潮　流

家計の危機と協同組織金融機関の対応力

常務取締役　鈴木　利徳

リテール融資には大別して事業性資金と生活資金の二つがある。昨年の経済・金融危機以来、事業性の運転資金はもとより生活資金も急速に借入ニーズが増大している。雇用の喪失、労働時間の短縮による所得の減少に伴い、住宅ローンの返済に支障をきたす人、子弟の教育費が払えなくなる人、家賃の支払いが困難になっている人などが急増している。

地域金融機関のなかにはいち早くこれらの家計の危機に対応し、個々の借入者の実情に応じた住宅ローンの返済計画見直し相談、当面の返済負担を軽減した危機対応型の教育ローンの設計・提案などに取り組んでいるところもある。しかし、一般的には、金融・経済危機のなかで金融機関自身も投融資で少なからぬ不良債権を抱えており、事業性資金のみならず生活資金についても慎重な姿勢で対応しているというのが実情であろう。

世間では「金融機関は雨のときには傘を貸さない」とよく言われる。本当に人がおカネに困っているときに、おカネを貸さない金融機関の姿勢を揶揄しているのである。金融監督指導やガバナンス規制が厳しくなるなかで、金融機関の側にも融資に慎重にならざるを得ない理由は多々あろう。しかし、このような時代状況のなかにおいてこそ JA をはじめとする協同組織金融機関は組合員・利用者に対する生活金融の相談機能を強化すべきではなかろうか。大都市中心に立地し不特定大多数の顧客を相手にする都市銀行とは異なり、協同組織金融機関は地域経済の実情にも詳しく、組合員・利用者の生活実態についてもより深く理解できる立場にある。また、都市銀行に比べて渉外体制が充実しており融資実行後も密度の濃いアフターケアが可能であり、「貸しっ放し」の弊害やリスクを避けることもできよう。

ところで、生活金融の分野で業態あげて先駆的な取り組みを行っているのは労働金庫である。労働金庫は 2007 年から勤務先事情による離職・収入減少などで困っている勤労者を対象に「勤労者生活支援特別融資」に取り組んでいるが、さらに 08 年 12 月からは、離職等によりそれまで入居していた社員寮等からの退去を余儀なくされた勤労者に対して住宅入居初期費用などの必要資金を融資する緊急融資制度（「就職安定資金融資」）も開始した。日本金融通信社はこのような困窮者の生活再建を支援する活動への一貫した取り組みを高く評価し、全国労働金庫協会と全国の 13 労働金庫に対し、08 年度の「ニッキン賞」を授与した。

協同組織金融機関の経営モデルの要諦のひとつは生活支援のための対応力にある。組合員・一般市民の生活金融ニーズに応える問題解決力にある。ある JA の金融部長は「相談事は最大のビジネスチャンス」と語っており、組合員・利用者からの相談事に全力で対応することによって、組合員・利用者の信頼を勝ち得ることができるし、また同時に、信用事業が取り組む領域も広がっていくという。家計が危機に直面している今こそ、我々は相談対応力を強化し、組合員・利用者の生活・家計を支援する柔軟かつ企画力に富む取組みに注力すべきではなかろうか。

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

情勢判断

国内経済金融

輸出･生産に下げ止まりの兆し

～ただし、雇用･消費悪化の本格化が順調な景気回復を阻害～

南　武志

要旨

2008 年度下期以降、内外景気は大幅な悪化を続けてきたが、最近になってようやくその悪化テンポが緩和し始めた。しかし、牽引役として期待される輸出の急回復はまだ想定できる状況にはない。さらに雇用･消費といった遅行指標の悪化はこれから本格化する可能性もあり、当面は内外需ともに厳しい状況が続くだろう。また、国際商品市況の水準が前年に比べて低い上、国内需給バランスの大幅悪化により、今後物価下落圧力が強まることが予想され、景気回復の阻害要因として懸念される。

追加緩和策にやや消極的であった日本銀行も、08 年 12 月に政策金利を 0.1%まで引き下げたほか、国債買入れ額の増額や主要行の劣後ローン引受けなどを決定したが、景気回復を確実なものとするためにも、もう一段の緩和措置が必要と思われる。

図表1. 金利･為替･株価の予想水準

項目＼年／月		2009年 5月（実績）	6月（予想）	9月（予想）	12月（予想）	2010年 3月（予想）
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物	(%)	0.106	0.10	0.10	0.10	0.10
TIBORユーロ円（3M）	(%)	0.575	0.50～0.70	0.50～0.70	0.50～0.70	0.50～0.70
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	(%)	1.435	1.25～1.60	1.20～1.55	1.25～1.65	1.30～1.70
国債利回り 5年債	(%)	0.805	0.65～0.95	0.60～0.90	0.65～1.05	0.65～1.10
為替レート 対ドル	(円/ドル)	95.0	90～100	93～105	93～105	95～110
為替レート 対ユーロ	(円/ユーロ)	132.8	123～145	123～145	123～145	123～145
日経平均株価	(円)	9,347	9,250±1,000	9,500±1,000	10,000±1,000	10,500±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2009年5月25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

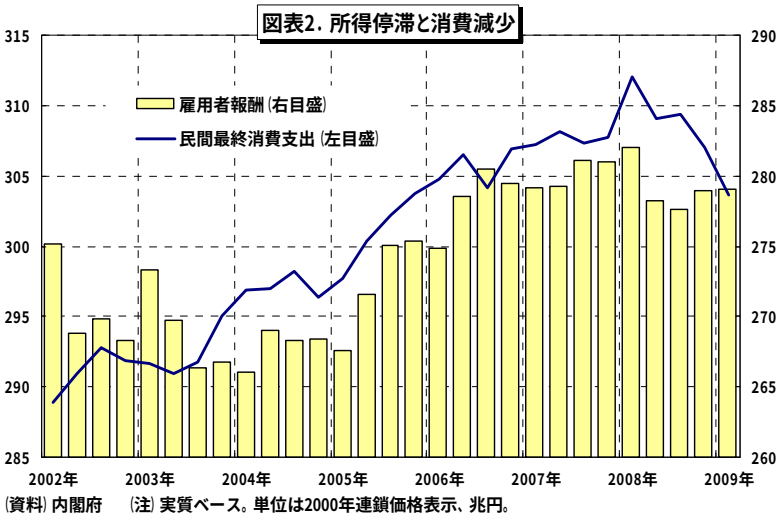
2008 年度下期にかけて急激に悪化した内外景気も、ここにきて輸出・生産といった経済指標に下げ止まりを模索する動きが見られるなど、景気悪化のテンポが緩やかになってきた。3 月の通関統計：輸出金額は前年比▲45.5%と大幅減が続いているものの、前月比では 2.2%と 10 ヵ月ぶりにプラスに転じた（日本銀行「実質輸出指数」でも前月比 0.1%と、8 ヵ月ぶりのプラスとなった）。また、同じく 3 月の鉱工業生産も前月比 1.6%と 6 ヵ月ぶりの上昇となったほか、先行き 4、5 月分も引き続き上昇が見込まれている（製造工業生産予測指数より）。

5 月 20 日には、09 年 1～3 月期が戦後最悪の経済成長率となったという内容の GDP 第一次速報が公表されたものの、上述の輸出・生産などの持ち直しの動きにより、景気はすでに 1～3 月期に底入れしたとの見方も一部には浮上している。

とはいえ、世界経済を見渡してみると、欧米先進国は依然として景気回復の動きが

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

明確ではなく、底堅いとされる中国経済もまた輸出が不振であり、低成長にとどまっているのが現状である。このように、頼みの綱である輸出のＶ字回復が依然として想定できる状況にはない。さらに、雇用・消費といった景気遅行的な経済指標は、これから本格的に悪化すると危惧する意見も根強い。日本経団連は、09 年夏季賞与・一時金は製造業を中心に大幅に削減され、前年夏比▲19.39%（大手企業、加重平均）となるとの集計結果（第 1 回）を示すなど、先行き家計の所得環境が一段と厳しくなる公算が強い。定額給付金や高速道路料金引下げ、エコポイント制度導入などによる消費喚起策も相殺されてしまうリスクもあるだろう。



(資料) 内閣府　(注) 実質ベース。単位は2000年連鎖価格表示、兆円。

なお、国内景気の先行きについては、これまで実施されてきた金融・財政政策は多少なりともわが国経済の下支えになり、4～6 月期以降はプラス成長に戻ると見られるが、本格的な景気回復は海外経済の持ち直しが明確化となった後の 10 年以降に持ち越されると予想する。当総研では 1～3 月期の GDP 第一次速報を受けて、経済見通しの改定を行ったが、09 年度は前年度比▲4.1%と 2 年連続のマイナス成長、10 年度は同 1.2%とプラス成長に転じるものの、なかなか景況感の改善は伴わない、との見方をとっている（後掲レポート「2009～10 年度改訂経済見通し」を参照のこと）。

一方、物価面でも、国際商品市況が前年同期に比べて水準が低いことに加えて、国内の需要バランス悪化による影響が強まってきた。国内企業物価（4 月）は前年比▲3.8%と 4 ヵ月連続のマイナス、かつ下落率が加速的に拡大する方向にある。また、消費者物価（全国 3 月、生鮮食品を除く総合、以下コア CPI）も同▲0.1%と、18 ヵ月ぶりに下落に転じた。こうした物価下落や不動産などの資産デフレがもたらす弊害が景気回復の阻害要因になる可能性も高く、注意が必要である。

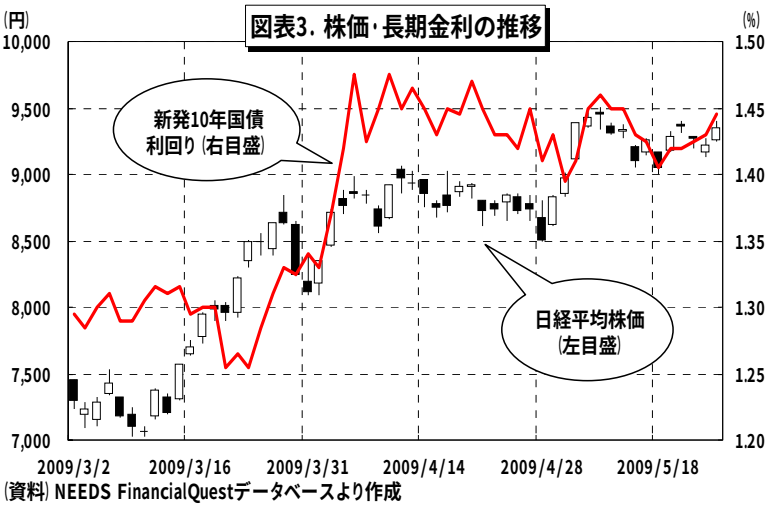
金融政策の動向・見通し

日本を取り巻く経済・金融環境の急激な悪化、さらには再び強まるデフレ圧力を前に、日銀も金融緩和策を実施してきた。しかし、今後の追加的な緩和策の可能性については、消極的なスタンスを取っており、景気回復や金融システム安定化に向けて必要と思われるあらゆる手段をとることを前面に出している他の中央銀行とは一線を画している、という評価も少なくない。日銀としても、追加経済対策に伴う約 17 兆円の国債発行などを考慮すれば、経済対策の効果を十分発揮させるためにも長短金利の無用な上昇を抑制し、低位に誘導する責務が

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

あるだろう。

また、景気悪化に伴う歳入欠陥の可能性を考慮すれば、年度内の国債発行圧力は依然として根強く、年度下期にはさらなる国債増発が予定される可能性も高い。日本銀行は政策金利を0.1%まで引き下げ、国債買入れ額も累計6千億の増額に踏み切った。しかし、展望レポートでは10年度までは物価下落が続くが、景気は09年度下期にかけて持ち直す可能性があるとのシナリオを提示、さらに最近の経済危機的な状況はもとを質せば長すぎた金融緩和にも原因があるとの指摘を行っている。ここから読み取れることは、更なる緩和措置に対しては慎重な姿勢を崩していないということであろう。ただし、需給ギャップ（GDPギャップ）が大幅な供給超過状態になっており、デフレ圧力が企業・生産者の体力を奪い、実質金利を高止まりさせる可能性を考慮すれば、国債買入れ額増額などを含めた追加措置が今後とも必要と思われる。



図表3．株価・長期金利の推移
(資料) NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

一方、4月30日に発表した「展望レポート」では、日銀の政策委員自身が予想する経済・物価見通しでも、消費者物価は10年度まで下落が続くことが見込まれており、現行の緩和政策からの利上げ転換は早くとも11年以降になるものと思われる。

市場動向：現状・見通し・注目点

08年秋以降、大混乱に陥った内外の金融市場も、主要国による様々な対策、具体的には大規模な財政出動、大幅な金融緩和措置、公的資金の金融機関への注入などが功を奏してか、ようやく持ち直しの動きも出てきている。悪化の一途を辿ってきた米金融機関の業績にも一部で改善の兆しも見え始めた。なお、米国では金融当局の経営への介入を嫌気して公的資金の完済を目論む金融機関も現れているが、一方でクレジットカードなど消費者信用関連の債権の延滞増加が続くなど、金融システム全体としてはまた公的資金の資本注入による経営安定化が必要な状況であることには変わりはなく、不安定さが完全に払拭されたわけではない。金融市場が正常化し、再びリスクマネーの適切な供給が始まるまでには今しばらく時間がかかると思われる。

以下、債券・株式・為替レートの各市場について述べたい。

①債券市場

世界的な景気悪化を受けて、主要国政府は相次いで大型景気対策の策定に乗り出している。債券市場にとって景気悪化そのものは金利低下要因であるが、経済対策の原資を賄うための国債発行は金利上昇要因であり、この両要因に対する思惑が09年に入

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

ってからの長期金利（新発 10 年物国債利回り）の主要な変動要因となっていた。長期金利は 3 月中旬まで 1.3%前後での展開となっていたが、その後は 09 年度予算成立後の追加経済対策策定が視野に入り、かつ一部経済指標の改善によって景気悪化懸念が後退する動きが続いたこともあり、長期金利は 1.4%台まで上昇、その後も同水準でのもみ合いが続いている。基本的には、景気悪化はまだ続くこと、デフレが本格化してくること、さらには日銀がもう一段の金融緩和措置に乗り出す可能性もあり、長期金利は再び低下する場面もあると予想する。しかし、遅くとも 6 月中旬には成立が見込まれている補正予算に伴って 7 月から増発される国債・財投債（それぞれ 10.8 兆円、6.1 兆円で合計 16.9 兆円）の入札状況がはっきりするまでは、下げ渋る展開が続く可能性が高い。

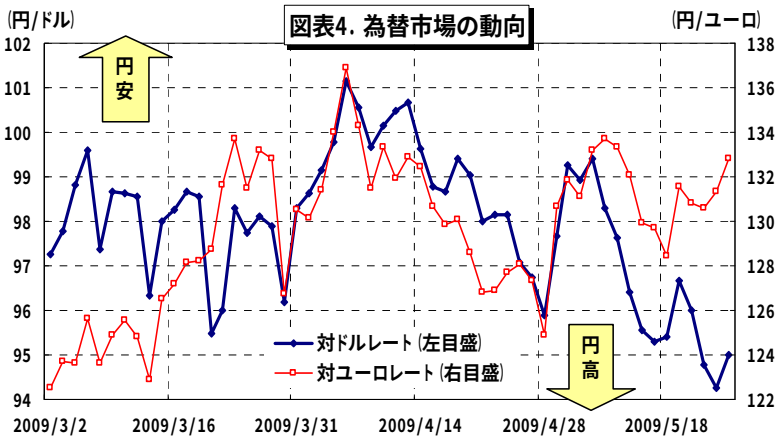
②株式市場

株式市場については､09 年年明け直後は、米オバマ次期政権の大型経済対策への期待感から日経平均株価は持ち直しの動きが強まった。しかし、止まらぬ景気悪化への懸念、金融不安の高まりなどから 3 月中旬にかけては年初来安値を更新する展開となった。一方、3 月下旬以降は政府の追加経済対策などへの期待感や、一部の米金融機関の業績改善、さらには内外の経済指標に持ち直しの動きが始まったことなどから、5 月連休明けには 9,000 円台が定着するなど、持ち直しの動きが強まった。とはいえ、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い。株価は当面は一進一退の展開が継続するものと思われる。

③外国為替市場

08 年後半に強まったリスク回避的な円買い行動はすでに一巡しており、09 年に入ってからは対ドル、対ユーロともに、円安気味の推移が続いた。すでに内外の政策金利格差は大幅に縮小しているほか、日銀も消極的ながらも徐々に追加金融緩和策を採用しており、主要国中央銀行とのスタンスの温度差がなくなりつつあると評価されている面もあるだろう。もちろん、欧米諸国の金融システムには依然として不安定さが払拭できていない上、積極的な財政支出を行っている米・英両国の国債格下げの懸念も浮上するなど、為替レートが円高に振れる可能性も残っている。一方で、内外の金融緩和策が一巡し、日本経済の回復が海外経済、特に米国経済次第であることに目が向き始めれば、徐々に円安方向への動きが強まるものと思われる。　（2009.5.26 現在）

図表4. 為替市場の動向



(資料) NEEDS FinancialQuestデータベースより作成　(注) 東京市場の17時時点

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

情勢判断

海外経済金融

米国経済は一進一退の様相から夏場に底打ち試す

渡部　喜智

要　旨

ストレステストの結果発表を通過し安心感が広がり、銀行の株価上昇や短期市場金利の上乗せ分の縮小など、米国の金融不安の後退がうかがわれる。今後の焦点は米国経済が底入れしＧＤＰがプラスに転じる時期だ。夏場にかけ、それが試されるが、予断を許さない。政策金利は少なくとも今後１年程度は現状水準が維持されると予想する。一方、米国の長期金利は赤字急増による財政悪化への懸念などもあり上昇リスクに注意が必要だ。

ストレステスト発表を通過し安心感

注目されていた主要銀行持ち株会社（資産1,000億ドル以上）19社を対象にしたストレステスト（統一的健全性審査）結果が5月7日午後5時に連邦準備制度などから発表された。

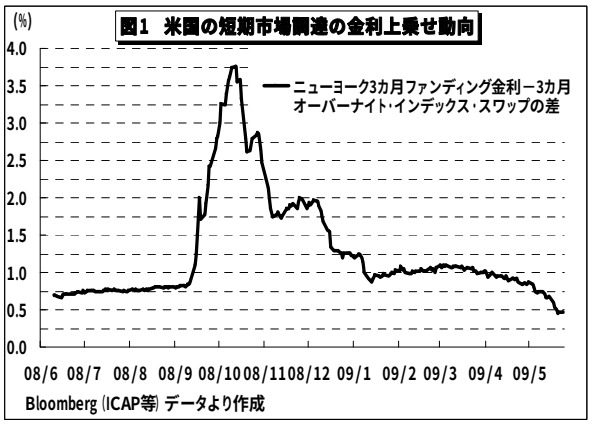
先行き2年間のマイナス成長や住宅価格の下落など悪化シナリオのもと、19社中10社合計で746億ドル（95円換算で約7.1兆円、以下同じ）の資本不足の試算が出された。

