

潮 流

水 と 森 林

代表取締役社長 佐藤 純二

北京の大学から招聘した二人の教授を、日本の農業の現場を知ってもらうため、九州の宮崎にご案内した。その際に、お二人が日本の鬱蒼と茂る森林を持つ緑豊かな地方の風景に、賛嘆と羨望の声をあげていたことが強く印象に残った。

そして改めて思い知ったのは、多くの日本人が当たり前のように小さい時から目にし、心象風景としている、里山から山道を登り奥山の森林へと続く風景が世界的に見れば、決して当たり前ではないということである。日本は国土の7割近くの森林率を持つのにに対し、中国は現在2割の森林率を目指し、国家的プロジェクトの植林活動を進めていると聞く。

このような森林は、水資源涵養の根源をなす。森林が育む水は、資源に乏しいと言われる日本において、数少ない天賦の資源なのだ。しかし、それはモンスーン気候の端に位置し温暖湿潤な日本列島の島々に恵まれた降水があるからだけではない。先人たちが多大の人力と費用をかけ愛しみ育てた森林があつてこそ雨を湛え、その水を緩やかに川に流し、流域を潤すことができるのである。信玄などの戦国大名が領国支配の重要事項としたのは、治山治水であつたし、徳川幕府の時代には、天領だけにとどまらず、藩においても全国的に植林と利用管理を進めた歴史があつた。

我々日本人は、西日本の一部の地域を除けば、ほぼ水不足を感じないで家庭生活を営んでいる。日本人は世界平均の2.5倍の生活用水を使っていると言われるが、世界の2割の人々は安全な飲み水さえ入手できないでいる。さらに、2025年には28億人、約35%の人々が十分な水を入手できない状況に陥ると予測される。

また、水の多くを利用する農業でも水の問題は深刻である。世界的に降水量が少なく灌漑のために河川・池沼からの取水が困難な地域では、食糧生産を増大させるのに地下水を汲み上げてきたが、その結果地下水位が低下し、土地の塩害、乾燥化の問題が指摘されている。

ややセンセーショナルに報じられている部分もあるが、日本でも水源林など山地の外国資本による買収の動きは今や否定できない事実のようだ。

一方、わが国は世界有数の森林国でありながら、国内の木材消費の8割を占める外国からの輸入材に圧され機械化の遅れや林業就業者の高齢化とも相俟って、十分な維持管理が施せない極めて厳しい状況に追い込まれている。水資源は生命を守るライフラインであり、かつ農業や製造業をはじめとする様々な産業活動の基盤をなす社会的インフラとして公益的機能は極めて高い。8月に公表された平成21年版水白書「日本の水資源」のなかで「水源の涵養等の機能の維持向上を将来に渡って図っていくためには、100年先を見通した多様で健全な森林の整備及び保全を進めていく必要がある・・・」との認識を示している。世界的な水資源争奪の動き等も踏まえ、超長期的視点に立ち水資源とこれを涵養する森林を適切に管理していく仕組みを国民的合意のもとで構築することが、喫緊の課題だろう。

情勢判断

国内経済金融

プラス成長に転換したが、下期には減速懸念も

～ 現行の金融政策は当面の間据え置く公算 ～

南 武志

要旨

4～6月期の実質経済成長率は5四半期ぶりにプラスに転じており、すでに国内景気は回復局面に入っていると判断される。しかし、需給バランスは大きく崩れたままであり、企業設備投資や雇用の悪化はしばらく続く可能性が高い。また、欧米先進国・地域の景気もまだ明確な改善が始まっておらず、中国経済だけでは牽引力不足感は否めない。当面は回復テンポが加速することなく、緩やかな回復にとどまると思われる。

一方、世界的にも景気が最悪期を脱したとの見方が広がるにつれて、危機対応の経済政策からの出口戦略に対する思惑も浮上してきた。しかしながら、日本銀行自身も認めるように物価下落状態は2010年度まで残る可能性が高いことから、現行の緩和政策は当面の間据え置かれる公算が高い。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2009年			2010年		
	8月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	0.109	0.10	0.10	0.10	0.10	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.547	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 (%)	1.320	1.20～1.50	1.20～1.55	1.25～1.60	1.35～1.75
	5年債 (%)	0.635	0.55～0.75	0.60～0.90	0.65～1.00	0.70～1.05
為替レート	対ドル (円/ドル)	95.0	93～100	93～105	93～105	95～110
	対ユーロ (円/ユーロ)	135.8	125～145	123～145	123～145	123～145
日経平均株価 (円)	10,581	10,500±1,000	11,000±1,000	11,250±1,000	11,500±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8月24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

輸出・生産などの改善が続いているほか、エコカーに対する減税・購入補助金や省エネ家電のエコポイント制導入など政策効果に伴い、民間消費がやや盛り返しつつある。17日に発表されたGDP第一次速報によれば、4～6月期の実質経済成長率は前期比0.9%（同年率3.7%）と5四半期ぶりのプラス成長となり、景気回復が始まっていることを裏付ける数字であった。

しかし、中身を見ると、これまでに打たれた内外の政策効果によって牽引された面が強く、民間最終需要（在庫増以外の民間需要）は依然として減少傾向にある。特に、需給バランスが大幅に崩れていることもあり、生産回復にも関わらず企業設備投資の減少が止まらないほか、実質雇用者報酬は前期比1.7%、前年比3.0%と大幅に減少するなど、現在の消費喚起策の効果が一巡すれば、民間消費が再び停滞する可能性もあることを暗示

する内容であった。

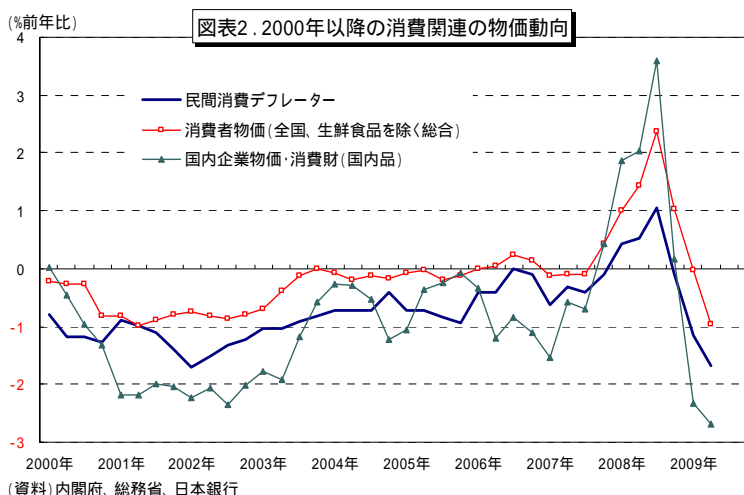
国内景気の先行きについては、中国経済の回復に伴う輸出増や前述の政策効果による消費下支え効果によって緩やかな回復が続くものと予想するが、年度下期にかけては一連の景気対策が息切れする可能性もあると見て

いる。

当総研では今回の 4～6 月期 GDP の公表後、経済見通しの改定作業を行ったが、09 年度は緩やかながらもプラス成長は維持するが、前年度からの「マイナスのゲタ」の影響から、通年では 3.0%と 2 年連続のマイナス成長となり、10 年度は同 0.9%とプラス成長に転じるものの、年度下期までは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）

なお、8 月 30 日には総選挙の投開票が実施されるが、仮に民主党を中心とする政権が誕生した場合、既に成立した 09 年度補正予算の組み換えを示唆していることもあり、これまでの経済政策運営からの路線変更の可能性もあり、注意が必要であろう。

一方、物価面では、国際商品市況が前年同期に比べて水準が低いことが依然として物価変動の主役であるが、前述した需給バランス悪化に伴う下落圧力が益々強まっている。国内企業物価（7 月）は前年比 8.5%と、統計開始以来最大の下落率を大幅に更新した。また、消費者物価（全国 6 月、生鮮食品を除く総合、以下コア CPI）も同 1.7%と、同じく当会



開始以来最大の下落となった。先行き、同 2%前後まで下落幅が拡大するとの見方がほぼ確実視され、こうした物価下落や不動産価格下落などがもたらす弊害が先行きの順調な景気回復の阻害要因になる懸念が強い。

金融政策の動向・見通し

「わが国の景気は下げ止まっている」との基調判断、「本年度後半以降、海外経済や国際金融資本市場の回復に加え、金融システム面での対策や財政・金融政策の効果もあって、わが国経済は持ち直していく」との見通し、さらにはデフレ・スパイラルのリスクに対する否定的な見解などを考慮すれば、日本銀行としては現行の政策（政策金利 0.1%、国債買入額 1.8 兆円）をさらに踏み込むという選択をする可能性は、現時点では相当程度低いと思われる。

しかし、日銀自身も認めるように、景気・物価の下振れリスクが高い状況が続いているのも実際のところだ。景気悪化に伴う歳入欠陥の可能性を考慮すれば、仮に経済対策を追加しなかったとしても、今後とも国債発行圧力は依然として根強いことには変わりはない。こうした状況

下で、これまで打たれた経済対策の効果
を十分発揮させるために、日銀には長短
金利が不必要に上昇するのを抑制し、低
位に誘導する責務が課せられていると思
われる。今後の展開次第では、もう一段
の国債買入れ額の増額が必要な場面が到
来する可能性もあり、それに対しては躊
躇すべきではない。

