

篡奪された理想

専務取締役 岡山 信夫

過剰流動性を背景に、投資銀行はレバレッジ調達による金融膨張の主役になった。この金融膨張に合わせた形で資産バブルが生じたが、今回の特徴はそもそも資産価値自体怪しいものが証券化スキームによって大量に創り出された点にある。

レバレッジ調達による金融膨張が健全資産を見合いとしたものではなかったことで、その価値に疑問符がつけられた途端、レバレッジの巻き戻し（デレバレッジ）の動きが一気に加速、証券化商品のマーケットは投売り市場と化し、膨張した金融は瞬間に「蒸発」してしまった。その結果、米国から投資銀行が消滅し、商業銀行もその信用供与能力を大きく減じ、投資・消費は大きな制約を受け、需要が急速に減少した。

蒸発した部分の穴を埋め（あるいは肩代わって）、とりあえず貸借をバランスさせるため、なりふり構わず中央銀行が自らのバランスシートを拡大させ、同時に巨額の財政資金が投入されている。それしか手段がない、というのが現状だ。

07年夏のパリバショックに際して金融当局は量的な緩和で市場安定を取り戻そうとしたが、結局その判断は甘いものだった。07年の緩和は市場に一定の安心感を与えるものとなったが、資金は住宅部門等必要なセクターに回らず、投機資金となって商品市場等へ流れ込み、異常な資源高を招いた。それがその後の経済悪化に拍車をかけた。原油等の高騰で資源国への所得移転が生じ、資源輸入国の需要減速の引き金を引いてしまったのだ。

デレバレッジによる信用収縮で、投機資金は商品市場から撤退、原油も急落したが、今度はロシアなど資源高を背景に成長の波に乗ろうとしていた国に大きな打撃を与えた。蒸発した金融が世界各国を同時不況の暗いトンネルに押し込めたと言える。

わが国では、平均株価が27年前の水準にまで下げ、また世界需要の急減により大規模な雇用調整が当たり前のように実施され（「企業の社会的責任」という言葉もこのところあまり聞かれなくなった・・・）、02年から07年の好況期にも改善しなかった勤労世帯の生活や地方経済はさらに悪化の危機を迎えている。

バブルは崩壊すべきものである。わが国の80年代後半からの不動産バブルが仮に崩壊しなかったら、都会の勤労者に自己住宅を持つ機会はなくなっていたら、不合理な不動産コストは企業の競争力を決定的に損なっていたら、昨年の原油バブルも、もし続いていたならば、油だけでなく穀物も高止まりし、工業のみならず農林漁業にも大きな打撃を与え続け、消費者もインフレによって苦しい生活を余儀なくされたら。

バブル崩壊は正常化のスタートである。ポイントは「どのように正常化するか」だ。今回、米国型株式会社経営スタイルが多くの人の幸福につながらないということが明らかになった。好況による富が一部の者に集中し（多くの人の犠牲の上で得る成功は決して尊敬を集めない）、次代の人々の幸せにつながらなかったことを真摯に受け止める必要がある。篡奪された理想を取り戻すための取組みを自らの頭で真剣に考えなければならない。

情勢判断

国内経済金融

景気底割れリスクが強まる日本経済

～求められる機動的な金融・財政政策～

南 武志

要旨

08年10～12月期の実質成長率は年率 12.7%と、輸出の激減や民間消費・民間企業設備投資の悪化を主因に、第一次石油危機発生直後以来の極めて大幅なマイナス成長となった。09年1～3月期についても、こうした状況が続いていることから、同程度のマイナス成長が継続するものと思われる。こうした国内景気の悪化は10年度半ばまで長引く可能性も残ると思われる。こうした需要減退に資源価格の下落が加わり、09年の日本経済にはデフレ懸念が再び浮上し始めている。

日本銀行は08年10、12月と利下げに踏み切ったほか、CPや社債の買入れ、金融機関保有株式の買入れ再開などを決定したが、先行きの景気悪化やデフレ懸念、さらには円高リスクなどを踏まえれば、一段の緩和措置の検討が迫られると思われる。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2009年					
	2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 (%)	0.105	0.10	0.0～0.1	0.0～0.1	0.0～0.1	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.708	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 (%)	1.475	1.475	1.475	1.475	1.475	
国債利回り	10年債 (%)	1.270	1.00～1.40	1.00～1.40	1.05～1.45	1.10～1.50
	5年債 (%)	0.695	0.50～0.80	0.50～0.80	0.55～0.85	0.60～0.90
為替レート	対ドル (円/ドル)	94.1	80～100	80～100	85～105	85～105
	対ユーロ (円/ユーロ)	118.5	105～130	105～130	105～130	105～130
日経平均株価 (円)	7,416	7,750±1,000	8,000±1,000	8,000±1,000	9,000±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2009年2月20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

2008年11月以降、事前見通しを遥かに凌駕する勢いで、世界的な需要の落ち込みが始まり、日本経済の生命線ともいえる輸出が大幅な悪化を見せている。

08年10～12月期のGDP第一次速報によれば、実質経済成長率は前期比年率で12.7%と、第一次石油危機直後(1974年1～3月期：同 13.1%)以来の大幅なマイナスとなったことが明らかとなった。主因は冒頭で挙げた輸出の落ち込みであるが、

民間消費、民間企業設備投資といった主だった国内需要も軒並み減少しており、まさに内外需とも総崩れの状況に陥っている。しばらく前までは、米サブプライム問題によって金融機関や金融システムが受けたダメージは、先進国の中では日本が最も小さいと言われて続けてきたが、实体经济へのダメージという面では日本が最も大きい、という皮肉な結果となった(ちなみに、10～12月期の経済成長率(速報)は米国：年率 3.8%、ユーロ圏：年率 5.8%)。

こうした輸出の激減を受けて、製造業の生産活動も自動車、電機、ハイテク製品、鉄鋼、化学製品など幅広い業種で急激な低下を見せている。この結果、鉱工業生産は直近ピークの約4分の3の水準まで、ごく短期間で落ち込んでしまった。これが、雇用環境の悪化を招き、消費低迷につながっているが、今後は第三次産業などに悪影響が及んでくるものと思われる。

こうした状況を踏まえ、当総研では経済成長率見通しの大幅下方修正を行うとともに（08年度：前年度比 2.9%、09年度：同 4.6%）、10年度についても新たに成長率見通しを策定した（同 0.4%）。今後とも内需に自律性が乏しく、外需頼みである体質が残る中、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。景気回復は10年度下期以降に持ち越されることになると思っている。

一方、物価面では、国際商品市況の大幅下落により、08年夏場までの物価上昇の主役であったエネルギーなどがすでに前年比マイナスに転じるなど、環境が一変している。この結果、国内企業物価（1月）が前年比 0.2%とマイナスに転じたほか、消費者物価（全国12月、生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）も同 0.2%と大幅に上昇率を縮小させている。今後は、エネルギー価格が大きな押下げ要因となっていくほか、世界同時不況に伴う需給バランスの悪化により、ベース部分（食料・エネルギーを除く総合）で再び下落基調が強まる可能性が高い。その結果、09年度に向けてデフレが再び意識されてくるものと思われる。



金融政策の動向・見通し

これまで述べてきたように、日本を取り巻く経済・金融環境の急激な悪化、さらには再び始まろうとしている物価下落を前に、日本銀行は追加的な金融緩和策が迫られている。今回の景気悪化・金融危機が「10年に一度」という頻度のものであるならば、金融政策運営もそれなりの対応が必要であるのは言うまでもない。

06年2月の量的緩和政策解除後、日本銀行は同年7月、07年2月と、2度にわたって利上げを実施してきた。日銀が、それに至った背景には、マクロ的な需給ギャップ（「短観：加重平均DI」や「GDPギャップ」）が需要超過状態を強めており、このまま低金利を続ければ将来的に国内経済・金融が不安定な状態になるとの判断があったと見られる。しかし、最近の需給ギャップの動きからは、すでに国内経済は供給超過状態に転じ、かつその超過幅がかなり拡大していることが確認できる。こうした状況を考慮すれば、08年10、12月と利下げを決断したのは当然の対応であるほか、先行きも景気悪化が続くことを考慮すれば、今後とも以下に示すような緩和措置を検討・実施することが十分考えられる。

政策金利はすでに 0.1%まで低下しており、「利下げ」という手段には限度があるのも事実である。ただし、その際には時限的措置として導入した「補完当座預金制度(時限的に超過準備預金に付利を行う)」を廃止する必要があるが、2月18~19日開催の金融政策決定会合では同制度の半年間の延長を決定するなど、米FRB(政策金利であるFF誘導目標は0~0.25%)とは異なり、政策金利のゼロ容認には消極的な姿勢を改めて明確にした。

一方、ターム物金利は、資本市場からの資金調達が困難となった大企業が銀行借入に一斉にシフトしたこともあり、08年10月以降累計で0.4%ptの利下げを実施したにも関わらず、高止まりを続けている。このことを踏まえれば、資金供給手段(オペ)を工夫することにより、ターム物金利を引き下げる努力を行うことは必要である。その際には、買入れ限度額に余裕のある国債買入れオペの増額が選択肢の一つとなるほか、政策金利である無担保コールレートのゼロ容認も今後の検討課題となるだろう。

なお、日銀は、企業金融が厳しい状況に陥っていることを鑑み、その円滑化を図るためにCPや残存1年未満の社債の買入れを発表してきた。中央銀行がこうした措置を

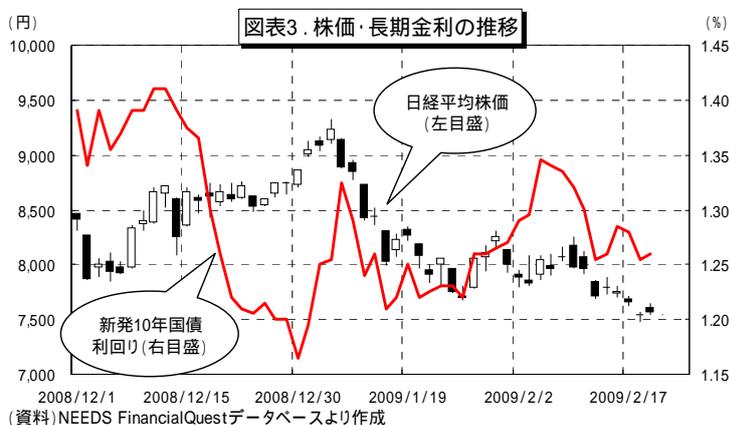
実施するのは「異例」とのことであるが、買入れ対象は日銀の財務の健全性の面から、比較的高い格付けのものに限定されており、企業金融全般の円滑化につながるかどうかは不明である。今後も、買入れ対象を拡大していくと思われる。

その他、2月3日には、信用秩序維持政策の一環として、株価下落が金融システムに及ぼす悪影響を緩和するため、金融機関保有株式の買入れ再開を決定(1兆円)したが、金融政策として市場から株式や外貨建て資産の購入を検討することも選択肢の一つとして検討すべきであろう。

市場動向:現状・見通し・注目点

08年9月中旬のリーマン・ショックにより、米サブプライム住宅ローン問題は、世界規模での金融危機に進行し、内外金融市場は大混乱に陥った。これにより、リスクマネーの回収が始まり、実体経済に目に見える形で悪影響が及び始めた。これに対し、主要各国では公的資金の銀行への資本注入を決断・実施したほか、比較的被害が少ないとされる日本でも金融機関への資本注入を可能にする金融機能強化法を復活させた。さらに、各国中央銀行は大胆な金融緩和策に乗り出している。このように、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、金融市場のパニック的な動きはひとまず沈静化した。しかし、いまだに不安定な状態が続いている。今後とも、金融システム安定化に向けて一層の公的資金の拠出が求められるものと思われるほか、衝



撃の大きさからしても金融市場が正常化するまでには相当の時間が必要であると思われる。

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

長期金利（新発 10 年国債利回り）は、08 年 11 月中旬まで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たが、その後は年末にかけて長期金利が急低下したことや、国内経済指標が一段の悪化を示したことなどもあり、1.1%台半ばまで低下する場面もあった。一方で、09 年年明け以降は、米国で大型の景気対策策定に伴って、財政赤字拡大による需給悪化懸念が高まったことから、国内長期金利の低下にも歯止めがかかり、一時 1.3%台半ばまで上昇するなど、低位ながらもボラタイルな動きが続いている。基本的には、今後とも景気悪化やデフレ色が強まること、さらには日銀が一段の金融緩和措置に乗り出す可能性もあり、長期金利には低下圧力がかかり続けるものと予想するが、09 年度予算成立後には本格的な財政出動に向けての議論が高まる、といった報道も散見されており、それには注意が必要であろう。

株式市場

株価については、09 年年明け後には、オバマ次期政権に対する期待感から日経平均株価は 9,000 円台を回復する動きも見られた。しかし、その後は更なる景気悪化懸念、金融不安の高まりから 2 月中

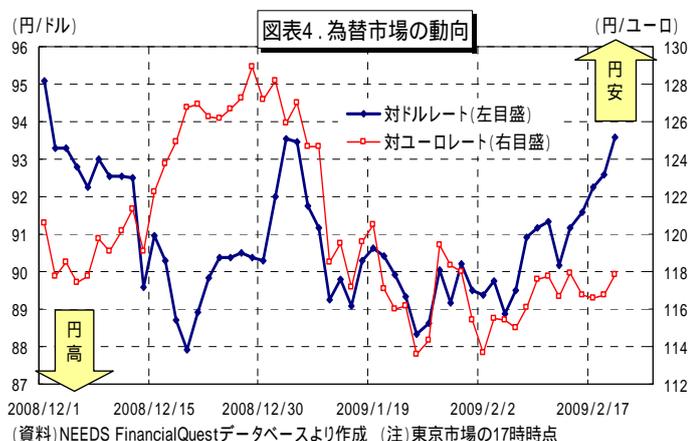
旬にかけてじり安傾向が続いた。

08 年後半にかけて資源価格が大幅下落したことは、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。ただし、急激な景気悪化や根強い円高傾向、さらにはデフレ懸念の高まりなどが、今後とも企業業績にとっては重石となり続ける可能性が高く、株価は軟調な展開が継続するものと思われる。

外国為替市場

09 年前半にかけては円高圧力が根強い状況が続くものと予想する。すでに、内外の政策金利格差は大幅に縮小したものの、海外中央銀行が更なる緩和措置を前面に押し出しているのに比べると、日銀のスタンスはやや後手に回っている印象が強い。こうした中央銀行の政策スタンスは、為替レートの円高傾向をもたらす可能性がある。その一方、海外での緩和措置がほぼ出尽くしてくれば、日本経済の回復が海外景気次第であることが意識され始め、徐々に円高圧力が緩和していくものと思われる。

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。（2009.2.23 現在）



情勢判断

海外経済金融

米国景気の下り坂続く一方、政策効果の発現に時間

渡部 喜智

要 旨

オバマ政権がスタート。これまでのところは想定されていたスケジュールで、景気対策法を成立させ、金融安定化のプログラム・政策を打ち出している。しかし、その政策効果の発現には時間を要する一方、当面の景気は一段悪化する可能性は大きい。また、自動車大手の再建計画の採否決定を3月末に控えるとともに、一部銀行の国有化も市場では意識されるなど、市場の不安材料は当面残る。

オバマ政権は始動したが

オバマ政権は、就任前に想定されていたスケジュールのほぼ目算どおりに政策を積み上げている。その点では、上々の滑り出しと言えよう。

就任前から議会審議が始まっていた景気刺激策は、上・下院の協議を経て合意案を両院で2月13日に再可決。これに2月17日、オバマ大統領が署名して、総額7,870億ドルの「09年米国復興・再投資法」が成立した。

同法は最終的に規模が縮小するとともに、オバマ大統領が超党派合意を目指し共和党の主張にも配慮、所得減税以外にも減税策を多く取り入れる一方で、低所得者層対策や医療保険助成、学校建設、州政府など地方への助成などの施策は絞り込まれた。ただし、共和党側から賛成に回ったのは下院では何とゼロ。上院でもわずか三人で議事進行妨害を阻止する最低60人の賛成票を辛うじて確保するという形にとどまった。

また、この景気刺激策に対し、08年にノーベル経済学賞を受賞したクルーグマン・ニューヨーク大学教授は「最悪を回避するだけの規模だが、回復をキック・スタートさせるには充分で

はない」とコメントしている。

議会予算局(CBO)は上記の景気刺激策の効果(ベースライン対比)について、実質GDPは09年:1.4~3.8%、雇用創出は09年:80万人~230万人などと試算(表1)。しかし、同試算の効果の最低値では、急激な需要減退と雇用減少の継続に襲われている現状の米国経済にとって力不足感は否めない。前述のクルーグマン教授の言葉の意味するところも理解されよう。

金融危機対応では、2月10日には、ガイトナー米財務長官が、「新・金融安定化プログラム」を発表した。新・金融安定化計画では、最大1兆ドルの官民拋出の投資基金による不良資産の買取り、クレジットカードや学資・自動車ローンなどの資産担保証券を担保とする貸出制度の1兆ドルへの拡大、差押さえ回避のための500億ドルの活用や住宅ローン金利の新たな引下げ策による借り手対策などが打ち出された。

金融市場は不良資産買取りの規模と具体的方法、新たな借り手対策の実効性などを課題として意識したようで、同日の株価は下落という形で反応したが、その後18日にオバマ大統領は2,750億ドル規模の住宅ローンの借り手支援策を公表。金融機関の借り換え対応等に伴う減免分を政府が負担するとともに、政府住宅金融公社2社の優先株出資枠を4,000億ドルへ倍増し、借換えを支援する計画である。

表1 景気刺激策の効果(議会予算局試算)

		09年	10年
実質GDPへの効果	最低値	1.40%	1.10%
	最高値	3.80%	3.30%
雇用創出効果	最低値	80万人	70万人
	最高値	230万人	360万人

米議会予算局試算(第4四半期との比較で、ベース・ライン対比)

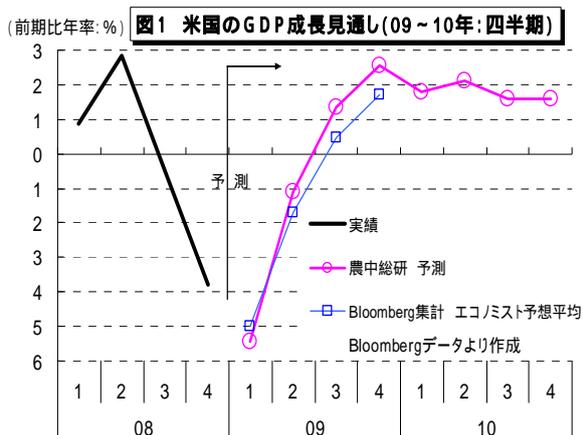
少なくとも 09 年前半は景気の下り坂続く

年明け後の 09 年 1 月の小売売上高は、事前予に反し前月比 0.8%の増加、物価変動の影響を除いた実質ベースでも同 0.6%の増加となった。しかし、これは 12 月のクリスマス商戦の不振と消費繰延べの一時的反動と見るべきであり、米国景気の先行き悪化の可能性は大きい。

詳細は本誌後添の「経済見通し」を参照していただきたいが、経済指標のなかで、消費のバックボーンとなる雇用統計に加え、住宅建築や設備投資の関連統計も依然悪化ペースが緩んでいない。例えば、新規失業保険申請件数は、直近 2 月 13 日週に 62.7 万件、4 週移動平均でも 61.9 万件と 60 万件台へ跳ね上がっているが、これは 1982 年 10 月以来の高水準だ。雇用悪化はまだ続くと思われる。1 月の民間住宅着工件数は 46.6 万件と 50 万件を割り込み、建築中住宅戸数の 6 割水準に落ち込んだままだ。また、民間設備投資の先行指標である非国防資本財の受注も 08 年 10～12 月期に前期比 3 割超の減少とマイナス幅が拡大した。