そのうち、最大の資本不足を指摘されたのは①預金量最大で投資銀行のメリルリンチを今年1月に買収完了したバンク・オブ・アメリカで339億ドル、②次いでワコビアを買収したウェルズ・ファーゴの137億ドル、③三番目が自動車ビッグ・スリー最大手ＧＭの元金融子会社であったGMACの115億ドルであり、これら３社の合計で全体の8割近くを占めた。

ただし、事前に具体的かつかなり信憑性があると思われる数字がリーク的に報道され、関係者のコメントとして自力での資本調達ないし資産売却などで対応が可能であり、すぐに政府の追加支援が必要になる金融機関は無いという話が金融市場に流布されていた。このため、市場では実際の発表自体は落ち着いて受け止められ、翌8日の株価大幅反発の要因の一つとなった。

資本不足の解消については、2ヵ月内に実施計画を立て、11月9日までに実行することが求められているが、前述の3社などの大型資本調達や含み資産の売却が積極化している。一方、自力調達力を疑問視されるところもあり、GMACは5月21日に公的資金の追加注入を受けることとなった。まだまだ帰趨を見定めるには今しばらく時間を要しそうだ。なお、モルガンスタンレー、ゴールドマンサックス、アメックスなどは政府から受け入れた公的資金返済を表明し、経営の自立性回復を急ぐところも出ている。

このような流れのなかで、銀行等の信用不安は後退していることがうかがわれる。たとえば、銀行セクターの株価が反発するとともに、ニューヨークの短期金融市場での調達金利の上乗せ分が縮小してきている。ICAP社の集計した期間3カ月の市場調達金利とオーバーナイト・インデックス・スワップの差はリーマン・ショック後の昨年10月には3.75%に上昇したが、直近5月下旬では08年2月以来の0.5%割れとなっている(図1)。これは、金融緩和による流動性増大の一端であるとともに、極端な相互不信が薄れ銀行間取引が落ち着きを示している。



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

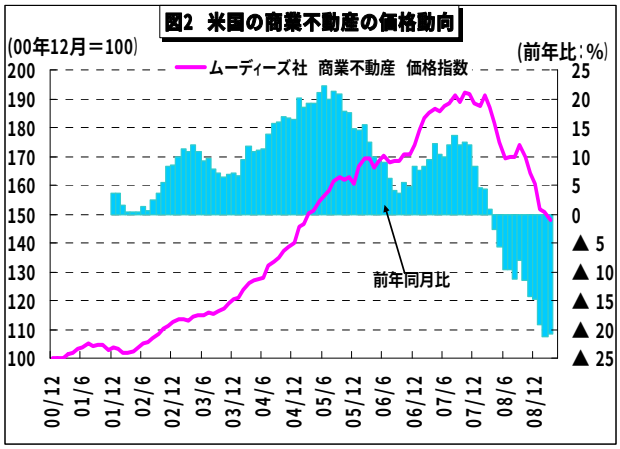
なお、本誌刊行直後の６月１日にＧＭは経営再建計画の最終期限を迎える。5 月 21 日に労組との医療保険年金の債務削減の暫定合意が報じられたが、債権者全体との合意にまでたどり着けるか。クライスラー社が小口債権者の賛成を得られず日本の民事再生法に当たる破産法 11 条の申請に至ったように、同社にも同様の可能性は相当程度ある。負債規模(17 兆円)や世界的な資材調達先等の広がりを考えると一時的にショックが生じるのは避けられないだろう。

ＧＤＰのプラス成長の浮上時期が焦点

金融不安が後退している中で、今後の焦点は国内総生産（ＧＤＰ）がプラスに転じる時期だ。金融の安定・安心感を維持している間に、景気の底入れが期待から現実になるかである。

直近で発表されている消費者、企業、住宅分野などのセンチメント（心理）指標は改善傾向を示しているものが多いが、実体経済指標は一進一退であり、まだら模様だ。エコノミストの予想は夏場の 09 年 7～9 月期にＧＤＰは小幅プラスに転じるという予測が多いが、後ズレの可能性は決して小さくない。

たとえば、09 年 1～3 月期に個人消費はプラスに転じたが、4 月の小売売上高は勤労者向け減税の開始にもかかわらず、物価変動分の調整後で 1～3 月期平均に比べ減少した。サービス消費に期待したいところだが、雇用者減少による消費圧迫の影響は大きい。輸出や公共投資などが呼び水的な効果を発揮しないと、景気底ばい推移が長期化するリスクも考えられる。



景気回復が後ろ倒しになる場合、懸念されるのは米国の商業用不動産ローンの債権内容の悪化だ。08 年末時点で商業用不動産ローンの残高は 2.6 兆ドルあり、不動産担保証券として投資家に流通しているものも多い。バーナンキ議長など連銀関係者も懸念しているが、商業用不動産は空室率の大幅上昇のなかで収益が低迷、同価格指数も下落傾向をたどり、3 月には前年同月比▲21%、ピークからは▲23%下げている。投資も冷え込み資金繰りも極めて厳しい状況だ。4 月中旬には全米 2 位の商業不動産会社が破産法 11 条を申請した。商業用不動産が金融不安を再燃させかねないリスクがあろう。

景気がしっかりと回復軌道に乗り、金融不安の後戻りがないと判断されるまで政策金利（0～0.25%）の大きな変更はないだろう。プライムローン（現在 3.25%）等の短期貸出金利や自動車・カード・学資などの個人ローン金利を低位にとどめ、景気回復を後押しするためにも、政策金利の低位安定は重要である。

問題は長期金利だ。昨年末 2%割れ寸前まで下がった米国財務省証券10年物利回りは4月末から 3%台に定着している。

5 月 13 日に英国有力紙 Financial Times が米国の財政悪化を論じた。記事の内容自体は医療保険改革による負担や危機対応に伴う財政支出拡大からの「出口」政策の難しさなど中長期的視点からのものではあったが、最高（AAA）格付けからの格下げリスクという見出しが注目された。今年度は 1.85 兆ドル規模の財政赤字が予想される。金融危機対応の一環で FRB は米国債の市場からの買入れ（半年で 3,000 億ドル）を行っているが、需給面では高水準の米国債の増発が見込まれる。また、変動の大きいエネルギー・食料を除くコア部分の消費者物価が昨年末にかけ一時下落に転じ、デフレ懸念が高まった時期もあったが、最近は小幅上昇が続く。

国債増発のほか、景気底入れ感が出てくるなかで、物価も上昇基調を示せば長期金利の上昇にはより注意が必要となる。（09.05.25 現在）

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

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、世界的な景気悪化に伴う需要減退観測の強まりから 08 年 12 月下旬には 1 バレル＝31 ドル台と 03 年 12 月以来の安値となった。その後は米国での景気底入れ期待などを受け緩やかな上昇基調となり、直近では産油国の政情不安などもあり 60 ドル台に。

米国経済

米国では、総額約 72 兆円弱の景気対策法が 2 月中旬に成立、4 月から所得税還付が始まった。また、5 月上旬に金融機関に対する健全性審査の結果が発表された。一方、米連邦準備制度理事会（FRB）は、08 年 12 月の FOMC で政策金利を史上最低の 0～0.25%へ引下げ、ゼロ金利を容認する政策を取っている。また、3 月の FOMC で FRB による住宅ローン担保証券の買取り拡大（1.25 兆ドルへ）の決定に加え、向こう半年間に最大 3,000 億ドルの長期国債購入を決定。このような中、経済指標には景気底入れを期待させるものも出てきたが、雇用の大幅減、消費の低迷が続いている。また、6 月 1 日に期限を迎えるビックスリー最大手ＧＭの経営再建の行方も注目される。

国内経済

わが国でも、景気悪化に歯止めがかかりつつあるという期待も浮上しているが、依然として予断を許さない状況である。3 月の鉱工業生産指数（確報値）は前月比+1.6%と、6 ヵ月ぶりに上昇。4、5 月分についても改善が見込まれているが、水準そのものは低い。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 3 月分は前月比▲1.3%となり、4～6 月期の見通しは前期比▲5.0%と 5 四半期連続のマイナスとなっている。また、雇用環境の悪化も続いている。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%に引き下げた他、ＣＰ・社債の買入れを決定するなど、企業金融の円滑化策を講じている。3 月の会合では、12 月に続いて国債の買入れ額の増額（月 1.8 兆円）を決定。4 月の「展望レポート」で、経済・物価見通しを前回（1 月）から下方修正。

金利･株価･為替

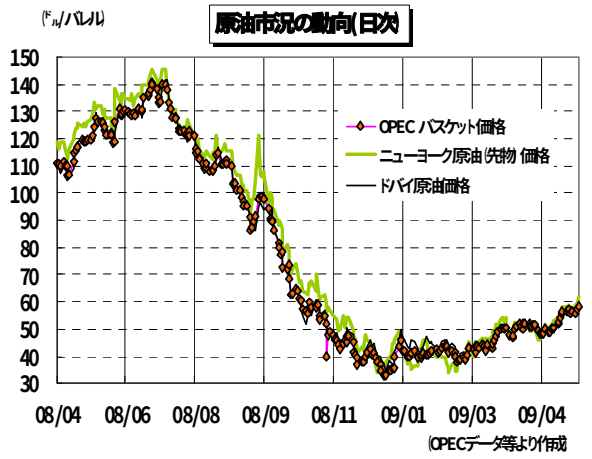
外為市場では、米 FRB による追加の金融緩和策に対する思惑などから、08 年下期以降、円高ドル安が強まり、08 年 12 月下旬に一時 1 ドル＝87 円台前半と 95 年 7 月下旬以来の円高となった。直近では米国・国債の格下げ懸念もあり、93 円台まで再び円高ドル安が進む。日経平均株価は、3 月上旬には 7,000 円台割れ寸前まで下落したものの、新年度入り後は持ち直し、5 月上旬の米国の健全性審査の結果発表後に、08 年 11 月上旬以来の 9,400 円台まで一時上昇。日本の長期金利の目安である新発 10 年国債利回りは、12 月末に一時 1.155%へ低下。その後、一進一退であったが、4 月上旬に株価上昇や追加経済対策に伴う国債増発懸念の強まりなどから、長期金利は 1.4%台後半まで上昇。このところは、1.4%台でもみ合う展開が続く。

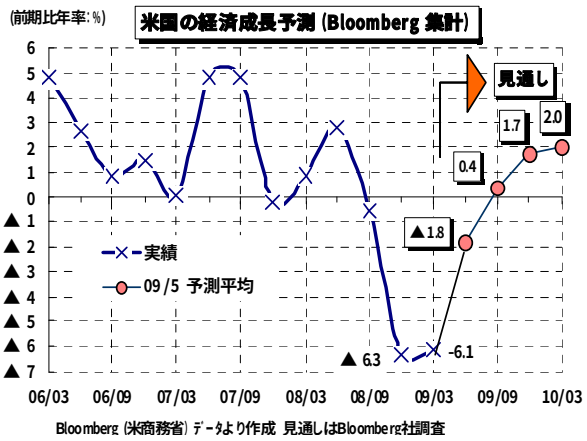
政府･日銀の景況判断

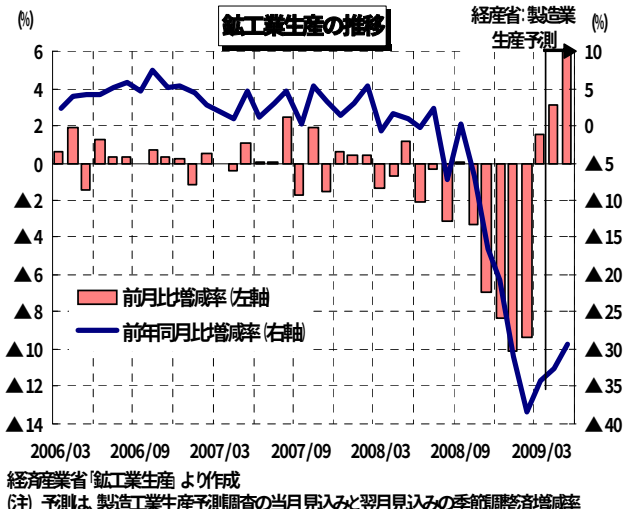
政府は 4 月の景気判断を前月と同じく「急速な悪化が続いており、厳しい状況にある」とした。一方、日銀は 5 月の金融経済月報で「わが国の景気は悪化を続けているが、輸出や生産は下げ止まりつつある」と景気判断を上方修正。なお、09 年度補正予算案が 5 月 13 日に衆議院を通過、6 月中旬までに成立する見込み。　（09.5.25 現在）

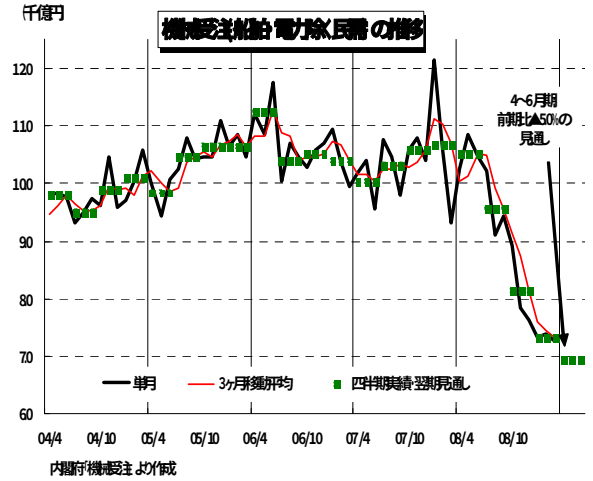
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

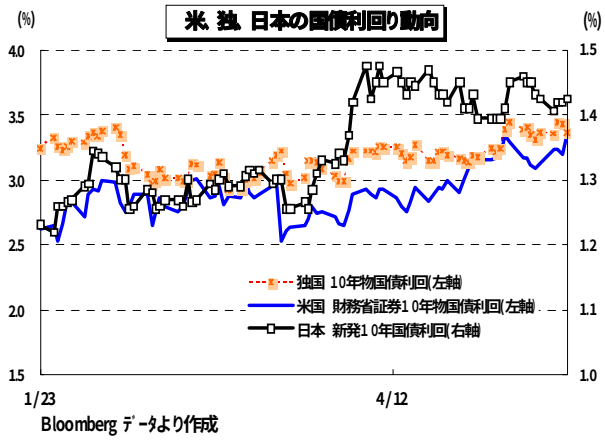
内外の経済金融データ

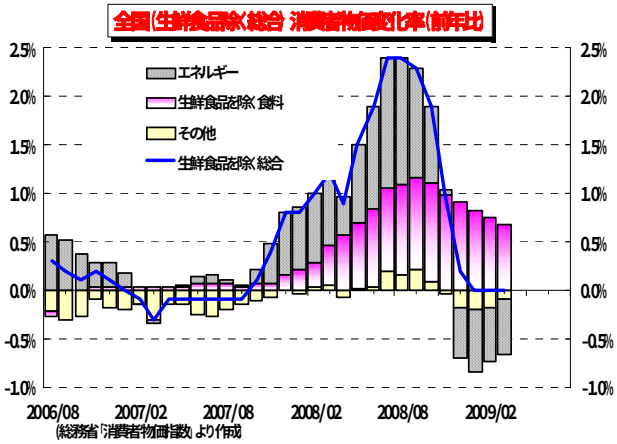












（詳しくは、ホームページ-トピックス-〔今月の経済・金融情勢〕http://www.nochuri.co.jpへ）

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

2009 年 5 月 22 日

2009～10 年度改訂経済見通し

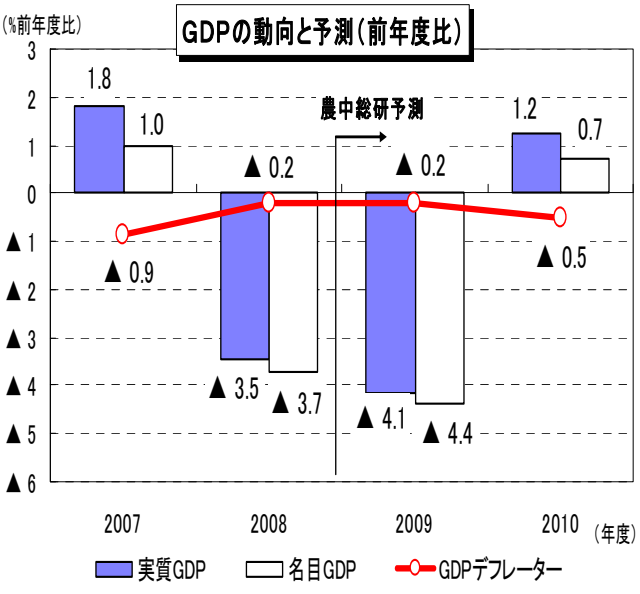
2009 年度は▲4.1%と 2 年連続の大幅マイナス成長だが、10 年度は 1.2%と小幅ながらもプラス成長へ転換

～2010 年度にかけてもデフレ色の強い状況が続く～

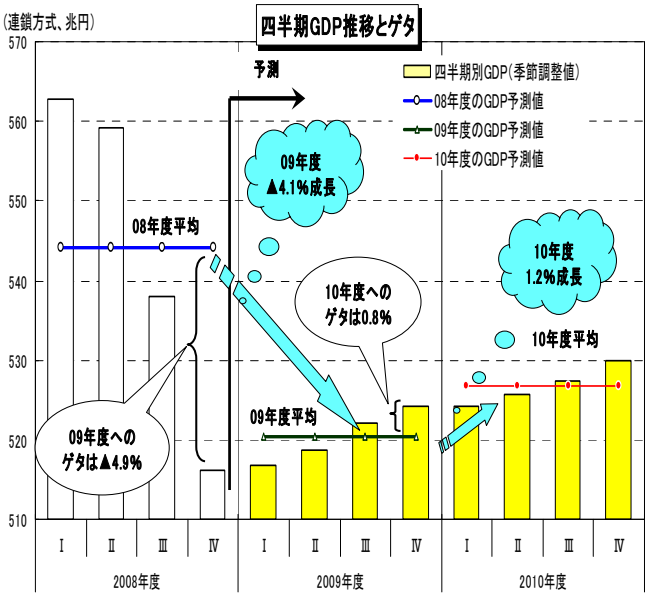
2008 年度下期以降、世界経済が急激に悪化し、輸出頼みの経済成長を続けてきた日本経済・産業に大打撃を与えたが、最近になってようやく輸出・生産などに下げ止まりの兆しが散見され始めた。4～6 月期以降は、これまでの政策効果が出てくることもあり、経済成長率はプラスに転じてくると思われるが、肝心の世界経済の回復はなかなか進まず、雇用・消費といった景気遅行的な指標は今しばらく悪化が続く可能性が高い。このため、景況感の改善が見られるのは早くとも 10 年度以降であろう。

物価面では、エネルギー関連を中心に前年のベースが高いことに加え、需給バランスが大きく崩れた状態が当面の間続くことから、物価下落圧力がかかり続けるものと思われる。消費者物価指数は 10 年度にかけて前年比下落状態が続くだろう。