一方、12月末まで延長された企業金融
円滑化支援策であるが、すでに大企業も
しくは高格付け企業の資金調達には支障
はなくなっており、直接的な意味合いは
薄れているのは間違いない。しかし、
万一の際には再び必要となることも予想
され、まだセーフティ・ネットとしての
役割があること、中小企業や低格付け
企業を取り巻く環境は依然厳しく、これ
を廃止した場合に悪影響が出るリスクも
あること、制度の廃止が、即利上げ論
につながり、金利が大きく変動するリス
クがあること、などを踏まえれば、更なる
延長（今年度末まで）の可能性は高い
と思われる。

なお、7月に行った「展望レポート」
中間評価では、日銀の政策委員自身が予
想する物価見通しは、引き続き10年度ま
で下落状態が続くと見込んでいることを
示した。物価下落環境下で、債務者の負

担を高める利上げの是非を判断するのは
無理があるものと思われることから、少
なくとも10年度中の利上げはないもの
と思われる。

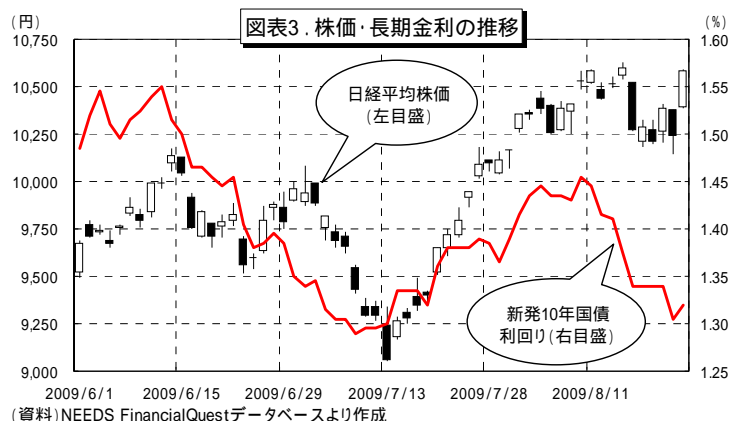
市場動向：現状・見通し・注目点

08年秋以降、大混乱に陥った内外の金
融市場は、大規模な財政出動や大幅な金
融緩和措置、公的資金の金融機関への注
入などの経済対策が功を奏しており、証
券化市場の機能回復は遅れているものの、
全般的に見れば徐々に持ち直しの動きが
強まっている。7月中旬から始まった米
国企業の4～6月期決算発表では、市場の
予想を上回る内容となっていることも、
安心感を与えている面も強い。とはいえ、
米国では銀行倒産が続き、すでに年初か
ら81行の経営破たんが起きており（8月
21日時点）、まだまだ金融システムの不
安定な状態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
場について述べていきたい。

債券市場

債券市場については、例年同様、新年
度入り後しばらくは長期金
利（新発10年物国債利回り）
の上昇傾向が強まり、6月
11日には米長期金利の上昇
に牽引される格好で一時
1.560%まで上昇した。しか
し、米景気の先行きに対す
る過度な楽観論が剥落した
こともあってそれ以降は低
下に転じた。



その後は概ね1.3～1.4%台でもみ合う展開となっているが、基本的に国内需要の低調さは長引き、物価下落状態も継続すること、さらには余資運用ニーズが高まった国内機関投資家の消去法的な国債購入圧力の強さなどもあり、長期金利が低下する場面も十分あると予想する。ただし、内外景気の回復期待と国債の需給環境に対する金利上昇懸念も根強いことから、一方的に金利低下が進行する可能性は薄く、長期債購入には慎重な対応が必要だろう。

株式市場

株式市場については、09年度入り後は追加経済対策への期待や、米金融機関の業績改善、さらには内外景気が最悪期を脱したとの見方が広まったことなどから回復基調が強まり、6月中旬から7月初めにかけては日経平均株価が1万円絡みでの展開となった。その後、雇用統計が悪化したことをきっかけに米経済に対する過度な楽観論が剥落し、一時9,050円まで調整する場面もあったが、その後は米企業の四半期決算が事前予想を上回る結果となり、再び景気回復期待から日米の株価が上昇傾向を強めるなど、株価は景気の先行きに対する思惑が揺れ動く中で上下動を繰り返している。

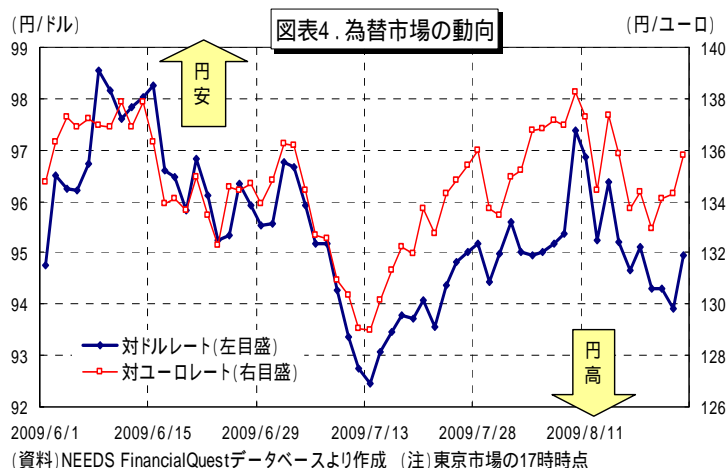
当面は、デフレ圧力や円高リスクが企業業績にとっては重石となり続ける可能性も高いものの、緩やかながらも輸出・生産の持ち直し基調が続く、これまでの政策実施による景気下支え効果も期待されることから、

株価が大崩れする可能性は遠のきつつあり、徐々に水準を切り上げる展開になると予想される。

外国為替市場

為替市場については、09年に入り、対ドル、対ユーロとも08年後半に強まった円独歩高を修正する動きが続いたが、その後は方向感なくもみ合う展開が続いている。主要国の中央銀行はいずれも大幅な利下げと非伝統的手法の領域にまで踏み込む緩和策を実施しており、各国・地域間の政策スタンスの温度差はほとんどない。

先行きについては、日本経済が最悪期を脱し、生産を中心に持ち直しの動きが続くなかで、欧米諸国の金融システムや実体経済には依然として不安定さが払拭できておらず、短期的に見た場合には、万一の際には為替レートが再び円高方向に振れる可能性が残っている。一方で、日本経済の本格回復は、海外経済、特に米国経済次第であり、かつ金融緩和策からの出口戦略の採用に日本だけが出遅れる可能性は高いことから、徐々に円安方向への動きが強まっていくものと思われる。(2009.8.25現在)



情勢判断

海外経済金融

底入れするもインフレ・リスク低く利上げは先

渡部 喜智

要 旨

連邦公開市場委員会の声明文で景気「底入れ」の判断が示された。悪化が続いていた、生産や住宅関係指標にも明るい兆しが見られ、米国経済は緩やかに上向きの道をたどるとの見通しが可能となってきた。また、米国企業業績には年末に前年比増益に転じることが期待される。しかし、インフレ・リスクが依然小さいことから、米国金融当局が利上げに動き始めるのは2010年後半以降と予想する。

製造業に明るい兆し

連邦準備制度(FRB)は8月12日に政策決定会合である連邦公開市場委員会を開催し、その直後の声明文で、米国の経済活動は「底入れ(level out)」したという判断を示した。それに先立ち7月末に発表された4~6月期国内総生産(GDP)の減少率(前期比年率)は前四半期の6.4%から1.0%に縮小。悪化ペースの鈍化が明らかになったが、直近発表されているマクロ経済指標のデータを見ても、経済悪化が止まり底入れ局面に入ったと言える指標が多い。

まず、生産面では、7月の鉱工業生産指数が前月比0.5%、うち製造業は同1.0%と9ヵ月ぶりに増加へ転じた。

業種等を見ると、GM等の破綻で工場閉鎖もあった自動車等の生産指数が前月比20%と急回復し底上げに貢献している。

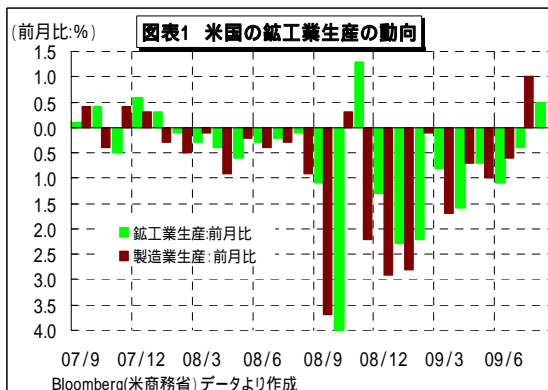
基本的に、非ハイテク産業の方で多く改善に向けた動きが見られるが、半導体などハイテク産業の生産も7月は上昇しており、底固めが期待されるところだ。

また、景況指数も製造業の業況改善を裏付ける。7月の全米供給管理協会の製造業景況指数は7ヵ月連続の前月比プラスとなり、景気拡大の分岐点である50直前の48.9へ上昇。9月1日発表の8月分では50台に乗ることが予測される。さらに、ニューヨーク連銀やフィラデルフィア連銀が管轄地区で調査している製造業の景況指数も8月中旬以降発表されているが、いずれも反転。前者は16ヵ月、後者は9ヵ月ぶりにプラス圏に回復した。

製造業の改善の動きは緩やかではあるが、在庫調整も一巡し需要に連動した生産に移りつつある。ただし、国産自動車の買換え奨励策が8月24日で終了し、自動車販売に先行き不安がささやかれるなど、生産の持ち直しの持続性への不透明感は依然残っていることは確かだ。