これらを踏まえ、かつ前述の景気刺激策の効果が本格的に出てくるのは夏場ごろからと見ていることもあり、当総研は 09 年 1～3 月期は 5.5%、4～6 月期も 1.1%とマイナス成長となり、09 年前半は厳しい経済状況が続くと予測している。また、エコノミストの予想平均もほぼ同様のマイナス幅となっている（第 1 図）。

また、1 月の連邦公開市場委員会の議事録が 2 月 18 日に公表されたが、そのなかで長期見通しを初めて公表。特にインフレ率（個人消費デフレーター）について 1.7～2.0%が見通しの中心



帯となっており、これに向けて政策誘導するという政策姿勢が明確になり、一步インフレ目標に近づいたという評価がされている。

株式市場にも悪材料多し

主要企業(S & P 500 指数構成銘柄)の 86%が 08 年第 4 四半期の業績発表を済ませたが、一株利益(時価総額・加重平均ベース)は全体で前年同期比 18.0%、金融セクターを除いて同 5.7%の減益となっている(2 月 23 日現在)。

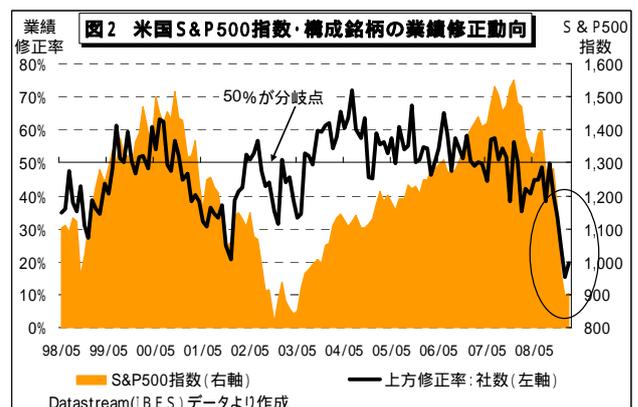
業績の下方修正傾向も続いており、アナリストの利益予想の上方修正率は直近で 2 割を割り込むところまで行った(図 2)。一時、弱気の陰の極を脱したと見られた投資センチメントも再び弱い状態になっている。

また、上述の利益動向とともに、投資家が当面注目するのが、GM等の再建計画の帰趨と一部銀行の国有化の可能性だ。

つなぎ融資を受けている GM とクライスラーの自動車大手 2 社は 2 月 17 日に、経営再建計画の進捗状況を報告した。GM は 166 億ドルの追加融資を求め、全米自動車労組との従業員等待遇引き下げ、工場閉鎖・部門売却などをあげているが、3 月末にどのような結論となるか。破産法の利用の可能性も意識される。そうなれば一時的にはショックとなる面は否定できない。

また、90 年代初めにかけての貯蓄貸付組合の破綻続出時と同じように、経営悪化した一部銀行を国の公的管理下に置くという選択肢 = 国有化も市場では意識されている。

以上の悪材料が一つずつ払拭されていくことが、株式相場の反発にとって必要条件になる。



原油市況

原油価格（WTI 期近・終値）は、産油国側の生産枠削減にもかかわらず、世界的な景気悪化に伴う需要減退観測の強まりから下落基調が続き、08年12月22日には1バレル=31ドル台と03年12月以来となる安値に突入した。年明け直後には中東情勢の悪化を受け一旦は48ドル台まで上昇したものの、直近では再び需要減退への思惑から40ドル台を割って推移している。

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。こうしたなか、オバマ大統領の掲げる景気対策法案（総額約7800億ドル=約72兆円）が2月17日に成立。翌18日には包括的な住宅対策が発表された。米連邦準備制度理事会（FRB）は、08年12月のFOMCで政策金利の政策金利を史上最低の0~0.25%とし、ゼロ金利政策を容認する政策を取っている。なお、次回FOMCは3月17~18日に開催される予定。

国内経済

わが国では、外需の急激な悪化を受け、景気の先行きに悲観的な見方が強まっている。08年10~12月期の実質GDP成長率（1次速報）は前期比3.3%（前期比年率12.7%）と、第1次石油危機直後の1974年1~3月期（年率13.1%）以来の大幅なマイナス成長となった。08年12月の鉱工業生産指数（確報値）は前月比9.8%と、2ヵ月連続で過去最大の低下幅を更新。先行きも1月に前月比9.1%、2月は同4.7%とさらに低下する見通し。設備投資の先行指標となる機械受注（船舶・電力を除く民需）は10~12月期に前期比16.7%の大幅減となった。また、雇用環境の急激な悪化などから消費も低迷している。なお、日銀は08年12月の金融政策決定会合で政策金利を0.1%に引き下げ、その後据え置いている。

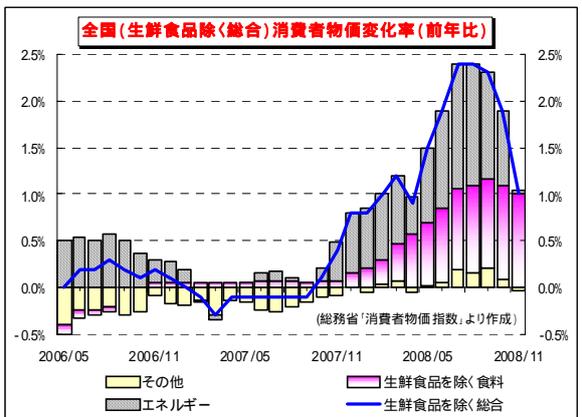
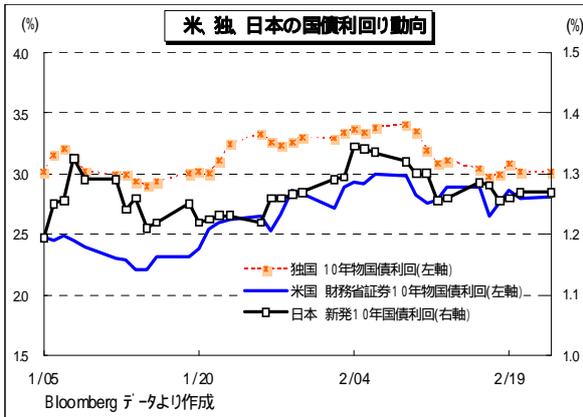
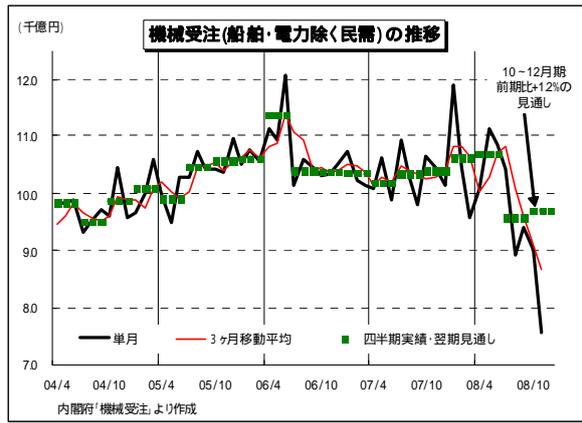
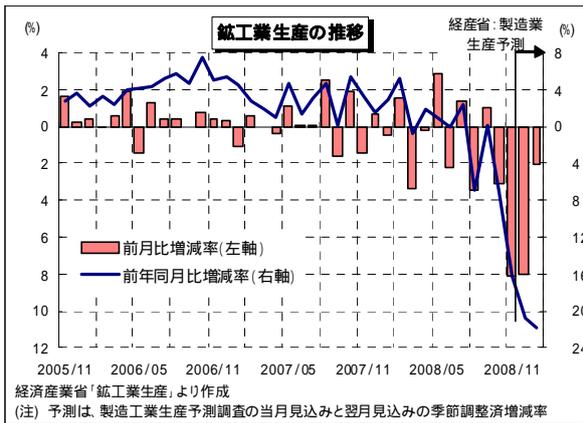
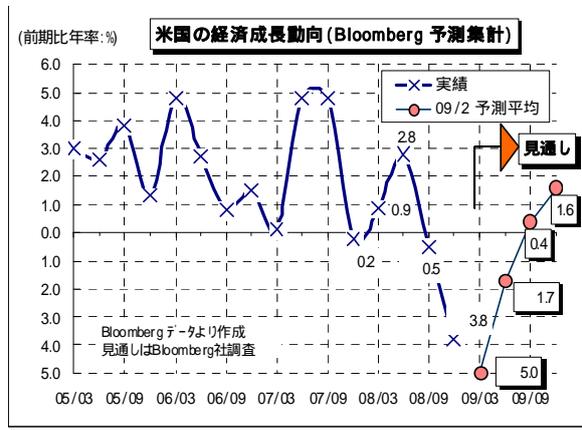
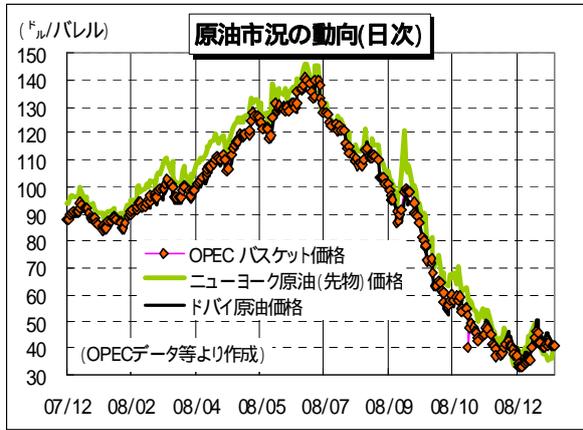
金利・株価・為替

外為市場では、米FRBによる追加の金融緩和策に対する思惑（金利差縮小）などから円高ドル安が強まり、ドル円相場は12月下旬に一時87円台前半と95年7月下旬以来の円高水準となった。年明け後は90円をはさんで推移したが、直近では日本経済の大幅な悪化や政局不安のほか、ヘッジファンド等の円買いポジションが解消されたとの観測もあり、一時94円台まで円安・ドル高が進行した。日経平均株価は、米景気対策への期待感から1月上旬に一旦9,200円台まで上昇したものの、企業業績の悪化懸念や円高進行、金融不安の再燃などにより再び下落し、2月19日には7,400円台となった。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」への逃避の動きなどを受け12月末に一時1.155%へ低下した後、米国の国債増発による財政悪化懸念などから1.3%台まで上昇したが、直近では1.2%台半ばに小幅低下して推移している。

政府・日銀の景況判断

政府は2月の景気判断を「急速な悪化が続いており、厳しい状況にある」とし、前月の「急速に悪化している」から下方修正した。個人消費については「緩やかに減少している」と表現を強め、先行きについても「雇用情勢が急速に悪化しつつあり、所得が弱い動きとなっていることなどから、当面、弱い動きが続く」と懸念を示した。一方、日銀は2月の金融経済月報で「わが国の景気は大幅に悪化している」と景気判断を据え置いた。先行きについても「景気は当面、悪化を続ける可能性が高い」との判断を維持した。（09.2.20 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)



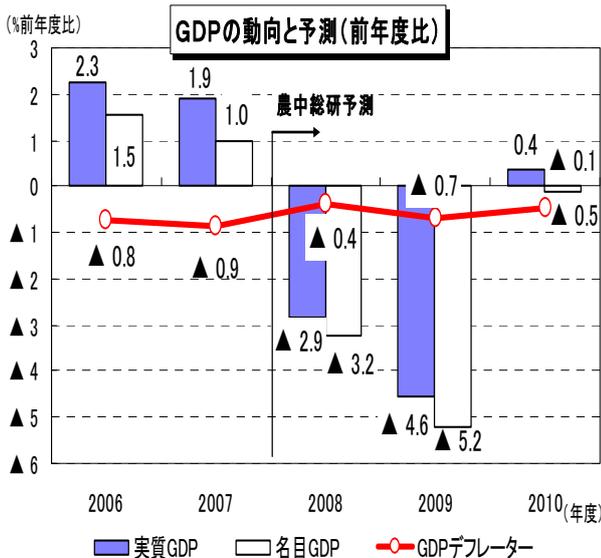
2008～10年度経済見通し

08年度(▲2.9%)、09年度(▲4.6%)と2年連続のマイナス成長の後、10年度は0.4%と小幅プラス成長へ転換
～2010年度にかけてもデフレ色の強い状況が続く～

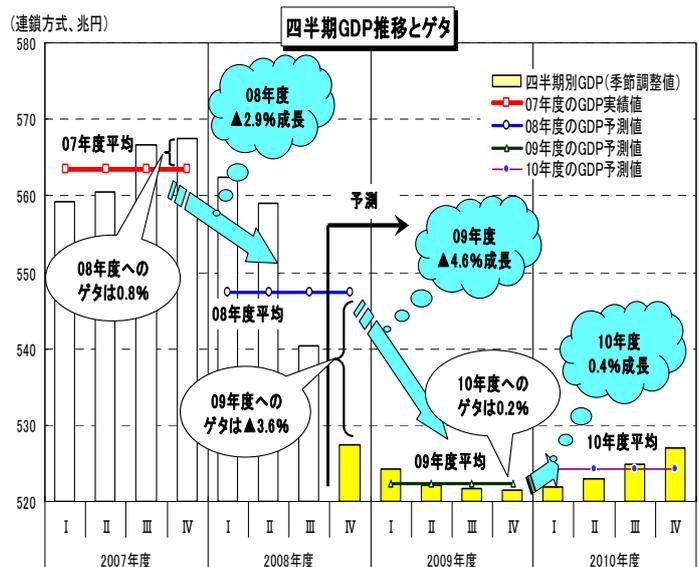
2008年秋に勃発した金融危機以降、世界的に需要が急激な勢いで収縮しており、輸出頼みの経済成長を続けてきた日本経済・産業に大打撃を与えている。こうした状況を受けて、企業は設備投資を大幅に削減しているほか、本格的な雇用調整に乗り出しており、民間消費も減少傾向が強まっている。内外需とも停滞が続く日本経済は、世界景気が持ち直し始める10年度半ばまで景気悪化が続くことになるだろう。なお、機動的な財政運営を各国に求めたG7声明(09年2月)に基づき、大規模な経済政策策定に乗り出すことが見込まれるが、景気浮揚効果は乏しいものと思われる。

また、物価を取り巻く環境は世界同時不況や国際商品市況の暴落、円高傾向によって状況が一変した。消費者物価指数は2010年度にかけて前年比下落状態が続き、再びデフレの弊害が意識されるだろう。

金融政策については、景気がさらに悪化し、デフレ色が強まることを考慮すれば、より一層の金融緩和措置を講じるものと思われる。



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」から農中総研作成・予測

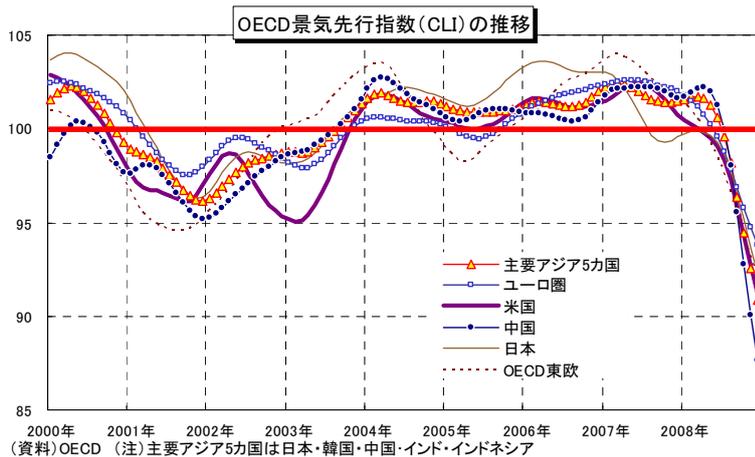


(資料)内閣府「GDP速報」より作成 (注)08年10～12月期までは実績、それ以降は当総研予測

1. 景気の現状:

(1) 世界同時不況と金融危機の共存

世界経済は今、先進国・新興国を問わず、猛烈な勢いで需要が減退しており、それに伴って世界貿易量が収縮し、製造業中心に企業活動が急低下している。加えて、雇用悪化も進行しており、それが消費低迷といったさらなる需要減退につながる、という「負の連鎖」が止まらない状況に陥っている。



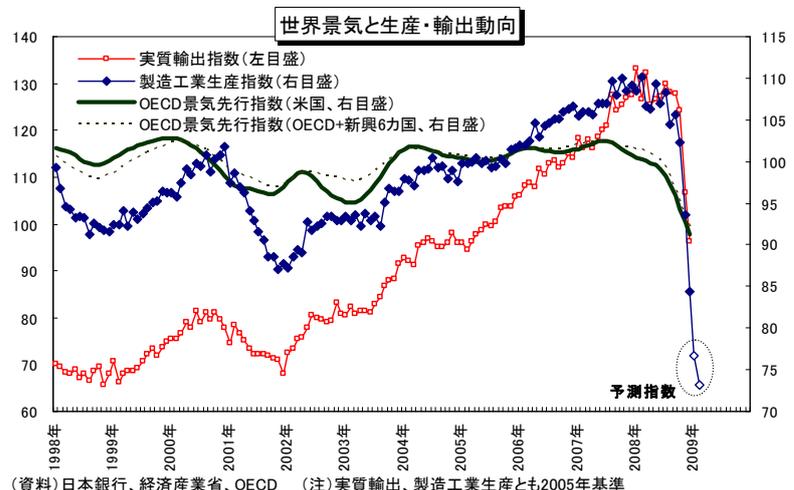
そもそも、米国・日本といった先進国では2007年末にかけて景気が天井を打ち、徐々に後退色を強めていったが、その景気悪化の勢いが増すきっかけになったのは、08年9月中旬の米証券大手リーマン・ブラザーズの経営破綻(リーマン・ショック)であった、といっても過言ではないだろう。米金融当局は、08年3月の米証券大手ベア・スターンズの経営危機の際には、事実上の救済措置を採用した一方で、リーマンについ

ては手を差し伸べなかったことで、各金融機関間の疑心暗鬼が台頭し、基本的に「信用」をベースに築かれている金融システムは機能不全状態に陥った。これにより、一斉にリスクマネーが回収する動きが本格化し、実体経済にも多大な影響を出始めている。

この間、金融危機は流動性問題(illiquidity)から資本不足問題(insolvency)へ発展し、中央銀行による潤沢な資金供給に加え、政策当局による銀行自己資本に対する公的資金注入といった対策が迫られる事態となった。こうした政策発動により、世界的に金融システムが崩壊する事態はこれまで回避できているように見えるが、そもそもの根源である米サブプライム問題が収束に向かっているわけでもなく、むしろ景気悪化が長期化することにより、先行きもさまざまな損失が表面化してくる可能性が高い。経済活動水準や金融システムが元の状態まで回復するのに相当程度の時間がかかるだろう。

(2) 日本経済の現状

こうした世界同時不況と世界的な金融危機は、戦後の日本経済が経験したことのない厳しい状況に追い込んだ。08年11月分以降に発表された経済指標の多くは、「統計開始以来の悪化」などと表現されるなど、年末にかけて尋常ではない勢いでの景気悪化が始まった。1990年代以降の日本経済の牽引役である輸出を筆頭に、鉱工業生産、機械受注といった企業関連の経済指標、

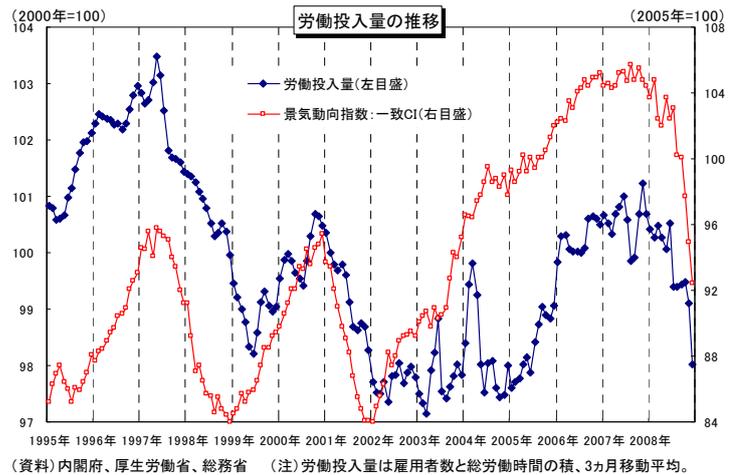




さらには有効求人倍率、失業率などの雇用関連指標、小売業販売額、新車登録台数など消費関連指標などすべて悪化傾向を強めている。特に、実質輸出指数はピークから27.7%、鉱工業生産は同じく23.4%も低下している。