金融政策については、景気の最悪期は脱したと見られるが、景気回復を確かなものにするためにも当面の長短金利の低位安定が不可欠なことから、国債買入れ増額など、より一層の金融緩和措置が求められる。



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」から農中総研作成・予測



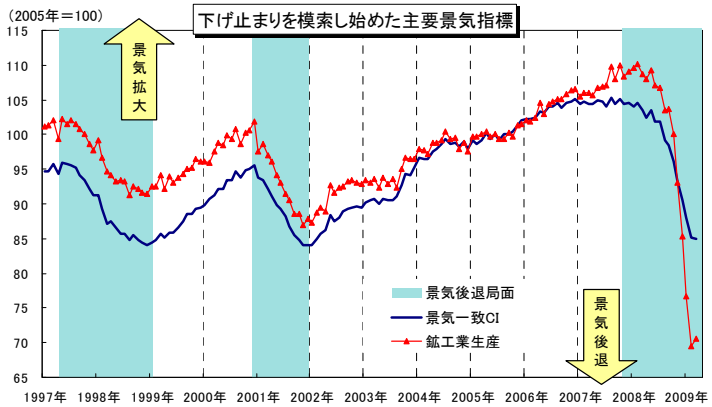
(資料)内閣府「GDP速報」より作成　(注)09年1～3月期までは実績、それ以降は当総研予測

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

1. 景気の現状：

(1)日本経済の現状 ～ 緩やかになってきた景気の悪化テンポ

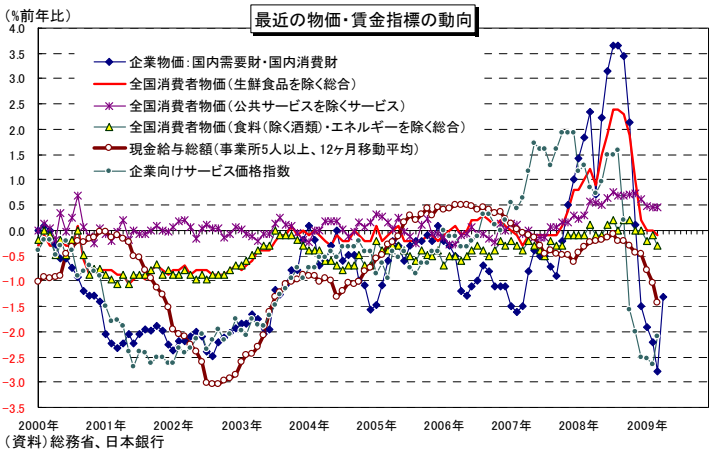
2008年9月中旬に起きた米証券大手リーマン・ブラザーズの経営破綻(リーマン・ショック)をきっかけに、世界経済は、先進国・新興国を問わず、猛烈な勢いで需要が減退し、それに伴って世界貿易量が収縮した。輸出依存度の高い経済成長を続けてきた日本は、その影響をまともに受けた格好となった。08年11月分以降に発表された経済指標の多くは、「統計開始以来の悪化」などと表現されるなど、年末にかけて尋常ではない勢いでの悪化が続いた。特に、実質輸出指数(日本銀行が通関貿易統計などから作成)はピークから41.5%、鉱工業生産は同じく35.9%もの落ち込みを記録した。このように、国内では製造業中心に企業活動が急低下、資本設備や雇用の過剰感が急速に高まり、設備投資計画の下方修正や非正規従業員を削減する動きが強まった。



(資料)内閣府、経済産業省の資料より作成

G20などの主要国では、景気の底割れ回避に向けて、①公的資金による金融機関への資本注入や保有不良資産の買入れなどを通じた金融システムの安定化、②大幅な利下げや国債・証券化商品の買入れなど非伝統的手法に踏み込んだ大胆な金融緩和措置、③大規模な財政出動、などに乗り出してきたが、その甲斐あって、3月にかけてこうした状況にもようやく歯止めがかかり始め、輸出・生産などは下げ止まりを模索する動きが見られ始めている。3月の実質輸出指数、鉱工業生産などは、久々に前月比プラスに転じるなど、景気の下げ止まりを模索するフェーズへと移行したように思われる。一方で、大きく落ち込んだ消費マインドにも持ち直しの動きが始まっているが、失業率の上昇、賃金上昇の抑制や賞与削減などの動きが実際の消費支出に対して下押し圧力を加え続けるものと思われる。

また、物価を取り巻く環境も大きく変わってきた。国内企業物価は09年1月から、消費者物価(全国、生鮮食品を除く総合、以下コアCPI)は3月から、いずれも前年比でマイナスに転じたが、主因は原油など資源価格の大幅下落によるものであった。しかし、需給バランスが大きく崩れたことによる物価下落圧力が徐々に強まっていることも実際のところである。



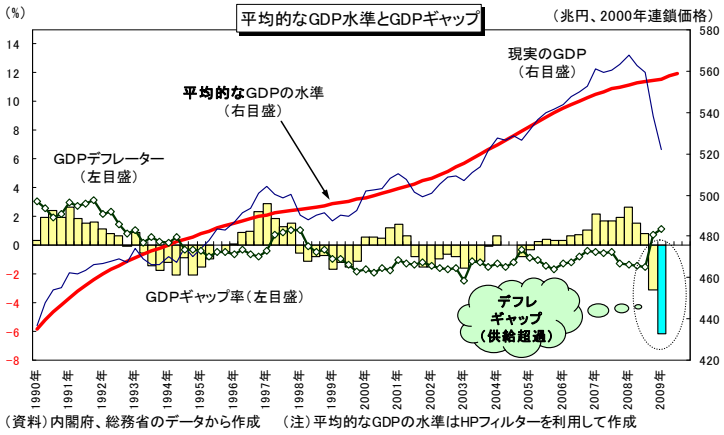
(資料)総務省、日本銀行

(2)戦後最悪のマイナス成長となった09年1～3月期GDP

5月20日に発表された09年1～3月期のGDP第1次速報によれば、実質成長率は前期比▲4.0%(同年率換算▲15.2%)と、4四半期連続(統計開始以来初)、かつ戦後最悪のマイナス成長に陥ったことが明らかとなった。また、名目GDPも前期比▲2.9%(同年率

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

▲10.9%)と、同様に戦後最悪を更新、かつ4四半期連続のマイナス(こちらも統計開始以来初)。このような大幅マイナス成長となった原因としては、世界的な需要の急減に伴って輸出が激減した(前期比▲26.0%と2四半期連続、かつ過去最大のマイナス)こともあるが、それに影響を受けて民間企業設備投資が加速的に悪化(前期比▲10.7%と過去最大の減少)し、さらに雇用悪化を受けて家計消費が減少するなど、民間需要に悪化が波及したことが挙げられる。



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

一国のホームメードインフレを表すGDPデフレーターは前年比1.1%と2四半期連続のプラスとなったが、これは国際商品市況の影響を受けやすい輸入デフレーターが前年比▲23.2%と大幅に下落した影響が強く出た反面、国内物価にはその影響が遅れて出てくる傾向があり、輸入物価が下落したほどは下がらなかったためである。ただし、国内需要デフレーターも前年比▲0.9%、さらに民間需要デフレーターは同▲1.2%とともにマイナスに転じるなど、実際の物価下落傾向は強まりつつあるといえる。なお、注目の単位労働コストは実質GDPの大幅減少も手伝って前年比8.3%と上昇率が加速、3四半期連続のプラスとなった。もちろん、これを「企業から家計への波及」が強まったと判断するのは不可能である。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、需要の落ち込みに雇用コストの削減が追いつかなかった面もある。これらは企業業績を下押しし、いずれ雇用コスト圧縮につながる可能性が高い。

(3)非伝統的手法を余儀なくされる日本銀行

以上のように08年度下期以降急変した経済金融情勢の悪化に伴い、日本銀行は08年10、12月と、それぞれ0.2%の利下げを行ったほか、国債買入れ額を合計6千億円増額(月1兆8,000億円へ)、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)や主要行の資本増強支援のための劣後ローン引き受け(総額1兆円規模)も発表した。

日銀は、自身の景気判断を示す『金融経済月報(4月)』や『経済・物価情勢の展望(展望レポート)』において、「わが国の景気は大幅に悪化している」「景気は、当面、悪化を続ける可能性が高い」とし、さらに物価についても「消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比は(中略)09年度半ばにかけて下落幅が拡大していく、(中略)需給ギャップのマイナスが残存し、賃金も弱い動きを続けるとみられるため、2010年度においても下落が続くと見込まれる」とするなど、当面の間、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。

なお、日銀は「09年度後半以降、成長率が緩やかに持ち直す」「日本経済は、やや長い目でみれば、物価安定のもとでの持続的成長経路へ復していく」とのシナリオを提示しているものの、上述の通り、量的緩和政策解除(06年3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、大幅な需要不足状態のまま推移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はなく、今後とも新たな追加緩和策を検討する場面も出てくると思われる。

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

2. 予測の前提条件：

(1)財政政策

麻生内閣は、2008年9月の発足と同時に経済情勢が急速に悪化したこともあり、他の主要国と歩調を合わせ、財政出動による景気対策に乗り出した。08年度第一次補正予算(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。続けざまに策定した第二次補正予算(09年1月27日成立)では、さらに生活対策として2兆円規模の「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)などを盛り込んだ。「ねじれ国会」の影響で、定額給付金の配布時期は09年度にずれ込んだものの、4～6月期を中心に消費下支え効果が出ることが期待されている。

一方、09年度一般会計予算(09年3月27日成立)については、これまでの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だ(総額88.5兆円、前年度当初比6.2%)。しかし、主要20ヵ国・地域(G20)の首脳会議(金融サミット、4月2日)にて、全体で5兆ドル(約500兆円)まで財政支出を拡大し、非伝統的手段を含めた金融緩和努力を続けるなど、2010年度末の世界経済の成長率を2%まで回復させることに向けて必要なことはすべて実行するとした首脳宣言が採択されたこともあり、新年度入り後、即座に過去最大規模となる財政支出15兆4,000億円を含む総額56兆8,000億円の「経済危機対策」を策定し、4月27日にはそれを盛り込んだ第一次補正予算案を国会に提出した。これにより、年間40～50万人の雇用が創出され、09年度の成長率を2%pt押し上げることが期待されている。とはいえ、政府経済見通し(09年度)は前年度比▲3.3%と過去最大のマイナス成長へ下方修正されるなど、厳しい経済環境が続くことは避けられそうもない。

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附則に「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。なお、景気持ち直しが確認されれば、危機対応の政策運営からの転換が始まり、財政再建に向けた動きが再び強まる可能性もある点には留意しておきたい。

(2)世界経済の見通し ～底入れ期待と足取りの遅さが交錯

世界の主要金融機関(銀行・証券・保険会社等)の損失計上は下表のように直近で1.46兆ドル(1ドル＝95円換算で約139兆円、以下換算レートは同じ)へ拡大している。これに対し、金融機関が自力資本調達を行っているほか、日・米・欧の各国政府は金融システム安定の観点から資本注入や資産買い取り機関の設立を進めている。

しかし、国際通貨基金(IMF)は09年4月改訂の世界金融安定性報告で今回から日欧の損失推計を新たに加算。世界同時不況のもとで、米国の信用債権の悪化に伴う損失を前回1月の2.2兆ドルから2.7兆ドルへ上方修正するとともに、欧州は1.15兆ドル、日本が0.15兆ドルと試算し、07年から10年までの累計で4.05兆ドル(約384兆円)に達すると推計した。

G20の国際協調の枠組みのなかで財政出動による景気刺激策が講じられているが、

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

IMF は先進国が▲3.8%のマイナスとなるなど 09 年の世界経済が▲1.3%のマイナス成長となると予測しており、見通しは厳しい。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。

世界の主要金融機関の損失推移　（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	4.6	0.0	4.3	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0
	3	58.6	14.5	42.8	3.1	15.4	11.4	0.4	0.0
	4	219.2	73.4	128.2	47.1	79.2	26.2	11.8	0.0
2008	1	226.5	89.2	135.8	62.9	79.4	22.6	11.4	3.8
	2	173.1	197.5	111.5	103.7	58.2	80.4	3.5	13.5
	3	264.8	106.3	205.1	44.1	54.4	53.6	5.2	8.7
	4	372.9	442.9	243.2	263.7	124.1	151.7	5.6	27.5
2009	1	147.5	215.7	101.2	122.9	39.8	73.7	6.6	19.1
	2		66.4		66.4				
累計		1,467.2	1,205.9	972.0	713.7	450.8	419.6	44.3	72.6

Bloomberg集計データより作成(09.05.22現在)

①米国経済

米国の実質 GDP 成長率は 08 年 10～12 月期の前期比年率▲6.3%のマイナス成長に続き、今年 1～3 月期も▲6.1%の大幅な落ち込みとなった。

このなかで GDP の 7 割を占める個人消費は 09 年 1～3 月期に前期比年率 2.2%の増加となったが、これは昨年 10～12 月期の年末消費の急激な抑制の反動によるところが主因である。個人消費の重要なバックボーンとなる雇用状況は、年明け以降 4 月までの 4 ヵ月間だけで非農業部門雇用者が累計で 266 万人(2.0%)減少するとともに、失業率は 7.6%から 8.9%へ上昇。4～6 月期は、このような大幅な雇用悪化が減税効果を上回り再び減少すると見込む。その後は雇用者の減少ペースが緩み求人指数が底入れ気配を示しつつあること、および株価反発、消費者心理が底入れしていることなどから、09 年後半から緩やかに消費は増加に転じると予測する。なお、前回の IT バブル崩壊後の雇用増加無き景気回復(ジョブレス・リカバリー)を振り返れば、今回も雇用回復には時間を要する可能性も大きく、賃金上昇や財産所得の増加、年金等社会保障給付などが所得の下支え・回復要因となると考える。

住宅投資と民間企業の設備投資も景気後退のなかでの消費者と企業の心理圧迫から、09 年 1～3 月期に前期比年率で 3 割台後半の大きな落ち込みを見せたが、それぞれの先

米国のGDP成長率(前期比年率)とその寄与度　(%)

時期 / 項目	07/3	07/6	07/9	07/12	08/3	08/6	08/9	08/12	09/3
内需寄与度	1.3	3.1	2.8	▲ 1.1	0.1	▲ 0.1	▲ 1.6	▲ 6.2	▲ 8.1
うち民需寄与度	1.1	2.4	2.0	▲ 1.3	▲ 0.3	▲ 0.9	▲ 2.7	▲ 6.5	▲ 7.3
うち政府需要寄与度	0.2	0.8	0.8	0.2	0.4	0.8	1.1	0.3	▲ 0.8
外需寄与度	▲ 1.2	1.7	2.0	0.9	0.8	2.9	1.1	▲ 0.2	2.0
全体成長率	0.1	4.8	4.8	▲ 0.2	0.9	2.8	▲ 0.5	▲ 6.3	▲ 6.1

Bloomberg(米商務省)データより作成

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

行指標である資本財受注や建築許可件数の傾向から見ると、年後半までは底打ちは予測できない。しかし、09年10～12月期以降に金融緩和効果や心理的好転を背景に低水準ながら持ち直す動きが生じると予測する。

外需(純輸出＝輸出等－輸入等)は09年1～3月期に輸入等の減少幅が輸出等の減少幅を上回りプラスの寄与となった。しかし、これは米国の輸出等が過去数年高い伸びを示し、景気を押し上げてきた状況とは異なるものだ。輸出の年後半から増加に転じると予測するが、世界経済の低迷から当面は財(商品)輸出等の伸び悩み続くと考えられ、外需が景気回復を下支えする役割は小さいだろう。

09年1～3月の在庫投資の急減はGDP成長率の下押し要因(寄与度:▲2.8%pt とマイナス成長の4割強を占める)となり需要減少を増幅させる面もあったと思われるが、売上急減の中での企業の防衛的な経営努力の結果であり、景気の底入れが見えた場合の在庫積み増しなどにより反転力を強めると期待される。

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▲5.1%の大幅なマイナス成長だが、09年下半期は金融効果や景気刺激効果で小幅であるが、同0.4%成長に転じ、緩やかながら底入れすると予測する。この結果、09年全体では同▲2.8%のマイナス成長と予測する。

2010年には、世界経済の成長も反転していくなかで前向きな動きが緩やかながらも回転し始め、1.6%のプラス成長になると予測する。

インフレに関しては、実効為替レート・ベースでのドルの堅調や景気低迷は物価の安定要因となるが、原油や穀物などの商品市況の反発に伴うコスト転嫁で底固く推移すると予測する。連邦準備制度理事会(FRB)が政策の重要な判断指標としている個人消費(PCE)の食料品とエネルギーを除いたコア・デフレーターは一時マイナスとなったが、直近は反転しており、デフレ懸念はかなり後退している。ただし、需給がタイト化する状況には程遠く、デフレーター上昇率は低位な水準にとどまろう。

2009-10年 米国経済見通し (09年1～3月期 速報値ベース)

項目＼時期		単位	2008年 通期 実績	2009年 通期 予想	2009年 上半期(1～6月) 予想	2009年 下半期(7～12月) 予想	2010年 通期 予想	2010年 上半期(1～6月) 予想	2010年 下半期(7～12月) 予想
実質GDP		%	1.1	▲ 2.8	▲ 5.1	0.4	1.6	2.2	1.5
	個人消費	%	0.2	▲ 1.0	▲ 0.6	▲ 0.1	0.7	0.9	1.0
	設備投資	%	1.6	▲ 17.2	▲ 27.7	▲ 4.0	0.7	2.1	2.6
	住宅投資	%	▲ 20.8	▲ 20.1	▲ 28.2	▲ 4.1	1.4	3.1	3.5
	在庫投資	10億ドル	▲ 29.1	▲ 67.2	▲ 27.7	▲ 51.9	8.8	▲ 51.9	▲ 62.5
	純輸出	10億ドル	▲ 390.2	▲ 314.5	▲ 311.1	▲ 318.0	▲ 332.6	▲ 331.0	▲ 334.1
	輸出等	%	6.2	▲ 14.4	▲ 25.1	▲ 2.0	1.9	2.9	3.8
	輸入等	%	▲ 3.5	▲ 15.4	▲ 25.1	▲ 0.8	2.6	4.0	3.4
	政府支出	%	2.9	1.2	▲ 1.1	2.8	2.8	3.0	2.5
参考	コアPCEﾃﾞﾌﾚｰﾀｰ	%	2.2	1.6	1.6	1.7	1.2	2.2	2.5
	GDPﾃﾞﾌﾚｰﾀｰ	%	2.2	2.0	2.1	2.0	2.6	2.4	2.8
	FFレート誘導水準	%	0～0.25	0～0.25	0～0.25	0～0.25	0.50	0.50	0.50
	10年国債利回り	%	3.64	3.11	2.93	3.30	3.50	3.40	3.60

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5月20日。09年1～3月期については09年4月末速報値。
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ﾃﾞﾌﾚｰﾀｰは期中平均前年比

