ドル(約24.2兆円)であることを明らかに	10日 トヨタ自動車:北米生産体制の再編策を発表 15日 大日本水産会など主要漁業団体、全国で一斉休漁 31日 日雇い派遣大手・グッドウィルが廃業
8月	2日 福田改造内閣が正式に発足 8日 年金特別会計の2007年度収支決算を発表。厚生年金で5兆5909億円、国民年金で7779億円、それぞれ赤字となる	10日 三菱東京UFJ銀行:傘下の米有力地銀ユニオン・バンク・オブ・カリフォルニアを完全子会社化する方針を発表 18日 全国の計約230隻のサンマ漁船:1日限りの一斉休漁入り、燃料高騰による窮状を訴える 26日 東証一部上場の創建ホームズ:東京地裁に民事再生法の適用を申請

2008年の主な出来事

月	国内政治・財政	国内経済・金融
9月	1日 福田首相退陣表明 4日 金融庁：国内銀行などが保有するサブプライムローン関連を含む証券化商品の損失が4～6月に新たに1,380億円発生し、2.5兆円になったと発表 24日 麻生太郎が第92代首相に就任 29日 政府：総額1.8兆円の補正予算案を閣議決定	15日 金融庁：金融商品取引法に基づき日本法人のリーマン・ブラザーズ証券に対し業務停止命令と資産の国内保有命令を発出（翌日民事再生法の適用申請） 23日 野村ホールディングス：リーマン・ブラザーズの欧州・中東部門の買収に合意
10月	16日 08年度補正予算が参院本会議で可決され成立 17日 国連安全保障理事会：非常任理事国5ヵ国の改選投票で、日本が当選 24日 政府：金融機関に公的資金を資本注入する金融機能強化法の改正案を閣議決定	9日 不動産投資信託のニューシティ・レジデンスが民事再生法の適用を申請 10日 大和生命が更生特例法を申請 27日 日経平均が26年ぶり安値の7162.9円で終了
11月	28日 政府・安全保障会議、イラク・クウェート間で空輸活動を実施している航空自衛隊の撤収を正式決定	16日 日銀：当座預金の超過準備部分に付利する「補完当座預金制度」の運用を開始 18日 邦銀大手6グループの中間決算、連結純利益合計額は前年同期比57%減少で、4年ぶりの低水準
12月	8日 政府・与党：道路特定財源の一般財源化に伴う1兆円規模の「地域活力基盤創造交付金」を新たに創設することなどを決定 12日 政府：独立行政法人改革の焦点となっていた雇用・能力開発機構を廃止することを閣議決定 12日 金融機能強化法改正案が成立17日施行	11日 三井住友フィナンシャルグループは、年内に計画している最大4000億円の資本増強額を拡大し、7000億円規模にすることを発表