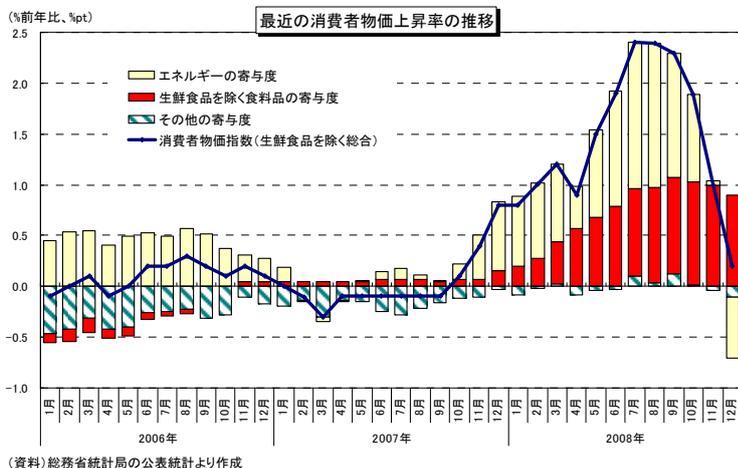
そもそも国内需要の長期低迷が続いてきた日本経済は、成長の源泉を発展著しい中国など近隣東アジア諸国や堅調な成長を続けた米国に対する輸出に求めてきた。一方、冒頭でも触れたとおり、世界同時不況は世界貿易量の縮小を引き起こしたが、この高い輸出依存度が現時点ではむしろ日本経済の下押し圧力を強めるといった皮肉な結果をもたらした。輸出を起点に国内の企業活動を活性化させ、さらに家計などに波及させていくという成長シナリオに対して、今まさに逆回転の歯車が回っているのである。

こうした急激な企業活動の低下により、一部ハイテク業種を除けば、02～07年の景気拡張期に積み上がったたわけではない資本設備に急速な過剰感をもたらし、かつ製造業を中心に雇用調整を本格化させる動きが強まっている。日本企業は、90年代後半以降、雇用コスト削減の一環として、非正規従業員の増加に一斉に乗り出したが、今回の景気悪化局面では、真っ先に人員整理の対象となり、それがメディアを通じて大きく報じられたこともあり、消費マインドの悪化に拍車をかけている。一部企業ではワークシェアリングの導入、正規従業員の賃下げや雇用調整にも着手しており、こうした動きが国内需要の6割弱を占める民間消費の停滞を招く恐れがある。



一方で、08年夏場まで続いた原材料価格の上昇フェーズはすでに終焉し、逆に大幅な値下がりを見せている。企業部門では価格転嫁が不十分であったがゆえに、投入コスト高騰が企業業績を大きく圧迫したほか、家計部門でも賃金が伸び悩む中、食料品・エネルギーなど生活必需品の値上がりが消費支出を抑制する動きが強まっていた。こうした要因が解消したことは、企業・家計両部門にとっては好材料ではあるが、経済情勢が急激な悪化を示す中では、そうしたメリットを享受する状況にはない。

物価を取り巻く環境もこの半年ほどの間で様変わりしている。消費者物価は、直接的には国際原油市況の大幅下落によってガソリンなど石油製品価格が大きく値下がりしている



影響を受けた格好になっているが、最近では消費低迷を反映してエネルギーや食料品などを除いた部分でも値上げ圧力が解消している。また、08年8月には前年比7.4%と、第二次石油危機時以来の上昇率となった国内企業物価は、09年1月には同▲0.2%と再びマイナスに転じたほか、消費者物価(全国、生鮮食品を除く総合、以下コアCPI)の上昇率も08年7～8月の前年比2.4%から、同年12月には同

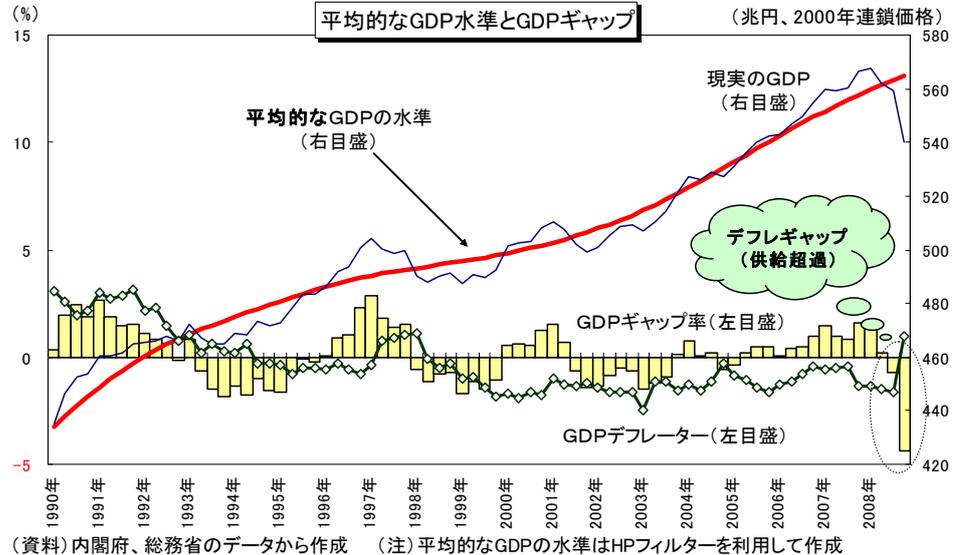


0.2%まで縮小するなど、マイナスに転じるのも時間の問題となってきた。

(3) 二桁のマイナス成長となった 2008 年 10～12 月期 GDP

こうしたなか、16日に公表された08年10～12月期のGDP第1次速報によれば、実質GDP成長率は前期比▲3.3%、同年率換算▲12.7%と、3四半期連続のマイナス成長となった。この減少率は第一次石油危機発生直後

(1974年1～3月期：前期比▲3.4%)に次ぐものであり、事前にほぼ想定されていたとはいえ、その衝撃は大きかった。また、名目GDPも前期比▲1.7% (同年率▲6.6%)と4四半期連続のマイナスとなった。



このような大幅なマイナス成長となった原因は、これまで指摘してきた通り、世界的な需要の急減に伴って輸出が激減し、その煽りを受けて民間企業設備投資の減少が加速し、さらに雇用環境の悪化を受けて家計消費が減少したためである。

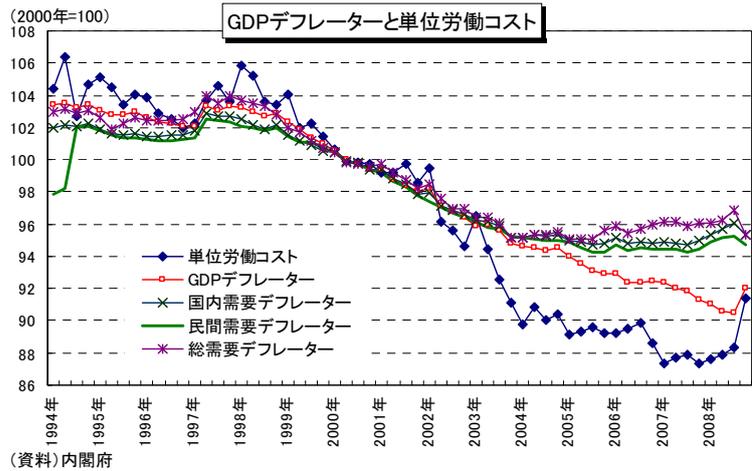
内需の弱さが続く日本経済の頼みの綱である輸出等は前期比▲13.9%と2四半期ぶり、かつ大幅なマイナスとなった(寄与度は▲2.6%pt)。先進国向け・新興国向けを問わず、壊滅的な状況に陥っている。一方で、円高傾向が強まったことも手伝って、輸入は同2.9%と2四半期連続のプラス(寄与度▲0.5%pt)となった。この結果、外需寄与度は▲3.0%ptとなり、成長率を大きく押し下げた(7～9月期(▲0.1pt)に続くマイナス)。なお、経常収支の対名目GDP比率は1.8%と、01年4～6月期(1.8%)以来の2%割れとなった。

また、民間設備投資は前期比▲5.3%と、4四半期連続のマイナス(寄与度は▲0.8%pt)であった。減少率も徐々に拡大する傾向にあり、企業の設備投資意欲が大幅に減退していることが見て取れる。日銀短観(12月調査)などの設備投資計画も下方修正の動きが強まっているが、世界経済の悪化の目処がまだ見えていないことを考慮すれば、当面は設備投資の悪化が続く可能性は高いものと見られる。

民間消費も前期比▲0.4%(前期比成長率に対する寄与度は▲0.2%pt)とマイナスに転じた(2四半期ぶり)。08年前半まで消費マインドを圧迫し続けたガソリンや食料品価格の上昇加速は一服したこともあり、名目ベースでは頭打ちでの推移だった雇用者所得は、実質ベースでは同1.0%と底堅い動きを示したといえるが、雇用環境の急激な悪化が引き続き消費マインドに悪影響を及ぼし、それによる消費支出抑制姿勢の強まりがこうした状況を導いたものと見られる。

一方で、一国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0.9%と、97年度の消費税率引上げといった特殊要因がある98年1～3月期以来のプラスに転じた(前期比でも1.7%と8四半期ぶりのプラス、当総研試算)。原材料などを中心に輸入品価格が大きく下落した反面、国内各部門においてこれまで遅れ気味であった価格転嫁行動が進展し

たことになる。ただし、これは持続的なものではなく、日本経済のデフレ脱却につながるものでもない。国内需要デフレーターの中身を見ると、民間消費デフレーターは前年比▲0.2%と5四半期ぶりのマイナスに転じたほか、民間企業設備投資なども同1.3%と上昇率縮小が明確となっている。注目の単位労働コスト(名目雇用者報酬÷実質GDP)も前年比4.4%と上昇率が加速、4四半期連続のプラスとなったが、これは実質GDPの



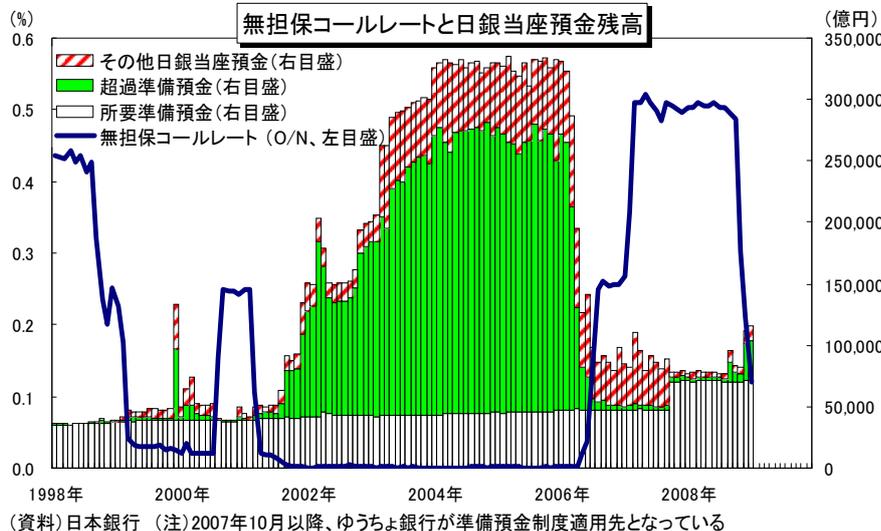
急減によるものであり、これも「企業から家計への波及」が強まったと判断するのは無理があるだろう。そもそも、雇用コストの変動は景気に対して遅行するほか、需要の急激な落ち込みに比べて雇用コストの削減ペースが相対的に緩やかだった面もあるだろう。むしろ、企業サイドとしては雇用削減を本格化する動きがでることが予想される。

(4) 追加的な金融緩和を迫られる日本銀行

以上のように急変する経済金融情勢の悪化に伴い、日本銀行は2008年10、12月と、それぞれ0.2%の利下げを行ったほか、国債買入れ額の2,000億円増額(月1兆4,000億円へ)、CP買入れの実施や残存1年未満の社債の買入れ検討、さらには不動産投資法人債の適格担保化など、相次いで金融緩和措置を打ち出した。さらに、信用秩序維持政策の一環として、銀行保有株式の買入れ(上限1兆円)も発表した。

日銀は、自身の景気判断を示す『金融経済月報(1月)』や『経済・物価情勢の展望(展望レポート)、中間評価』では、「わが国の景気は大幅に悪化しており、当面、悪化を続ける可能性が高い」とし、物価も「消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は(中略)春頃にかけては、需給バランスの悪化も加わって、マイナスになっていく」としているほか、少なくとも09年度半ばまで日本の経済・金融情勢は相当程度厳しい状態が続くといった見通しを示しており、一連の金融緩和措置はその認識に沿ったものと捉えられる。

しかし、仮に日銀の提示するシナリオ通りに推移していくとしても、量的緩和政策解除(06



年2月)以降、2回行った利上げの根拠としてきた需給ギャップは、需要不足度が増していくことは確実である。このように、日本経済が危機的な状況に置かれていることを踏まえれば、緩和措置は打ち止めということではなく、今後とも新たな追加緩和策を検討していくことになると思われる。

(資料)日本銀行 (注)2007年10月以降、ゆうちょ銀行が準備預金制度適用先となっている



2. 予測の前提条件:

(1) 財政政策

2008年9月に発足した麻生政権においては、急激に経済情勢が悪化していることもあり、それまでの財政再建を最優先させる経済政策からの転換が進みつつある。第1次補正予算(08年10月16日成立)では、1.8兆円余りの緊急安心実現総合対策費を盛り込んだ(その財源は、前年度剰余金や経費節減などで大部分を賄い、国債の追加発行は3,950億円に抑制)ほか、第2次補正予算(09年1月27日成立)では、さらに生活対策として総額2兆円の「生活支援定額給付金」など計4.7兆円の追加支出や雇用対策費(1,600億円)、さらには7兆円余りの税収減を盛り込む一方で、財政投融资特別会計などから約4.5兆円の「埋蔵金」を受け入れるなど、裁量的な財政政策運営に軸足を移しつつある。

また、09年度一般会計予算(政府案)については、財政規律を維持する観点から「基本方針2006」等に基づき、社会保障・公共事業・地方財政関連などの歳出を抑制するといった歳出改革を継続してはいるものの、「当面は景気対策」との立場から、生活防衛(雇用対策・医療対策・生活の安全)支出拡大や経済金融対応予備費(1兆円)の新設などを盛り込んでいる(総額88.5兆円、前年度当初比6.2%)。また、解散・総選挙の時期がいつになるのか、その際には政権交代があるのか、といった重要な問題はあるものの、日本経済が未曾有の景気悪化に直面していることを考慮すれば、09年度予算成立直後にも追加経済対策の検討が始まる可能性もある。

一方、「ねじれ国会」の下、既に成立している08年度第2次補正予算執行に必要な予算関連法案の審議が後ズレしており、実際の作業現場となる地方自治体の状況などを考慮すれば、年度内の配布完了することが困難な状況となっている。機動的な財政政策運営はもはや国際公約となっており、一刻も早く事態打開が求められている。

なお、財政再建の観点から注目される消費税率引き上げについては、09年度税制改正法案の付則に「11年度までに消費税率引上げなど抜本的税制改正に必要な法制上の措置を行う」旨が明記されたが、与党内の根強い反発を回避するため、実際の消費税率引き上げ時期などは景気回復の状況を見極めた上で、別の法律で定めるといった玉虫色の決着となった。経済情勢を考慮すれば、実際に11年度に消費税率を引き上げるための措置を講ずるのは困難であろう。それゆえ、今回の経済見通し(予測期間は10年度まで)でも消費税率の引き上げは想定しない。

(2) 世界経済の見通し ～世界同時不況への協調的対応と懸念

世界の主要金融機関(銀行・証券・保険会社等)の損失計上は、サブプライム関連の証券化商品の下落から、一般企業貸出や他の不動産関連貸出、家計向け貸出など広範な信用債権の悪化によるものに波及してきたことで、高水準のままである。ブルームバーグ社によれば、サブプライム問題が表面化して以降に金融機関が計上した損失累計は、直近で1.1兆ドル(1ドル90円換算で約99兆円、以下換算レートは同じ)規模に達した。金融機関は金融市場における信頼を高めるべく資本増強に努めているが、自力資本調達力が低下した金融機関等に対し、各国政府は金融システム安定の観点も踏まえ資本注入を行なっている。

例えば、米国では「金融安定化法」(資金規模7千億ドル)のなかの問題債権救済プログラム(TARP)に基づき、すでに3,050億(27兆円)ドルがGM・クライスラーの自動車大手を含めて投入されているが、オバマ政権になり09年2月10日に発表された「新・金融安定化計画」ではさらに金融安定強化の姿勢が示された。なお、その実施方法や規模について

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	2	8.3	0.0	5.3	0.0	2.9	0.0	0.0	0.0
	3	59.6	13.6	43.8	3.1	15.3	10.6	0.6	0.0
	4	213.8	71.4	126.0	47.1	75.9	24.2	11.9	0.0
2008	1	222.1	87.3	132.4	62.5	78.5	20.9	11.1	3.8
	2	164.5	191.3	110.1	103.0	50.6	75.0	3.9	13.3
	3	244.5	96.4	194.9	43.8	46.2	44.0	3.4	8.6
	4	186.8	430.4	145.2	261.8	41.0	141.1	0.7	27.5
2009	1	0.0	100.3	0.0	50.4	0.0	48.2	0.0	1.7
累計		1099.6	990.7	757.7	571.7	310.4	364.0	31.6	54.9

Bloomberg集計データより作成(09.02.17現在)

は課題が残るという見方が多いことや自動車両社の再建計画の行方も不透明であることは、金融市場の不安定要素となろう。また、欧州でも、ドイツや英国で450～500億ユーロ(5.4～6.0兆円)規模の公的資金注入が進められている。

しかし、国際通貨基金(IMF)の米国の信用債権の悪化に伴う損失の推計額は10月時点の1.4兆ドルから1月末には2.2兆ドルに上方修正されており、一段の損失拡大も予断を許さない。

日・米・欧の先進国経済に加え、中国などの新興国経済でも需要減退が見られており、財政出動による景気刺激策が講じられつつあるが、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10～12月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比年率▲3.8%。内訳を見ると、個人消費が同▲3.5%の減少になったほか、住宅投資が同▲23.6%、民間設備投資も▲19.1%の大幅減少となった。これは、米国家計の消費抑制が雇用悪化のもとでさらに強まるとともに、企業や住宅の投資の減少傾向の歯止めがかからない状況に陥っていることを示している。その結果、それらを合わせた国内民需の成長寄与度が▲4.3%のマイナス成長となる一方、外需(純輸出=輸出等-輸入等)も財(商品)輸出の急減などから下支え役の役割を果たせなくなっている。

これに対し、オバマ政権は就任前から景気刺激法案の議会对策を行い、上下院が合意した総額7,870億ドルにのぼる「米国復興・再投資法」(期間:2009年～19年)に、オバマ大統領が2月17日に署名し成立した。公共投資や医療保険助成等福祉関連などの財