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

政策金利であるフェデラル・ファンド・レート(FF レート)の誘導目標は 08 年 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%を割る形で運用されている。米国経済には 09 年後半から景気底入れを示す指標が増えて来ると考えるが、住宅や商業用不動産の需要回復を確かなものにし、企業・個人の借入れ環境を整え、金融不安を再燃させないためには、金融緩和の長期化が必要であるとともに、避けられない。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て 2010 年中盤(10 年 6 月前後)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(16ヵ国)の 09 年 1～3 月期の実質 GDP 成長率速報値は、前期比▲2.5%(年率換算▲9.8%)と、4 四半期連続のマイナス成長となり、通貨統合以来最悪の落ち込みとなった。前年同期比は▲4.6%であった。主要国の内訳は、ドイツが前期比▲3.8%、フランスが同▲1.2%、イタリアが同▲2.4%などであり、フランスが若干改善した以外は軒並み悪化した。ユーロ圏以外ではイギリスが▲1.9%で前期より悪化した。また 3 月のユーロ圏失業率は 8.9%となり 9 ヵ月連続で上昇、04 年末から 05 年初頭にかけてつけた直近のピーク 9.1%に近づきつつある。

生産面を見ると、4 月のユーロ圏 PMI 製造業総合指数は 36.8 となり、2 ヵ月連続で改善したものの基準値 50 を大きく下回っている。消費面では、3 月のユーロ圏小売売上高は前月比で▲0.6%となり 6 ヵ月連続で減少した。一方、3 月のユーロ圏貿易収支は 9 ヵ月ぶりの黒字となったが、外需が景気回復の牽引力となるのは更に先のこととなりそうだ。

09 年のユーロ圏成長率について、欧州中央銀行(ECB)09 年 5 月月報に掲載された専門家調査(四半期ごと)の予測平均では▲3.4%となっている。前回 09 年 2 月月報の予測値から 1.7 ポイントの大幅下方修正である。また、10 年の成長率は 0.2%と予測しており、同じく 0.6 ポイント下方修正されている。

ユーロ圏経済の回復は世界経済の回復による外需の復活という外部要因に依存せざるを得ない。東欧諸国は金融危機によるダメージが大きく、EU 加盟後に高成長を果たしたスペインも足元の高失業率にあえぐなど、域内に期待すべき要素は少ない。今後は域外貿易への依存度が高いドイツやオランダなどが外需主導で回復に転じた後に、域内の周辺国に波及するというプロセスが想定される。もっともこうした波及プロセスは比較的緩慢としたものになることが想定される。一方、ドイツ連銀のウェーバー総裁は、ドイツ経済の持続的なプラス成長は 10 年半ばまで見込めないとの考えを示している。

4 月のユーロ圏消費者物価上昇率(HICP 改定値)は前年同月比 0.6%で、前月と同じく 91 年 1 月の統計開始以来最低の水準となった。ユーロ圏 16 ヵ国中 4 ヵ国で消費者物価が 2 ヵ月連続で下落しており、デフレに対する懸念が徐々に強く意識されてきている。こうした中で、ECB は 5 月の政策委員会で 0.25%の利下げを決定し、政策金利を 1.0%とするとともに、非伝統的金融政策の拡充措置を発表した。ECB はデフレのリスクは低いと見ており、政策金利の一層の引き下げには慎重とみられる。

③中国経済

金融危機と世界同時不況の影響を強く受け、中国の実質 GDP 成長率は 08 年 10～12 月期に前年同期比 6.8%へ大きく鈍化した後、09 年 1～3 月期も同 6.1%へ低下した。このため、国際通貨基金や外資系金融機関の調査機関などによる 09 年の中国経済の成長見通しは一部を除き概ね厳しいが、中国共産党・政府は 8%成長維持「保八」への強いコミットメントを示し、4 兆元の財政出動に基づく公共事業の増強や家計への補助金交付、

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

減税などにより需要の創出・刺激に努めている。また、政府の指導のもと、新規貸出の拡大を促しており、マネーサプライ(M2)も09年4月には28%に伸びが上昇しており、金融緩和の効果は目に見えて広がっている。

まず、投資関係では固定資産投資額の伸びが前年比3割台に戻っていることが、注目される。そのなかで伸びを急低下させていた不動産関連も小幅ながら持ち直しを見せている。また、懸念されていた不動産市況も住宅購入意欲が戻り主要70都市・住宅価格が新規居住住宅を中心に底打ち気配が強まっている。また、補助金交付や減税などで、自動車販売や家電販売が盛り返しており、これらの内需喚起がどこまでが中国経済の牽引役となるか、注目される。

ただし、輸出は直近09年4月も依然前年比2割超の落ち込みが続いており、海外需要の回復は不透明な状態が続いている。国内向け出荷が下支えする形になっていると思われるが、中国の鉱工業生産(付加価値・不変価格)は09年4月までの年間累計で5%台の伸びにとどまっている。

中国元が08年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、その後は1ドル=6.8元台で横ばい推移。また、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。一時は14円台後半へ円が下落したが、直近はドル円相場での円高に連動する形で14円割れとなっている。

以上、党・政府主導で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国内需要の伸びの堅調が継続する可能性は大きく、6%台に低下した成長率も持ち直すと考える。

④国際商品市況と輸入原油価格等の見通し

リーマン・ショック後の国際商品市況を振り返ると、世界的金融不安のなかで今年2月までは下値を探る動きを見せたが、各国当局による金融システムを支える政策実行のなかで不安が後退し、景気の先行き底入れ期待も広がり始めた。これを受け09年3月以降は反発基調をたどっている。代表的な商品指数であるロイター・ジェフリーズCRB指数(1967年=100)は直近で年初来安値から2割超反発している。

原油価格(WTI先物の期近物・終値、1バレル当たり)は、08年12月下旬には30ドル割れ寸前まで下落し、先安感も強まった。結果的に、これが大底となったが、これに対し、石油輸出国機構(OPEC)が09年1月に再減産を決定、過去に比べて実効性の高い減産が進められた。世界の原油需要前年比3～4%の需要減の状況に変わりはないが、前述のOPEC減産の進展により需給の緩みは改善し、3月以降は反発基調をたどった。世界的な株価反発もあり、5月に入ってニューヨーク原油先物(WTI期近物)は1バレル=55～60ドルで推移した後、5月20日には60ドル台に乗った。ただし、需要減少ペースはやや鈍化しているとはいえ、当面需要減少が続くなかでは急騰は考えにくく、09年後半は60ドルをはさみ上下10ドルを価格の中心レンジと予想する。さらに、10年に入り需要の持ち直し傾向が強まるなかで、価格レンジは10ドル上方に移ると見込む。

年明け以降の穀物相場(シカゴ商品取引所)は需給見通しを反映した価格形成となっている。また、市場からの投資資金の流出もほぼ一巡し底打ちムードが台頭している。主要3品のなかで、大豆、トウモロコシが底値から5割、出遅れた小麦も3割それぞれ反発している。先行きについては、品目間で濃淡があるとはいえ、穀物相場全体でみれば需要増加傾向のなかで、歴史的にみて低水準の在庫率が最大の下支え材料だ。米農務省の予測では09/10穀物年度の世界の穀物消費量も前年度から2%弱増加する見通しであり、世界経済の景気底入れ、購買力の回復にしたがい、商品市況全体の底上げに伴う一段高の可能性は大きいと予想する。

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

2009～10年度　日本経済見通し

	単位	2008年度（実績）	2009年度（予測）	2010年度（予測）
名目GDP	%	▲ 3.7	▲ 4.4	0.7
実質GDP	%	▲ 3.5	▲ 4.1	1.2
民間需要	%	▲ 2.8	▲ 3.6	0.7
民間最終消費支出	%	▲ 0.5	▲ 1.0	0.1
民間住宅	%	▲ 3.0	▲ 2.9	1.8
民間企業設備	%	▲ 10.3	▲ 14.8	2.9
民間在庫品増加（寄与度）	%pt	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.0
公的需要	%	▲ 0.5	4.0	1.2
政府最終消費支出	%	0.4	2.5	1.4
公的固定資本形成	%	▲ 4.5	11.0	▲ 0.2
輸出	%	▲ 10.2	▲ 27.8	5.1
輸入	%	▲ 3.5	▲ 16.6	1.1
国内需要寄与度	%pt	▲ 2.3	▲ 2.2	0.8
民間需要寄与度	%pt	▲ 2.1	▲ 3.0	0.5
公的需要寄与度	%pt	▲ 0.1	0.7	0.3
海外需要寄与度	%pt	▲ 1.2	▲ 1.9	0.5
GDPデフレーター（前年比）	%	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.5
国内企業物価　（前年比）	%	3.2	▲ 6.0	▲ 1.6
全国消費者物価　（　〃　）	%	1.2	▲ 1.5	▲ 1.1
完全失業率	%	4.1	5.4	5.8
鉱工業生産　（前年比）	%	▲ 12.8	▲ 22.2	2.3
経常収支（季節調整値）	兆円	12.9	11.2	15.1
名目GDP比率	%	2.6	2.4	3.2
為替レート（前提）	円/ドル	100.5	98.1	103.8
無担保コールレート（O/N）	%	0.10	0.10	0.10
10年国債利回り	%	1.46	1.40	1.53
通関輸入原油価格（前提）	ドル/バレル	90.5	51.9	63.1

（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				2011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	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期
名目GDP	%	1.3	▲ 2.1	▲ 1.5	▲ 1.6	▲ 2.9	▲ 1.1	▲ 0.6	0.5	0.5	0.1	▲ 0.0	0.3	0.3
実質GDP	%	0.8	▲ 0.9	▲ 0.6	▲ 3.8	▲ 4.0	0.1	0.3	0.7	0.4	0.0	0.2	0.4	0.5
（年率換算）	%	3.4	▲ 3.5	▲ 2.5	▲ 14.4	▲ 15.2	0.5	1.4	2.7	1.6	0.1	1.0	1.4	1.9
民間需要	%	1.4	▲ 1.7	▲ 0.8	▲ 1.1	▲ 3.4	▲ 0.4	▲ 0.4	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3	0.5
民間最終消費支出	%	1.4	▲ 1.0	0.1	▲ 0.8	▲ 1.1	0.2	▲ 0.4	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2
民間住宅	%	4.8	▲ 2.0	3.1	5.5	▲ 5.4	▲ 4.0	2.0	0.5	1.0	0.3	0.0	0.0	0.0
民間企業設備	%	1.7	▲ 2.9	▲ 4.4	▲ 6.7	▲ 10.4	▲ 3.5	▲ 0.5	0.6	1.0	0.7	0.5	1.0	1.5
民間在庫品増加（寄与度）	%pt	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.0	0.5	▲ 0.3	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0	0.1	0.0	0.0
公的需要	%	▲ 1.3	▲ 0.7	▲ 0.0	1.3	0.2	0.9	1.7	1.8	0.6	▲ 0.7	▲ 0.1	0.2	0.2
政府最終消費支出	%	▲ 0.4	▲ 0.8	▲ 0.2	1.6	0.3	0.5	1.0	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
公的固定資本形成	%	▲ 5.1	▲ 0.8	1.0	▲ 0.1	▲ 0.0	2.0	5.2	8.1	2.0	▲ 5.0	▲ 2.0	0.0	0.0
輸出	%	2.4	▲ 0.8	1.0	▲ 14.7	▲ 26.0	▲ 2.0	0.5	1.2	1.5	1.0	1.2	1.5	2.0
輸入	%	2.4	▲ 4.2	1.5	3.1	▲ 15.0	▲ 5.7	▲ 2.0	▲ 0.5	0.0	0.5	0.6	1.0	1.5
国内需要寄与度	%pt	0.8	▲ 1.4	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 2.6	▲ 0.3	0.1	0.5	0.2	▲ 0.0	0.2	0.3	0.4
民間需要寄与度	%pt	1.1	▲ 1.3	▲ 0.6	▲ 0.8	▲ 2.7	▲ 0.4	▲ 0.4	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3
公的需要寄与度	%pt	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.0	0.3	0.1	0.1	0.3	0.4	0.1	▲ 0.2	▲ 0.0	0.1	0.1
海外需要寄与度	%pt	0.0	0.5	▲ 0.1	▲ 3.2	▲ 1.4	0.6	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
GDPデフレーター（前年比）	%	▲ 1.3	▲ 1.4	▲ 1.5	0.8	1.1	1.4	1.3	▲ 1.1	▲ 2.2	▲ 1.0	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.5
国内企業物価　（前年比）	%	3.5	4.9	7.3	2.6	▲ 1.8	▲ 5.3	▲ 8.1	▲ 7.1	▲ 3.3	▲ 2.3	▲ 1.8	▲ 1.5	▲ 1.0
全国消費者物価　（　〃　）	%	1.0	1.5	2.3	1.0	▲ 0.1	▲ 0.7	▲ 2.2	▲ 1.7	▲ 1.4	▲ 1.2	▲ 1.1	▲ 1.0	▲ 0.9
完全失業率	%	3.8	4.0	4.0	4.0	4.4	4.9	5.3	5.6	5.9	6.0	5.9	5.7	5.5
鉱工業生産　（前期比）	%	0.3	▲ 1.3	▲ 3.2	▲ 11.3	▲ 32.0	1.0	▲ 0.4	1.5	0.7	▲ 0.4	0.7	1.0	2.0
経常収支（季節調整値）	兆円	5.3	5.0	4.0	2.1	1.7	2.3	2.7	3.0	3.2	3.4	3.7	3.9	4.1
名目GDP比率	%	4.0	3.9	3.2	1.7	1.4	1.9	2.3	2.5	2.7	2.8	3.1	3.3	3.4
為替レート（前提）	円/ドル	105.2	104.5	107.6	96.1	93.6	97.5	97.5	97.5	100.0	102.5	102.5	105.0	105.0
無担保コールレート（O/N）	%	0.51	0.50	0.50	0.30	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	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	1.28	1.40	1.35	1.40	1.45	1.45	1.50	1.55	1.60
通関輸入原油価格（前提）	ドル/バレル	95.0	109.2	129.4	79.8	43.7	47.5	55.0	57.5	60.0	60.0	62.5	65.0	65.0

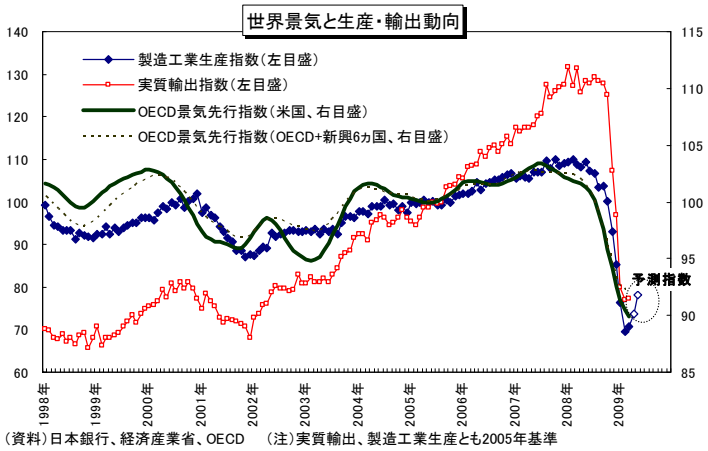
（注）全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

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

3. 2009～10年度の日本経済・物価見通し：

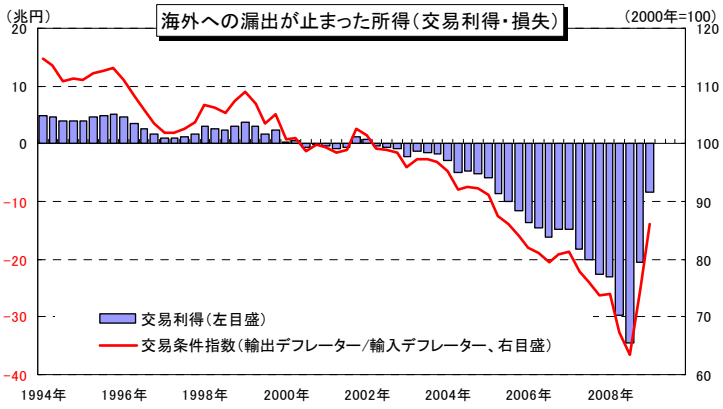
(1)経済見通し

前回の見通しでも指摘したが、「需要の瞬間蒸発」や「急降下」とも評された今回の急激な景気悪化は、確かにスピードだけ見れば、1930年代の世界大恐慌当時を上回っていた面もあったが、どんなに下振れしたとしても、経済が崩壊しない限り、景気の落ち込む程度には限度があるはずであり、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。実際に、09年3月分の輸出・生産関連の指標からは悪化が止まりつつある状況が示されており、様々な政策発動による効果が徐々に出始めたことによって、全般的な悪化の度合いは緩やかになったと思われる。



(資料)日本銀行、経済産業省、OECD　(注)実質輸出、製造工業生産とも2005年基準

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、実際の景気持ち直し基調が強まることが見込まれる。とはいえ、国家の管理下にある中国経済はまだしも、公的資金を投入され、事業再生に取り組んでいる米自動車産業や金融機関が、先行き賃下げなどといった、いわゆるデフレ的な施策に取り組まざるを得ないのは不可避であり、日本経済を牽引してくれるほどの力強さを取り戻すのはまだ先の話であろう。



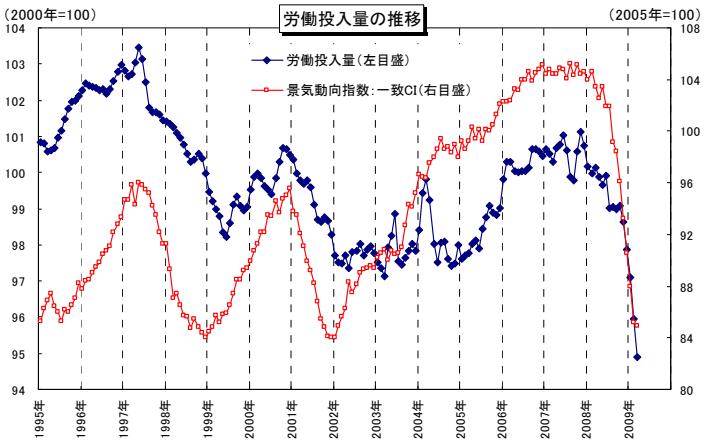
(資料)内閣府統計より作成　(注)交易利得・損失は2000年連鎖価格表示

しかし、交易条件の改善に伴って海外へ大量に漏出していた所得の流れが止まったこと、日本との関係の深い中国経済が政府の経済対策の効果により底堅さを取り戻しつつあること、さらには日本の政策当局が打ってきた政策効果が多少滲み出てくることへの期待感もあり、4～6月期にはプラス成長に転じるのでは、との予想も浮上している。しかし、中国経済だけに日本のみならず世界経済の行方を委ねるのは困難であり、幻想だった「デカップリング論」の二の舞を演じることになりかねない。また、08年秋以降の財政出動についても、1～3月期時点で6.2%まで拡大したGDPギャップ率(平均値概念、当総研試算)を穴埋めするほどの規模ではない上に、自由な国際資本移動が可能な国における財政政策に対してはそもそも一時的な効果しか期待すべきではない。