住宅市場も底固めの状況

住宅関連指標では、延滞率の上昇等住宅ローンの信用リスクの状況は依然厳しい。上昇ペースは急速に鈍化したが、6月末の延滞率は9.24%となっている。

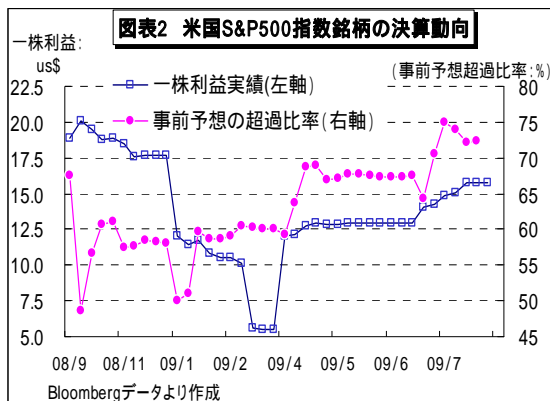


しかし、住宅販売件数（新築・中古の両方）が増加基調をたどっている。特に7月の中古住宅の販売件数は07年9月以来の524万戸(年率)へ戻した。一方、住宅販売在庫(戸数・率)は低下している。

このような状況下、先行指標である住宅建築許可件数が増加基調に転じたと見られることから、住宅着工の増加が定着し住宅投資の強含みの動きが年末にかけて出てこよう。これまで3年半にわたり、米国経済の下押し要因であった住宅投資に底入れが見通せる状態となっている。

企業業績も立ち直り傾向示す

4～6月期の業績発表が8月10日ごろに概ね終わり、小売関連の5～7月期の業績発表が進んでいる。



代表的な指数であるS & P 500 指数・構成銘柄の一株当たり利益（発行株数加重平均）は直近8月下旬に前年同期比約16%へ減益率が縮小、業績は改善に向かっている（図表2）。アナリスト予想によれば、同利益は今年第4四半期には前年同期比で増益に転じる見通しである。

ただし、利益水準が低く予想ベースで計っても株価収益率等の株価指標には割高感が目立つ。それが株価の上がりにくい一因でもあるが、コスト削減が進み売上増加によるレバレッジが効きやすい企

業体質となっていることから、先行きの増益ペースは高まることが期待される。

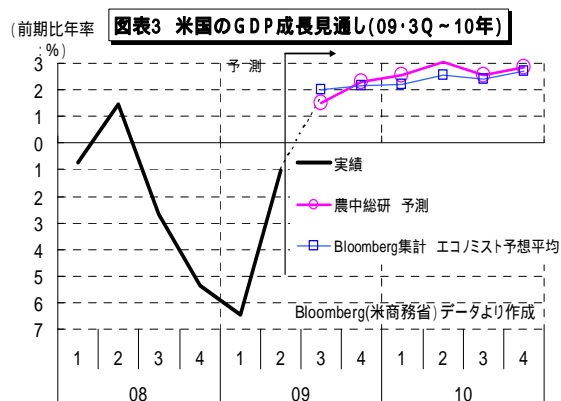
経済上向きながら、インフレ・リスク限定

米国のGDP予測は図表3のようになり、景気上向きの動きが09年後半以降継続すると想定している（図表3、本誌後添の「経済見通し」参照）。この景気回復シナリオの牽引役は、世界経済の持ち直しに伴う輸出増加と政府の財政支出の拡大である。それによって需要が回復し、在庫投資が復元するとともに、設備投資も底入れするというものだ。一方、個人消費も回復軌道をたどるが、雇用環境の低迷から当面の回復力は弱い。

以上から、実質GDPは2%台の成長が続くという予測になるが、これは潜在成長力（議会予算局の試算では09～14年は2.2%）の同程度か、やや上回る成長だ。

一方、前月号でも述べたが、米国の経済のファンダメンタルズから見てインフレ・リスクは小さい。GDPの大きな需給ギャップや高い失業率の存在からだ。

経済は回復軌道にあるが、インフレ・リスクは小さいという判断のもとでは、米国金融当局は当面利上げに動くことはないだろう。それは、早くとも10年後半以降と考える。（09.08.24現在）



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、7月中旬に、1バレル=60ドル割れとなる場面があったものの、8月に入り、企業業績や景気の先行きへの楽観的な見方の強まりから70ドル前後で推移。

米国経済

米国では、景気対策法（総額7,870億ドル）成立を受け、4月から所得税還付が開始された。また、政府高官によると、6月末までに既に1,000億ドル以上が支出され、2010会計年度末まで、1,000億ドルずつを四半期ごとに支出する予定。一方、米連邦準備制度理事会（FRB）は、8月の連邦公開市場委員会（FOMC）で景気が底入れしたという認識を示した。また、08年12月から据え置かれている政策金利（史上最低の0~0.25%）は、当面現状維持の姿勢である。長期国債の買入れは、期限を10月末まで（当初は9月末まで）延長し、その後は終了することを決め、一部、量的緩和政策の修正へ動き出した。金融・財政、両面からの景気てこ入れなどにより経済指標にも改善を示すものが増えているが、依然として民間の雇用吸収の力は弱い。

国内経済

日本経済は輸出や生産面で改善の動きが続いている。4~6月期のGDP成長率（前期比+0.9%）は、5四半期ぶりにプラスになった。しかし、設備投資や雇用の悪化傾向は継続している。6月の鉱工業生産指数（確報値）は前月比+2.3%と、4ヵ月連続で上昇。7、8月分についても引続き、上昇が見込まれている。一方、設備投資の先行指標となる機械受注（船舶・電力を除く民需）の6月分は前月比+9.7%となったが、特殊要因の影響は無視できず、7~9月期は6四半期連続のマイナス見通し。なお、日銀は08年12月から政策金利を0.1%に引下げているほか、CP・社債の買入れなど、企業金融の円滑化策を講じている。また、3月の会合で増額を決定した国債の買入れ（月1.8兆円）を継続している。

金利・株価・為替

外国為替市場では、米国での最新（09年7月）の雇用統計の下げ止まりを受けた景気回復期待の高まりなどでドル買いが進み、8月上旬に一時1ドル=97円台となった。ただし、8月12日のFOMCにおいて現行の低金利政策を当面続けることを示唆する決定を受け、再びドル安・円高が進んだ。日経平均株価は、円高や米株価の下落などにより、7月中旬に一時9,000円近くへ下落。しかし、その後、米国株の上昇やわが国の鉱工業生産などの経済指標の改善を受けて上昇に転じ、8月中旬には10,600円近くまで一旦上昇。日本の長期金利の目安である新発10年国債利回りは、株価の下落などから低下し、7月上旬に1.2%台後半に。その後は、景気の先行きに対する思惑によって左右される展開となり、概ね1.3~1.4%台で推移。

政府・日銀の景況判断

政府は、8月の景気判断を「持ち直しの動きがみられる」に4ヵ月ぶりに据え置いた。日銀も同様に、8月の景気判断を「下げ止まっている」に据え置いた。なお、政府は6月に景気の底入れ判断を行っている。

（09.8.24現在）



2009～10年度改訂経済見通し

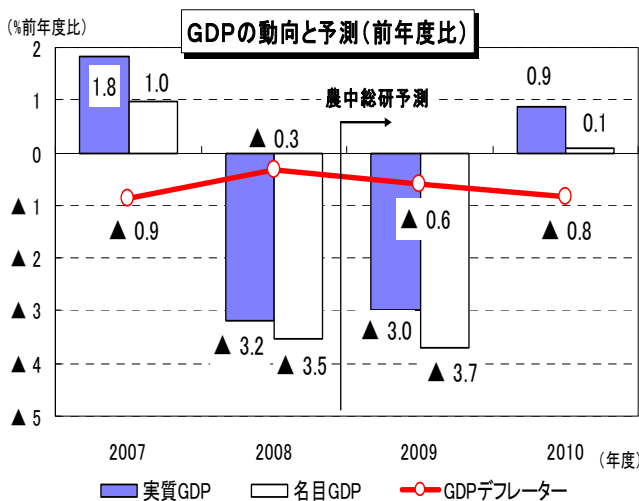
**2009年度は持ち直し継続ながら通年で▲3.0%のマイナス成長、
10年度は0.9%と弱いながらもプラス成長へ転換**

～2010年度上期まで景気回復テンポは緩やかなまま～

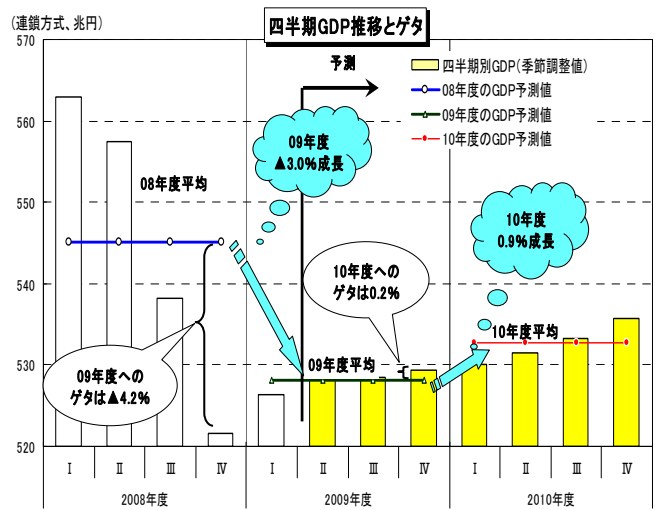
中国経済の堅調さや各種政策による下支えもあって、2009年初まで悪化が続いた輸出・生産が3月以降改善しており、景気の持ち直し基調が続いている。ただし、需給ギャップが大幅に乖離していることもあり、企業設備投資の減少が続いているほか、雇用調整が先行き消費支出を抑制させる方向に働き始めることも予想される。さらに、09年度下期には、これまで打ってきた政策効果が息切れする可能性も懸念される。肝心の世界経済全体の回復も当面は緩やかなものに留まると予想されることから、しばらくは日本経済の景気回復テンポは非常に緩やかなまま推移するだろう。