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	08/12
内需寄与度	1.3	3.1	2.8	▲ 1.1	0.1	▲ 0.1	▲ 1.6	▲ 3.9
うち民需寄与度	1.1	2.4	2.0	▲ 1.3	▲ 0.3	▲ 0.9	▲ 2.7	▲ 4.3
うち政府需要寄与度	0.2	0.8	0.8	0.2	0.4	0.8	1.1	0.4
外需寄与度	▲ 1.2	1.7	2.0	0.9	0.8	2.9	1.1	0.1
全体成長率	0.1	4.8	4.8	▲ 0.2	0.9	2.8	▲ 0.5	▲ 3.8

Bloomberg(米商務省)データより作成

政支出の増加が65%、減税関連が35%という比率である。

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09年1月まで13ヵ月連続で減少。その累計減少者数は▲357.29万人であり、特に08年11月～09年1月は3ヵ月連続で50万人を超える減少となった。直近ピークからの雇用者減少はすでに2.5%を上回り、失業率も7.6%へ上昇した。しかし、雇用の先行きには依然悪化材料が多い。たとえば、雇用削減発表者数(チャレンジャー社集計)は09年1月まで11ヵ月連続の増加が続いているとともに、オンライン・インターネット求人指数(モンスター・ワールドワイド社)も09年1月は前月比▲9.9%、前年同月比▲26.2%の大幅減少となっており、企業の雇用削減の動きは厳しい傾向が続くと見るべきだろう。

これに対し、「米国復興・再投資法」の個人向け減税のなかでは、一人当たり所得75,000ドル(夫婦で150,000ドル)未満の勤労者であれば400ドル(夫婦で800ドル)が還付される減税が大きく、2年間の還付規模は1,160億ドルといわれる。これに加え、減税ではないが、年金受給者等への250ドルの一時給付や食料配給券(フードスタンプ)など低所得層向けの生活支援が行われる。このほか、低所得者層への子供一人当たり1,000ドルの減税、失業者への給付2,400ドルの課税控除が減税には最低代替税の課税最低限(70,950ドルへ)引上げによる減税、2,500ドルの大学等学生の教育減税、8,000ドルへの住宅取得減税引き上げなどが含まれる。

これらの還付・給付は6月以降に本格実施されると見られ、夏場にかけて5割程度の限界支出があれば、雇用減少に伴う消費抑制を一定程度相殺し底上げ効果が期待できよう。しかし、それが持続的な景気回復の呼び水になるかは極めて不透明である。

また、「米国復興・再投資法」のなかの、インフラ整備や通信・科学技術振興や教育・自治体向け支援、再生エネルギー利用促進などの需要創出も大きい予算額となっており、雇用拡大に直接結びつく要素でもある。しかし、早期執行による需要喚起がオバマ政権サイドの目算どおりに行くかは不透明であり、議会予算局の試算では09年中の財政支出の増加は約1,200億ドル、2010年は約2,190億ドルとなっており、公共投資等の執行は2010

2009-10年 米国経済見通し (08年10~12月期 速報値ベース)

項目	時期 単位	2008年	2009年		2010年			
		通期 実績	通期 予想	上半期 (1~6月) 予想	下半期 (7~12月) 予想	通期 予想	上半期 (1~6月) 予想	下半期 (7~12月) 予想
実質GDP	%	1.3	▲1.9	▲4.0	1.1	1.7	2.1	1.7
個人消費	%	0.3	▲1.8	▲2.5	0.4	1.0	1.2	1.1
設備投資	%	1.8	▲9.6	▲15.4	▲1.3	1.4	2.1	2.6
住宅投資	%	▲20.8	▲12.8	▲16.3	0.3	2.5	3.1	3.5
在庫投資	10億ドル	▲21.1	▲15.0	▲11.7	▲12.5	10.0	▲12.5	▲20.0
純輸出	10億ドル	▲388.2	▲363.4	▲361.9	▲365.0	▲371.4	▲370.5	▲372.4
輸出等	%	6.5	▲8.2	▲15.4	0.1	2.9	3.7	4.0
輸入等	%	▲3.3	▲7.9	▲11.9	0.4	2.7	3.6	3.4
政府支出	%	2.9	3.2	2.5	3.6	4.0	4.5	3.3
参考								
コアPCEデフレーター	%	2.2	1.6	0.9	0.5	0.4	1.2	1.4
GDPデフレーター	%	2.1	0.9	1.2	0.7	1.2	1.2	1.2
FFレート誘導水準	%	0~0.25	0~0.25	0~0.25	0~0.25	0.50	0.25~0.50	0.50
10年国債利回り	%	3.37	2.79	2.65	2.93	3.44	3.30	3.58

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2009年2月18日。08年10~12月期については09年1月発表速報値。

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、デフレーターは前年同期比

4. PCEデフレーターは期中平均前年比



年にずれ込む部分が多いと見ておくべきだろう。

住宅投資は08年10～12月期まで12四半期連続の減少となっているが、住宅着工の先行指数である住宅建築許可件数が一戸建ての不振継続などから年率換算55万戸台まで減少しており、少なくとも09年年央ごろまでは減少が続くだろう。住宅価格の下落と住宅ローン金利の低下により住宅取得能力指数が上昇しており中古住宅を中心に販売が底入れする期待もあるが、全米住宅建築業協会の住宅市場指数の低迷が示すように、前述の所得・雇用環境の悪化のもとでは底入れ感が明確化するには時間を要する。少なからず底入れ感が09年後半以降に見られると考えるが、以後も基本的に反転力は弱く低迷状態が続こう。

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が一定の効果をもたらしているが、雇用・所得環境の悪化から今後も延滞率は高止まりする可能性が大きい。このため、住宅市況にも下落圧力がかかる。オバマ政権による住宅ローン金利の軽減策等の借り手救済策の拡充・具体化が当面の注目点となる。

民間設備投資は、08年7～9月期の前期比▲1.7%から10～12月期に同▲19.1%への急減となった。設備投資の5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10～12月期も3四半期連続のマイナスとなっている。先行きも企業家心理が後退し、金融機関の貸出基準も依然厳しいこと、かつ調達コストも上昇していることも踏まえ、設備投資の減少が継続し、09年半ばまで続くことと予測する。

純輸出(=輸出等-輸入等)については、世界経済が先進国の同時マイナス成長のみならず、新興国・途上国も成長鈍化により09年に0.5%の成長に減速(IMFの09年1月の改訂見通し)することから、米国の輸出は09年前半も大幅減少が続く。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、09年上半期は08年下半期に対しては前半期比年率▲4.0%の大幅なマイナス成長。09年下半期は景気刺激効果による消費と政府支出の増加で同1.1%成長に底入れするが、反転は弱い。この結果、09年全体では同▲1.9%のマイナス成長と予測する。

2010年には、景気刺激策と新・金融安定化計画の効果が浸透し、景気の悪化傾向に歯止めがかかるとともに、世界経済の成長も反転していくと見ており、緩やかながら1.7%のプラス成長になると予測する。

インフレに関しては、商品市況の暴落や実効為替レート・ベースでのドルの反発(ドル上昇)、景気悪化のもとでの米国の国内需給の緩みなどにより、下落基調が続くと見られる。個人消費(PCE)デフレーターは08年第4四半期から下落しており、米国でもデフレ・リスクをかかえている。FRBが政策の重要な判断指標としている食料品とエネルギーを除いたコア・ベースも直近(08年12月)、前年同月比では1.7%だが、早晚1%割れとなり年央にかけて0%に接近すると予測する。

このような状況のなかで、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12月16日に0～0.25%へゼロ金利も容認する水準に引き下げられ、現在の誘導水準は0.2%台前半で推移している。一方、金融機関の貸出基準は直近やや厳格姿勢が緩和する気配もあるが、公的資金の注入により貸出努力の義務が課されても、現在の状況が一変するとは考えにくい。また、CDS市場でのスプレッド(上乘せ)も高水準である。このため、金融緩和の長期化が必要であり、09年後半に景気に一定の底入れ感が見えても、インフレ予想が急速に高まらない限り、貸出環境や金融システムに逆行リスクが残る間は、FRBは利上げには慎重な態度で臨むと考える。本格的に金融政策を修正し利上げ姿勢に転じるのは早くも2010年後半以降であり、その間に利上げがあったとしても小幅なものにとどまろう。



②欧州経済

ユーロ圏(1月にユーロ圏入りしたスロバキアを含まない15カ国ベース)の08年10~12月期の実質GDP成長率速報値は、前期比▲1.5%と、3四半期連続のマイナス成長となり、景気後退色が一層深まった。なお前年同期比は▲1.2%であった。08年7~9月期との比較を国別に見ていくと、ドイツが前期比▲0.5%から▲2.1%へと1.6%pt悪化、イタリアが比▲0.6%から▲1.8%へと1.2%pt悪化、フランスは0.1%から▲1.2%へと1.3%pt悪化など、主要国の後退ペースが増している。主要国以外では、ポルトガルが▲0.1%から▲2.0%へと1.9%pt悪化したのが目立つ。ユーロ圏外では、イギリスが▲0.6%から▲1.5%へと0.9%pt悪化した。この結果、08年通期のユーロ圏経済成長率は0.7%にとどまり、09年1月に発表された欧州委員会の経済予測中間見直しにおける予測値0.9%を下回った。最近発表された諸経済指標は、いずれもユーロ圏経済の急速な悪化ぶりを示しており、2月12日に発表された12月のユーロ圏鉱工業生産は前年同月比▲12.0%で、1990年のデータ算出開始以来最大の落ち込みとなった。

09年の経済成長率については、欧州中央銀行(ECB)09年2月月報に掲載された専門家調査(四半期ごと)では▲1.7%と見通している。これは前回08年11月月報の予測値から2.0%ptの大幅下方修正となっている。同調査における09年見通しの下方修正は5四半期連続である。また2010年の予測成長率は0.6%で、同じく0.8%pt下方修正されている。

一方、1月のユーロ圏消費者物価上昇率(HICP速報値)は前年同月比1.1%で、08年6、7月に2ヵ月連続で4.0%を記録してから、8ヵ月連続で下落している。ユーロ圏HICPの前月比で物価下落の瞬間速度を確認すると、08年11月に▲0.5%を記録し、12月は▲0.1%に鈍化した。なおも下落した。前述の専門家調査では09年通期のHICP見込みが2.2%から0.9%へ、10年は2.0%から1.6%へ下方修正された。商品相場下落と経済活動の予想を超える減退が、下方修正の理由とされている。ただし同調査によれば、5年後の2013年時点でのインフレ率は1.9%になると予測されており、これはECBの中期的な物価安定目標、「2%以下で2%に近い水準」にほぼ一致する。物価下落は一時的なものとなるの見方は、英米の中央銀行などと比較してより慎重とされるECBの金融政策遂行上の姿勢に、ある程度の説明材料を与えるものにはなるだろう。

ただし、3月のECB政策委員会では再び利下げを決定する可能性が高いものと思われる。08年10月以降、ECBは4ヵ月連続で利下げを実施したが、2月の定例政策委員会では政策金利を据え置いた。2月の利下げ見送りの理由は、これまでの利下げを含む一連の政策効果を見極めるためだとされている。物価安定により長期的な経済成長に資することがECBの目標であるとはいえ、この数ヵ月間における急激な景気悪化は金融・財政両面での政策総動員による緊急対応を必要としていることが、ローマで開催されたG7における基本認識でもあった。3月のECB政策委員会においては、ユーロ圏各国毎の情勢も視野に入れて、より現実的で速効性を求める観点から政策決定がなされる可能性が高い。

欧州中央銀行の専門家調査結果(09年2月公表)

	2009年	2010年	長期予測 (~2013年)
ユーロ圏インフレ率(HICP)	0.9%	1.6%	1.9%
前回からの見直し幅	マイナス1.3P	マイナス0.4P	マイナス0.1P
ユーロ圏実質GDP成長率	▲1.7%	0.6%	2.0%
前回からの見直し幅	マイナス2.0P	マイナス0.8P	前回と同じ
ユーロ圏失業率	8.7%	9.4%	7.8%
前回からの見直し幅	プラス0.7P	プラス1.3P	プラス0.7P

【出所】ECB Survey of Professional Forecasts, 前回調査は08年11月公表



③中国経済

中国経済も金融危機と先進国経済の同時不況の影響を受け、急速な成長減速に直面している。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、7～9 月期に 9.0%へ鈍化した後、10～12 月期には 6.8%まで低下している。鉱工業生産(付加価値・不変価格)は 08 年 12 月にまだ前年比 5.7%の増加とはなっているものの、自動車販売が 3 ヶ月連続の二桁減少となるとともに、鉄鋼の粗鋼生産も 4 ヶ月連続の前年比減少になっている。また、電機・情報機器においてもコンピュータやエアコンなどの生産が前年同月比 2 割を超す減少率となっている。中国経済の牽引役である輸出額は、09 年 1 月には前年同月比 ▲17.5%の減少となっている。4%という失業率の統計の正確性には問題もあるとされ雇用悪化も厳しく、中国経済が極めて深刻な経済状況に立ち至っていることを示す。

また、不動産市況も下落局面に入った。国務院・国家発展改革委員会の調べによる主要 70 都市・住宅価格の前年比はマイナスに転じた。

これに対し、共産党は 8%成長維持「保八」を目標に、景気対策を進める姿勢である。08 年 11 月に発表された 4 兆元の財政出動が見込まれているが、中央政府からの財政拠出を完了したことが表明されており、その動きは迅速である。また、09 年 1 月 20 日から年末までの時限措置として排気量 1,600cc 以下の小型自動車の車両取得税の減免(10%から 5%へ)の実施や地方政府による「消費券(商品券)」の発行が進められており、特需効果の期待も出ている。

金融政策では、中国人民銀行(中央銀行)は 08 年 9 月 16 日から 12 月 12 日までに政策金利の 1 年物貸出金利を 7.47%から 5.31%へ累計 2.16%引下げた後、09 年に入ってからは利下げを中断しているが、銀行貸出残高は新規融資の増加などにより 09 年 1 月に前年比 18.6%に伸びが高まり、マネーサプライ(M2)も前年比 15%を切っていたのが、09 年 1 月には 18.8%に伸びが戻った。直近、中国の株式相場は政策期待や金融緩和(過剰流動性)を背景に反発傾向が持続しており、代表的な株価指数である上海総合指数の直近高値は年初来 3 割近い上昇となっている。

中国元が 7 月 16 日に 1ドル=6.81 元まで上昇後、中国政府は元上昇を抑える姿勢に転じた。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。ガイトナー米財務長官は就任に当たっての上院財政委員会からの質問に対し、「中国政府が中国元を為替操作」と指摘したが、2 月の G7 では中国の通貨政策への批判が一転抑えられた。このことから元の上昇圧力は当面小さく、人民元は対ドルで安定的な動きをすると考える。なお、中国元の対円レートは 09 年 1 月中旬に一時 1元=13 円割れまで上昇した後、直近は 13 円台前半の動きとなっているが、基本的に円高水準であり、最大輸入国の中国からの円建て輸入価格を低下させ、デフレ圧力として作用する。

以上、中国経済には不安要素も大きいですが、景気刺激策の実行が迅速に進められており、金融緩和の効果と相まって需要が下支えされる可能性は大きいと考える。

④国際商品市況と輸入原油価格等の見通し

国際商品市況は 08 年後半に大幅反落し、09 年入り後も穏やかながら下落基調で推移している。代表的な商品指数であるロイター・ジェフリーズ CRB 指数(1967 年=100)の直近の値は、08 年 7 月初旬につけた同年のピークから 56.9%下落、09 年の年初来からも 13.1%下落している。

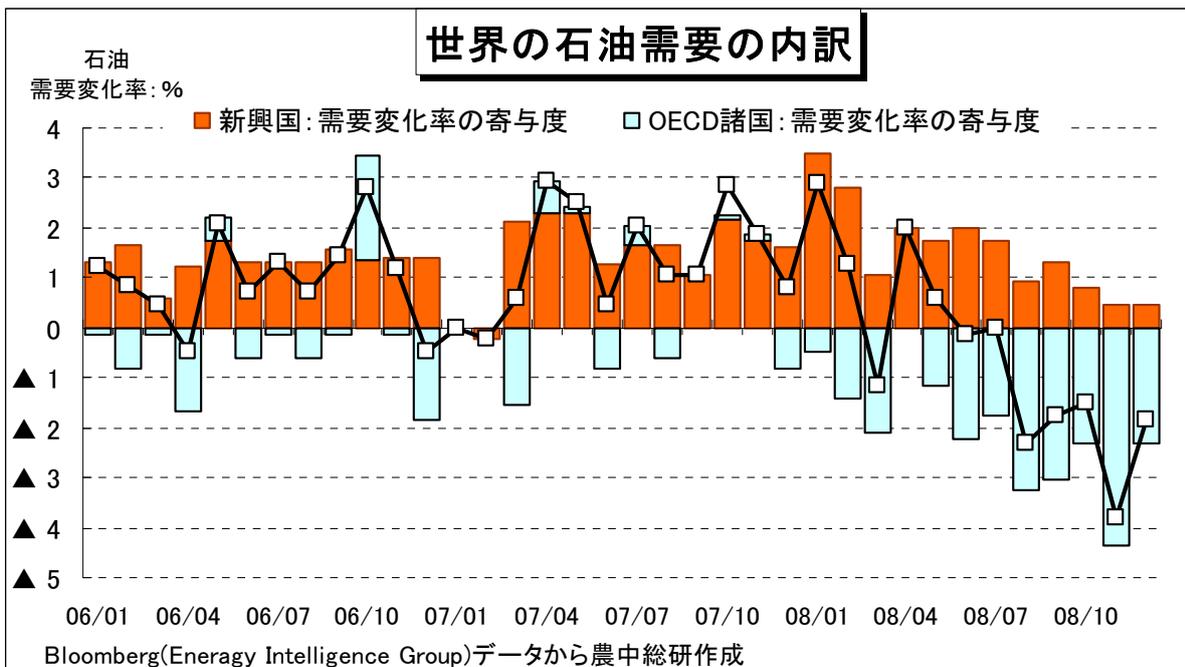
原油価格(WTI 先物の期近物・終値、1バレル当たり)は、08 年 7 月 11 日に 147ドルの高値をつけた後に反落し、12 月 19 日には 32ドル台前半まで下落。年末を挟んで一時 48ドル台まで持ち直したものの、直近では再び 35ドル前後まで下落し冴えない展開が続いて

いる。また穀物相場は小麦が08年2月下旬、トウモロコシが6月下旬、大豆が7月初旬に同年のピークをつけた後、それぞれが反落した。12月には穀物供給の減少懸念に南米の乾燥気候が加わりいずれも小高くなったものの、09年入り後は再び穏やかに下落している。08年ピークからの直近の下落率は、小麦が61.4%、トウモロコシが54.4%、大豆が45.8%となっている。景気悪化の影響を受けやすい非鉄でも、銅とスズが08年5月、アルミが7月に同年のピークをつけた後、直近までに各々6割前後下落している。ただし金については、投資家がリスク回避指向を強める中で、安全資産としての評価が高まっていることもあり、他の商品とは異なる相場動向を見せている。08年3月中旬に同年のピークをつけた後も、7月中旬と9月から10月にかけて二番目、三番目の山を描き、10月下旬に同年のボトムをつけた後は、直近に至るまで比較的長い上昇基調を保っている。

金を除く国際商品の大幅な下落基調の背景には、投資資金の商品市場からの引き上げに加え、世界経済の急速な悪化に伴う大幅な需要減少、需給緩和感の広がりがある。

民間コンサルタント会社EIGの調査によれば、OECD加盟国の毎月の石油需要は、08年を通じてほぼ前年同月比マイナスとなり、特に年後半は減少率が4~6%弱に達した。OECD非加盟国の石油需要前年同月比も増勢が鈍化しており、全体としての世界需要の前年同月比は、08年8月以降連続でマイナスとなっている。需要の減少に対応してOPECも減産を進めているが、需給緩和感の改善には至っていない。