以下、まず4～6月期に絞って経済見通しを述べてみたい。輸出については、08年秋以降、いずれの地域についても大きく低下してきたOECD景気先行指数であるが、最近になって中国・東アジア地域などを中心に下げ止まる動きを見せていることを踏まえれば、弱いながらも徐々に回復の動きが強まっていくものと思われる。一方、国内需要の不振を受けて、

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

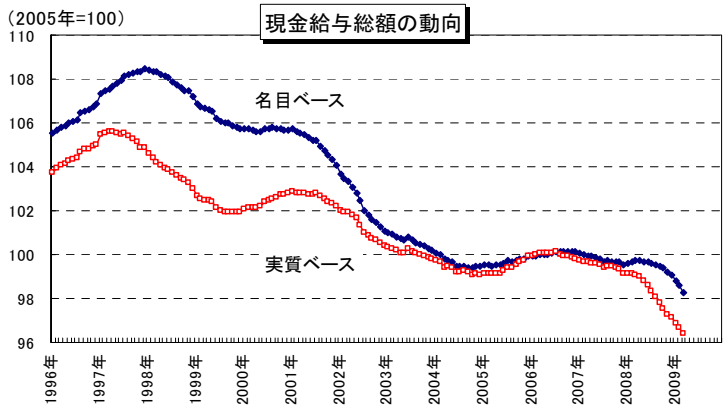
大幅に悪化した輸入については、当面は弱い動きが続くことが予想される。これにより、外需寄与度は再びプラスに転じることになるだろう。一方、企業設備投資の先行指標とされる機械受注(船舶・電力を除く民需)は1～3月期まで4四半期連続の減少が続いており、4～6月期(内閣府集計)についても前期比▲5.0%と減少見通しとなっている。鉱工業生産の低下に歯止めがかかりつつあるとはいえ、製造業では設備過剰感が大きく強まっているほか、底堅さもあった非製造業にラグを伴って悪影響が波及しつつあることを踏まえれば、今しばらくは企業の設備投資抑制姿勢は続く可能性が高いだろう。



(資料)内閣府、厚生労働省、総務省　(注)労働投入量は雇用者数と総労働時間の積、3ヵ月移動平均。

一方、民間消費については、総額2兆円の定額給付金や休日の高速道路料金引き下げ(一律1,000円)による消費喚起も期待されるところであるが、非正規従業員の雇い止めや、正規従業員の賃金カット・賞与圧縮を含めた雇用調整の動きが本格化していることから、家計可処分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、4～6月期については、消費・設備投資といった民間需要の低迷は続くものの、政府消費・公共投資といった公的需要や外需の改善に伴い、前期比年率0.5%と、微増ながらも5四半期ぶりのプラス成長となると予測する。

その後も、政策効果が強まっていくことから、09年度下期にかけて日本経済はプラス成長を維持していくものと思われるが、09年度を通じては、**実質GDP成長率で同▲4.1%**(前回予測では▲4.6%で、0.5%ptの上方修正)と、2年続けてのマイナス成長が予測される。上方修正の理由は、主として、現在審議中の09年度補正予算に伴う政策効果が年度半ばにかけて出てくることを織り込んだためである。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(▲0.0%、▲1.5%)であるが、マイナス幅は今回の方が格段に大きい。ちなみに、09年度の成長率のマイナス幅は08年度(▲3.5%)よりも拡大するが、ゲタが▲4.9%あることを踏まえれば、実質的には年度内はプラス成長であることに留意すべきであろう。また、**名目GDP成長率も▲4.4%**(前回予測は▲5.3%)と、**2年連続のマイナス成長を予測**する。08年度下期には前年比プラスに浮上した**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▲0.2%**と年度を通じては下落状態が継続すると予測する。



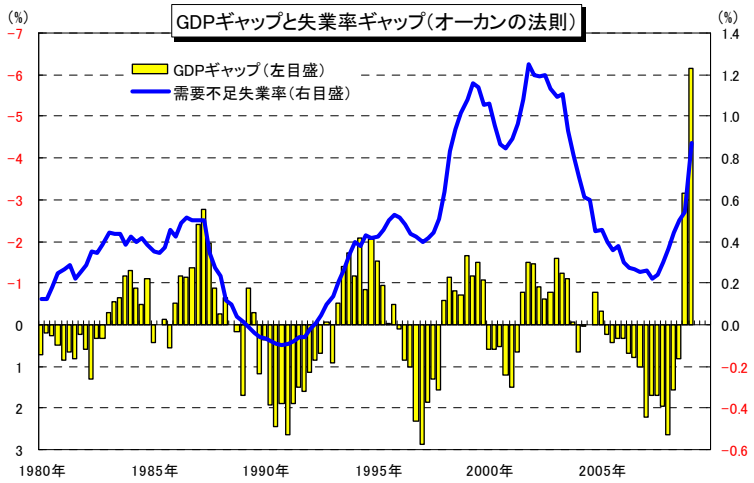
(資料)厚生労働省、総務省より作成　(注)12ヶ月移動平均

また、10年度に関しては、徐々に民間需要にも景気持ち直しの動きが強まっていく反面、09年度の成長を下支えした公的需要の息切れが見込まれる。年度を通じては、**実質GDP**

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

成長率で同 1.2%と、3 年ぶりのプラス成長を予測する。なお、四半期別に見れば、公的需要に頼らずに潜在成長率(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。また、名目 GDP 成長率は 0.7%と、同じく 3 年ぶりのプラスに転じると予測する。一方、GDP デフレーターは前年度比▲0.5%と下落幅が拡大、名実逆転は 11 年度以降に持ち越しとなるだろう。

一方、悪化を続ける雇用環境であるが、08 年度下期にかけての記録的なマイナス成長の結果、すでに大幅なデフレギャップの乖離が生じており、それがなかなか縮小方向に向かわないとの見通しを踏まえれば、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、といえるだろう。大企業製造業の景況悪化が止まる反面、非製造業や中小企業などは悪化傾向が続く可能性が高く、今後とも失業率は上昇傾向を強めていき、09 年度内には統計開始以来の最高値(5.5%)を上回り、6%台になることも予想される。10 年度に入れば、反転が始まると思われるが、景気の急回復が見込める状況にはないことから、非常に緩やかな低下に留まるだろう。



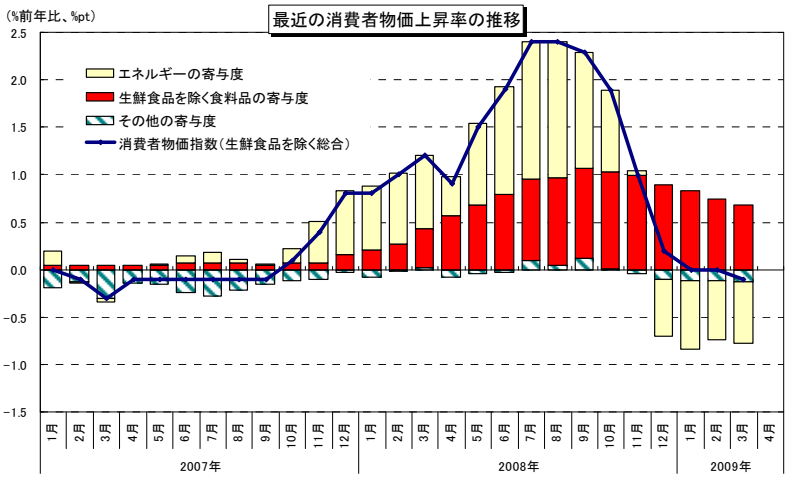
(資料)内閣府、厚生労働省、総務省統計局のデータより農林中金総合研究所作成

(2)物価見通し

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)も 09 年 3 月には前年比▲0.1%と、1 年 6 ヵ月ぶりに下落に転じた。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 0.65%pt であったが、エネルギーの寄与度は▲0.62%pt と大きな物価押下げ要因となっている。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。

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、大幅に値下がりした。その後、徐々に上昇する動きを続けているが、09



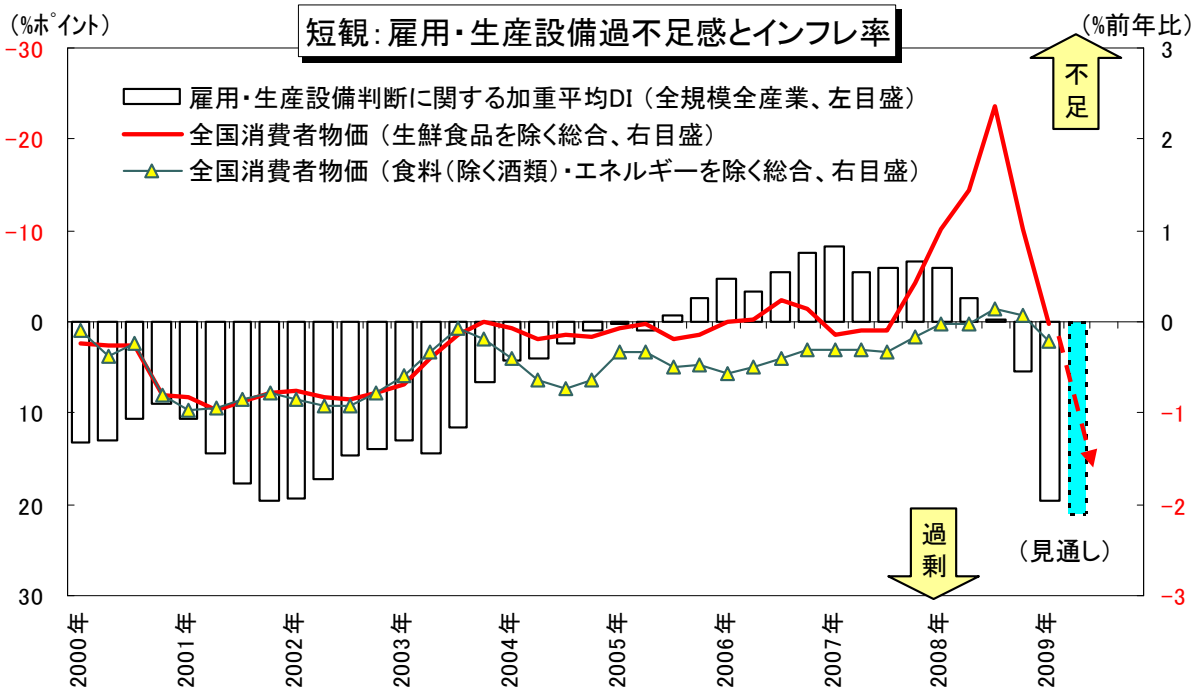
(資料)総務省統計局の公表統計より作成

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

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年度入り後は、電気・ガス料金が漸次値下げされるほか、航空運賃・パック旅行も引き下げられる方向にある。さらに、食料品の値上げ圧力も徐々に解消していくものと思われる。

09年度下期以降、物価下落率は緩やかに縮小していくものと思われるが、物価下落自体は10年にかけても継続する可能性が高い。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、09年度の消費者物価(全国、生鮮食品を除く総合)は▲1.5%と、5年ぶりの下落に転じ、10年度も▲1.1%と下落状態が続くことが見込まれる。一足早く前年比マイナスに転じた国内企業物価についても、同様に09、10年度と2年連続での前年比下落(▲6.0%、▲1.6%)が予想される。



(資料)日本銀行、総務省統計局の統計資料より作成 (注)雇用・生産設備判断DIを2:1で加重平均

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

2009～10年度　日本経済見通し

（前期比）

	単位	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	%	▲ 3.5	▲ 4.1	▲ 1.8	1.2	1.2	0.4	0.8
民間需要	%	▲ 2.8	▲ 3.6	▲ 2.3	▲ 0.2	0.7	0.4	0.8
民間最終消費支出	%	▲ 0.5	▲ 1.0	▲ 0.5	▲ 0.3	0.1	0.1	0.3
民間住宅	%	▲ 3.0	▲ 2.9	▲ 5.7	3.0	1.8	0.8	0.0
民間企業設備	%	▲ 10.3	▲ 14.8	▲ 9.0	0.6	2.9	1.5	2.3
公的需要	%	▲ 0.5	4.0	1.9	3.8	1.2	▲ 0.4	0.3
政府最終消費支出	%	0.4	2.5	1.2	1.7	1.4	0.6	0.8
公的固定資本形成	%	▲ 4.5	11.0	4.6	14.9	▲ 0.2	▲ 5.0	▲ 2.0
財貨・サービスの純輸出	兆円	21.1	8.6	7.6	9.6	11.0	10.6	11.4
輸出	%	▲ 10.2	▲ 27.8	▲ 16.5	2.5	5.1	2.4	3.7
輸入	%	▲ 3.5	▲ 16.6	▲ 14.2	▲ 2.5	1.1	0.8	2.4
内需寄与度（前期比）	%	▲ 2.3	▲ 2.2	▲ 1.3	0.6	0.8	0.2	0.6
民間需要（〃）	%	▲ 2.1	▲ 3.0	▲ 1.8	▲ 0.0	0.5	0.3	0.5
公的需要（〃）	%	▲ 0.1	0.7	0.4	0.7	0.3	▲ 0.1	0.1
外需寄与度（〃）	%	▲ 1.2	▲ 1.9	▲ 0.6	0.4	0.5	0.2	0.2
デフレーター（前年比）	%	▲ 0.2	▲ 0.2	1.4	▲ 1.6	▲ 0.5	▲ 0.7	▲ 0.3

（前年同期比）

	単位	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	%	▲ 3.7	▲ 4.4	▲ 6.5	▲ 2.4	0.7	▲ 2.4	0.4
実質GDP	%	▲ 3.5	▲ 4.1	▲ 7.7	▲ 0.8	1.2	▲ 0.8	1.4
民間需要	%	▲ 2.8	▲ 3.6	▲ 5.4	▲ 2.4	0.7	▲ 2.4	▲ 0.0
民間最終消費支出	%	▲ 0.5	▲ 1.0	▲ 1.8	▲ 0.6	0.1	▲ 0.6	▲ 0.3
民間住宅	%	▲ 3.0	▲ 2.9	▲ 1.8	▲ 3.9	1.8	▲ 3.9	3.8
民間企業設備	%	▲ 10.3	▲ 14.8	▲ 21.3	▲ 8.2	2.9	▲ 8.2	1.8
公的需要	%	▲ 0.5	4.0	3.3	4.9	1.2	4.9	3.4
政府最終消費支出	%	0.4	2.5	2.8	2.3	1.4	2.3	2.1
公的固定資本形成	%	▲ 4.5	11.0	5.0	17.1	▲ 0.2	17.1	10.2
財貨・サービスの純輸出	兆円	21.1	8.6	7.6	9.6	11.0	10.6	11.4
輸出	%	▲ 10.2	▲ 27.8	▲ 37.7	▲ 14.6	5.1	▲ 14.6	4.3
輸入	%	▲ 3.5	▲ 16.6	▲ 17.5	▲ 15.5	1.1	▲ 15.5	▲ 2.0

国内企業物価　（前年比）	%	3.2	▲ 6.0	▲ 6.7	▲ 5.2	▲ 1.6	▲ 2.0	▲ 1.2
全国消費者物価　（〃）	%	1.2	▲ 1.5	▲ 1.5	▲ 1.6	▲ 1.1	▲ 1.2	▲ 1.0
完全失業率	%	4.1	5.4	5.1	5.8	5.8	6.0	5.6
鉱工業生産(前年比)	%	▲ 12.8	▲ 22.2	▲ 31.5	▲ 10.3	2.3	2.0	2.7
住宅着工戸数	千戸	1,072	925	438	488	1,113	544	569
経常収支	兆円	12.9	11.2	5.0	6.2	15.1	7.1	8.0
貿易収支	兆円	1.4	1.3	0.1	1.2	6.4	3.2	3.2
為替レート(前提)	ﾄﾞﾙ/円	100.5	98.1	97.5	98.8	103.8	102.5	105.0
通関輸入原油価格(前提)	ﾄﾞﾙ／ﾊﾞﾚﾙ	90.5	51.9	45.0	58.8	63.1	61.3	65.0

(注)消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は当総研による。

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

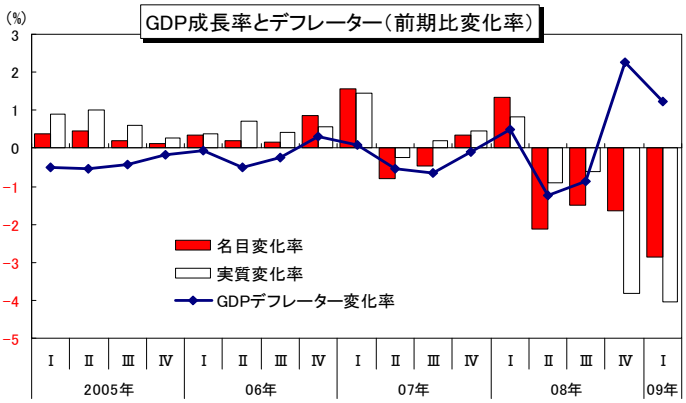
【参考1】 GDP デフレーターについて

◆ 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デフレーターであるが、08年10～12月期には、これまで高騰を続けてきた原油など資源価格が急落したのを受けて輸入デフレーターが大幅な下落に転じた（同▲21.2%）。一方、その変動が想定以上のペースで進んだため国内各部門では価格設定行動が追いつかず、また一部に過去の上昇分を転化する動きも残ったため、国内需要デフレーターは同▲0.8%の下落に留まった。その結果、GDPデフレーター全体としては同2.3%と4四半期ぶりにプラスに転じた（前年比でも0.8%と約11年ぶりのプラス）。

◆ 続く09年1～3月期も同様、輸入デフレーターが前期比▲11.0%と大幅下落が続いたが、国内部門の価格設定が瞬時に反応しないこともあり、全体としては同1.2%と2四半期連続のプラスとなった（前年比は1.1%へ上昇率加速）。ただし、国内需要デフレーターは概ね下落傾向となっており、前年比で見れば▲0.9%と2年ぶりに下落に転じた。

◆ 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。



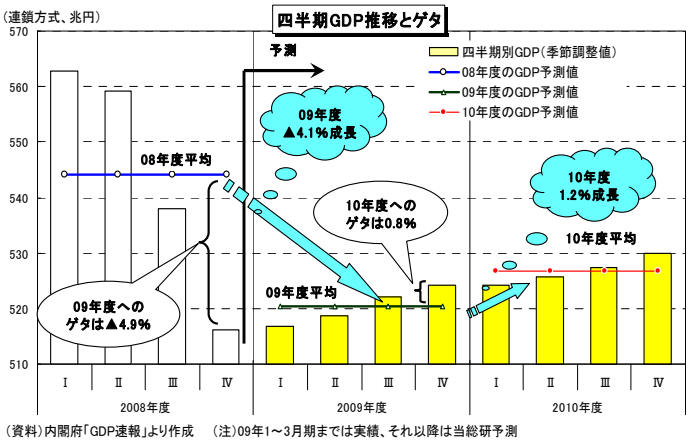
（資料）内閣府資料より作成

【参考2】 GDP 予測における「成長率のゲタ」

◆ 「成長率のゲタ」とは、各年度の最終四半期（1～3月期）のGDPが当該年度（4月～翌年3月）のGDPをどの程度上回っているか（もしくは下回っているか）を示すもので、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。