2008年の主な出来事

月	米 国	海 外 (米国外)
1月	22日 米連邦準備理事会 (FRB)、0.75%の緊急利下げで年 3.5%へ 24日 米政府と議会、所得税の戻し減税で合意 30日 米政策金利 0.5%引き下げで年 3.0%へ	1日 キプロス、マルタがユーロ導入 24日 仏ソシエテ・ジェネラル、トレーダーの不正行為で約 7,600 億円の損失発生と発表
2月	11日 米保険最大手 AIG、CDS ポートフォリオの損失発生を開示 28日 バーナンキ FRB 議長、いくつかの地方銀行が破綻に追い込まれる危険性があると議会証言	17日 コソボ共和国が独立を宣言、セルビアは承認せず 18日 英国政府のノーザン・ロック銀行を国有化 25日 韓国、李明博が第 17 代大統領に就任 27日 欧州委員会、独占禁止法違反問題でマイクロソフトに約 1,400 億円の追加制裁金
3月	16日 ベアースターンズの JP モルガン・チェースによる救済合併発表、FRB はプライマリーディーラー向け貸出制度の新設を発表 18日 米政策金利 0.75%引き下げで年 2.25%へ	3日 独ボルシェ、フォルクスワーゲンの子会社化を発表 11日 欧米など 5 つの主要中央銀行、短期金融市場で資金供給を拡大すると緊急声明を発表 14日 中国・チベット自治区で大規模暴動発生 22日 台湾総統選挙、国民党の馬英九が当選
4月	16日 ブッシュ米大統領、2025 年までに温室効果ガス排出量の伸びをゼロにする新目標を提案 17日 トムソンとロイターが合併 30日 ポールソン財務長官、信用危機に関して「この問題は始まりというよりは終わりに近い」と、米経済成長に関する従来見通しを強調	8日 国際通貨基金 (IMF)、「世界金融安定性報告」でサブプライム問題による世界の金融機関の損失が約 9,450 億ドルと推計 25日 中国人民銀行、預金準備率を 0.5%引き上げ実施、大手銀行の預金準備率は 16.0%と過去最高に
5月	7日 米証券取引委員会 (SEC)、投資銀行に資本に関する情報公開を義務付け 9日 金融大手シティグループ、非採算部門中心に約 4000 億ドルの資産売却方針表明 13日 バーナンキ FRB 議長、金融市場の現状が「正常な状態にはほど遠い」と必要に応じた資金供給拡大を表明	7日 ロシア、メドヴェージェフ大統領就任式 12日 中国、四川省大地震発生 28日 ネパールの憲法制定議会で王政廃止を決議 29日 世界銀行、世界的な食料価格高騰に対し総額 12 億ドルの緊急支援を実施する方針を発表
6月	5日 S&P、モノライン大手の MBIA とアムバックの格付を 2 段階引き下げ 19日 ポールソン財務長官、FRB の監督権限強化に向けて作業を急ぐ方針を表明 24日 ポールソン財務長官、「米国の景気は年末までには回復する」との見通し表明	3日 食糧農業機関本部で「食糧サミット」開幕 14日 G8財務相会合、世界的なインフレ圧力に対応することを柱とした共同声明を採択し閉幕 25日 英銀行大手パークレイズ、三井住友銀行などの出資により総額 45 億ポンド (約 9500 億円) の資本増強を実施すると発表
7月	8日 米証券取引委員会:米格付け大手3社を「深刻な欠陥」と報告 11日 ニューヨーク原油先物市場が 1 バレル＝147.27 ドルの史上最高値をつける 13日 米財務省と連邦準備制度理事会 (FRB):連邦住宅抵当金庫と連邦住宅貸付抵当公社支援策を発表 30日 米ブッシュ大統領:住宅公社支援法案に署名し成立	3日 欧州中央銀行 (ECB):政策金利である最低応札金利を 0.25%引き上げ、4.25%とした 8日 欧州連合 (EU) の加盟 27 カ国の財務相理事会:格付会社を対象に「登録制度」を導入することで合意
8月	8日 北京オリンピック開催 (24 日まで) 8日 グルジア、南オセチア自治州をめぐるロシア軍と戦闘状態に 8日 米シティグループ、顧客に販売した総額 195 億ドル相当の入札方式証券 (ARS) を買い戻すことなどで合意 21日 米投資ファンドのローンスター:サブプライム問題で経営難に陥ったドイツ中堅銀行の IKB 産業銀行を買収へ	5日 ノーザン・ロック、英政府から最大 34 億ポンド (約 7172 億円) の公的資金注入を受けると発表 18日 ムシャラフパキスタン大統領辞意を表明、ムハンマド・アブ・ソームロ上院議長が暫定大統領に 29日 アリタリア航空が経営破綻