今後の見通しについて、国際エネルギー機関(IEA)が2月11日に発表した最新の月報によれば、09年の世界石油需要は08年比1.1%減の、日量8,470万バレルとなるとしている。前年比減少幅は1982年以来で最大であり、IEAによる世界需要見通しの下方修正は6回連続となる。WTI先物市場は期近物が安く限月が先になるほど高くなるコンタンゴの状況となっており、直近では09年3月決済の1ヵ月物が34ドル台、7月決済の5ヵ月物が44ドル台となっている。相場下落への市場圧力が引き続き見られる中での大幅上昇は考えにくく、09年前半は40ドル前後での推移、後半は漸進的な景況感の改善により若干上昇し、45~50ドル前後で推移すると予想する。



2008～10年度 日本経済見通し

	単位	2007年度 (実績)	2008年度 (予測)	2009年度 (予測)	2010年度 (予測)
名目GDP	%	1.0	▲ 3.2	▲ 5.2	▲ 0.1
実質GDP	%	1.9	▲ 2.9	▲ 4.6	0.4
民間需要	%	0.6	▲ 1.7	▲ 2.0	▲ 0.3
民間最終消費支出	%	0.8	▲ 0.1	▲ 0.7	0.0
民間住宅	%	▲ 13.0	▲ 1.9	0.0	0.4
民間企業設備	%	2.3	▲ 7.3	▲ 9.3	0.9
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	0.1	▲ 0.0	0.2	▲ 0.4
公的需要	%	0.7	▲ 0.7	0.8	0.9
政府最終消費支出	%	2.2	0.1	0.6	0.8
公的固定資本形成	%	▲ 5.8	▲ 4.5	1.4	1.4
輸出	%	9.3	▲ 7.6	▲ 23.3	1.1
輸入	%	1.8	0.2	▲ 5.3	▲ 2.1
国内需要寄与度	%pt	0.6	▲ 1.6	▲ 1.5	▲ 0.0
民間需要寄与度	%pt	0.5	▲ 1.4	▲ 1.6	▲ 0.2
公的需要寄与度	%pt	0.1	▲ 0.2	0.1	0.2
海外需要寄与度	%pt	1.2	▲ 1.3	▲ 3.0	0.4
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 0.9	▲ 0.4	▲ 0.7	▲ 0.5
国内企業物価 (前年比)	%	2.3	3.6	▲ 3.1	▲ 0.7
全国消費者物価 (")	%	0.3	1.2	▲ 1.1	▲ 0.6
完全失業率	%	3.8	4.2	5.5	6.5
鉱工業生産 (前年比)	%	2.6	▲ 11.4	▲ 24.6	0.9
経常収支(季節調整値)	兆円	24.5	13.4	11.9	15.5
名目GDP比率	%	4.8	2.7	2.5	3.3
為替レート(前提)	円/ドル	114.2	99.6	93.1	102.5
無担保コールレート(O/N)	%	0.51	0.10	0.10	0.10
10年国債利回り	%	1.56	1.44	1.10	1.29
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	78.5	90.8	46.3	53.8

(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	%	▲ 0.1	▲ 1.4	▲ 0.7	▲ 1.7	▲ 2.9	▲ 1.3	▲ 0.8	▲ 0.3	▲ 0.2
実質GDP	%	0.2	▲ 0.9	▲ 0.6	▲ 3.3	▲ 2.4	▲ 0.6	▲ 0.4	▲ 0.1	▲ 0.1
(年率換算)	%	0.6	▲ 3.6	▲ 2.3	▲ 12.7	▲ 9.3	▲ 2.4	▲ 1.5	▲ 0.3	▲ 0.3
民間需要	%	0.1	▲ 1.0	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.9	▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.2
民間最終消費支出	%	0.7	▲ 0.7	0.3	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.1
民間住宅	%	4.6	▲ 1.9	4.0	5.7	▲ 4.0	1.0	▲ 2.0	0.0	▲ 0.2
民間企業設備	%	▲ 0.6	▲ 2.3	▲ 3.4	▲ 5.3	▲ 4.0	▲ 2.0	▲ 1.0	▲ 0.5	▲ 0.1
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 0.3	0.1	▲ 0.2	0.3	0.1	0.1	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1
公的需要	%	▲ 1.1	▲ 0.9	▲ 0.0	0.9	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1
政府最終消費支出	%	▲ 0.2	▲ 0.9	▲ 0.2	1.2	▲ 0.3	0.2	0.0	0.1	0.1
公的固定資本形成	%	▲ 4.9	▲ 0.8	1.0	▲ 0.6	1.2	▲ 0.5	1.0	0.5	0.3
輸出	%	3.0	▲ 2.3	0.6	▲ 13.9	▲ 13.0	▲ 5.0	▲ 3.0	▲ 1.0	▲ 0.5
輸入	%	1.5	▲ 3.1	1.7	2.9	▲ 2.3	▲ 2.5	▲ 2.4	▲ 1.8	▲ 1.0
国内需要寄与度	%pt	▲ 0.1	▲ 0.9	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.6	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.1
民間需要寄与度	%pt	0.1	▲ 0.8	▲ 0.4	▲ 0.5	▲ 0.7	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.1
公的需要寄与度	%pt	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
海外需要寄与度	%pt	0.3	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 2.6	▲ 1.6	▲ 0.4	▲ 0.1	0.1	0.1
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.3	▲ 1.5	▲ 1.7	0.9	0.6	0.4	0.1	▲ 1.8	▲ 1.5
国内企業物価 (前年比)	%	3.5	4.9	7.1	2.9	▲ 0.5	▲ 3.0	▲ 4.5	▲ 3.0	▲ 2.0
全国消費者物価 (")	%	1.0	1.5	2.3	1.0	▲ 0.1	▲ 0.6	▲ 1.8	▲ 1.1	▲ 0.8
完全失業率	%	3.8	4.0	4.1	4.0	4.6	5.0	5.3	5.6	5.9
鉱工業生産 (前期比)	%	▲ 0.7	▲ 0.8	▲ 1.3	▲ 11.9	▲ 19.0	▲ 4.5	0.2	▲ 0.8	0.3
経常収支(季節調整値)	兆円	5.6	4.8	3.6	2.3	2.7	2.9	2.9	3.0	3.1
名目GDP比率	%	4.3	3.8	2.8	1.8	1.0	1.1	1.2	1.3	1.4
為替レート(前提)	円/ドル	105.2	104.5	107.6	96.1	90.0	90.0	90.0	95.0	97.5
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(%)	%	1.20	1.61	1.51	1.43	1.20	1.10	1.10	1.10	1.10
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	94.9	109.1	129.4	79.8	45.0	42.5	45.0	47.5	47.5

(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。

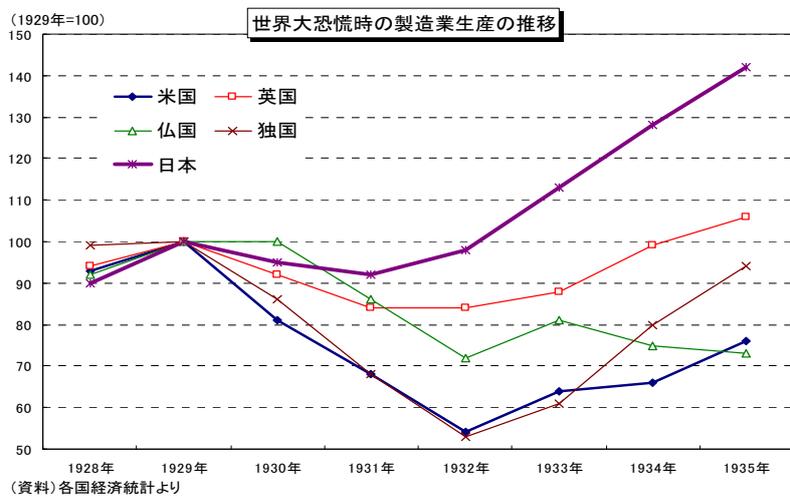


3. 2008～10年度の日本経済・物価見通し:

(1) 世界大恐慌当時の経験

今起きている世界同時不況と金融危機は、「100年に一度」もしくは「1930年代の世界大恐慌以来」などと形容されることが多い。1930年代の世界大恐慌(日本では昭和恐慌とも呼ばれる)は、1929年10月24日のニューヨーク株式市場での株価大暴落(ブラックチューズデー:暗黒の木曜日)をきっかけに発生したとされており、米国経済は世界貿易の大幅縮小(7割縮小)や金融システムの崩壊(1万近い銀行が閉鎖)を伴いながら、32年後半～33年前半にかけて工業生産が半減、実質GNPが3分の2以下に減少、消費者物価は2～3割下落、1,200万人の失業者が発生し、3%近くだった失業率は25%へ上昇、といった具合に経済活動が劇的に悪化した。

現在と比べれば株式市場の重要性が現在ほど高くなかった当時において、このような事態にまで広がってしまった原因として、第一次世界大戦後に米国経済の地位が向上し、投機熱が高まり、実体経済や株式市場にバブルが発生し、過度の信用拡大が実現していたことや、甘すぎる金融規制などがあったのはいうまでもないが、当時の一等国としての誇りである金本位制へ固執したことやそれに伴って金融



政策が引締め気味に働いた(マネーサプライの減少)ことなども指摘できるだろう。そして、大恐慌からの脱出の処方箋として採られたのが、①金本位制からの離脱(金融緩和と通貨切り下げにつながった)、②ニューディール政策(日本では高橋財政)といった積極的な財政出動、③公的資金投入による金融システム安定化、であった。

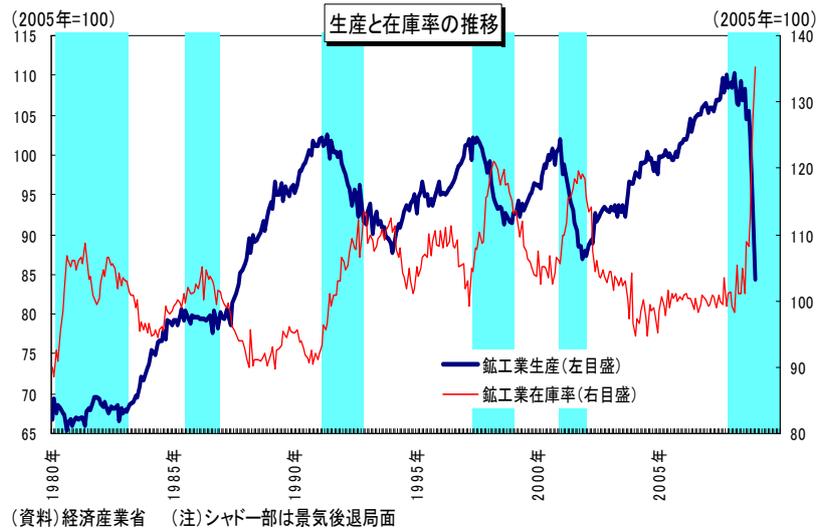
どの政策が最も効果があったのかについては議論があるものの、日本を含む主要国では、このときの経験を基にした経済金融政策、具体的には大胆な金融緩和措置、大規模な財政出動、銀行自己資本への公的資金注入などを発動している。しかし、あまりにも金融危機によって引き起こされた衝撃(巨額の損失発生、リスクマネーの蒸発、デレバレッジ)が大きいだけに、まだその効果が出ている状況にはない。一方で、米景気対策では公共事業の調達にアメリカ製品を義務付ける「バイ・アメリカン条項」が盛り込まれたほか、各国で保護主義的な動きが散見されているのは憂慮すべき事態である。世界大恐慌時にも、米スムート・ホーリー法(自国産業保護のための関税大幅引上げが目的)などに代表される保護主義的な動きが強まり、列強によるブロック経済化や植民地政策強化が起こり、最終的に第二次世界大戦の遠因になったとも評されている。先進国・新興国を問わず、世界の国々はその愚を繰り返してはならない。

(2) 経済見通し

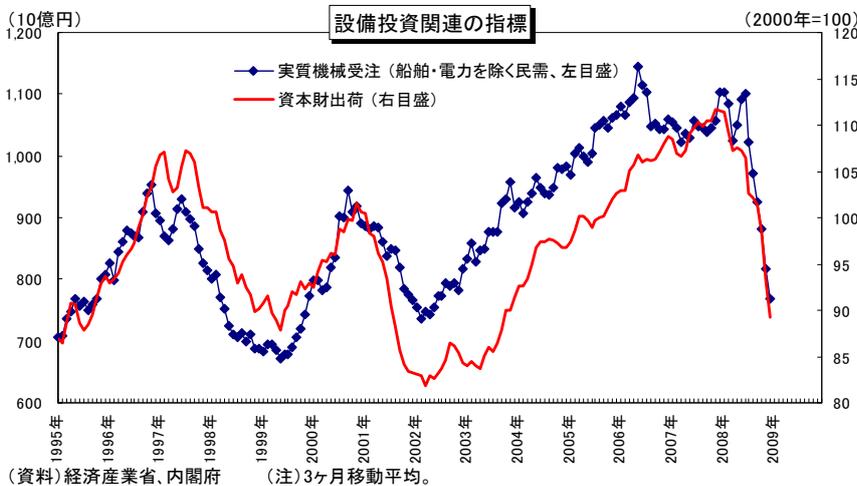
前回発表した経済見通しでも、経済情勢の現状ならびに先行きについては厳しい認識を示したつもりではあったが、足許の状況は事前の想定を遥かに上回る悪化となるなど、事後的に評価してみれば「甘かった」といわざるを得ない。



冒頭で紹介したとおり、代表的な景気指標である鉱工業生産は既に2割超も調整しており、直近3回分の「景気の谷」の生産水準を割り込む(08年12月時点)など、まさに底割れの状況に陥っている。こうした状況では、通常の景気循環における過去の経験則は成立しない。まさに、負の連鎖が強まり、世界経済全体が縮小均衡に向けて一気に突き進んでいる状況である。



なお、「需要の瞬間蒸発」や「急降下」とも評される今回の急激な景気悪化は、確かにスピードだけ見れば、世界大恐慌当時を上回っている面もあるが、どんなに下振れしたとしても、景気の落ち込みには限度はあるはずであり、その地点に近づくにつれて緩やかになってくると思われる。おそらく、景気悪化のスピードが最も激しいのは08年度下期までであり、それ以降も悪化傾向は継続することは不可避であろうが、様々な政策発動による効果が徐々に始まることによって、悪化の程度は緩やかになってくるのではないかと、思われる。そうした面からは、鉱工業統計における在庫率の動向や生産予測指数などへ注目していく必要があるだろう。



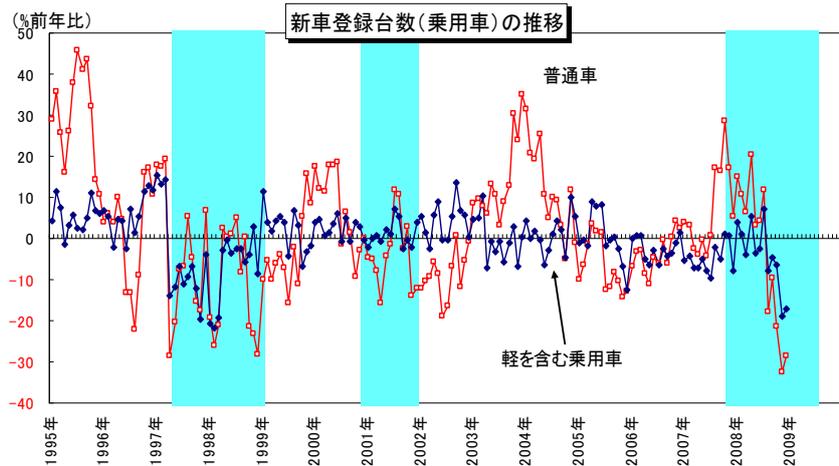
もちろん、外需依存の高い日本経済にとって、現在の国内景気の悪化が専ら海外要因で引き起こされていることを考慮すれば、世界経済、特に主要な貿易相手先である米国や中国の景気が底入れしさえすれば、なんとか持ちこたえるとの期待感も出てくるものと思われる。つまりは、オバマ政権による米国経済・金融システムの立て直し策の行方

は、日本経済の将来すら左右しているのである。とはいえ、公的資金を投入された米自動車産業や金融機関の経営健全化の過程では、賃下げなどいわゆるデフレ効果が発生することは避けられないことから、矢継ぎ早に政策発動を行っていったとしても、それが実際に景気浮遊につながるのには10年度に入ってからであろう。

以下、09年1~3月期に絞って経済見通しを述べてみたい。まず、輸出については、OECD景気先行指数が大きく低下していることを踏まえれば、引き続き大幅な減少が続くものと思われる。一方、円高効果もあり、底堅さも見られる輸入であるが、国内需要が大幅な悪化を示していることに伴い、減少に転じることが予想される。これにより、外需寄与度は10~12月期からはマイナス幅が縮小することになるだろう。また、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10~12月期に前期比▲16.7%と、統計開始



以来最大の減少率を記録した(内閣府集計の事前見通しでは同 1.2%)。一方、1~3 月期見通しでは同 4.1%と再びプラスに転じるとの予想となっている(毎月 5.8%のペースで増加すれば達成可能)。ただし、輸出が大きく悪化し、企業業績見通しの大幅な下方修正が相次ぐ中、企業の設備投資意欲が大きく減退していることは想像に難くない。機械受注は引き続き減少する可能性は十分高いと見る。一方、民間消費については、正規従業員の賃金カットを含めた雇用調整の動きが本格化するなど、賃金所得の伸びは望めず、さらには雇用不安の高まりによる支出抑制効果も加わり、消費低迷が継続するだろう。



以上から、1~3 月期については、消費・設備投資・輸出の三本柱の大幅悪化が継続することが想定される。輸入の減少効果もあり、10~12 月期(前期比年率▲12.7%)からはマイナス幅が縮小するものの、同▲9.3%と二桁近いマイナス成長となるだろう。4 四半期連続のマイナス成長は初であるが、その後も 09 年度いっぱいにはマイナス成長が継続することになるだろう。

その結果、08 年度の実質 GDP 成長率は▲2.9%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 12 月時点:▲0.8%)からは▲2.1%pt の大幅下方修正である。また、名目 GDP 成長率は▲3.2%と、同様に前回予測(▲1.9%)から▲1.3%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▲0.4%と見込んでおり、07 年度(▲0.9%)からは下落幅が縮小するが、デフレ脱却への動きを示唆するものではない。

一方、09 年度については、前述の通り、年間を通じてマイナス調整が残るが、米国などでの景気下支え策の効果が出始めることから、輸出の減少傾向が弱まっていき、景気悪化のテンポも緩やかになっていくだろう。それに伴って、設備投資の悪化にも徐々に歯止めがかかっていくものと思われる。なお、4~6 月期にかけて 2 兆円の定額給付金配布により、多少なりとも民間消費の押し上げ効果が期待されるが、そもそも各種不安感の高まりから限界消費性向が低下している中で、実際の消費につながる部分はそう大きくないものと思われる、いわゆる「呼び水効果」は期待できないだろう。むしろ、効果一巡後の消費反動減が想定されるだろう。09 年度を通じては、実質 GDP 成長率で同▲4.6%(前回予測では▲0.9%)で、▲3.7%pt の大幅下方修正と、2 年続けてのマイナス成長が予測される。これは、08 年度下期の大幅マイナス成長に伴い、09 年度の発射台がかなり低くなることに加え、景気持ち直し時期を 10 年度半ば以降と後ズレさせたことに伴うものである。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 年度以来であるが、マイナス幅は今回の方が格段に大きい。また、名目 GDP 成長率も▲5.2%(前回予測は▲1.6%)と、2 年連続のマイナス成長を予測する。08 年 10~12 月期には前年比プラスに転じた GDP デフレーターは、その後もしばらくはその状態を続けるものの、国内需要の不振を受けて 09 年度内には再び水面下に沈んでいくことが見込まれ、前年度比▲0.7%と年度を通じては下落状態が継続すると予測する。