物価面では、秋以降はエネルギー関連の押下げ効果は徐々に解消に向かうが、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、10年度いっぱい物価下落が残ると予想される。

金融政策については、景気回復を確かなものにするためにも長短金利を低位で安定させることが不可欠であり、日本銀行は粘り強く現行の緩和政策を続けることになるだろう。



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」から農中総研作成・予測



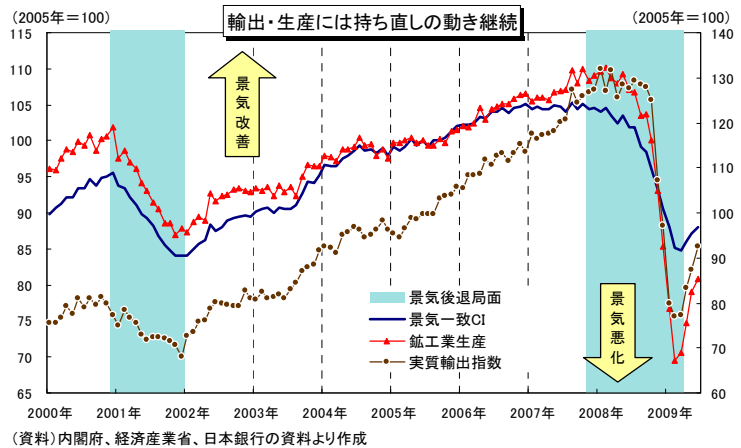
(資料)内閣府「GDP速報」より作成 (注)09年4～6月期までは実績、それ以降は当総研予測

1. 景気の現状:

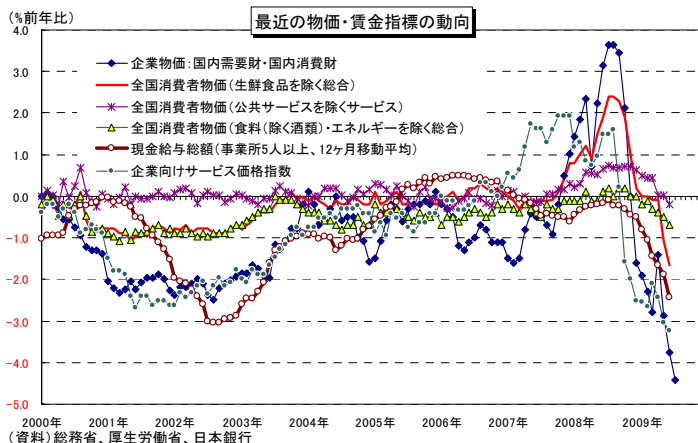
(1) 日本経済の現状 ～ 緩やかながらも回復が始まった国内景気

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、世界規模で金融危機が勃発、それと同時に先進国・新興国を問わず、猛烈な勢いで需要が減退するといった世界同時不況が進行した。経済成長の約6割を輸出の増加に依存してきたわが国は、金融危機のきっかけとなったサブプライム・ローン問題による直接的な被害は比較的小さかったものの、実体経済面では年率二桁台のマイナス成長が2四半期続くなど、世界同時不況の影響をまともに受ける格好となった。2008年9月から09年2月までのほんの5ヵ月間に、輸出(実質輸出指数)は約4割が失われ、鉱工業生産は約3分の2の水準まで落ち込んだ。

一方、3月にはこうした状況に歯止めがかかり、その後も輸出・生産は持ち直しの動きが続いている。背景には、主要国において、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、といった1930年代の世界大恐慌時に採用された経済対策が早いタイミングで実施され、景気底割れを未然に防いだことが挙げられる。特に、中国政府が実施した4兆元にのぼる経済対策が、日本の中国向け輸出に恩恵を与えたことの要因は無視できない。こうした生産の回復は、それまで大きく落ち込んだ企業や家計のマインドの回復にもつながっている。短期市場金利の跳ね上がりや資金調達の道が閉ざされるなど、機能不全に近い状態に陥っていた金融市場にも、一部改善の動きが明確化してきている。



以上のように金融危機の勃発によって襲来した「嵐」は過ぎ去っていったものの、それが残した傷跡は大きい。回復しつつあるとはいえ、直近時点での輸出・生産は08年9月の水準に対して依然として2~3割ほど低く、需給バランスは大幅に崩れたままといえる。裏返せば、企業部門(特に製造業)は過剰な雇用人員・資本設備を抱え込んだ状況であり、先行



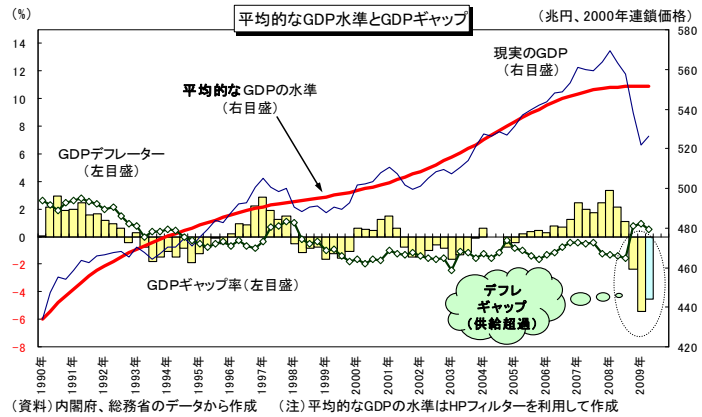
き需要水準が急回復でもしない限り、その調整は急務である。実際、設備投資関連指標や雇用関連指標は依然悪化傾向をたどっており、下げ止まる様子は見えていない。また、主要な物価指標が軒並み、統計開始以来の最大の下落率を記録するなど、物価下落が鮮明となってきた。これまでのところ、主因は08年夏にかけて高騰を続けた原油など資源価格の反動であるが、徐々に国内の需給バランスが大きく崩れたことによる物価下



落圧力が徐々に強まりつつある。

(2) 5 四半期ぶりにプラスに転じた 09 年 4～6 月期 GDP

8月17日に発表された09年4～6月期のGDP第1次速報によれば、実質成長率は前期比0.9%（同年率換算3.7%）と、5四半期ぶりのプラス成長に転じたことが明らかとなった。今回プラス成長に転じた原因としては、大規模な経済対策により需要が回復し始めた中国向けを中心に輸出が増勢に転じたこと、国内の政策として定額給付金配布やエコポイント制、エコカー減税などの導入などが実施されたことで民間消費が持ち直したこと、さらには公共事業が堅調に推移したことが挙げられる。一方、民間設備投資や住宅投資などは減少が続いており、民間最終需要としては前期比▲0.6%と5四半期連続の減少となるなど、国内景気の低調さは続いていると判断せざるを得ない。



しかし、名目GDPは前期比▲0.2%（同年率▲0.7%）と、5四半期連続のマイナスとなった（統計開始以来初）。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では0.5%と3四半期連続でプラスとなったものの、上昇率は1～3月期（同0.9%）から縮小、季節調整後の前期比では▲1.1%（当総研試算）と3四半期ぶりのマイナスに転じた。前期比ベースで見れば、09年に入ってから国際商品市況の反発によって輸入デフレーターが上昇気味であるものの、国内需給バランスの大幅悪化によって国内需要デフレーターの下落傾向が続いている。また、注目の単位労働コストは前年比1.8%と4四半期連続のプラスながら、上昇率は大きく縮小（1～3月期：同7.1%）。需要の落ち込み方に比べれば雇用コストの削減がまだ追いついておらず、先々の雇用コスト圧縮につながる可能性は高い。

(3) 金融緩和を続ける日本銀行

今回の景気悪化の過程で、日本銀行は08年10、12月と、それぞれ0.2%の利下げを行い、政策金利（無担保コールレート翌日物）水準を0.1%まで引き下げ、国債買入れ額を月1兆8,000億円へ増額したほか、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ている。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。

このうち、企業金融円滑化支援策については、金融システム不安が徐々に解消する方向に向かったこともあり、CP・社債の買入れオペの札割れが頻発しているほか、CP・社債の発行市場の機能も回復してきた。ただし、BBB格以下の社債発行はあまり進んでおらず、かつ銀行間取引レート（TIBOR）も期待したほどは低下せず、さらには長期の貸出金利の低下幅も限定的であるなど、中堅・中小企業を中心に、企業金融を取り巻く環境は厳しい状況は続いている。このように、金融システムの安定化がいまだ達成できていないこともあり、7月の金融政策決定会合では、当初9月末までの時限措置としていた企業金融円滑化支援策の枠組みは、12月まで延長することが決定された。

2. 予測の前提条件:

(1) 財政政策

麻生内閣は、2008年9月の発足とほぼ同時に、急激に世界経済が悪化し始めたこともあり、これまで3度にわたって経済対策を実施してきた。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ほか、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。その後、09年度一般会計予算の成立(3月27日)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、それらを盛り込んだ09年度第一次補正予算を編成し、5月29日に成立させている。