2008年の主な出来事

月	米 国	海 外 (米国外)
9 月	7 日 米政府:連邦住宅抵当金庫と連邦住宅貸付抵当公社を政府の管理下に置くと発表 15 日 米リーマン・ブラザーズ・ホールディング経営破綻 16 日 米 FRB:財務省の支援を受け AIG に 850 億ドルの救済融資をおこなう旨を発表 18 日 米 NY 連銀:1 日としては過去最大となる 1050 億ドルの資金供給オペを実施 21 日 米 FRB:ゴールドマン・サックスとモルガン・スタンレーに銀行持株会社の免許を付与 29 日 米国下院で金融安定化法案を賛成 228 票対反対 205 票で否決、同日米国(ダウ平均)は市場最大 777 ドルの下落幅を記録	9 日 OPEC 総会:原油生産枠を据え置き、生産量を日量 52 万バレル削減する「実質減産」で合意 15 日 中国人民銀行:02 年 2 月以来 6 年 7 ヶ月ぶりの利下げを決定 17 日 英銀行大手ロイズ TSB、HBOS の買収で合意 28 日 ベネルクス 3 カ国政府:経営危機に陥った金融大手フォルティスに資本注入し部分国有化すると発表 29 日 日米欧の中央銀行:スワップ協定の拡充によりドル資金の供給枠を 65 兆円に倍増で合意
10 月	3 日 米国、緊急経済安定化法案成立 13 日 ブッシュ米大統領:米金融大手 9 社などに総額 2500 億ドルの公的資金を注入することを柱とした金融危機対策を発表 29 日 米航空大手デルタとノースウエストが合併	8 日 米欧 6 中銀、中国、アラブ首長国連邦などが政策金利を 0.5%引下げ 13 日 英政府:RBC 等大手 3 行に公的資金を注入すると発表 20 日 仏政府:大手 6 行に総額 1 兆 4000 億円強の公的資金を予防的に注入すると発表 24 日 OPEC で 11 月から日量 150 万バレル減産を決定 26 日 国際通貨基金(IMF)とウクライナ:同国への総額 165 億ドルの融資で原則合意 27 日 アイスランド最大手カウプシング銀行の円建て外債(サムライ債)が利払不能で債務不履行に
11 月	4 日 米国大統領選挙投開票、バラク・オバマが当選(09 年 1 月 20 日 就任予定) 17 日 米シティグループ:全従業員の約 15%に相当する 5 万人の人員削減を発表 18 日 米民主党:米自動車大手 3 社の支援法案を上院に提出	6 日 国際通貨基金(IMF):09 年の世界の経済成長率見通しを 2.2%へ下方修正 9 日 中国政府:2010 年までの 2 年間で 4 兆元(約 57 兆円)の公共投資を行う景気刺激策を発表 15 日 G20 金融サミット:各国の協力強化、金融システム改革の推進などを含む宣言を採択して閉幕 24 日 英政府:総額 200 億ポンドの景気刺激策を発表 26 日 中国人民銀行:基準金利 1.08%へ引き下げ 26 日 インドのムンバイ中心部で同時多発テロ発生 28 日 イタリア政府:総額 800 億ユーロ(約 9.6 兆円)規模の経済対策実施を決定
12 月	1 日 全米経済研究所(NBER):米国は 07 年 12 月に景気後退期に入ったと宣言	4 日 ノルウェーでクラスター弾に関する条約署名式 4 日 欧州中銀(ECB):ユーロ圏の政策金利を 0.75%引き下げ年 2.5%にすると決定、英国 1%引き下げて最低水準の 2%に 10 日 中国:中央経済工作会议が閉幕、「8%成長」実現に向け財政金融政策総動員の方針決定 11 日 EU 首脳会議:総額 2000 億ユーロ(約 24 兆円)の経済対策の実行で基本合意 16 日 米 FRB:政策金利議案目標を 0.0~0.25%引き下げるとともに、可能なすべての手段を行使すると表明

海外の話題

「ニューヨーク雑感（その3）」

農林中央金庫 ニューヨーク支店長 佐 藤 典 嗣

「Phase transition（相転移）」という言葉がある。もともとは物理・化学用語で「物質の形状や様相（phase）が、中身が変化したわけではないのに、まったく異なった形態に変わってしまう現象」という意味で、例えば、水が氷や水蒸気になったりするようなことをイメージするとわかりやすい。また、コップが倒れて中の水がテーブル一面に広がるのも、状態が変わってしまうという意味でひとつの「相転移」である。いずれの場合も、もともとは同じものなのに外的・内的要因によってその様相がどんどん変化し性質も変わってゆく。そして一旦「相転移」が起きてしまうともはや自らの状態に戻ることはなく、一方で、新たな状態を捉えるためには、コップ（水）、皿（氷）、袋（水蒸気）、布巾（こぼれた水）といった具合に、こちらも相手の状態に合わせて「器」や「見方」を変えてくことが必要となる。