金融市場2009年3月号

25

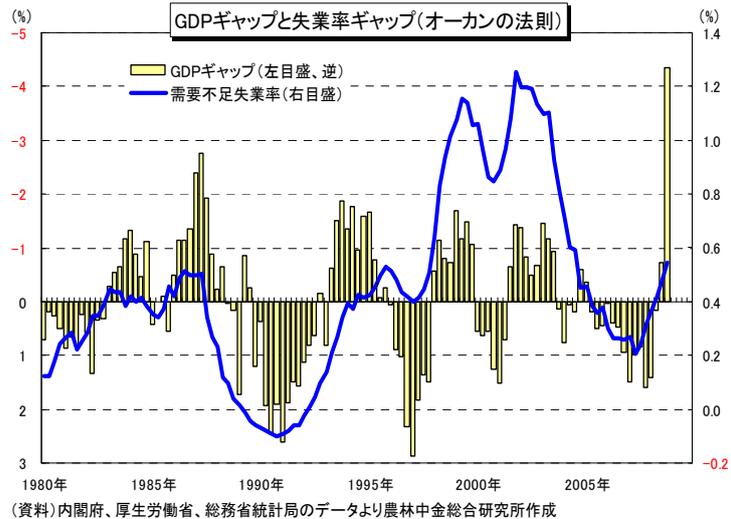
農林中金総合研究所

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

また、10年度に関しては、徐々に景気持ち直しの動きが強まっていき、プラス成長に転じてくるものの、潜在成長率(年率1%台半ば)まで回復するのは10年度下期以降であり、それまでは景況感の改善は見られないものと思われる。年度を通じては、**実質GDP成長率で同0.4%**と、3年ぶりのプラス成長を予測する。また、**名目GDP成長率は▲0.1%**と、**初の3年連続のマイナス成長を予測**する。**GDPデフレーターは前年度比▲0.5%**と下落状態が継続、名実逆転は11年度以降に持ち越しとなるだろう。

(3)雇用見通し

労働市場には、GDPギャップと失業率ギャップ(需要不足失業率もしくは循環的失業率)の間には密接な相関関係があるとする「オーカンの法則」が存在するとされている。かつての日本では、景気後退局面でも企業が簡単に人員整理に踏み切るケースは多くなかったこともあり、オーカンの法則を観察しにくいとされてきた。しかし、近年では雇用流動化の進展や非正規従業員へのシフトなどもあり、オーカンの法則を観測することが可能となってきた。

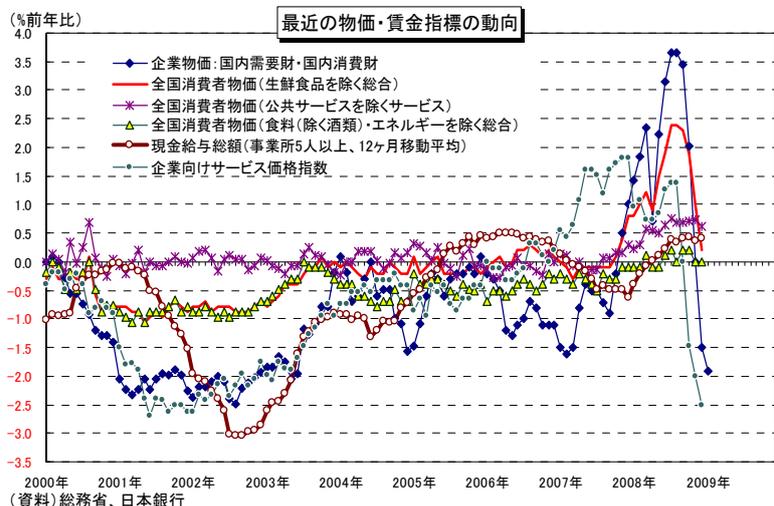


08年度下期にかけて実質成長率が二桁前後のマイナス成長が続く、その後も当面は潜在成長力を下回る成長を続けるということは、GDPギャップの乖離が拡大方向にあるということであり、現実の失業率もまた自然失業率(3%台前半と想定)から大きく上方乖離していく可能性が高い、ということである。

今回のGDPの落ち込みなどを考慮すれば、今後、失業率は急速に上昇傾向を強めていき、統計開始以来の最高値(5.5%)を上回り、10年度内には6%台後半まで上昇することも予想される。

(4)物価見通し

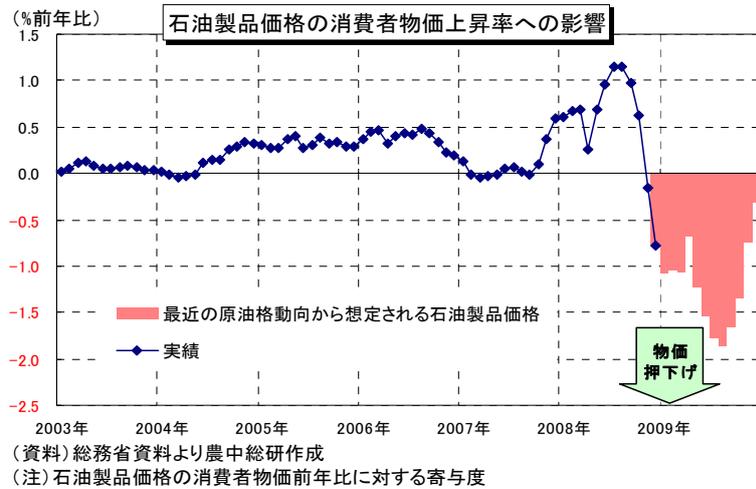
前述の通り、国際商品市況の大幅下落、さらにはその原因となった世界経済の成長鈍化などにより、物価環境は08年秋以降一変した。世界各国とも、石油製品の価格下落主導によって物価上昇率(インフレ率)の低下傾向が強まっており、各々の中央銀行が目標とする、もしくは望ましいと考える物価上昇率(水準もしくはレンジ)を下振れるリスクが意識されるなど、



物価下落(デフレ)懸念が徐々に台頭しつつある。

日本の消費者物価によれば、08年12月のコアCPIの前年比上昇率は0.2%まで縮小しているが、総務省統計局の試算によれば、このうち食料品(除く生鮮食品)の寄与度は0.86%ptであったが、エネルギーの寄与度は▲0.61%ptとマイナスに転じている。さらに、食料品・エネルギー以外の寄与度も再びマイナス傾向を強めている点も注目される。

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、09年1月中旬には106円/ℓとなるなど、大幅に値下がりしている。その後、僅かに上昇する動きとなっているが、09年を通じて物価全体を押下げ続ける可能性が高いだろう。また、09年1月には電気・ガス料金の値上げ(燃料・原料費調整制度に伴うもの)が実施されたが、逆に4月以降は08年秋以降の原油・LNG価格下落や円高傾向を反映して値下げされることが発表されている。さらに、輸入小麦の政府卸売価格も4月には10%ほど引き下げられることが見込まれており、折からの景気悪化と相まって、物価上昇圧力は解消方向にあることは間違いないだろう。こうした動きは10年度にかけても継続すると考えられる。消費者物価が安定的に上昇していくためには、景気が再び持ち直すとともに、賃金もまた安定的に上昇し続けることが必要であろう。



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1.2%と2年連続のプラスとなるが、09年度は▲1.1%、10年度は▲0.6%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、10年度と2年連続での前年比下落が予想される。

2008～10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			2010年度 通期
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期	
実質GDP	%	1.9	▲ 2.9	▲ 1.1	▲ 5.1	▲ 4.6	▲ 2.0	▲ 0.5	0.4
民間需要	%	0.6	▲ 1.7	▲ 1.3	▲ 1.6	▲ 2.0	▲ 1.0	▲ 0.8	▲ 0.3
民間最終消費支出	%	0.8	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.7	▲ 0.3	▲ 0.3	0.0
民間住宅	%	▲ 13.0	▲ 1.9	2.3	7.7	0.0	▲ 2.1	▲ 2.1	0.4
民間企業設備	%	2.3	▲ 7.3	▲ 4.2	▲ 10.3	▲ 9.3	▲ 4.5	▲ 1.5	0.9
公的需要	%	0.7	▲ 0.7	▲ 1.4	0.9	0.8	0.2	0.4	0.9
政府最終消費支出	%	2.2	0.1	▲ 1.1	0.9	0.6	0.0	0.2	0.8
公的固定資本形成	%	▲ 5.8	▲ 4.5	▲ 2.8	1.0	1.4	0.6	1.7	1.4
財貨・サービスの純輸出	兆円	28.1	21.2	30.8	11.6	5.2	5.0	5.3	7.1
輸出	%	9.3	▲ 7.6	▲ 0.6	▲ 19.0	▲ 23.3	▲ 12.9	▲ 4.2	1.1
輸入	%	1.8	0.2	▲ 1.5	3.4	▲ 5.3	▲ 4.8	▲ 4.6	▲ 2.1
内需寄与度 (前期比)	%	0.6	▲ 1.6	▲ 1.3	▲ 0.8	▲ 1.5	▲ 0.7	▲ 0.4	▲ 0.0
民間需要 (")	%	0.5	▲ 1.4	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 1.6	▲ 0.8	▲ 0.4	▲ 0.2
公的需要 (")	%	0.1	▲ 0.2	▲ 0.3	0.2	0.1	0.0	0.1	0.2
外需寄与度 (")	%	1.2	▲ 1.3	0.1	▲ 3.4	▲ 3.0	▲ 1.2	0.1	0.4
デフレーター (前年比)	%	▲ 0.9	▲ 0.4	▲ 1.6	0.8	▲ 0.7	0.3	▲ 1.7	▲ 0.5

(前年同期比)

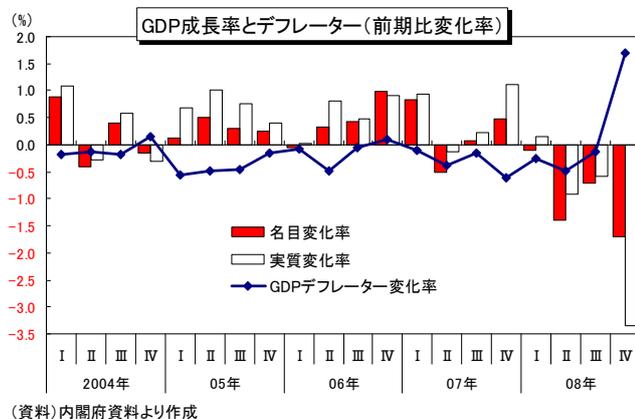
	単位	2007年度 通期	2008年度			2009年度			2010年度 通期
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期	
名目GDP	%	1.0	▲ 3.2	▲ 1.3	▲ 5.2	▲ 5.2	▲ 6.5	▲ 3.9	▲ 0.1
実質GDP	%	1.9	▲ 2.9	0.2	▲ 5.8	▲ 4.6	▲ 6.7	▲ 2.3	0.4
民間需要	%	0.6	▲ 1.7	▲ 0.8	▲ 2.6	▲ 2.0	▲ 2.3	▲ 1.6	▲ 0.3
民間最終消費支出	%	0.8	▲ 0.1	0.4	▲ 0.6	▲ 0.7	▲ 0.8	▲ 0.6	0.0
民間住宅	%	▲ 13.0	▲ 1.9	▲ 10.6	8.0	0.0	3.4	▲ 3.1	0.4
民間企業設備	%	2.3	▲ 7.3	▲ 1.8	▲ 12.6	▲ 9.3	▲ 12.9	▲ 5.5	0.9
公的需要	%	0.7	▲ 0.7	▲ 0.9	▲ 0.5	0.8	1.1	0.5	0.9
政府最終消費支出	%	2.2	0.1	0.4	▲ 0.1	0.6	1.0	0.2	0.8
公的固定資本形成	%	▲ 5.8	▲ 4.5	▲ 6.5	▲ 2.4	1.4	1.1	1.8	1.4
財貨・サービスの純輸出	兆円	28.1	21.2	30.8	11.6	5.2	5.0	5.3	7.1
輸出	%	9.3	▲ 7.6	5.1	▲ 19.7	▲ 23.3	▲ 29.7	▲ 15.3	1.1
輸入	%	1.8	0.2	▲ 0.6	1.0	▲ 5.3	▲ 2.4	▲ 8.1	▲ 2.1

国内企業物価 (前年比)	%	2.3	3.6	6.0	1.2	▲ 3.1	▲ 3.8	▲ 2.5	▲ 0.7
全国消費者物価 (")	%	0.3	1.2	1.9	0.4	▲ 1.1	▲ 1.2	▲ 1.0	▲ 0.6
完全失業率	%	3.8	4.2	4.1	4.3	5.5	5.2	5.8	6.5
鉱工業生産(前年比)	%	2.6	▲ 11.4	▲ 0.5	▲ 22.2	▲ 24.6	▲ 32.2	▲ 14.9	0.9
住宅着工戸数	千戸	1,041	1,084	555	529	1,050	525	525	1,119
経常収支	兆円	24.5	13.4	8.4	5.0	11.9	5.8	6.1	15.5
貿易収支	兆円	11.7	0.6	1.9	▲ 1.4	▲ 2.3	▲ 1.4	▲ 0.9	6.4
為替レート(前提)	円/円	114.2	99.6	106.1	93.1	93.1	90.0	96.3	102.5
通関輸入原油価格(前提)	円/バレル	78.5	90.8	119.3	62.4	46.3	45.0	47.5	53.8

(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。

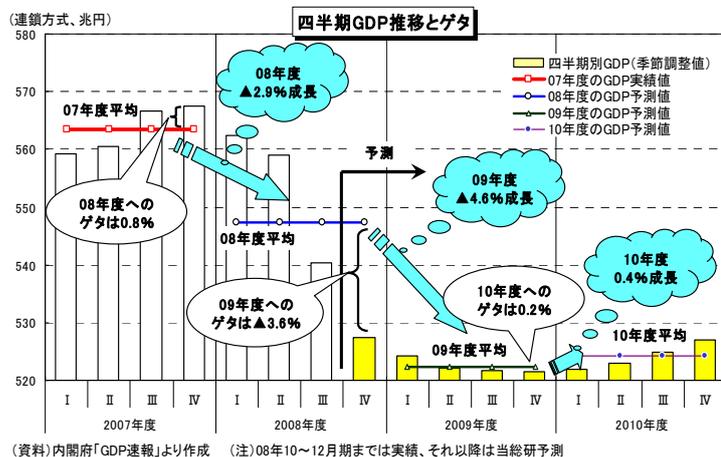
【参考1】 GDP デフレーターについて

- ◆ 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年代半ば以降は概ね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る時期もないわけではなかったが、08年7～9月期(同▲0.1%)まで再び水面下での推移が続いた。
- ◆ 足許の状況としては、輸入デフレーターが大幅な下落に転じた(同▲20.2%)ものの、その変動が想定以上のペースで進んだために、国内各部門では価格設定行動に遅れが見られた(一部では過去の上昇分を価格転嫁する動きも残っていた)こともあり、国内需要デフレーターは前期比▲0.7%と5四半期連続のマイナスとなった(前年比は0.5%へ上昇率鈍化)ものの、全体のGDPデフレーターとしては前期比1.7%と8四半期ぶりにプラスに転じた(前年比では1.0%と43四半期ぶりのプラス)。ただし、上述のように、国内需要デフレーターが再び前期比下落に転じたことを考慮すれば、デフレ脱却を示唆するものではないと判断される。
- ◆ 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、輸入デフレーターの変動が落ち着けば、GDPデフレーターは再び前期比下落に転じるものと思われる。



【参考2】 GDP 予測における「成長率のゲタ」

- ◆ 「成長率のゲタ」とは、各年度の最終四半期(1～3月期)のGDPが当該年度(4月～翌年3月)のGDPをどの程度上回っているか(もしくは下回っているか)を示すもので、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1.9%に留まっており、年度内の成長は0.5%と見なすことができる。また、08年度に向けてのゲタは0.8%であるが、当総研の08年度見通し(▲2.9%成長)を前提にすれば、08年度内は実質的には▲3.7%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、08年度下期の成長率が大幅なマイナスであることを前提とすれば▲3.6%が見込まれる。09年度の成長率見通し(▲4.6%)からは、09年度内の成長率は▲1.0%と、マイナス幅が実際には縮小すると考えていることになる。



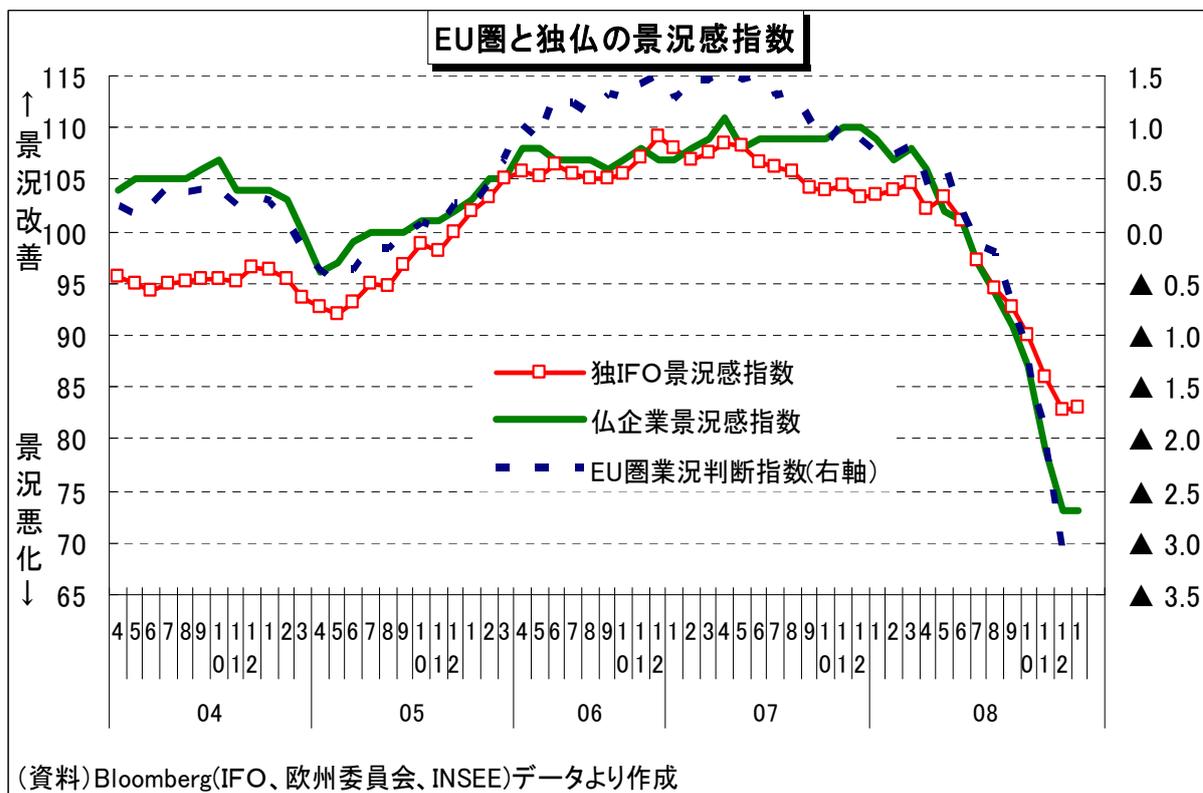
付 表 1

欧州経済の状況(予測の前提)