今回の経済見通しにおいては、①これまで成立した予算はそのまま執行される、②当面は景気最優先の財政運営ながら、中長期的には財政再建路線を継続する、③11年度中の消費税率引上げはない、との前提条件をおいた。

一方、8月30日には総選挙が行われる予定であり、政権交代の可能性も指摘されている。自公の連立与党では、追加経済対策を視野に入れながら、従来型の景気刺激策を継続していく構えである。一方の民主党は追加対策を講じるよりも、まずは09年度第一次補正予算の組み替えを行い、自らの経済政策の目玉である子ども手当などの子育て支援策や高速道路無料化などを前倒しで行う考えについて言及している。また、双方の政権公約(マニフェスト)を比較すると、連立与党サイドではこれまでどおり施設整備などに対して資金を投入するイメージであるが、民主党サイドはこれまでの分配構造を変えて、需要する人に資金を配分することを意図している。なお、今回の経済見通しでは政権交代については全く考慮せずに行ったが、仮に政権交代が実現した場合には、①09年度下期の公共投資が削減され、代わりに政府から家計に対する給付が増加する、②今後4年間、消費税増税はない、などの前提条件を加える必要があるだろう。そのような場合には適宜改訂に反映させたい。本件については、9月11日に公表が予定されている4～6月期のGDP第二次速報後に行う改訂作業の中で考慮することとしたい。

(2) 世界経済の見通し ～世界経済は改善したが、金融緩和の継続必要～

世界の主要金融機関(銀行・証券・保険会社等)の損失計上は08年10～12月期がピークとなっており、最近は下表のように減少基調にある。

サブプライム問題悪化以降の世界の主要金融機関の損失と資本調達 (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	4.9	-	4.3	-	0.3	-	0.3	-
	3	59.8	14.8	42.8	3.1	15.7	11.7	1.2	-
	4	221.2	74.0	128.2	47.1	81.7	26.8	11.2	-
2008	1	227.9	89.7	135.9	62.9	80.9	23.0	11.1	3.8
	2	174.2	199.7	111.6	103.8	58.9	82.3	3.7	13.6
	3	267.2	107.9	205.2	44.1	56.4	55.0	5.6	8.7
2009	4	375.8	447.3	243.3	263.9	128.2	155.9	4.3	27.6
	1	140.3	223.8	101.1	122.9	36.1	81.8	3.1	19.1
	2	125.1	112.6	102.3	90.2	22.2	11.0	0.5	11.3
3	-	26.6	-	13.0	-	0.6	-	-	13.0
累計	1,596.4	1,296.4	1,074.7	751.0	480.4	448.1	41.0	97.1	

Bloomberg集計データより作成(09.08.17現在) (注)四捨五入の関係で合算が合わないことがある。

また、国際協調の枠組みのなかで各国の財政出動による景気刺激策が講じられた結果、各国の景気悪化が鈍化し改善への動きが見られるようになったこともあり、国際通貨基金(IMF)も7月上旬に10年にかけての世界および主要国の成長予測を上方修正した。

しかし、米国を中心に金融システムが不安解消には至っていない。米国の住宅市場では住宅価格にこそ底入れの兆しが見られるものの、プライム住宅ローンを含め延滞率の上昇に歯止めがかかっていない。商業不動産も空室率の上昇や同市況の下落が続いており、商業不動産ローン担保証券(CMBS)の延滞率(30日以上等)は昨年後半から上昇スピードを高めている。米国の銀行等(預金保険加盟金融機関)の決算は09年1~3月期からトレーディング収益の増大に支えられ黒字化したが、貸出の延滞率は合計ですでに5.8%台まで上昇し、引当金と貸倒償却の合計計上額は純金利収入を上回る状態となっている。景気悪化のなかで貸出債権の悪化は止まっておらず、米国の金融システムの不安解消には程遠い。まだ、米国経済の本格回復を待たなければならない状態だ。また、連邦準備制度(FRB)の調査によれば、銀行の貸出基準は緩和方向にあるものの厳格な適用姿勢が強く、資金調達環境が改善しているとはいえない。

以下では、米国、欧州、中国の景気分析と国際商品市況の予測を行う。

①米国経済

米国の09年4~6月期の実質国内総生産(GDP)成長率は、前期比年率▲1.0%とマイナス幅を大きく縮小した。在庫投資を含め民需減少のペースが鈍化したことに加え、外需(=輸出等-輸入等)と政府支出の増加の寄与が大きい。

GDPの7割を占める個人消費は1~3月期に昨年末の消費急減の反動から小幅増加となったが、4~6月期は再び雇用・所得環境の悪化が影響し減少に転じた。4月給与支払分から減税還付の措置も実施されたが、雇用悪化の進行が帳消しにした形である。

個人消費の重要なバックボーンとなる雇用状況は、4~6月期も非農業部門雇用者が99.3万人減少し、年初からの累計減少者数は358.6万人(2.6%)となるとともに、6月の失業率は9.5%へ上昇した。しかし、7月は雇用者減少数(前年比減少数▲24.7万人)、失業率(9.4%へ▲0.1%pt低下)ともに改善を示した。企業の雇用削減の動きが緩和してきたことから、雇用者減少のペースが今後も鈍化傾向をたどると見込むが、企業が積極的に求人を増やすにはまだ時間を要すると思われる。

消費については、改善が遅れているものの消費者心理が基本的に底入れしており、かつエコカー購入補助の開始(7月)などもあり、09年後半から底入れし弱い形ながら反転すると予測する。なお、前回のITバブル崩壊後の雇用増加無き(ジョブレス・リカバリー)景気回復を振り返れば、雇用回復には時間を要すると思われ、それまでは減税・公的補助に加え、緩やかな賃金上昇や財産所得の増加、年金給付などが家計所得の下支え・回復要因となると考える。

米国のGDP成長率(前期比年率)とその寄与度 (%)

項目 \ 時期	07/6	07/9	07/12	08/3	08/6	08/9	08/12	09/3	09/6
内需寄与度	2.5	2.2	▲0.1	▲1.1	▲0.9	▲2.6	▲5.9	▲9.0	▲2.4
うち民需寄与度	1.7	1.5	▲0.4	▲1.6	▲1.6	▲3.5	▲6.1	▲8.5	▲3.5
うち政府需要寄与度	0.8	0.8	0.3	0.5	0.7	1.0	0.2	▲0.5	1.1
外需寄与度	0.7	1.4	2.2	0.4	2.4	▲0.1	0.5	2.6	1.4
全体成長率	3.2	3.6	2.1	▲0.7	1.5	▲2.7	▲5.4	▲6.4	▲1.0

Bloomberg(米商務省)データより作成



民間企業の設備投資は、1～3月期の前期比年率4割近い減少に続き、4～6月期も同▲8.9%の減少となり、水準的にストック調整もかなり進んできた。先行指標である資本財受注は底固めしつつあるが、景気回復の動きが弱く企業収益も回復途上にあるなかでは09年後半の設備投資は慎重なものにとどまり、持ち直しから増加に転じるのは、10年年明け以降になると予測する。

住宅投資は3年半にわたり減少を続けてきたが、着工の先行指標である住宅建築許可件数が底打ちを示しつつあるとともに、住宅(新築・中古)販売や住宅販売価格、住宅市場の景況指数などにも底入れ気配が強まっている。また、住宅ローン金利が低位にとどまっていることも住宅購入の支援材料である。住宅市場の好転ペースは極めて緩やかであるが、住宅投資は7～9月期に底入れし安定化すると見込むが、低水準での推移が続く。

外需(純輸出=輸出等-輸入等)は4～6月期も輸入等の減少幅が輸出等の減少幅を大きく上回り、プラスの寄与となった。09年後半は輸出に比べ輸入が大きく低迷する動きがやや変わってくると考えるが、輸入の伸びが急速に高まることはなく、輸出増加が引き続き景気回復の下支え要因の一つとなる構図は続くだろう。

在庫投資の減少は、1～3月期(寄与度:▲2.3%)に続き、4～6月期もGDP成長率の下押し要因(寄与度:▲0.8%)となったが、それは需要急減のもとでの防衛的な過剰在庫減らしの結果であり、在庫調整は進んだ。景気底入れで売上が緩やかに反転するなかで、在庫を復元する動きが7～9月期以降出てくると見込む。

以上から、09年下半年は政府の景気刺激策や世界経済の改善傾向により、小幅であるが前半期年率1.1%のプラス成長に転じると予測。なお、四半期別では、7～9月期が前期比年率1.5%、10～12月期が同2.3%とプラス成長の継続を見ている。なお、09年通年ではマイナスのゲタ(▲1.3%)に加え前半の落ち込みが大きく前年比▲2.8%となる。

また、10年については、景気の反転力は弱いものの、世界経済の回復傾向が続くなか、雇用改善が徐々に進み始め、先行き見通しの明るさのなかで設備投資も底入れすること、住宅市場も緩やかに底打ちの過程をたどること、政府の景気刺激策が継続すること、以上の前向きな動きから在庫復元も続き生産の増加に結び付くことなどから、米国経済は緩やかながらも回転し始め、2.4%のプラス成長になると予測する。

2009-10年 米国経済見通し (09年4～6月期 速報値ベース)