◆ 08年度に関しては、07年度からのゲタが1.0%あったが、08年度を通じての成長率は▲3.5%であり、年度内は実質的に▲4.5%の大幅なマイナス成長となったと見なすことができる。また、09年度に向けてのゲタは▲4.9%であるが、当総研の09年度見通し（▲4.1%成長）を前提にすれば、09年度内は実質的には0.8%と緩やかながらもプラス成長となる。

◆ さらに、10年度に向けてのゲタは0.7%が見込まれる。10年度の成長率見通し（1.2%）からは、10年度内の成長率は0.5%と試算されるが、V字回復にはほど遠い数字といえるだろう。



（資料）内閣府「GDP速報」より作成　（注）09年1～3月期までは実績、それ以降は当総研予測

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

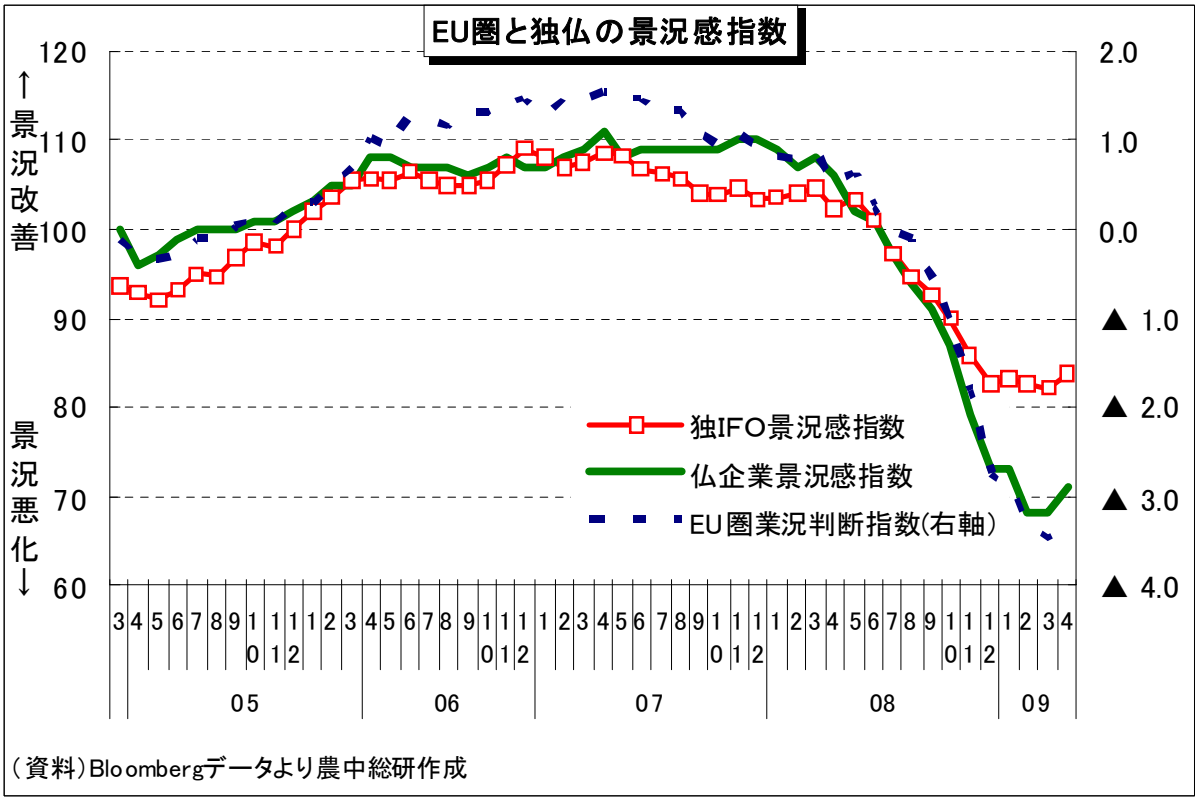
付　表　1

欧州経済の状況(予測の前提)

主要国の実質GDP成長率の実績と見通し　　見通し　(前年比:%)

		2006	2007	2008	2009	2010
ユーロ・ゾーン		3.0	2.7	0.8	▲ 3.4	0.3
	ドイツ	3.0	2.5	1.3	▲ 4.5	0.5
	フランス	2.4	2.3	0.4	▲ 2.5	0.3
	イタリア	2.1	1.5	▲ 1.0	▲ 3.6	0.0
英　国		2.8	3.0	0.7	▲ 3.3	0.3
BRICs	中国	11.7	11.9	9.0	7.0	8.3
	ロシア	7.7	8.1	5.6	▲ 1.5	2.5
	インド	9.9	9.2	7.4	5.1	6.8
	ブラジル	3.9	5.7	5.1	▲ 0.1	2.9
南アフリカ		5.2	5.1	3.2	0.1	3.1

Datastream(各国GDP統計等)データより作成、08年実績は一部速報・推計を含む
見通しはConsensus Economics社データによる(09.5.22現在)

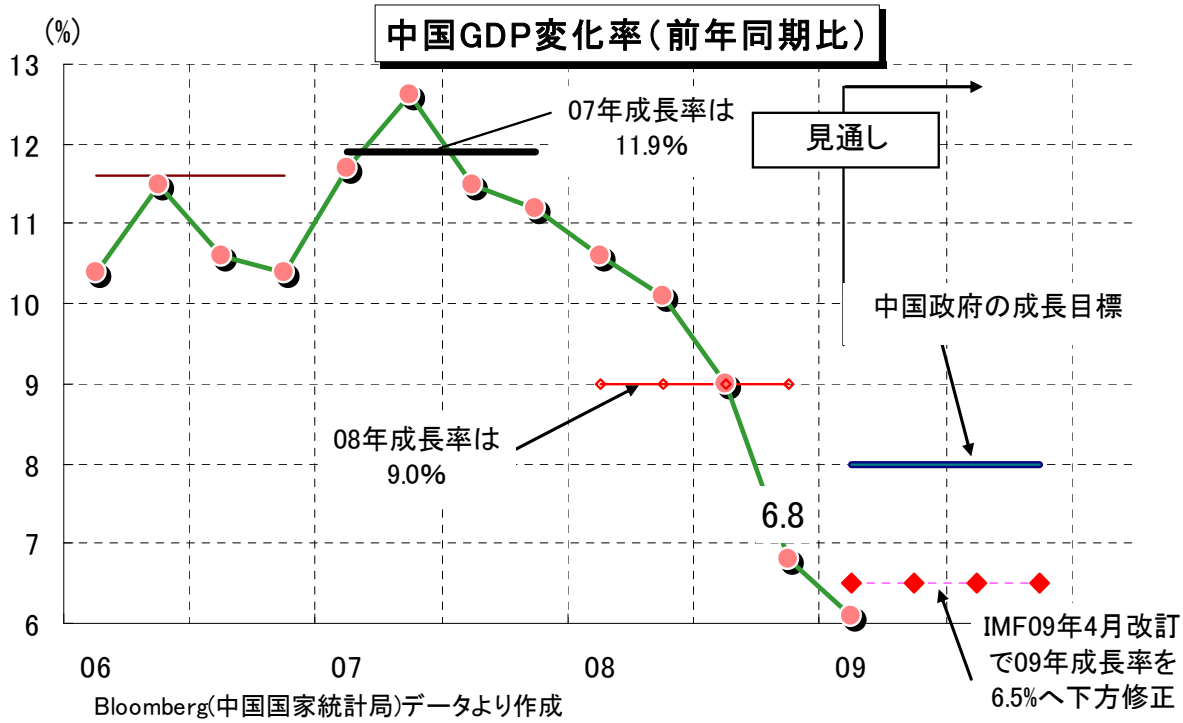


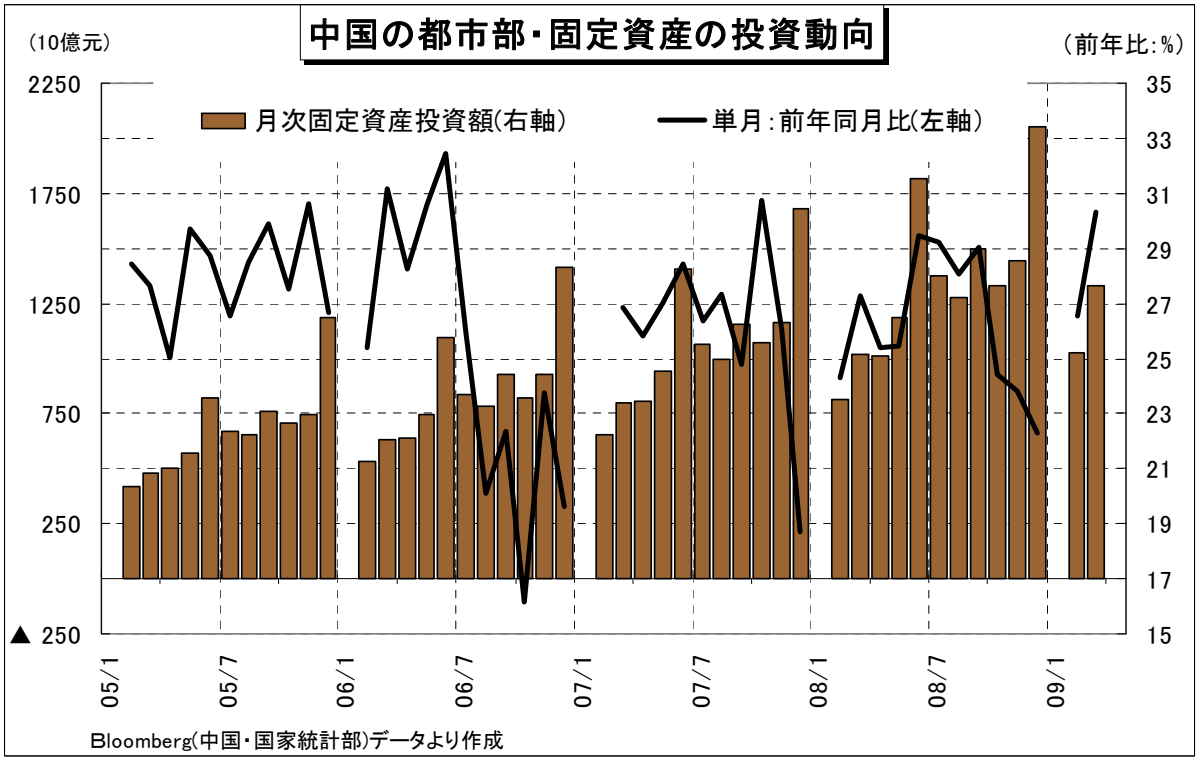
(資料)Bloombergデータより農中総研作成

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

付　表　２

中国経済の状況(予測の前提)





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

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－④

～地域コミュニティの発展に取り組む ノースイースト･コミュニティ･フェデラル･クレジットユニオン～

古江　晋也

要旨

･米国クレジットユニオンのなかには、低中所得者やコミュニティに金融サービスを提供することを目的とした「地域開発クレジットユニオン」がある。この地域開発クレジットユニオンは米国財務省･地域開発金融機関基金の認証を受けて、地域コミュニティの発展に取り組んでいる。

･サンフランシスコ市チャイナタウン地区にメインオフィスを構えるノースイースト･コミュニティ･フェデラル･クレジットユニオンは、地域開発クレジットユニオンとして低所得者、ホームレス、新たな移民者、金融機関に口座などがない「アンバンクト」と呼ばれる人々にも金融サービスを提供している。

地域開発クレジットユニオンとは

米国クレジットユニオンのなかには、低中所得者やコミュニティに金融サービスを提供することを目的とした「地域開発クレジットユニオン」がある。同クレジットユニオンは全米地域開発クレジットユニオン連盟に加盟しており、米国財務省・地域開発金融機関基金（Community Development Financial Institution Fund）から地域開発金融機関の認証を受けている。

地域開発金融基金とは、低中所得者コミュニティに金融サービスを提供する金融機関の能力を拡大させることを任務とし、地域経済の再活性化などを図るために1994年、リーグル地域開発･規制改善法によって創設された。

またクレジットユニオンのなかには、全米クレジットユニオン管理庁（National Credit Union Administration、以下「NCUA」）の認可を受けることで、①非組合員からの預金受入、②NCUAから低利ローンと技術的支援の受入が可能となる「低所得クレジットユニオン」もある。

本稿では地域開発金融機関と低所得クレジットユニオンの認定を受けているノースイースト・コミュニティ・フェデラル・クレジットユニオン（以下、「ノースイースト」）の取組みを紹介することで、クレジッ

図表1　NCFCUの概況

	2006年末	2007年末	2008年末
総資産（ﾄﾞﾙ）	812万371ﾄﾞﾙ	851万4,906ﾄﾞﾙ	868万367ﾄﾞﾙ
総資産（円）*	8億1,203万7,100円	8億5,149万600円	8億6,803万6,700円
シェア（預金）	645万6,729ﾄﾞﾙ	676万8,898ﾄﾞﾙ	689万9,408ﾄﾞﾙ
総持分	160万2,974ﾄﾞﾙ	170万8,316ﾄﾞﾙ	176万5,104ﾄﾞﾙ
純利益	13万4,432ﾄﾞﾙ	10万5,342ﾄﾞﾙ	5万6,788ﾄﾞﾙ
自己資本比率	15.52%	16.04%	16.39%
組合員数	1,373人	1,524人	1,587人
職員数（含パートタイマー）	10人	9人	10人

（出所）National Credit Union Administration, Financial Performance Reportより
*1ドル＝100円で換算

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

写真1　ノースイースト･メインオフィス

写真2　サンフランシスコ･チャイナタウン地区

トユニオンにおける低中所得者やマイノリティ・コミュニティ経済の再活性化を検討する。

ノースイーストのビジネスモデル

ノースイーストはサンフランシスコ市チャイナタウン地区にメインオフィスを構える小規模なクレジットユニオンである（写真1､2参照)｡同クレジットユニオンは1981年､｢組合員の満たされない貯蓄と信用ニーズを満たす」ことを任務とする地域開発クレジットユニオンとして設立された。

設立当初は、ボランティアによる支援や助成金などを受けて運営されていたが､1988年には一般の金融機関から融資を受けることができない人々にスモールビジネスローン（零細企業等向け融資）を提供するまでに成長｡1996年にはテンダーロイン地区にテンダーロイン支店を､2007年にビジテーションバレー地区にビジテーションバレー支店を開設した。

組合員資格範囲を「地域型」としているノースイーストは､現在､チャイナタウン､テンダーローン､サードストリート、ビジテーションのほか、ノースビーチ、ノブヒルの一部を含めているが、これらの地域の大きな特徴は世帯の平均収入額が、サンフランシスコにおける世帯の平均収入額(5万5,221ドル・2000年）の28～75%の範囲となっていることにある｡また､組合員のなかには低所得者、ホームレス、新たな移民者も少なくなく、後述するように低所得者層が一般的な金融機関から金融サービスを受けることが困難ななか、なくてはならない存在となっている。

一方、ノースイーストは前述したように地域開発金融機関と低所得クレジットユニオンの認証を受けているため、商業銀行などから無利息の預金が5年間預けられることに加え、NCUA、サンフランシスコ市、米国最大の募金組織であるユナイテッドウェイ、赤十字から助成（金）を得ることができ、店舗家賃やスタッフの給与などを賄っている。

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

写真3　ペイデーローン業者

商業銀行がノースイーストに無利息の預金を預け入れる背景には、地域再投資法（Community Reinvestment Act：以下「CRA」）がある[注1]。地域再投資法とは、預金取扱金融機関が低中所得者などをも含めた営業地域のクレジットニーズを満たすことを促進するため、1977 年に制定された。連邦準備制度理事会、連邦預金保険公社、通貨監督庁、貯蓄金融機関（スリフト）監督庁の金融機関監督当局は同法により検査を実施。銀行の支店開設、合併・買収申請を許可するかどうかの判断材料としている。

地域再投資法は当初、積極的に適用されてこなかったが、80 年代後半に大手金融機関の合併申請が却下されたことや 90 年代初頭に CRA 格付けが公表されるようになったこともあり、注目されるようになった。同法は 90 年代半ばに強化されたこともあり、店舗の新規出店、合併買収、リピューションなど金融機関の経営戦略に影響を与える要因の一つになっている。ただし、低所得者コミュニティに投資を行うことは貸倒などのリスクなども考慮しなければならない。このような二律背反を満たす方策が地域開発金融機関の支援であり、このことによって CRA の基準を満たすとともに、貸倒リスクなどを回避することができる。

[注1] 地域再投資法については米国連邦金融機関検査協議会（the Federal Financial Institutions Examination Council）ホームページなどを参照。

低所得者等と米国社会

一般に、低所得者、ホームレス、新たな移民者、金融機関に口座などがなく取引を行っていない「アンバンクト」（unbanked）と呼ばれる人々は、銀行などの金融機関と取引できないため、ペイデーローン業者、小切手換金業者、質屋などから基本的な金融サービスを受けている。ペイデーローン業者（写真 3 参照）は、顧客に給料日までの「繋ぎ資金」（2～4 週間）として数百ドルを貸し出す小口金融サービスを提供しているが、同ローンは米国で大きな社会問題にもなっている。その理由は州によって異なるものの、年利 400%～800%以上に相当する手数料を課すことにあり、利用者のなかには借換を行う利用者も少なくなくないためである。また、「アンバンクト」である人々は、同ローン業者に小切手換金のために高い手数料を支払っている。

州によってはペイデーローン業者を規制しているところもあるが、カリフォルニア州の場合、ペイデーローン業者の手数料上限は年利 460.16%（14 日間）となっている。深刻化する「アンバンクト」問題に対処するため、カリフォルニア州政府は「バンク・オン・カリフォルニア」というキャンペーンなどを実施しており、貯金、信用履歴の構築やアクセスを促している。

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

写真4　テンダーロイン支店

写真5　テラーカウンター

また、米国では金融機関との取引を行う上で口座維持手数料などの費用や良好な信用情報が求められる。しかし、低所得者や新たな移民者の人々のなかには手数料を支払うことができなかったり、高いクレジットスコアを獲得することができず、一般の金融機関へのアクセスが排除されるケースもある。

フレッシュスタートローンとグレースローン

このような状況のなか、ノースイーストは、貯蓄口座、定期預金、振込、個人開発口座（Individual Development Accounts）、個人ローン（有担保・無担保）、自動車ローン、住宅ローン、リフォームローン、スモールビジネスローンなどの一般的な金融商品を取扱っているが、なかでも「フレッシュスタートローン」や「グレースローン」といったユニークなローン商品もある。