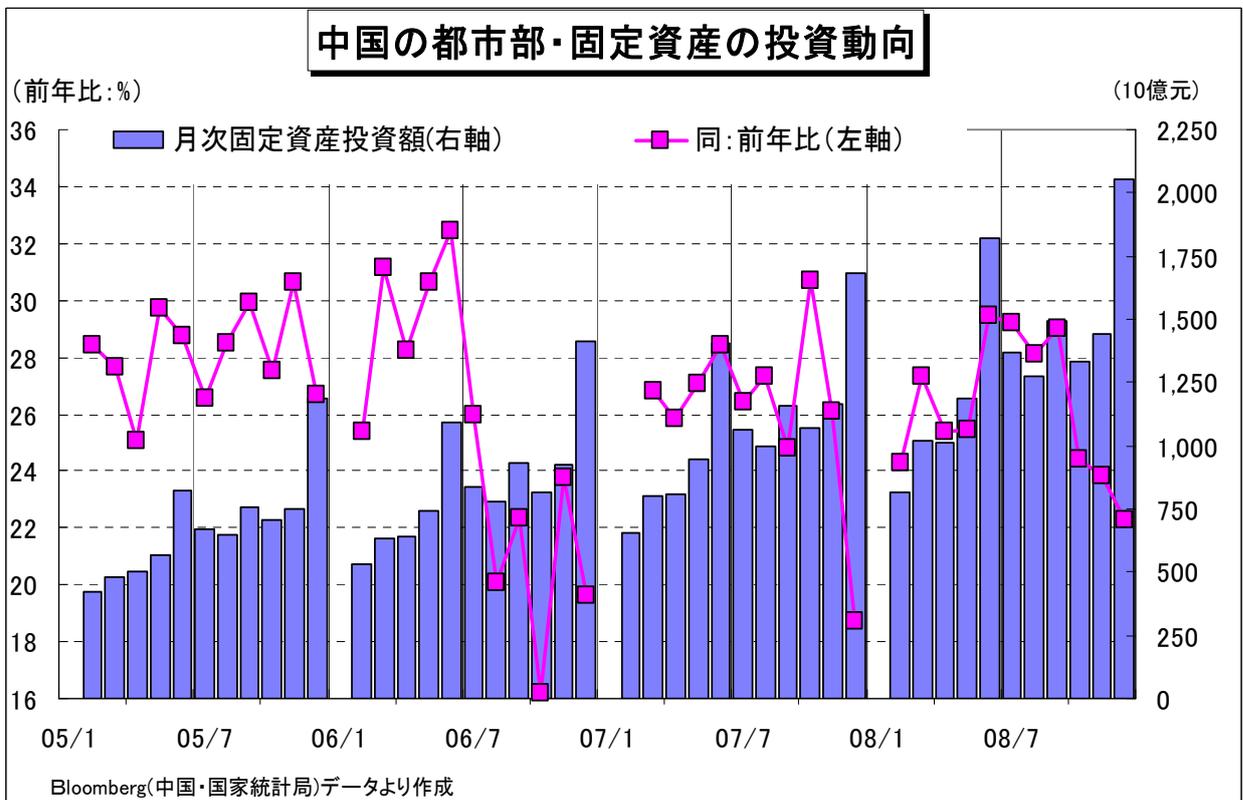
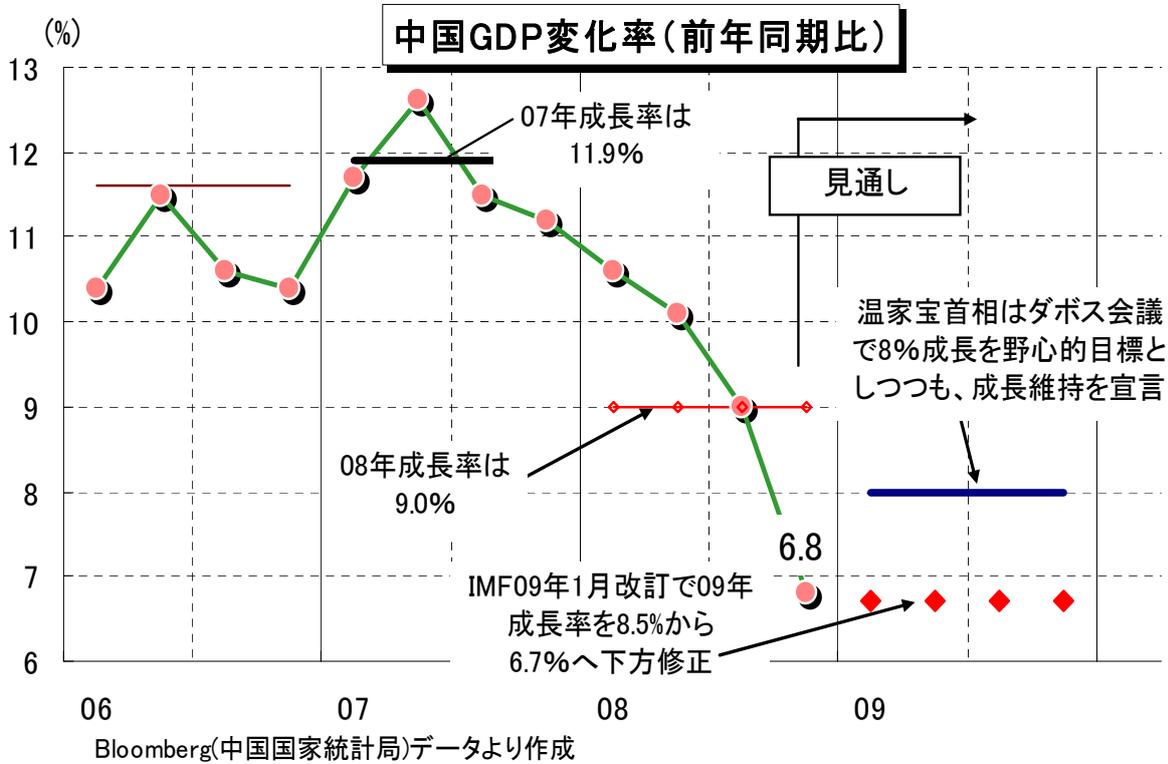
見通し (前年比:%)

		2006	2007	2008	2009	2010
ユーロ・ゾーン		3.0	2.7	0.7	▲ 1.4	0.8
	ドイツ	3.0	2.5	1.3	▲ 2.0	0.8
	フランス	2.4	2.1	0.7	▲ 1.0	0.9
	イタリア	1.9	1.4	▲ 0.9	▲ 1.6	0.5
英国		2.8	3.0	0.7	▲ 2.2	0.6
BRICs	中国	11.7	11.9	9.0	7.4	8.4
	ロシア	7.3	8.1	6.7	1.1	3.5
	インド	9.8	9.3	6.9	6.7	5.6
	ブラジル	3.9	5.7	5.5	1.7	3.3
南アフリカ		5.2	5.1	3.4	2.0	3.7

Datastream(各国GDP統計等)データより作成 (注)ロシア、インド、ブラジル、南アは09年予測数字
見通しはConsensus Economics社データによる(09.2.17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

顧客との関係作りを重視した住宅ローン推進 ～ 住宅購入等予定顧客を組織化する飯田信金 ～

渡部 喜智

高い地区内シェアと強い顧客基盤

愛知県や静岡県と隣接する長野県南部の「飯伊地区」(飯田市と下伊那郡3町10村)を中心に店舗展開する飯田信用金庫(以下、同信金という)は、高い地区内シェアを誇る強い営業基盤を有する(表1、写真)。

「飯伊地区」は日本アルプスの山々に囲まれ盆地特有の寒暖差があり、年間降水量も比較的多いが、飯田市の年間2000時間という長い日照時間が示すように安定した気候条件を有する。このような地域の地形・気候条件を背景に、農林業や食品加工業が盛んであるとともに、中京・東海地方と近い地理的条件もあり、県内の有力地場産業である精密・電子関連部品のほか、自動車関連の機械機器・同部品などの製造企業も多く立地している。

同信金は貸出、預金の両面で県内トップ地銀である八十二銀行などを大きく上回る地区内シェアを有しており、地域金融における存在感は大きい。

そうしたなかで、同信金は地域の顧客への一層のサービス向上をはかりながら他金融機関と違う住宅ローンの推進をはかる方法として、住宅の購入・新築・建替え(以

下、住宅取得という)の予定者を対象とする会員組織を立ち上げた。



中心市街地の再開発地に立つ飯田信金本店

顧客関係の強化に基づくローン推進

住宅ローンの借入金融機関の決定において、類似ローン商品であれば金利条件が重要な基準であることは間違いない。たとえば、住宅金融支援機構の「民間住宅ローン利用者の実態調査(平成20年度)」で住宅ローンを選ぶ決め手のトップは金利の低さであり、三つまでの回答可とした回答数の72.2%を占める。

しかし、金利のみが選択基準でないことも事実である。顧客との日ごろの関係強化を重視した住宅ローン推進は金利競争を少しでも回避するうえで重要であり、顧客との事前の関係構築 = 顧客情報の蓄積と相互の意思疎通が、借り入れ時の手続きの円滑化にも寄与し、長期借入となる住宅ローンの借入金融機関の選択において、大きな比重を占めることも否定できない。

そのための方策として、住宅取得

表1 飯田信用金庫の概要

項目	期 末			
	06/3	07/3	08/3	08/9
店舗数(店)	24	24	24	24
会員数(人)	27,663	27,933	28,031	28,012
期末職員数(人)	312	320	325	336
預金残高	4,056	4,070	4,130	4,214
貸出金合計	2,497	2,513	2,485	2,489
うち個人向けローン	685	716	724	722
自己資本比率(%)	16.08	17.80	18.74	17.77

金融図書コンサルタント社「全国信用金庫財務諸表」、当金庫資料より作成

の予定を持つ顧客の会員組織化が注目されている。住宅取得は「一家の大事業」であり、会員組織に加入することにより家造りの考え方や見方、資金計画や生活の将来設計など様々な情報提供や相談を受けられることは、顧客にとっても大きなメリットである。

同信金では、営業店の営業係（渉外係）が住宅メーカー・地元建築業者と、住宅ローン見込客の両方への対面営業を担う推進態勢を取ってきた。しかし、未取引先や日常的に訪問するなどの関係が薄い顧客の住宅ローンにつながる情報を的確かつ早期に収集し、囲い込みを行なう態勢を強化することは大きな課題であった。そうしたなか、借換えの一巡もあり貸出の伸びが鈍化するとともに、住宅ローン貸出の金利競争は激しさを増して行った。

数年前からの構想を練り上げ、同信金は住宅取得予定を持つ顧客の会員組織である「家造り応援クラブ」を08年4月に発足させた。また、08年6月には土・日も営業する住宅ローンセンターを開設した。

この会員組織は、3年程度のうちに住宅取得予定のある顧客を対象としている。会員には、住宅情報誌「ホームプランニング」（隔月刊）の提供や外部講師を招く家造りセミナー（年2回：建築・内装関係と資金・生活プランニング関係の各1回を想定）への招待のほか、税務相談、住宅ローン金利の優遇などの特典がある。また、入会金や年会費は無料としている。

発足から一年に満たないが、住宅建築業者からも会員の紹介を受けるといった副次的効果もあり、09年1月末で会員数は168名に達した。ただし、会員の紹介など会員情

報を住宅建築業者に提供することは行なわない方針である。

会員勧誘は営業店が中心となり個別訪問・職域訪問を通じて行っているほか、新聞広告やチラシのポスティング、建築業者等のチラシ備え置き、同信金のホームページへの案内掲示などによって取組んでいる。同信金では、借換えを除く住宅取得に関する住宅ローン実行件数の3年分にあたる500人程度の会員組織に育て上げたい考えである。

顧客の状況フォローの大切さとその態勢

会員組織を住宅ローンの推進において意味のあるものにするには、近い将来に住宅取得の意向をしっかりと持っている顧客を会員とすることが、重要なポイントとなる。

そうした考えから、同信金では会員獲得の推進目標は設定していない。無理に積み上げて、住宅取得の意向の乏しい会員が増えることが危惧されるからである。

また、一旦会員になってもらった後も、住宅取得に向けた姿勢や状況を把握しフォローすることは不可欠である。定期積金の集金等の日常の接点が無くても、営業係が会員に住宅情報誌を届けるなどにより接点を持つことで住宅取得の意向や計画などの情報を収集することが可能となる。同時に、それ以外の取引ニーズを取り込むことも期待される。

住宅取得の予定を持つ顧客の会員組織を実体的に機能させるためには、マス・マーケティングの手法では不十分であろう。営業（渉外）担当者との対面営業等の機会・密着度の強い金融機関においてこそ、取組み可能な推進手法と言えるかもしれない。

為替相場変動と訪日旅行者数の状況

木村 俊文

08 年後半から訪日外国人が急減

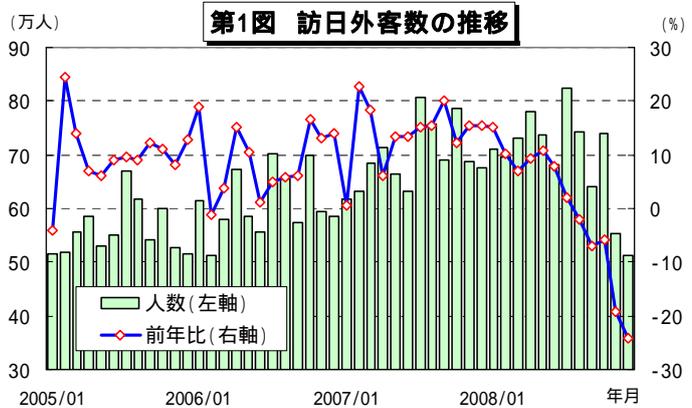
日本政府観光局（JNTO）によれば、08 年に日本を訪れた外国人旅行者数（訪日外客数）は前年比+0.1%の 835 万 2 千人と、かろうじて前年を上回り、過去最高を更新した。

ただし、上半期（1～6 月）は国土交通省が中心となって推進している「ビジット・ジャパン・キャンペーン（以下 VJC）」の効果などにより前年比 +10.0%を記録したが、下半期（7～12 月）は世界同時不況の進行と円高の急進により同 8.8%と大きく落ち込んだ。

月次では 08 年 8 月に前年比 2.0%と 30 ヶ月ぶりにマイナスに転じ、12 月には同 24.1%と、中国中心に重症急性呼吸器症候群（SARS）の感染者が拡大したことで訪日外客数が激減した 03 年 5 月（同 34.2%）以来の減少幅となった（第 1 図）。

韓米英の対円レートが大幅下落

世界的な景気悪化がビジネス・観光などの旅行需要を減らすのは当然のこととして、



出典 「日本政府観光局 (JNTO)」

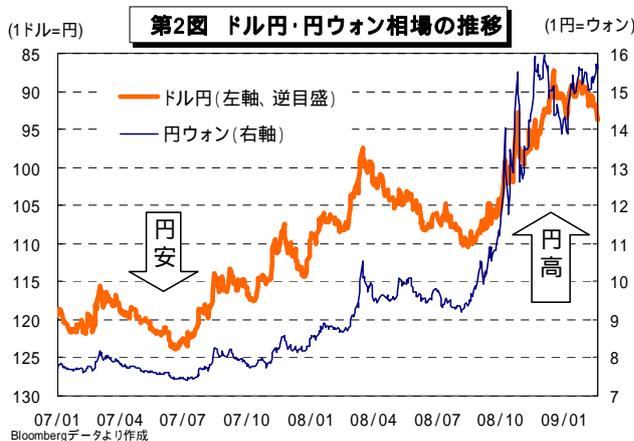
(注) 訪日外客数とは、国籍に基づく法務省集計による外国人正規入国者から日本に定住する外国人を除き、これに外国人一時上陸客等を加えた入国外国人旅行者のこと。

以下では為替相場変動との関連性を見ていきたい。

第 1 表に示すとおり、08 年の訪日外客数を国別にみると、韓国（前年比 8.4%）や米国（同 5.8%）、英国（同 7.0%）が減少した。これは当該国の自国通貨が円に対して下落（＝円高）した影響によるところが大きいと見られる。

韓国ウォンは、08 年初まで 1 円 = 8 ウォン前後で推移していたが、9 月の米リーマンショック以降は円高ウォン安となり、08 年末には史上最安値となる 1 円 = 16 ウォン

まで 5 割下落した。つまり、韓国人旅行者にとっては、訪日時の購買力が半減したことになる。（第 2 図）。こうしたウォン安に加え、韓国でも株価下落、景気悪化が本格化したため、外国への旅行意欲が急速に落ち込んだものと思われる。同様に、08 年末の米ドルも円に対して年初比 2 割強下落し、史上最安値を更新した英ポンドは同約 4 割下落している。



第1表 訪日外客数の増減率とシェア

	08年総数 (千人)	前年比(%)			シェア(%)		
		06年	07年	08年	06年	07年	08年
総数	8,352	9.0	13.8	0.1	100.0	100.0	100.0
韓国	2,383	21.2	22.8	8.4	28.9	31.2	28.5
台湾	1,390	2.7	5.8	0.4	17.8	16.6	16.6
中国	1,001	24.3	16.1	6.2	11.1	11.3	12.0
香港	550	17.9	22.6	27.3	4.8	5.2	6.6
タイ	192	4.5	33.2	14.6	1.7	2.0	2.3
シンガポール	168	23.1	31.1	10.6	1.6	1.8	2.0
オーストラリア	242	5.4	14.1	8.8	2.7	2.7	2.9
米国	768	0.6	0.1	5.8	11.1	9.8	9.2
カナダ	168	5.0	5.4	1.4	2.1	2.0	2.0
英国	207	2.3	2.5	7.0	3.0	2.7	2.5
ドイツ	126	2.6	8.5	0.8	1.6	1.5	1.5
フランス	148	6.3	17.0	7.1	1.6	1.7	1.8
その他	1,009	3.1	10.7	3.2	12.0	11.7	12.1

出典「日本政府観光局(JNTO)」(注)上記数値のうち、06年～07年は確報値、08年はJNTOによる推計値。

韓国人急減による影響

韓国人旅行者は訪日外客数の約3割を占めるが、彼らの宿泊旅行先の上位5都道府県は東京、大阪、北海道、福岡、長崎の順位(観光庁「宿泊旅行統計」となっている。

このうち福岡では、博多港と釜山港を3時間弱で結ぶ高速フェリーや航空便により、韓国人観光客を多く誘致してきた。距離的に近く、福岡都市圏の商業施設が集積していることから、日本製家電製品や海外ブランド品などが購入しやすいことが人気で、08年上半期まで増加傾向が続いた。しかし、08年9月の高速フェリーへの韓国人乗客数は前年比24.8%と急減したほか、福岡への韓国人宿泊旅行者数も7～9月期に前年比19.4%と大きく減少し、その後も落ち込んだ状況が続いている。

このように地域によっては、訪日外客数の減少が商業施設や観光業の経営を圧迫するなど、地域経済への影響が出ている。

香港人旅行者数は増加幅拡大

全体の訪日外客数が伸び悩むなかで、香港は06年(前年比+17.9%)、07年(同+22.6%)、08年(同+27.3%)と増加幅が拡大した(第1表)。香港では、最も人気の

ある海外旅行先が日本であり、かつ訪日香港人旅行者が再度訪れる割合(リピーター率)も約8割と高く、しかも団体旅行ではなく、富裕層中心の個人旅行が増加するといった成熟した旅行市場であるという。

また、09年の1年間を「2009日本香港観光交流年」とするほか、地方空港への航空便を拡充するなど、わが国政府もVJC推進上から香港という観光市場を重視している。こうしたことが香港からの誘客につながっていると見られる。

しかしながら、香港ドルは米ドルに連動(1米ドル=約7.8香港ドルとする管理通貨制度=カレンシーボード制)しているため、今後円高の影響を受けて訪日外客数が減少する恐れもある。

当面は厳しさが続く

現状の訪日外客数の激減は、円高に振れた為替相場の急変が原因の一つであると考えれば、為替相場が再び円安方向に戻れば持ち直しに転じる可能性もある。

しかし、世界的な景気悪化で海外からのビジネス出張が減少し続けることも十分予想されることから、訪日外客数は当面、厳しい状況が続くだろう。

ユーロ圏民間部門の金融負債水準について

荒木 謙一

世界同時不況の中での欧州経済

世界同時不況の中、欧州経済も極めて厳しい状況である。08年10～12月期のユーロ圏実質GDP速報値は前期比1.5%、年率換算すると5.8%のマイナス成長となった。年率12.7%の日本ほどではないが、同3.8%の米国より悪い結果で、景気後退の長期化が懸念されている。