	単位	2008年	2009年		2010年			
		通期 実績	通期 予想	上半期 (1～6月) 実績	下半期 (7～12月) 予想	通期 予想	上半期 (1～6月) 予想	下半期 (7～12月) 予想
実質GDP	%	0.4	▲2.8	▲4.8	1.1	2.3	2.6	2.7
個人消費	%	▲0.2	▲1.0	▲0.8	0.2	1.1	1.2	2.0
設備投資	%	1.6	▲17.8	▲27.9	▲4.9	0.4	1.9	3.0
住宅投資	%	▲22.9	▲23.3	▲32.5	▲7.2	0.5	3.1	3.5
在庫投資	寄与度	▲0.3	▲0.6	▲1.4	0.6	0.9	1.2	0.5
純輸出	寄与度	1.2	1.1	1.7	0.3	▲0.1	▲0.2	▲0.1
輸出等	%	5.4	▲12.2	▲22.2	2.4	4.1	4.6	4.9
輸入等	%	▲3.2	▲16.1	▲26.9	▲0.5	3.8	5.5	4.7
政府支出	%	3.1	2.1	0.3	4.3	3.1	2.6	3.0
参考								
コアPCEデフレーター	%	2.4	1.8	1.7	1.4	1.1	1.5	1.6
GDPデフレーター	%	2.1	1.2	1.8	0.7	1.2	1.0	1.3
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	3.29	3.00	3.58	3.76	3.70	3.83

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8月20日。09年1～3月期については09年7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年率換算寄与度、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



インフレに関しては、実効為替レート・ベースの米国ドルがユーロと日本円の先進国通貨を除けば堅調な水準にとどまっていることや、米国経済のマクロ需給ギャップの存在、失業率高止まりのもとでの賃金上昇圧力の後退などが物価の安定要因となる。このため、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1~1.5%で先行き1年程度推移すると予測する。なお、GDPデフレーター上昇率は、原油や穀物の価格上昇が後述の見通しのように限定的ならば、コアPCEデフレーターよりも低位な水準にとどまろう。

政策金利であるフェデラル・ファンド・レート(FFレート)の誘導目標は08年12月16日に0~0.25%へ引き下げられ、現在は0.2%を割る形で運用されている。FRBは09年8月の連邦公開市場委員会(FOMC)で米国経済が底入れしたとの見解を明らかにしたが、現在の経済情勢から見て今後一定期間(for extended period)、現行政策金利を維持する姿勢を改めて示した。利上げを判断する材料としては、前述のようにインフレが安定しているもとでは、非農業部門雇用者の増加傾向が定着した後の雇用改善ペースが重要なポイントとなろう。

米国の景気は底入れしたものの、個人住宅や商業用不動産の貸出延滞率の上昇が止まっていないなど、金融不安の再燃リスクは依然残る。米国経済のヒト、モノの需要回復を確かなものにし、借入環境を整えカネの流れを円滑化し、民間の経済循環が前向きに回転するようにするため、金融緩和の継続の必要性は当面大きい。

大幅な需給ギャップを抱え、インフレ予想がしばらくは高まらない状態を踏まえ金融システムや資金調達環境に逆行リスクが残る間、FRBは利上げに慎重な態度で臨むと考える。金融政策を本格的に修正し利上げ姿勢に転じるのは早くも10年後半以降と予測する。また、非伝統的(量的)緩和政策については、長期国債買入れが10月で停止されようが、CMBSを担保とするタム物資担保証券貸出制度(TALF)の10年6月までの延長などは、資金調達環境の回復が遅れている現状では今後も必要な対策と考える。

②欧州経済

ユーロ圏(16カ国)の09年4~6月期の実質GDP成長率速報値は、前期比▲0.1%(年率換算▲0.4%)と、5四半期連続のマイナス成長となったものの、エコノミスト予測を超える減少率の縮小となり、金融市場ではポジティブなサプライズとして受け取られた。主要国の内訳は、ドイツが前期比0.3%、フランスが同0.3%、イタリアが同▲0.5%などであり、ドイツとフランスがともに5四半期ぶりのプラス成長となった。ユーロ圏以外ではイギリスが同▲0.8%で前期より1.6pt改善した。一方、6月のユーロ圏失業率は9.4%と12ヵ月連続で上昇、04年末から05年初頭にかけてつけた前回のピーク(9.1%)を超えてなお悪化しつつある。

生産面を見ると、ユーロ圏鉱工業生産指数は4月まで8ヵ月連続で減少した後、5月は前月比0.6%の増加となったが、6月は再び同▲0.6%の減少となり、5月の一時的な増加を打ち消す形となった。消費面でも同様に、ユーロ圏小売売上高は3月まで6ヵ月連続で減少した後、4月は前月比0.2%の増加となったが、5月(同▲0.5%)、6月(同▲0.2%)と2ヵ月連続で減少した。これらの指標を見る限りユーロ圏の経済活動はいまだ弱いと言わざるを得ない。

一方、6月のユーロ圏貿易収支は季節調整値で10億ユーロの黒字となり、3ヵ月連続で黒字を記録

欧州中央銀行の専門家調査結果(09年8月公表)

	2009年	2010年	2011年
ユーロ圏インフレ率(HICP)	0.4%	1.1%	1.6%
前回からの見直し幅	マイナス0.1P	マイナス0.2P	-
ユーロ圏実質GDP成長率	▲4.5%	0.3%	1.5%
前回からの見直し幅	マイナス1.1P	プラス0.1P	-
ユーロ圏失業率	9.7%	10.9%	10.6%
前回からの見直し幅	プラス0.4P	プラス0.4P	-

【出所】ECB Survey of Professional Forecasts, 前回調査は09年5月公表



した。ただし、ユーロ圏の域外輸出、域外輸入とも大きく落ち込む中で、結果として輸出が輸入を上回ったことによる黒字である。ドイツ、フランスなどの主要国を中心として外需(純輸出=輸出-輸入)の急速な持ち直しがユーロ圏全体の成長率を引き上げているものの、輸出増加による生産回復には至っていないのが現状である。

09年のユーロ圏成長率について、欧州中央銀行(ECB)09年8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▲4.5%となっており、前回09年5月月報の予測値からは1.1ポイントの大幅下方修正となった。また、10年の成長率は0.3%と予測しており、前回からは0.1ポイントの上方修正となった。

7月のユーロ圏消費者物価指数(HICP改定値)は前年同月比▲0.7%と、99年のユーロ導入後最大の落ち込みとなり、前月比でも▲0.7%の大幅な下落となった。エネルギーと食料品の下落も大きいですが、それを除くコア・ベースでも前年比1.2%、前月比▲0.5%と低迷しており、デフレに対する懸念が更に強く意識されてきている。これに対しECBは広汎なデフレのリスクは低いと見なしているが、現在の物価動向はECBが金融緩和を続ける背景になると思われる。

ECBは8月の政策委員会で、政策金利を3ヵ月連続で過去最低の1.0%に据え置いた。6月から開始した1年物資金供給オペと、7月から実施に移されたカバード・ボンドの買取り措置により、ECBは大量の流動性を市場に供給している。当面はこれらの政策の効果を十分に見極めるスタンスを取るものと考えられ、ECBが一段の緩和策に踏み切る可能性は低いものと見られる。

③中国経済

中国の実質経済成長率は、09年1~3月期に前年比6.1%へ低下した後、4~6月期には同7.9%へ急回復した。以前は中国政府が掲げる8%成長「保八」達成は難しいとの見方が大半だったが、IMFのほか多くの調査機関の予測が大幅上方修正されており、8%を超える予測も散見されるようになった。この急回復には、中国共産党・政府の、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、減税に加え、政府の指導のもとでの新規貸出の拡大促進という、財政・金融一体の政策効果がある。

GDPの4割を占める投資関係では、固定資産投資額の伸びが前年比3割台に戻った。また、伸びを急低下させていた不動産関連も前年比15%増となっており、不動産市況も底打ちし、7月には主要70都市・住宅価格指数が前年比1.0%とプラスに転じた。

また、補助金交付や減税などにより自動車販売や家電販売が伸びており、物価下落のもとで物価変動を調整した実質ベースの小売売上高は7月に前年比17.5%増に伸びを高めている。自動車販売の急増は目覚しく、乗用車は前年比7割増となっている。このような内需喚起に伴い、09年4月まで5%台の伸びにとどまっていた中国の鉱工業生産(年間累計・付加価値・不変価格)は7月に二桁増に戻った。

輸出は直近でも前年比2割超の落ち込みが続いているが、前年のベースが高いことも含めて考えれば、輸出も大底圏を脱しつつあると考える。

金融緩和の効果については、マネーサプライ(M2)の増加率が09年2月以来、前年比2割台に乗り、直近7月も同28%の伸びとなっているが、これまで膨張してきた新規貸出は7月に前年比減少に転じた。金融当局である中国人民銀行は、8月の政策レポートで「適切な金融緩和政策の基調は変わらない」ことを強調しながらも、政策の機動的な「微調整」を表明しており、今後はインフレ・リスクも睨んだ運用に変わっていくと思われる。

中国元は1米ドル=6.83元前後で横ばい推移している。7月下旬に開かれた米中戦略・経済対話で為替問題も話し合われた模様だが、米国の財政赤字のファイナンス調達



先である中国の意向が無視できない現状では、中国に対し為替政策の透明性を高め元高を求める要求は控えられることが予想される。このため、当面の米ドル・中国元の為替変動は限定されよう。一方、中国元の為替レートは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14円割れとなっているが、当面はドル円相場で連動する形でのクロス円での変動にとどまると予想する。

以上、金融緩和の程度は徐々に弱まる傾向に向かうものの、8%以上の成長が国内政策上必要とする中国共産党・政府は、国内需要の伸びを持続するため積極的な財政刺激策を当面の続けると考える。