フレッシュスタートローンとは、組合員が信用履歴の再建や貯蓄を行うことを目的としたローンであり、ノースイーストが開発。現在は 30 人程度が継続して利用している。同ローンは預金担保ローンであり、ローン金額が組合員の口座に預金される。ローン金額は数百ドル程度であり、ローン期間中、その預金は事実上の担保となるため、引き出すことができない。借入者はローンの元本と利息を月々返済し、ローンが滞りなく返済されれば、組合員は元本と利息の全額を受け取ることができる。そのため、収入を上回って消費を行う傾向のある人々でも貯蓄することができる。また、ノースイーストは信用情報機関に報告を行うため、クレジットスコアを向上させることができる。

一方、「グレースローン」とはペイデーローンの代替的金融商品であり、一定の条件をもとに口座振込額の 30%以下、または 300 ドルを上限として 2 週間に年利 18%で融資を行っている（300 ドルで 2 週間の場合、金利は 2.07 ドル）。さらに、同クレジットユニオンでは当座預金を扱っていないが、組合員の請求書の支払には銀行小切手で対応し、１ヵ月に 5 回までを無料とするなどの取組みを行っており、地域社会の人々に対応している。

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

ボランティア所得税支援制度など

ローン商品以外にもノースイーストは地域ならではの金融サービスを行っている。例えば、日本では税務代理業務が税理士の独占業務となっているが、米国ではボランティア所得税支援制度があり、民間ボランティアが無料で税務相談などを行っている。筆者は 2 月上旬に同クレジットユニオンを訪問したが、メインオフィスやテンダーローン支店（写真 4、5 参照）は、小切手の換金などテラー業務を利用する組合員に加え、地域住民の電子申告などボランティア所得税支援制度のサービスを受けようとしている組合員などが来店しており、活気があった。

また、ノースイースト職員は組合員に常に貯蓄を行うように指導及びカウンセリングを行っている。金融教育は、小学校や中学校などでも実施。家計管理の重要性や無駄遣いをしないように訴えている。

おわりに

本稿では地域開発型クレジットユニオンであり、地域開発金融機関であるノースイーストの取組みを検討した。前述の通り、低所得者、新たな移民者、「アンバンクト」らが日常的に金融機関を利用するのは大きな困難を伴うことが多い。そうした人々に対する金融サービスを提供するクレジットユニオンの一つがノースイーストであり、全米地域開発クレジットユニオン連盟によれば、地域開発クレジットユニオンは 230 組合ある。

また、ノースイーストに訪問する組合員のなかには、同クレジットユニオンの職員に気軽に相談を行うなど、組合員と密接な関係を構築している。

サンフランシスコ市は米国の中では比較的豊かさを享受している都市の一つであるが、その一方で金融サービスを受けることができない人々が多く存在しているのも事実である。ノースイーストなどの地域開発クレジットユニオンは、それらの地域の人々にとって不可欠な存在となっており、今後の展開が期待される。

【参考文献】

・ノースイースト・コミュニティ・フェデラル・クレジットユニオン・ホームページ。

・全米地域開発クレジットユニオン連盟（National Federation of Community Development Credit Unions）ホームページ。

・米国連邦金融機関検査協議会ホームページ。

・米国地域金融サービス協会（The Community Financial Services Association of America）ホームページ。

・サンフランシスコ市ホームページ。

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

今月の焦点

海外経済金融

金融機関の不良資産買取をめぐる欧州の動向

荒木　謙一

不良資産買取をめぐる欧米の動向

世界的な金融危機に直面した欧米各国の対応策として、金融機関が保有する不良資産を切り離して別途管理する仕組み（いわゆるバッドバンク）を構築する動きが見られる。国際通貨基金（IMF）は09年4月に発表した国際金融安定報告書の中で、問題資産への体系的な対処について、主にバッドバンクと政府保証という2つの手法が採用されていることを述べ、「各国の銀行システムによってその直面する問題およびその保有する問題資産の程度が異なることから、国によって様々な措置がとられてきた。最も重要なのは、適切なアプローチを選択し、そのための十分な資金を確保した上で、明確な方法で実行に移すことである」と指摘している。

米国では財務省が09年3月に公共・民間投資プログラム（PPIP）による不良資産買取り策を発表したが、当初4月からとされていた実施は遅れている。PPIPについては発表当初から問題点を指摘する意見も多く見られたが、とりわけ不良債権の買取価格をどのように設定するかが重要な論点とみられる。

欧州でも、08年10月にスイスの中央銀行が最大手銀行ＵＢＳの不良資産を買取る支援策を発表したのに続き、アイルランドとドイツの政府がバッドバンク設立を発表している。

第1表　各国が設立したバッドバンクの概要比較（設立予定を含む）

国名	スイス	アイルランド	ドイツ
バッドバンクの名称・タイプなど	スイス国立銀行（ＳＮＢ）スタブファンド	ナショナル・アセットマネジメント・エージェンシー（ＮＡＭＡ）	分散型バッドバンクモデル
買取対象金融機関	ＵＢＳ	政府が認めた複数の金融機関（当初6行）	商業銀行
バッドバンクの設立形態	ＵＢＳを単一の買取対象として設立	政府が単一の買取機関として設立	銀行が個別かつ任意に設立
買取対象資産	流動性を失ったＵＢＳの資産（最大600億ドル）	国内外の不動産・住宅ローン及び大口の不動産担保証券（最大900億ユーロ）	流動性を失った証券化商品など（2000億ユーロ相当まで）
買取価額	特定日現在の簿価と専門家による評価額のうち低いほうを採用	欧州委員会のガイダンスに沿った査定に基づき適正に減価された価額	簿価の90%（ただし買取り価額と理論価額の差異を銀行が分割払いで補償）
資金調達	ＳＮＢの融資（最大540億ドル）及びＵＢＳの出資（60億ドル）	アイルランド国債およびＮＡＭＡが発行する政府保証債	バッドバンクが発行する債券（政府の金融市場安定化基金が支払いを保証）

【出所】スイス国立銀行、アイルランド財務省、ドイツ財務省のホームページの09年5月20日現在の情報を元に作成。
なおドイツ財務省のドイツ語による情報はオンライン翻訳・辞書により英訳のうえ参照した。

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

アイルランドは近年、金融立国モデルによる高成長を享受し「ケルティック・タイガー」との異名をとったが、欧州他国に先駆けて住宅バブルが崩壊した後は、金融機関の経営悪化が深刻化した。アイルランド政府は09年4月に、国内銀行を対象とした不良資産の受け皿機関設立を発表した。

ドイツでは個々の国内金融機関が独自にバッドバンクを設立する案を検討していると09年1月に報じられた。こうした銀行側の動きに対してメルケル首相が、納税者の負担増大につながる大規模バッドバンクの創設に反対する姿勢を示したため、ドイツでは当初、政府主導ではなく個別銀行の取り組みとしてバッドバンク構想が検討されることとなった。金融危機による金融システムの傷み方が大きいと見られるドイツでは、連邦政府がヒポ・リアルエステートの国有化問題の解決を優先していたと見られ、また州政府による州立銀行の救済も相次いでいたため、バッドバンクの設立が更なる納税者の負担を招くことについて、連立政権内部でも反対意見が大きかったようである。

バッドバンクとは何か

「バッドバンク」という言葉は、「不良資産の受け皿機構」、「不良資産買取機構」などとほぼ同義的に報道記事等で日常的に用いられているが、その定義は必ずしも明確ではない。

Elliott(2009)によれば、「バッドバンク／グッドバンク」という対語が広く用いられるようになったのは、1988年の米メロン銀行の事業再編時からとのことである。しかしながら今日では、米国貯蓄金融機関（S&L）危機の最中の1989年に設立された整理信託公社（RTC）が、金融危機への対応策として設立されたバッドバンクの事例としてよく引用される。

また欧州では、北欧危機時の1992年に設立されたスウェーデンのセキュラムが成功的事例と考えられている。これは同国政府により自力再建困難と判断され国有化されたノルド銀行が、自行の不良債権処理のために設立したバッドバンクである。このようにバッドバンクと言っても、多数の金融機関の資産を買取るものから個別銀行の事業再編のためのものまで、その形態は多岐に分かれている。

多様な形態-最適解を求めて-

バッドバンクの形態の多様性に着目して比較をおこなうことは、各国の抱える問題を理解するための一助になると考えられる。

リスク移転の程度という観点から比較した場合、スイス国立銀行によるノンリコース（非遡及型）ローンで大半の原資を調達しているスイスのバッドバンクは、不良資産の移管後に生じる可能性があるＵＢＳの損失を一定の上限額までに限定する仕組みであり、中央銀行による民間銀行支援としての性格が強い。一方でドイツのバッドバンク計画は銀行株主の責任が強調されており、銀行は不良資産の移管後に発生する損失に対して一定の補償義務を負う。

また買取対象資産の比較では、スイスやドイツが原債権の種類を明確にしていないのに対し、アイルランドが不動産関連のローン等に限定している点も注目される。これは同国の経済における金融業と建設業の重要性に鑑みた措置であると考えられ、主に金融システムの側面に力点を置いたドイツの措置とはかなり異なる。近年ドイツでは住宅バブルが発生しておらず、同国のバッドバンクには銀行業以外の特定産業を支援する意味合いはほとんど見受けられない。

このように各国のバッドバンク計画は、金融システムの違いや政治経済事情を反映した多様な仕組みとなっているが、その多くは何らかの形で納税者の負担を伴うものであるため、移管後の資産運用にかかる透明性確保が課題である。

＜参考文献＞　（09.05.26）

・Douglas J. Elliott (2009), *“Bad Bank”,”Nationalization”, “Guaranteeing Toxic Assets”:Choosing among the options*, The Brookings Institution

・**内閣府『世界経済の潮流』、2003年4月**

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

今月の焦点

国内経済金融

効率化により顧客サービスを向上させる平塚信金

田口　さつき

平塚信用金庫の概要

平塚信用金庫（以下、平塚信金）は、1932年に設立され、神奈川県平塚市を中心に28店舗を展開する。平塚市は、東京の通勤圏内に位置し、26万人の人口をかかえる。古くからの商工業地であり、自動車関連をはじめとして、素材、食品、機械などの数多くの製造業が立地する。また、メガバンクや有力地銀も店舗を構える金融激戦区でもある。

同金庫は、法人向け貸出での態勢整備を進めるべく、同部門への人員を増やすなどの強化を図ってきた。そのような中で、個人向けのサービスの質も維持・向上させるため、業務体制の見直しを積極的に進めてきた。特に「しあわせプラザ」を中心とする営業体制は、その一例であろう。本レポートでは、個人向けサービスでの「効率化」と「質の向上」という一見すれば相反する課題への同金庫の取り組みを紹介したい。

「しあわせプラザ」を中心に

「しあわせプラザ（以下「プラザ」）」は、顧客へのコンサルティングの場であるとともに、本部として支店の個人先担当者（渉外係）をフォローする機能も併せ持つ。

写真１　平塚信用金庫本店

その歩みは、2004年に平塚駅南口に独立した店舗として開設されたことから始まる。その後、店舗機能再編の一環として、平塚駅北口に広がる商店街の一角に位置する本店2階へプラザは移動した。

現在、プラザの営業時間は午前9時から午後5時までである。平塚信金では、「顧客の課題に答えることが使命」と考えており、相談内容は多岐に渡る。プラザでの相談を機に顧客との取引が拡がることもある。

まず、個人顧客に対しては、年金相談やローン相談、投資信託等の資産運用相談を常時行っている。これらに加えて、毎月第3日曜日に年金とローンの相談会を開催し

表1　平塚信用金庫の概要　（億円）

期末　項目	04/3	05/3	06/3	07/3	08/3
店舗数（店）	28	28	28	28	28
期末職員数　（人）	479	463	453	442	434
預金残高	3,801	3,822	3,935	4,097	4,131
貸出金合計	1,969	1,973	2,034	2,081	2,050
うち　個人向けローン残高	933	954	909	798	777
（住宅ローン残高）	649	630	612	571	562

当金庫資料などより作成

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

ている。また、予約制で法律相談（第 1、第 3 木曜日：午後 1 時半から 4 時半）と税務相談（第 2、第 4 木曜日：同）を顧客サービスの一環として行っている。

また、事業主などに対しても、企業診断・経営（労務）、創業などに関する相談を受けている。

年金相談、事業相談、資産運用相談については、基本的に有資格者のプラザの職員で対応している。また、法律相談は外部の弁護士というように、内容によっては専門家と分担している。

「プラザ」と支店との連携

さらに、プラザは支店の支援も行う。このプラザによる支援体制の背景には、同金庫の「顧客の利便性を維持しながら、効率化を行う」という考えがある。例えば、年金推進は、従来各支店の年金アドバイザーによって担われていたが、プラザの開設に伴い、年金アドバイザーを廃止し、プラザに年金関連サービスの事務や相談業務を集中した。そして、支店の個人先担当者とプラザが連携して業務を遂行する体制を整えた。年金の裁定請求手続は、各支店の個人先担当者が顧客へアプローチを行う。そして、裁定請求書はプラザに集約され、記入漏れ等のチェックや社会保険事務所への提出などをプラザの年金担当者（3 名）が行うことで支店を支援している。

支店の個人先担当者には、研修などで年金に関する知識を習得する機会を設けているが、複雑な内容の相談の場合はプラザが顧客の対応を行うことで個人先担当者の負担を軽減している。

また、プラザの年金担当者は、既存顧客の対象者へダイレクトメールを作成・送付するとともに、年金の受給見込み顧客情報を各支店へ伝える。なお、各支店では年金推進の管理簿があり、訪問実績などを記録し、チェックすることで、既存顧客に漏れなくアプローチしている。

さらなる飛躍に向けて

平塚信金は、このような効率化で生み出された経営資源を基に、顧客サービス向上のため新たな試みを行っている。

例えば、06 年から投資信託の窓口販売業務を全店に拡大した。この業務を主に担うのは支店の個人先担当者であるが、同金庫ではロールプレイングなどの研修に力を入れ、一定の水準を満たした職員のみが販売を行うこととしている。顧客のニーズを深く理解し、提案することが大切と同金庫は考えている。そのため、投信販売などの金融商品だけにこだわらず、預金を含めた適切な資産運用を提案することを徹底している。

さらに 09 年 4 月からは、「エリア制」を本格的に導入した。各支店に配置していた個人先・事業先担当者を基幹店舗 16 店に集中させる。

これにより、職員の意識改革などを通じ、さらに効率的で迅速な顧客対応を目指す。

このほか、同金庫は、「利用者満足度調査」の定期的実施や「理事長への手紙」という意見箱の設置により、顧客の声を汲み取り、新たなサービスにつなげている。このような同金庫の経営資源上の制約の克服と顧客サービスの維持・向上への試みは金融機関に多くの示唆を与えると思われる。

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

今月の焦点

国内経済金融

地域金融機関における顧客基盤拡充の取組み
-広島信用金庫西風新都支店の産直市-

一瀬　裕一郎

はじめに

リテール金融において、金融機関が有利な商品性を備えた預貯金やローンを開発し、利用者にアピールすることが重要なのは勿論である。しかし、商品以外の様々な取組みを通して、地域住民の金融機関に対する信頼感・親近感を醸成し、顧客基盤の拡充につなげることもまた極めて重要である。

本稿では、そのような事例の１つとして、広島信用金庫（以下「広島信金」という）における産直市の取組みを紹介したい。

広島信金の概要

広島信金は、広島県広島市に本店を置き、広島県内に 78 店舗を展開している。1945 年に広島市内の 9 市街地信用組合が合併して発足した広島市信用組合が、51 年に信金法の下で広島信金となった。98 年には宮島信金、05 年には大竹信金と合併し、現在に至っている。08 年 3 月末において、会員数は約9.2万人、役職員数は943人である。また、預金残高は 10,760 億円と１兆円を超すとともに、貸出金残高は 7,583 億円と高い預貸率を誇る（図表 1)。

本稿の対象である西風新都支店（以下「支店」という）は、現在 2 店舗ある個人特化型店舗の 1 つとして、広島市西部の新興住宅地に 08 年 12 月に開設された[(注1)]。西風新都の地域的特徴を以下でみていく。

図表1　広島信金の概要

（単位　店，人，億円）

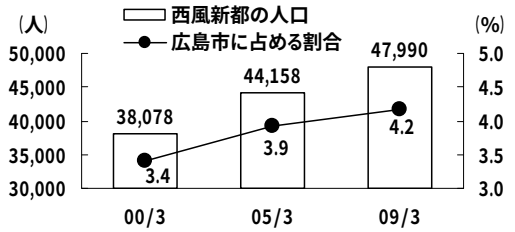
項目＼期末	04/3	05/3	06/3	07/3	08/3
店舗数（店）	65	75	79	79	78
期末職員数	975	944	964	950	943
預金残高	10,372	10,430	10,727	10,712	10,760
貸出金合計	6,924	7,033	7,183	7,424	7,583
うち　個人向けローン残高	2,097	2,143	2,179	2,089	2,091
（住宅ローン残高）	1,281	1,416	1,506	1,543	1,577

（資料）NEEDS-Financial Questより農中総研作成

若年層人口が多い西風新都

安佐南区と佐伯区にまたがる丘陵地域に、市制施行100周年の1989年から西風新都の開発が開始された。01年には広島高速４号線が開通し、広島市内中心部へのアクセスが車で15分圏内へと大幅に短縮された。

図表2　西風新都の人口の推移



（資料）広島市webサイトより作成
（注）　西風新都の人口は，安佐南区伴地区，大塚地区，佐伯区石内地区の人口を合計して求めた。

西風新都にはＪリーグ・サンフレッチェ広島のホームスタジアム、広島市立大学や広島修道大学のキャンパスなど、多くの文教施設が立地している。94年開催された広島アジア大会の選手村として使用されたマンションが建設されて以降、住宅街の開発が次々に進められた。

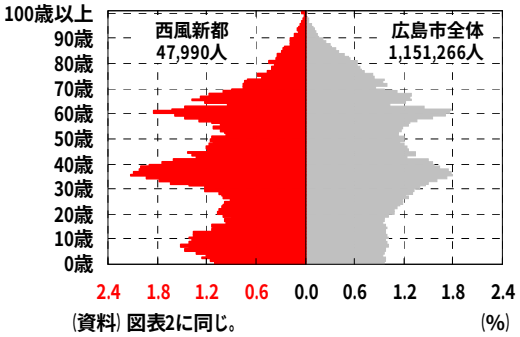
住宅の建設が進むにつれて、人口が増加してきた（図表 2)。00 年 3 月に 38,078 人であった人口が 09 年 3 月には 47,990 人へと増加しており，広島市の人口に占める割合は 00 年 3 月の 3.4%から 09 年 3 月の 4.2%へと上昇し