3四半期連続のマイナス成長に示される欧州の景気悪化に対しては、とりわけ08年9月以降に急展開した世界的な金融危機による影響が大きいと考えられる。欧州では08年10月第2週が短期金融市場における緊張のピークとなったが、欧州中央銀行等による潤沢な流動性供給や、各国政府による銀行間取引の保証、金融機関への公的資金注入策が相次いで実施されたため、金融危機はひとまず小康状態を保っている。ただし一方で、金融機関の貸出基準厳格化の動きが強まり、消費者や企業のマインドは急速に悪化、世界経済の悪化に伴う輸出減も相まって、未曾有の経済危機の様相を急速に深めている。

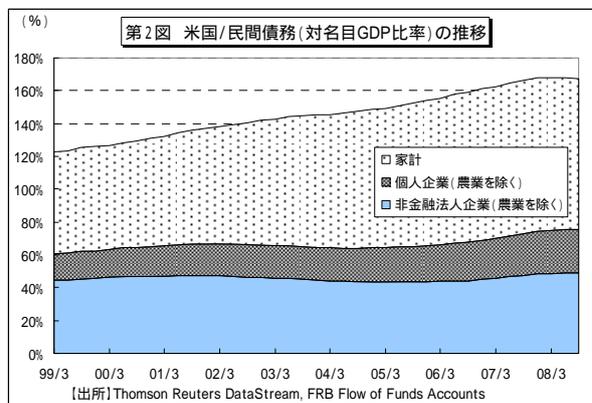
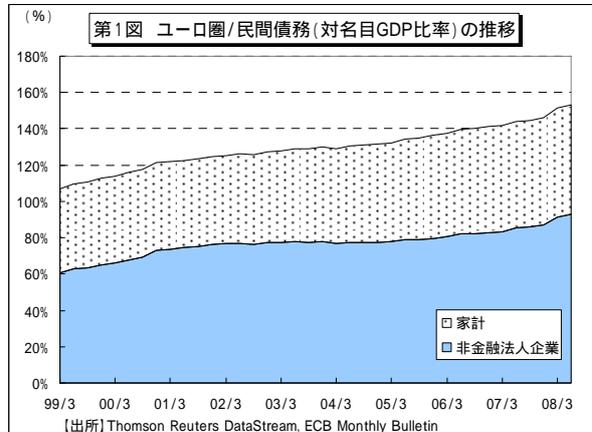
しかし、以上のような米国発の金融危機の悪影響に加え、欧州地域自体が抱えている過剰債務問題とも言うべき、金融面での内在的問題にも注意すべきであろう。本レポートでは欧州民間部門、とりわけ企業部門の負債水準に着目し、詳しく見ていきたい。

高いユーロ圏企業債務の水準

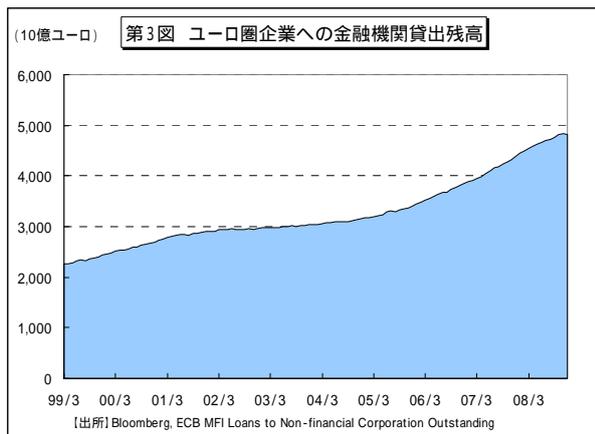
第1図、第2図は、ユーロ圏と米国の民間金融負債残高の名目GDPに対する比率を示したものである。家計部門と企業部門（金融機関を除く）をあわせた比率は、ユーロ圏、米国とも、過去10年ほどの間は上昇の一途を辿っており、

現時点での比率はユーロ圏が153%、米国が168%と、ユーロ圏の方が15ポイント低い。統計上の部門分類方法や、比率計算上金融負債に含めた金融商品の種類に違いがあるため、厳密な比較ではないものの、この指標に限れば、ユーロ圏は米国より金融負債の負荷は小さいといっている差し支えないかもしれない。

しかし、両者の内訳を見ていくと、ユーロ圏では企業部門の積み上がりが顕著であり、家計部門の積み上がりが目立つ米国とは対照的である。直接金融のシェアが高く、株式発行による資金調達にかなりの程度を依存している米国企業に比べ、ユーロ圏企業は間接金融が主体であり銀行からの借入れに多くを依存している。



ユーロ圏企業は共通通貨ユーロの導入以降グローバル展開を進め、事業成長のための資金を金融負債という形で取り込んできた。金融サイドから見た場合、特に05年以降は好況に伴う資金需要とともに、M&Aのための資金需要にも応える形で銀行貸出残高が伸長してきたと考えられる(第3図)。貸出残高は99年末に2.4兆ユーロ、05年末に3.4兆ユーロであったのが08年末には4.8兆ユーロまで増大した。



景気後退下のユーロ圏企業

08年12月に欧州中央銀行(ECB)が発表した、ユーロ圏の金融システムに関するレポートでは、ユーロ圏企業のバランスシートについて、「前回の景気後退期の直前の状況よりは概して財務体質が強化されてはいるものの、経済環境の悪化に伴う収益力の低下と負債の増加により、ショックに対してより脆弱になってきており、先行き一層のバランスシートの悪化が見こまれる」としている。またこのような判断の前提となる見方として、企業の収益力が過去数年間の非常に力強い収益増加基調からスローダウンしていること、ユーロ圏企業の財務レバレッジ(自己資本比率の逆数)の水準が高く、マクロ経済面の悪化に対して脆弱になってきていること、

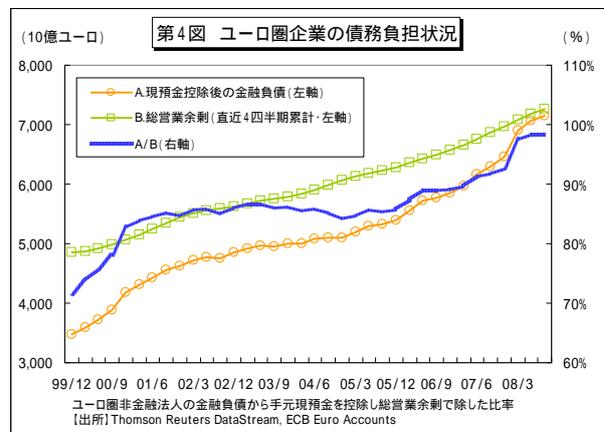
企業の資金調達コストは08年前半には上昇しており、銀行の貸出抑制姿勢と相まって、高めの金利が企業の資金調達環境をより厳しいものにしようとしたこと、などの認識を示している。

なお、ユーロ圏金融機関の企業向け貸出金利

(2年以内)は、08年9月に4.75%まで達した後12月には4.0%まで低下したが、政策金利が09年1月の利下げ後と同じ2.0%であった05年の貸出金利が2.1%台で安定的に推移していたことを考えれば、借入者側から見た場合になお高コスト感があるのは否めない。

ユーロ圏企業(金融機関を除く)の金融負債から手元現預金を差し引いた額、総営業余剰(注)、および前者を后者で除した比率(以下、債務負担比率)を示したものが第4図である。ユーロ圏企業の金融負債は近年、総営業余剰の増加を上回るペースで拡大してきたことが分かる。債務負担比率はユーロ導入後の1999年末には71%であった。01年から05年までは84~86%程度で安定的に推移した後上昇し、08年9月には98%に達しており、ユーロ圏企業の債務負担が増していったことがうかがわれる。

(注)総営業余剰 = 非金融法人企業の総付加価値 - 雇用者報酬
- (間接税 - 補助金)



日本ではバブル景気の頃に企業がバランスシート規模を膨張させた後、バブル崩壊に伴い資産価値が劣化する中で、負債整理を余儀なくされてバランスシート調整型の不況に陥った。ユーロ圏でも資産価格や企業価値の下落が今後長期化すれば、かつての日本と類似した状況に陥る懸念があることを以上の分析は示唆している。

(09.2.19)

<参考文献>

・ European Central Bank (2008), *Financial Stability Review*, June, December

今月の焦点

海外経済金融

米国クレジットユニオンの現況と経営戦略 -

～組合員の拡大を目指すアグリカルチャー・フェデラル・クレジットユニオン～

古江 晋也

要旨

・米国にはリテール金融サービスを提供するクレジットユニオンという協同組織金融機関がある。クレジットユニオンは、非営利で公共目的があること、組合員がクレジットユニオンを所有、監督し、一人一票の投票権を有して理事の選出や特定の意思決定などを行うこと、「コモンボンド(共通の絆)」と呼ばれる組合員資格範囲の要件を満たさなければならないこと、など独特の特徴がある。

・先般訪問したワシントン DC にある米農務省職員等を組合員とする「アグリカルチャー・フェデラル・クレジットユニオン」は、低い貸出金利・手数料とカスタマイズ・サービスを提供することで差異化してきたが、今後はネット取引の更なる拡充を含めた多様なサービスを提供することや戦略的な合併を目指すことで競争優位を確保しようとしている。

米国クレジットユニオンの動向

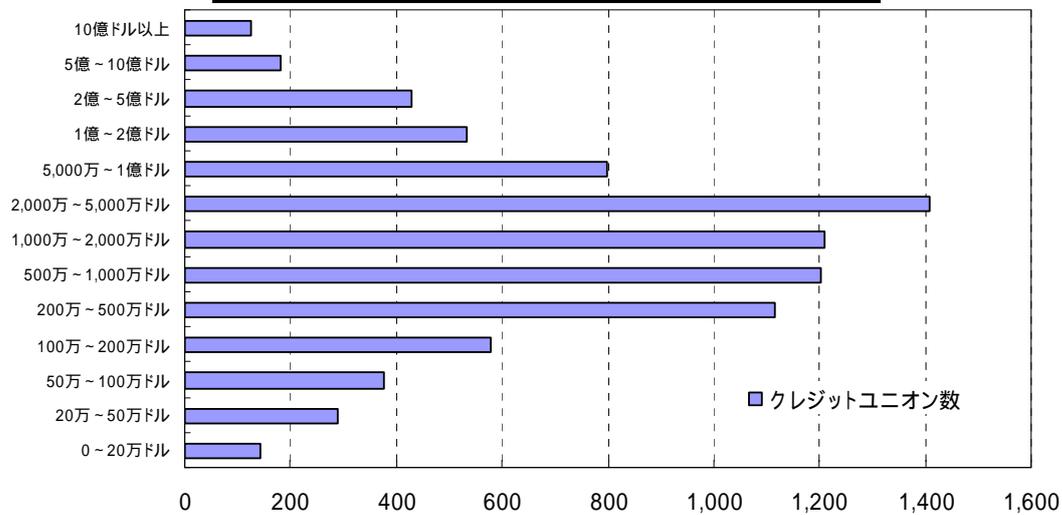
米国にはリテール金融サービスを提供するクレジットユニオンという協同組織金融機関がある。クレジットユニオンが預金取扱金融機関として組合員である顧客に対して金融サービスを提供している点については、商業銀行や貯蓄金融機関と同様であるが、非営利で公共目的があること、組合員がクレジットユニオンを所有、監督し、一人一票の投票権を有して理事の選出や特定の意思決定などを行うこと、「コモンボンド(共通の絆)」と呼ばれる組合員資格範囲(Field of Membership)の要件を満たさなければならないこと、など独特の特徴がある。クレジットユニオン全国協会(Credit Union National Association)によれば2007年末現在、米国クレジットユニオン数は8,396、組合員数は8,932.4万人である。

ただし、クレジットユニオンの多くは比

較的小規模な組織である。図表1は資産規模別にクレジットユニオンを区分したものである。この図によれば、資産規模が1,000万ドル(1ドル=90円換算で9億円)以下のクレジットユニオンは全体の約44%を占めている。また、クレジットユニオンの特色の一つである組合員資格範囲については伝統的な「職域型」が22.3%であるのに対して、複数のコモンボンドを合わせた「複合グループ」や「地域型」が全体の53%を占めており、従来に比べて組合員を獲得しやすくなっている(図表2参照)。

このようにクレジットユニオンは比較的小規模な非営利協同組織金融機関であるが、米国のリテール市場においては20世紀初頭から重要な役割を担ってきた。しかし昨今の「サブプライム問題」が世界的な金融危機へと拡大しているなか、市場環境も急激に変化しつつある。このような現状を踏まえ、クレジットユニオンがどのような戦

図表1 資産規模によるクレジットユニオンの区分



(出所) Credit Union National Association, Credit Union Report Year-end 2007

略を採用し、対応していくのか、ということとは日本の地域金融機関にも示唆を与えると考えられる。

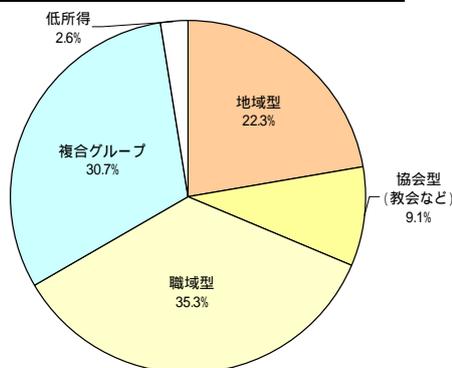
そこで本稿では、ワシントン DC にあるアグリカルチャー・フェデラル・クレジットユニオン(以下、アグリカルチャーFCU)の経営戦略を紹介することで、米国のクレジットユニオンが今何を考えているのかを検討する。

アグリカルチャーFCU の歴史と現況

アグリカルチャーFCU は、1934 年にワシントン DC に在住する米国農務省職員に金融サービスを提供することを目的に設立された。クレジットユニオンは伝統的に消費者ローン業務に特化してきたこともあり、アグリカルチャーFCU も 70～80 年代には自動車ローンに注力したり、98 年からは住宅ローンを開始するなど時代とともに個人リテールを中心に多様な金融商品を提供してきた。

当初、アグリカルチャーFCU の組合員は農務省職員に限定された職域の組合員資格範囲であったが、91 年から農務省職員の家族や総合文化施設であるケネディセンター、18 の博物館、美術館、国立動物園から構成されているスミソニアン協会の職員なども組合員とし、組合員資格範囲も複合グループへと変更した。また、ワシントン DC で平均所得が一定以下の地域に居住して

図表2 クレジットユニオンのコモンプラットフォーム別区分



(出所) Credit Union National Association, Credit Union Report Year-end 2007

いる人々にもサービスをできるようにするなど、積極的な組合員の拡大を目指している。現在は、米国農務省内の2店舗（メイン・オフィス、カフェテリア支店）のほか、合計6店舗を有している（図表3参照、写真1参照）。

最近では、若年層にも組合員が拡大していることや海外で働く農務省職員へのサービスを充実させるため、ネット取引をはじめとした簡便なアクセスを重視している。

アグリカルチャーFCUのリテール戦略

一般的にクレジットユニオンは非営利であり、法人税の免税措置がとられているため、商業銀行と比べて高い預金金利と低い貸出金利を提供することができる。このことはクレジットユニオンの競争優位の一つとなっている。

アグリカルチャーFCUも、高い預金金利と低い貸出金利・手数料を提供することで

写真1 米国農務省



図表3 アグリカルチャーFCUの概況

	2006年末	2007年末	2008年末
総資産	1億9,403万5,491 ^{ドル}	2億515万7,289 ^{ドル}	2億1,122万9,962 ^{ドル}
シェア(預金)	1億7,004万5,641 ^{ドル}	1億7,988万4,818 ^{ドル}	1億8,478万1,723 ^{ドル}
総持分	2,286万4,365 ^{ドル}	2,479万8,674 ^{ドル}	2,587万5,902 ^{ドル}
純利益	226万1,452 ^{ドル}	179万5,360 ^{ドル}	102万7,039 ^{ドル}
自己資本比率	11.84%	12.06%	12.20%
組合員数	2万4,053人	2万3,774人	2万2,623人
職員数	52人	51人	49人

(出所) National Credit Union Administration, Financial Performance Reportより

商業銀行に対抗している。しかし、組合員資格範囲を拡大し、組合員数が増加すれば、他の大規模クレジットユニオンと競合することもある。そのため、アグリカルチャーFCUでは、カスタマイズ・サービスにも注力している。同サービスとは組合員の資産内容などを把握し、「定年退職時までの積立」、「クレジットヒストリー（信用履歴）の向上」など一人ひとりの組合員のニーズに応じたサービスを提供することで組合員とのリレーションシップを強化している。

同クレジットユニオンが提供している主力の金融商品は、住宅ローンと自動車ローンであるが、金融危機に直面している今日では、住宅ローンでは慎重な担保評価を行っていることと、信用スコア等の住宅ローン要件を満たす顧客が減少していることなどから、融資残高も減少傾向にある。顧客の可処分所得が低下しているなか、自動車ローンも伸び悩みつつある。

90年代、アグリカルチャーFCUは一般的にリスクの高い投資を行ってきたこともあったが、配当を少なくすることで資本増強に着手すると同時にリスクの低い投資へと変更した。このことが今日の金融危機においても健全性を保つことができる要因となっている。ただし、現在の状況については必ずしも楽観視しているわけではなく、今後の動向を見守りつつある。

メイン・オフィス

写真 2 は農務省内にあるアグリカルチャーFCU のメイン・オフィスの外観である。農務省内には同クレジットユニオン以外にも理髪店や売店などがあり、明るい雰囲気である。店舗内のバリアフリー化は法律で義務付けられており、入口は段差がなく、スムーズに来店することができる（写真 3 参照）。

入口正面には、案内カウンター（写真 4 参照）と記帳台（写真 5 参照）がある。また、右側にはローカウンターを配置したコンサルティングブース、左側にはテラーカウンター（写真 6 参照）が設置されている。

案内カウンターは、車いすの利用者でも安心して利用できるように一部足元部分に車いすが収納できる工夫がなされている。農務省内にあるこの店舗は、農務省に貢献しているため、家賃は無料となっている。

職員教育については、アグリカルチャーFCU にトレーニング部門があり、職員には年間 30 時間のトレーニングを受けさせている。トレーニング内容は、既存の商品やサービスに加え、新たな商品についての教育や規制変更への対応などを行うものである。

今後の戦略

金融危機に直面している現在、アグリカルチャーFCU は、「嵐が過ぎ去るのを待つ」スタンスである。しかし、将来的には組合員数の更なる拡大を目指して、潜在顧客の掘り起こしを行うとともに、他のクレジットユニオンを吸収合併することを視野に入れている。とりわけ、米国の連邦免許クレジットユニオンは、被合併クレジットユニ

写真2 メイン・オフィスの外観



写真3 メイン・オフィス入口



写真4 案内カウンター



写真5 記帳台



写真6 テラーカウンター



オンの支援を行う場合であれば、地理的に離れていても合併することができる。そのため、ワシントン DC の連邦免許クレジットユニオンがカリフォルニア州の連邦免許クレジットユニオンと合併することも可能である。合併はクレジットユニオンの組合員を拡大させると同時に取引コストの低減につながる。また、アグリカルチャーFCUは若年層や海外の農務省職員にもサービスを提供できるようにネット取引の更なる強化を図る方針である。

おわりに

アグリカルチャーFCU は組合員資格範囲を農務省職員の職域型から複合グループへと拡大することで組合員数を拡大させてきた。組合員数の増加を目指す一つの要因には競争がある。同クレジットユニオンが所在するワシントン DC には、バンク・オブ・アメリカやシティバンクなどのマネーセンターバンクやサントラストなどの有力地銀がある。また、組合員の重複による他のクレジットユニオンとの競争もある。

このような市場環境のなか、アグリカルチャーFCU は低い貸出金利・手数料とカスタマイズ・サービスを提供することで差別化してきたが、今後はネット取引の更なる拡充を含めた多様なサービスを提供することや戦略的な合併を目指すことで競争優位を確保しようとしている。