④国際商品市況と輸入原油価格等の見通し

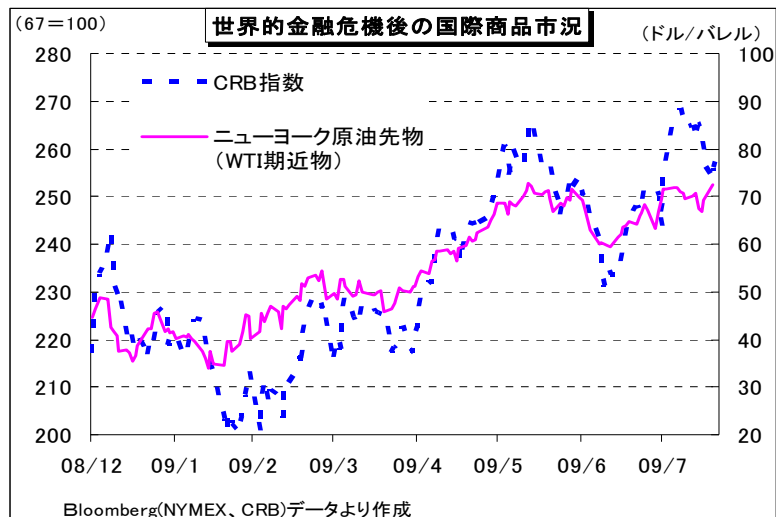
代表的な国際商品指数であるロイター・ジェフリーズ CRB 先物指数 (1967年＝100) は、3月初めを底に反発し、直近の戻り高値は底から3割を超える上昇(34%)となった。これは世界経済の先行き懸念が後退し需要の底入れ期待も広がり始めたことを反映しているが、供給増加に伴い需給の緩みが見られる穀物などが軟調である一方、需要強含み感のある非鉄が堅調であるなど差異・濃淡があり、その相場動向は一様ではない。

原油価格(WTI先物の期近物・終値、1バレル当たり)は、米国などの世界景気と需要の見通し、週次の在庫変動および原油の主な取引通貨であるドルのヘッジなどの影響を受けているが、09年5月下旬に60ドル台に乗って以降、7月の米雇用統計発表直後を除いて60ドル台をキープしてきた。世界の原油需要は直近で前年比3%弱の減少へ需要減少ペースは鈍化しており、一時に比べ供給過剰感の後退している。国際エネルギー機関の需要見通しも僅かながら上方修正が行われており、世界経済が緩やかに底打ち基調をたどるという見通しのもとで、先安感が再び高まる可能性は小さいだろう。以上から、09年後半は65ドルをはさみ上下10ドルを価格の中心レンジと見込む。

さらに、10年には原油需要が増加に転じると予測され、需給は現状よりも締まることから価格レンジは10ドル上方に移り、75ドルをはさみ上下10ドルが中心レンジとなると予想するが、石油輸出国機構(OPEC)の減産姿勢が大きく緩むことはないとしても、産油国の供給余力がかなり残るなかで、急騰の可能性は小さいと考える。

とはいえ、世界経済の持ち直しと購買力の回復にしたいが、10年は景気敏感な非鉄や原油などを中心に商品市況の反発には注意が必要だろう。

なお、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。主要3品のなかで、米農務省の09-10年の穀物年度見通しで供給増などにより在庫率の上昇の可能性が出てきた小麦やトウモロコシは直近、軟調の度合いが強い一方、比較的需給のタイト感のある大豆は値持ちの良好な状況となっている。米農務省の予測では09-10年度の世界の穀物消費量は前年度2%弱の増加となる見通しであるが、大規模な不作が生じない限り需給タイト感が大きく強まるリスクは小さく、反騰は限られるだろう。



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	%	▲ 3.5	▲ 3.7	0.1
実質GDP	%	▲ 3.2	▲ 3.0	0.9
民間需要	%	▲ 2.5	▲ 4.2	0.5
民間最終消費支出	%	▲ 0.5	▲ 0.1	0.3
民間住宅	%	▲ 3.1	▲ 15.3	▲ 0.3
民間企業設備	%	▲ 9.6	▲ 17.1	▲ 0.1
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	0.0	▲ 0.2	0.2
公的需要	%	▲ 0.5	3.0	0.1
政府最終消費支出	%	0.3	0.4	0.5
公的固定資本形成	%	▲ 4.4	15.6	▲ 1.9
輸出	%	▲ 10.2	▲ 16.2	7.7
輸入	%	▲ 3.7	▲ 13.7	5.1
国内需要寄与度	%pt	▲ 2.0	▲ 2.6	0.4
民間需要寄与度	%pt	▲ 1.9	▲ 3.2	0.4
公的需要寄与度	%pt	▲ 0.1	0.7	0.0
海外需要寄与度	%pt	▲ 1.2	▲ 0.4	0.5
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 0.3	▲ 0.6	▲ 0.8
国内企業物価 (前年比)	%	3.2	▲ 6.0	▲ 2.0
全国消費者物価 (")	%	1.2	▲ 1.4	▲ 1.1
完全失業率	%	4.1	5.7	5.8
鉱工業生産 (前年比)	%	▲ 12.8	▲ 12.9	6.0
経常収支(季節調整値)	兆円	13.0	16.3	15.1
名目GDP比率	%	2.6	3.4	3.1
為替レート(前提)	円/ドル	100.5	97.7	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	1.39	1.54
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	90.5	63.9	75.0

(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	%	1.0	▲ 1.4	▲ 2.2	▲ 1.3	▲ 2.6	▲ 0.2	▲ 0.4	▲ 0.2	0.1	0.1	0.0	0.1	0.4
実質GDP	%	1.0	▲ 1.1	▲ 1.0	▲ 3.5	▲ 3.1	0.9	0.3	0.1	0.2	0.1	0.3	0.3	0.5
(年率換算)	%	4.0	▲ 4.3	▲ 3.9	▲ 13.1	▲ 11.7	3.7	1.3	0.2	0.8	0.5	1.0	1.3	1.8
民間需要	%	0.8	▲ 0.7	▲ 1.1	▲ 1.2	▲ 3.0	▲ 1.1	▲ 0.3	▲ 0.1	0.2	0.1	0.1	0.3	0.3
民間最終消費支出	%	1.3	▲ 1.0	0.1	▲ 0.7	▲ 1.2	0.8	0.4	▲ 0.2	▲ 0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
民間住宅	%	4.6	0.0	3.5	2.6	▲ 5.7	▲ 9.5	▲ 5.0	▲ 0.5	0.3	0.3	0.5	0.5	0.5
民間企業設備	%	1.3	▲ 1.7	▲ 4.9	▲ 7.1	▲ 8.5	▲ 4.3	▲ 3.6	▲ 0.5	▲ 0.1	0.2	0.4	0.7	0.9
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 0.5	0.3	▲ 0.2	0.5	▲ 0.2	▲ 0.5	0.2	0.1	0.3	0.0	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0
公的需要	%	▲ 1.0	▲ 1.4	0.1	1.5	0.6	1.2	0.8	0.3	▲ 0.4	▲ 0.3	0.2	0.1	0.3
政府最終消費支出	%	▲ 0.3	▲ 0.7	▲ 0.2	1.3	0.1	▲ 0.3	0.2	▲ 0.2	0.2	0.1	0.3	0.1	0.3
公的固定資本形成	%	▲ 3.4	▲ 5.1	1.7	2.2	2.6	8.1	4.0	2.5	▲ 3.0	▲ 2.0	0.0	0.2	0.5
輸出	%	6.0	▲ 4.1	▲ 0.8	▲ 13.6	▲ 22.5	6.3	4.0	1.5	2.0	1.8	1.5	1.5	2.0
輸入	%	3.0	▲ 3.1	0.2	2.5	▲ 14.9	▲ 5.1	1.0	1.0	1.5	1.4	1.2	1.0	1.5
国内需要寄与度	%pt	0.4	▲ 0.8	▲ 0.8	▲ 0.6	▲ 2.2	▲ 0.7	▲ 0.1	▲ 0.0	0.1	0.0	0.2	0.2	0.3
民間需要寄与度	%pt	0.6	▲ 0.5	▲ 0.8	▲ 0.9	▲ 2.3	▲ 1.0	▲ 0.3	▲ 0.1	0.2	0.1	0.1	0.2	0.3
公的需要寄与度	%pt	▲ 0.2	▲ 0.3	0.0	0.3	0.1	0.3	0.2	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1	0.0	0.1
海外需要寄与度	%pt	0.6	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 2.9	▲ 0.9	1.6	0.4	0.1	0.1	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	0.9	0.5	0.9	▲ 1.6	▲ 2.2	▲ 1.4	▲ 0.7	▲ 0.6	▲ 0.6
国内企業物価 (前年比)	%	3.5	4.9	7.3	2.6	▲ 1.8	▲ 5.4	▲ 8.6	▲ 6.5	▲ 3.4	▲ 2.6	▲ 2.1	▲ 1.8	▲ 1.5
全国消費者物価 (")	%	1.0	1.5	2.3	1.0	▲ 0.1	▲ 1.0	▲ 2.1	▲ 1.4	▲ 1.3	▲ 1.2	▲ 1.1	▲ 1.0	▲ 0.9
完全失業率	%	3.8	4.0	4.0	4.0	4.4	5.2	5.6	5.9	6.1	6.0	5.8	5.7	5.6
鉱工業生産 (前期比)	%	0.3	▲ 1.3	▲ 3.2	▲ 11.3	▲ 32.0	8.3	5.0	2.0	0.8	1.0	1.4	1.2	1.8
経常収支(季節調整値)	兆円	5.3	5.0	4.0	2.1	1.8	3.8	4.0	4.1	4.3	4.5	4.6	4.8	5.0
名目GDP比率	%	4.0	3.9	3.2	1.7	1.5	3.1	3.3	3.4	3.6	3.8	3.8	4.0	4.2
為替レート(前提)	円/ドル	105.2	104.5	107.6	96.1	93.6	97.3	96.0	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	1.45	1.35	1.38	1.40	1.50	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	53.1	65.0	67.5	70.0	75.0	75.0	75.0	75.0