あらためて考えてみると「相転移」はあながち物質に限った現象ではなく、社会や市場といったいわば「人のすること」においても同じようなことが言える。昨年5月号に寄稿してから約8ヵ月の間、米国は正に社会規模でいくつかの大きくかつ稀な「相転移」を経験した。

まず、プラスの「相転移」は言うまでもなくオバマ候補の勝利である。米国の黒人人口は13%程度であることを考えると、それを乗り越えての大勝利と言える。歴史的な高投票率となった人々の関心の高さもさることながら、特筆すべきは、今まで政治献金などしたことなかった一般の米国市民の多くが小額の寄付を行いこれがオバマ陣営の圧倒的な資金力となったり、ウェブサイト上でも保守・リベラルといった区分を超えた支持層の自己組織化が起こるなど、これまで想定されなかったような社会現象が新たな phase として現われこれらが勝利を大きく後押ししたことである。1月に行われるオバマ大統領の就任式もこうしたことを象徴するかのように空前の規模で執り行われることになっている。

勝利を伝えた NY タイムズの一面は「人種の壁が崩壊」との見出しを掲げ米国が歴史的な人種差別の呪縛から開放されたと報じたが、オバマ候補の勝利は、翻って、もはや後戻りすることのない事実と達成感をもって今後の米国国民の意識の「器」に新たなパラダイムを植えつけることとなった。アメリカはこういった「相転移」を通じて自らを変革することができる国であるという自信を高め、結果として国としての勢いも高まってゆくことが予感される。

一方、同じ米国発の金融危機では、特に当地市場でマイナス「相転移」のスピードが速かった。いわゆる「通常」の金融危機であれば、問題のある金融機関を個別に処理してゆけば市場全体の安定は確保できる、というのが常識的な前提だったであろうが、今回の市場混乱は 1929 年の株価大暴落をきっかけに生じた大恐慌に匹敵すると言われただけあり、景気の垂直降下を予感した市場は一挙に「相転移」を起こしクラッシュして価格は見えなくなった。このため本来であればプラス材料として働くはずの個別金融機関への支援などは、やればやるほど総体として市場の不安定さを増すといったこれまでにないサイクルが新たな phase として現われ、マーケットのボラティリティも高騰、銀行・証券・保険に加え自動車ビッグ 3 などの事業法人までもが救済の対象として検討されるという未曾有の事態に陥った。

08 年 9 月から 10 月にかけて、「相転移」の真っ只中にある米国市場では規制ルールも金融地図も毎日映画シーンのように目の前でどんどん変化し恐れもなく塗り替えられていった。かかる状況を目の当たりにする中で、おそらく大恐慌といったものはこうした津波のような「相転移」とともに、しかし実は一方で極めて「あっけなく」起こるのではないかと、と不謹慎ながらも考えさせられた。

一旦「相転移」してしまった後の市場は、倒れたコップからこぼれ出た水と同様不可逆性の原則に支配され、以前の状態への復元はおろか今後しばらくボトムを試しながら底這い型のスランプに入ってゆくだろう。また、このような新たな実態を包含するためには、前出の氷や水蒸気と同じで、市場の「器」となるルールや仕組みを新たな phase に即したものに変わってゆくことが課題となることも明らかである。

英語には It's no use crying over spilt milk. という諺がある。よく子供をたしなめたりする時に使うのだが、こぼしてしまった牛乳を前になす術もなく佇む子供のイメージはある意味日本の「覆水盆に帰らず」と通じるところがある。いずれも「相転移」を目の当たりにした人間の心理が窺われるのだが、太平洋を隔てた二国の諺に同じように物寂しげなニュアンスを感じるのも金融危機の副産物であろうか。