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

ている。西風新都は広島市の中でもとりわけ急速に人口が増加している地域であるといえよう。

年齢別構成をみると、10 歳代以下と 30 歳代の構成比が広島市全体よりも高い一方で、70 歳代以上が低くなっている（図表 3）。つまり、西風新都には住宅を一次取得した団塊ジュニア世代の夫婦とその子どもという構成の家族が多く居住しているのである(注 2)。

図表3　年齢別人口構成割合（09年3月）



（資料）図表2に同じ。

支店の住宅ローン推進

以上のように、住宅を一次取得した団塊ジュニア世代人口が多い地域に立地する支店では、当然ながら住宅ローンが個人向け推進商品の中心となっている。

08 年 12 月の広島信金に続いて、09 年 2 月には広島銀行も西風新都に店舗を開設した。07 年 3 月に西風新都で店舗を開設した先発のもみじ銀行に、後発の広島信金と広島銀行が加わり、西風新都での住宅ローンをめぐる金融機関間の競争は激しさを増している。金利引き下げ競争に陥りがちな住宅ローンで、金利だけに頼らない差異化が求められている。そのような競争環境の中で、支店では以下のような形でサービスの差異化に取組んでいる。

その 1 つが、週末に重点を置いた住宅ローンの推進活動である。支店に 2 人いる渉外職員は勤務シフトに基づき、土曜日に各担当エリアで戸別訪問による推進を行っている。また、支店では土・日曜日の 9:00-17:00 に住宅ローン相談会を開催しており，1 日あたり 10 人前後の顧客が相談に訪れている。このように週末の住宅ローン推進活動を強化しているのは、週末には推進対象者が在宅していたり、来店できたりすることが多く、効果的な推進を行えるからである。

写真 1　広島信用金庫西風新都支店

写真 2　休日住宅ローン相談会

2 人の渉外職員は、固定期間選択型住宅ローン利用者で、固定期間が終了し適用金利が上昇する人を対象に借換推進を行っている。また、支店ではハウスメーカー紹介案件などに対応している。

週末を中心とした推進が効果を挙げ、住

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

宅ローンの実行額は借換を中心に順調に積み上がっている。支店では 09 年度の実行目標額を 30 億円（上期 15 億円、下期 15 億円）としている。

毎週土曜日に開かれる産直市

サービスの差異化にかかるもう 1 つの取組みが、地域の人々に親しまれる店舗づくりである。支店では、地域の人々に預金やローンを利用してもらう以前に、支店の存在を知ってもらい、親近感や信頼感を持ってもらうことを重視している。そのため、支店では地域の人々に喜ばれる様々な取組みを行っている。その 1 つが毎週土曜日に支店前広場で催される産直市である。

写真 3　産直市「おばさんの店」

写真 4　産直市での販売商品

広島信金は 06 年に県立広島大学と産学連携協定を締結し、農業に関する講座を開講するなど、従来から農業支援に力を入れてきた。その取組みの一環として、支店では、地域の農家を応援できるとともに、地域の人々にも歓迎される産直市を企画した。財団法人広島市農林水産振興センターから紹介された広島市戸山地域の農家 11 戸からなる生産者グループ「おばさんの店」が出店し、09 年 3 月 21 日から産直市が開始された。

産直市に必要なテントや机などの備品は支店が無償で「おばさんの店」に貸与している。また、支店は出店料や販売手数料など一切の代金を徴収していない。産直市は「おばさんの店」が自主運営する形であり、支店は販売に関与せず、場所と機会の提供のみを行っている。ただし、支店では集客への協力を実施している。産直市への集客のために、支店では表面に産直市の告知、裏面に支店の商品広告を載せたチラシを作成し、支店窓口での配布や新聞折込みを行っている。「おばさんの店」のメンバーは、「場所代などの負担がなく、たくさんの人たちが来てくれるので、非常にありがたい」と、支店のバックアップを歓迎している。

産直市での販売商品は野菜を中心に、生花、山菜、惣菜・漬物などの加工品と多彩である。新鮮で値ごろ感があるため、10:00 から始まる産直市は終了時刻の 15:00 以前に売切れとなるほどの盛況である。

「産直市で地域の人々と話をするのが楽しい」と、「おばさんの店」のメンバーは話す。支店が企画した産直市は、その売上を通じて農家経済に資する(注 3)のみならず、生産者と消費者の間に交流を生み、地域の活性化に寄与している。

地域の人々が集まるカフェ的な店舗を目指す

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

支店では産直市以外にも工夫を凝らした様々な企画を実施している。支店に併設されたセミナールームで「半日で作る浴衣教室」や「ガーデニング教室」など生活を充実させる各種教室を開講したり、支店前の広場で広島だからこそできる「被爆ピアノコンサート」を催したりしている。

また、「地域の人々のカフェ的な店舗にしたい」と支店長が語るように、開放的な店舗ロビーやキッズコーナーなど、気軽に地域の人々が来店できる店舗となっている。

写真 5 セミナールーム

写真 6 店舗ロビー

おわりに

支店では、産直市やセミナーに来た人が直ちに支店の預金やローンの利用者となることを期待しているわけではない。「街のフレンドリーバンク」という広島信金のキャッチフレーズのとおりに、支店は様々な企画を通して、地域の人々が親近感を持ち、立ち寄りたくなる店舗となることを第一に目指している。地域の人々との濃密な関係構築がなされて初めて、預貯金やローン商品の利用拡大へと結果的に繋がっていくのだろう。どのように地域とリレーションを築いていくか試行錯誤している地域金融機関にとって、地域の人々に喜ばれる企画を次々と打ち出している広島信金から学べることは少なくないだろう。

写真 7 キッズコーナー

(注1) もう 1 つの個人特化型店舗は廿日市市の青葉台支店である。同支店の営業エリアは 20-30 年前に開発された住宅街で、団塊世代以上の人々が多く居住する。なお、同支店は支店長以下すべての職員が女性である。

(注2) 支店に隣接する「ほうりんこころ幼稚園」には西風新都から約 300 人の園児が通う。

(注3) 小田切(2009)は、農山村の再生のために、追加的な所得を獲得できる「小さな経済」を地域に構築する必要があるとする。その観点から、支店での産直市は「小さな経済」の構築に寄与している。

＜参考資料・web サイト＞

- 広島信用金庫 web サイト
- 小田切徳美(2009)『農山村再生の課題』平成 20 年度 JA 共済総研セミナー配布資料
- 朝日新聞朝刊 09 年 4 月 18 日付
- ニッキン 09 年 4 月 24 日付
- 中国新聞 08 年 9 月 20 日付

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

今月の焦点

国内経済金融

感染症パンデミックの背景と経済への影響

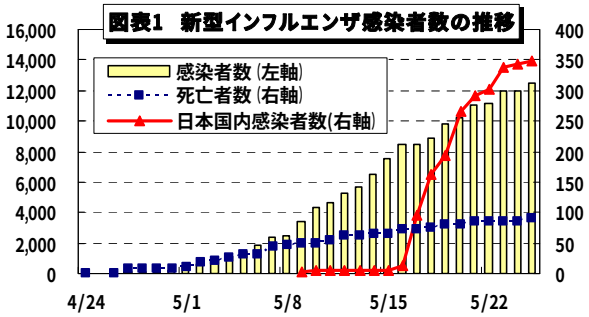
寺林　暁良

新型インフルエンザの拡大

世界保健機関（WHO）は 4 月 24 日、メキシコで新型のインフルエンザに感染した疑いのある 60 人が死亡したと発表した。「豚インフルエンザ」から変異したこのインフルエンザ A（H1N1）の患者数は徐々に拡大し、WHO の警戒水準は 4 月 30 日には「5」（人から人への感染が拡大）に引き上げられた。日本では、翌月 9 日にカナダからの帰国者より日本国内初の感染者が確認され、その後は海外渡航者以外にも感染者が拡大し、新型インフルエンザの世界的大流行（パンデミック）の不安が広がっている（図表 1）。

しかし、現代社会において感染症のパンデミックは、いつかは必ず起こるリスクとして捉えられ、特徴を知った上で適切な予防・対策を行うことが求められているといえよう。そこで、パンデミックが起こる社会的背景やその特徴についてまとめ、それを踏まえてパンデミックによる経済への影響について述べたい。

図表1　新型インフルエンザ感染者数の推移



（資料）WHOホームページ、新聞記事により作成。

パンデミックの背景と特徴

まず、過去のパンデミックを振り返りながら、パンデミックの特徴を確認しよう。

人類史上初のパンデミックは、14 世紀のペスト（黒死病）である。ペストの流行では、世界で約 8,000 万人が死亡し、労働者不足等の社会的な混乱がもたらされた。アジアの一部地域で流行していたペストがヨーロッパまで拡大した背景には、当時ユーラシア大陸東西の交易が盛んになったことがあり、ペストの被害はこの交易路に沿って拡大したといわれている。

19 世紀にパンデミックを引き起こしたコレラは、高い感染力と致死率で公衆衛生の重要性を思い知らせた。インドの風土病とされていたコレラがパンデミックに至ったのは、植民地主義を背景として交通網・鉄道網の整備が進み、地域間の往来が盛んになったためであるとの指摘がある。

以上のように、パンデミック発生の背景には、人々が頻繁に移動を行い、地域多数の人々が感染症伝播の機会を増大させてきたことが挙げられるだろう。20 世紀にスペインかぜ、アジアかぜ等のパンデミックを繰り返したインフルエンザもまた、人から人への強い感染力でパンデミックを引き起こしてきた。

しかし、インフルエンザとそれ以前の感染症とでは、拡大の仕方に大きな相違が見られる。それは、ペストやコレラが発生地での流行からパンデミックに至るまで 10～20 年を費やしているのに対して、過去にパンデミックを引き起こしたインフルエンザはわずか 1 年程度で急激な拡大を見せていることである。現代社会は、交通手段・交通網の発達や経済のグローバル化によって人々の移動の頻度・距離・速度がそれぞれ飛躍的に増加しており、都市化等の条件と

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

図表2 これまでに発生したパンデミック

		年代	影響
ペスト(黒死病)		14世紀	世界での死者8,000万人程度
コレラ		19～20世紀	同3,000万人程度
インフルエンザ	スペインかぜ	1918～19年	同3,000万人程度
	アジアかぜ	1957年	同200万人程度
	香港かぜ	1968～69年	同100万人程度
	ソ連かぜ	1977年	同10万人程度
(参考) SARS		2002～03年	感染者8,098人、死者774人

(資料) 厚生労働省、WHOのホームページより作成。

も併せて不特定多数の人と接触することが著しく多い。そのため、ひとたび感染力の強い新型感染症が発生すれば、急激な拡大は避けられないと思われる。

今回の新型インフルエンザに関して言えば、日本では5月16日に国内での新型インフルエンザ発生状況が「第2段階（国内発生早期）」に引き上げて以降も、感染者の爆発的な増加は起こっていない。ただし、こうしたメディアの情報に一喜一憂するのではなく、今後も各自が感染拡大を防止するための対策を行うことが必要であろう。

パンデミックによる経済への影響

現在の医療体制や衛生環境は、以前のパンデミック時と比較すると大きく向上しているため、パンデミックが起こったとしても患者の死亡率は抑えられるとの見方もある。また、今回流行を始めた新型インフルエンザは致死率が非常に低いため、楽観論も聞かれるようになってきた。しかし、スペインかぜの場合、1918年の春に発生した時点では例年流行する季節性インフルエンザ並みの死亡率であったが、同年秋に再流行した際には、死亡率が5～20%も高まった。これは遺伝的変異によりインフルエンザウイルスが強毒性を獲得したためだと見られている。そのため、発生初期の時点で死亡率が低かったとしても、その後ウイルスの性質が変異することも十分ありえることであり、現時点で死亡率の低いからといって、それを楽観視することはできないといえるだろう。

また、パンデミックの際には、患者・看護人の増加による会社等での欠勤者の増大、拡大防止措置としての行政サービスや民間店舗等の休止といった社会的・経済的な混乱が生じることは確実である。世界銀行は、インフルエンザのパンデミックが起こった場合の世界全体のGDP減少率を、被害が弱度（香港かぜ程度を想定）の場合で▲0.7%、中度（アジアかぜ程度を想定）の場合で▲2.0%、強度（スペインかぜ程度を想定）の場合で▲4.8%と試算しているが、実際の被害規模はウイルスの毒性や感染力に依存するため、全く予測不能である。また、2002～2003年には中国でSARSが流行し、アジア開発銀行（ADB）の試算ではアジア全体で約600億ドルの損失が発生したとされるが、中でも交通運送業やホテル業等のサービス業が大きな被害を受けたように、パンデミックの際にも業種によっては産業全体への影響以上に被害が拡大することもありえる。

このように、感染症のパンデミックは、いつ起こるのかもどの程度の被害をもたらすのかも、全くのランダムである。今回の新型インフルエンザでも、国内で最初に感染が拡大した関西を中心に経済的な影響が出ているが、今後も各人が危機意識を持ち続けることが重要となるだろう。

〈参考文献〉

- 見市雅俊（1994）『コレラの世界史』.
- Brainerd et al. (2002) The Economic Effect of the 1918 Influenza Epidemic.
- The World Bank (2006) Global Development Finance.

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

内部統制のいま＜第2回＞

内部統制の目的

矢島　格

『COSO キュービック』をご存知でしょうか？内部統制に関する書籍には必ずと言って良い位に図示される３次元の立方体のことで、横の面には内部統制の目的（業務の有効性・効率性、財務報告の信頼性、法令等の遵守）が記され、縦の面には内部統制の基本的要素（統制環境、リスクの評価、統制活動、情報と伝達、監視活動）が記されています。COSOとはトレッドウェイ委員会支援組織委員会の略称ですが、この COSO が公表した内部統制に関する枠組みをわかりやすく説明するために考案されたものが、『COSO キュービック』なのです。『COSO キュービック』には、「内部統制の目的は、それぞれが独立して存在するのではなく相互に密接に関連しており、これらの目的を達成させるためには、内部統制の基本的要素が適切に整備されそのすべてが有効に機能しなくてはならない。」というメッセージが込められています。

この COSO による内部統制の枠組みを基本にして、わが国で金融商品取引法による内部統制報告制度が導入されたわけです。その際、資産の取得、使用や処分が正当な手続と承認のもとに行われることが重要との考えから、内部統制の目的に『資産の保全』を独立の目的として取り上げました。この結果、内部統制の目的は４つに増えることになったわけですが、そうなったとしてもそれぞれの目的は相互に関連しています。たとえば、会社の資産が不当に流用されている違法行為などを隠蔽するために不当な決算処理が行われ財務諸表等に虚偽表示がなされる可能性もあります。つまり、『財務報告の信頼性』を達成するためには、『資産の保全』と『法令等の遵守』への適切な対応も必要になります。

けれども、実務的に留意した方が良いのは、金融商品取引法が求める内部統制の目的は、『財務報告の信頼性』が主な対象になっているということです。「内部統制の４つの目的はいずれも重要なので、すべての目的を実現させるように業務全般を見直さなくてはならない」などということでは決してありません。あくまでも、金融商品取引法が求める内部統制は財務諸表等の財務報告に関する業務プロセスの内部統制を対象にしているのです。もう少しわかりやすく言えば、財務報告に虚偽表示が記載されるリスク（こういうリスクを『財務報告リスク』と呼びます）を防ぐようなコントロールを実施することなのです。「支店に強盗が入る」とか「事務所に火災が起こる」などという、財務報告とは直接には関わりのないリスクをコントロールすることではないのです。

『財務報告の信頼性』以外の目的は関係ないということではありませんが、限られた時間と人員のなかで、効率的に内部統制報告制度に取組むためには、余計なことは避けた方が良いでしょう。『COSO キュービック』に込められたメッセージを十分に踏まえながらも、『財務報告リスク』への対応を常に意識していく姿勢こそが望まれるものと考えます。

【参考文献】松井隆幸（2008）『内部監査（改訂版）』同文舘出版
八田進二（2007）『これだけは知っておきたい内部統制の考え方と実務 評価・監査編』日本経済新聞出版社

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

経済統計の基礎知識

寄与度について

寺林　暁良

「寄与度」とは

時系列データの変化を見る際、何が原因でその変化が起こったのかを知ることは重要である。例えば、国内総生産（GDP）が前期よりも減少した場合、その原因は国内の消費が減ったからなのか、それとも輸出が不調なためなのか、あるいはその両方のせいなのか。こうした変化の要因を探る際の指標となるのが「寄与度」である。

「寄与度」とは統計値の変化に対して各構成要素がどれだけ影響（寄与）しているかを表すもので、各構成要素の寄与度（%pt（ポイント）表示）の合計は統計値全体の増減率と一致する。つまり、「寄与度」を見ることで、どの構成要素が全体の増減率の変化に大きく貢献しているかを知ることができる。

なお、希に利用される「寄与率」とは、各寄与度を全体に対する百分率で表したものである。全体の増減率が 20%で寄与度が 5%pt の場合、「寄与率」は 5%pt÷20%×100＝25%となる。

「寄与度」の計算～貿易統計を例に～

具体例として、財務省「貿易統計」にある日本の輸出額について、輸出先を「アメリカ」「中国」「その他」に分解して、総額の伸びに対する「寄与度」を見てみよう。

表を見ると、2009 年 3 月の輸出額は前年3月に比べ▲45.5%減少したが、寄与度を見ると「中国」の▲4.8%pt に対して、「アメリカ」は▲9.2%pt と大きな値を示している。つまり、アメリカへの輸出と中国への輸出は共に減少しているが、寄与度のマイナスが大きい分だけアメリカへの輸出が減ったことのほうが、全体の輸出額減少に影響しているということになる。

このように、寄与度を見ることで輸出額全体の変化に各構成要素がどれだけ影響したかを知ることができる。

ちなみに寄与度は、「各構成要素の増減量」を「比較対象時の全体量」で除して求められる。表の「アメリカ」の寄与度の場合、▲7,036 億円（「アメリカ」の増減額）÷7 兆 6,817 億円（2008 年 3 月の輸出総額）×100＝▲9.2%pt と計算される。

「寄与度」による各種統計の分析

その他にも、「貿易統計」では、輸出入を品目ごとに分解して寄与度を見ることがある。直近 3 月では、輸出において自動車関連項目の寄与度のマイナスが大きく、自動車産業の輸出不振を如実に表している。

また、「寄与度」は、他にもさまざまな統計の分析に用いられている。例えば、総務省「消費者物価指数」における物価変動要因の分析や、経済産業省「鉱工業指数」における生産状況・需給状況の変化要因の分析などでも「寄与度」が重要な指標となっている。

表　日本の輸出先別輸出額　（億円）

		09年2月寄与度（前年比）	08年3月	09年3月	増減額	寄与度（%pt）
輸出額		▲ 49.4	76,817	41,838	▲ 34,979	▲ 45.5
	アメリカ	▲ 11.2	13,692	6,657	▲ 7,036	▲ 9.2
	中国	▲ 5.8	11,548	7,898	▲ 3,651	▲ 4.8
	その他	▲ 32.5	51,577	27,283	▲ 24,293	▲ 31.6

（出展）NEEDS-Financial Quest（財務省）より作成。
（注）合計誤差は四捨五入による。

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