(注)全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

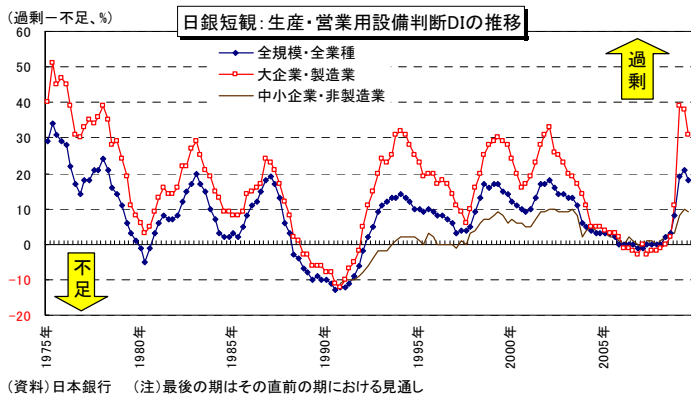


3. 2009~10年度の日本経済・物価見通し:

(1) 経済見通し

冒頭でも述べように、「世界大恐慌以来の」、もしくは「100年に一度の」といった表現で語られた今回の景気悪化であるが、09年前半のいずれかの時点で景気の転換点(谷)を通過し、すでに景気拡大局面に入った可能性がある。

それに大きく貢献したのは、09年に入ってから再び増加し始めた中国向けの輸出である。2001年12月に中国がWTOに加盟して以降、日中間の貿易量は大幅に拡大し、07年以降、中国(含む香港)は日本の輸出先として第一位となっており、その重要度は年々高まっている。中国政府は、8%成長を達成するために当面は積極的な財政政策を打ち続けていく可能性が高く、その恩恵が日本経済に及び続ける可能性は高いだろう。一方、米国・EUなど先進国経済は依然として明確な回復が見られないなど、先進国向け輸出は低調なままであり、全般的に見れば盛り上がり欠けた状況は当面継続するものと思われる。



一方、懸念材料として無視できないのが、大幅な需要不足状態が残ることによって発生している資本設備と雇用の過剰である。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4~6月期(前期比▲4.9%)まで5四半期連続の減少が続いており、7~9月期についても同▲8.6%の減少見通し(内閣府集計)となるなど、下げ止まる兆しが見えない。主要調査機関による09年度設備投資

計画調査も前年度比二桁減の大幅減少が見込まれている。生産は上昇が続いているとはいえ、製造業では設備過剰感の解消が進んでいないほか、これまで底堅さもあつた非製造業にも時間差を伴いながら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

主要な2009年度設備投資計画調査

調査対象	経済産業省		日銀短観		日本政策投資銀行		日本政策金融公庫	日本経済新聞
	全国企業	全国企業	大企業	中小企業	大企業	全国企業	中小企業	上場企業+有力企業
全産業	-11.9 (-3.7)	-12.7 (-5.9)	-6.8 -5.4	-31.0 (-8.0)	-9.2 (-7.1)	-10.6 (-7.2)	-	-15.9 (-5.6)
製造業	-23.6 (-5.1)	-25.4 (-7.1)	-22.2 -7.3	-39.0 (-3.0)	-20.7 (-9.7)	-22.0 (-10.4)	-40.5 (-2.5)	-24.3 (-7.9)
非製造業	6.4 (-2.3)	-5.5 (-5.2)	2.5 -4.2	-26.5 (-10.6)	-0.1 (-5.6)	-1.2 (-5.5)	-	-4.5 (-2.4)
調査時期	6月		6月		6月		4月中旬	4月27日時点

(資料)経済産業省、日本銀行、日本政策投資銀行、日本政策金融公庫、日本経済新聞社



設備投資抑制姿勢は続く可能性が高く、09年度に回復が始まる可能性は薄いだろう。

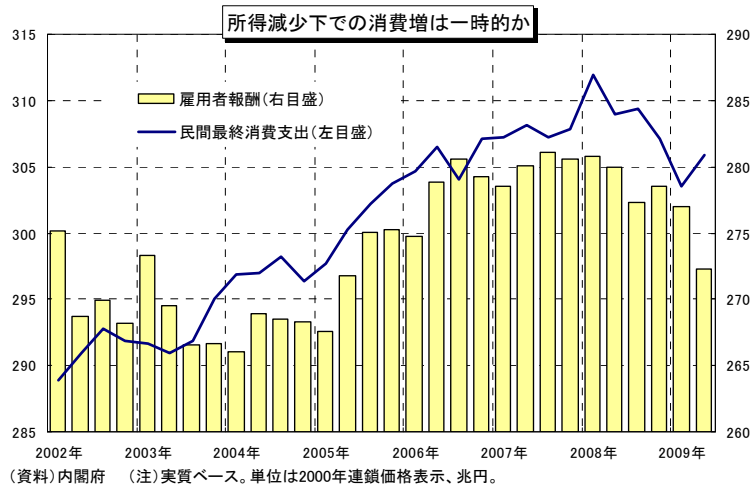
また、政策効果により、自動車・家電製品など耐久財を中心に底堅く推移している民間消費であるが、①2兆円の定額給付金も配布からある程度の時間を経過しているほか、②エコカー減税やエコポイント制などの制度導入がすでに消費水準を相当程度押し上げており、今後の更なる押し上げ効果を見込むことが期待できなくなりつつあること、③耐久消費財の購入機会は数年に1度であり、短期間のうちに何度も繰り返される性質のものではなく、これらの政策が呼び水となって、新規の消費需要を生み出す効果はあまり期待できないこと、などを踏まえれば、徐々に

政策効果が小さくなっていくことは否定できない。制度終了後の落ち込みが懸念されるどころであり、景気の状態を見ながら、10年度以降も継続が考慮すべきであろう。なお、住宅投資が歴史的な低水準に落ち込むなか、それに付随する消費も低調となっている可能性が高い。加えて、天候不順や冷夏による季節商品の売れ行き不振も報じられている。所得面からは、4～6月の現金給与総額が前年比▲

4.7% (うち6月は同▲7.1%)、同じく雇用者報酬が同▲4.1%と、いずれも統計開始以来最大の減少を記録するなど、家計の所得環境はこれまでにないほどの悪化を見せている。今冬の賞与も引き続き厳しいとの見通しが有力視されるなど、家計の所得環境の改善は期待できる状況にはないことを考慮すれば、これまでの消費刺激策の反動が09年度下期にかけて出てくることは避けられないだろう。

以上の点を踏まえながら、経済見通しについて述べていきたい。足許7～9月期については、世界的に景気が下げ止まりつつあることに加え、中国を筆頭とするアジア向けが堅調に推移することから、輸出は引き続き底堅く推移するものと思われる。また、民間消費も政策効果が出尽くすような格好で増加が続くと思われるが、可処分所得が減少していることもあり、その増勢は鈍化するものと思われる。さらに、政府消費や公共投資など公的需要も景気下支えに貢献するほか、4～6月期に大幅に減少した民間在庫投資が再び積み増し方向に動くことが期待される。一方、企業設備投資や住宅投資は悪化傾向が残ることになるだろう。その結果、7～9月期の実質経済成長率は前期比0.4% (同年率1.3%)と、2四半期連続のプラスとなるものの、4～6月期からは減速すると予測する。

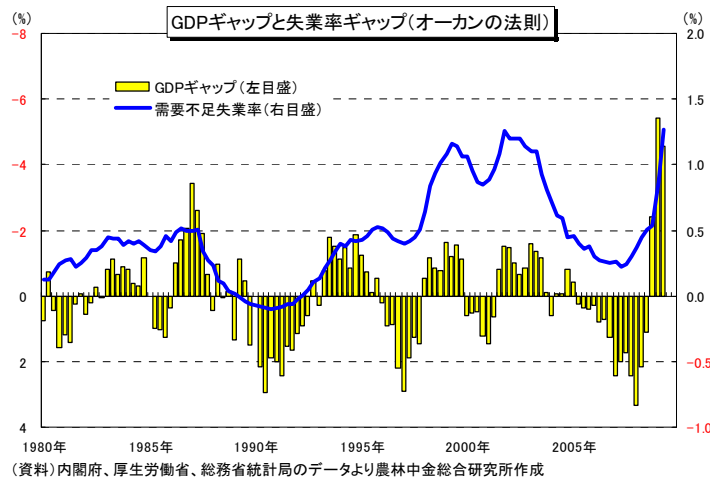
その後、年度下期にかけて民間消費については所得減による支出抑制効果が強まり、再び減少が始まるものと思われる。設備投資も減少幅は縮小させつつも、マイナスは残るだろう。唯一の期待は輸出であるが、先進国経済の悪化は止まりつつあるとはいえ、その後の回復ペースは緩やかなものに留まる以上、増勢が加速していくことは期待できない。また、補正予算で追加された公共投資についても、金額的に決して大きくはなく、また呼び水効果が乏しいことを踏まえれば、大きな期待はできない。このように、09年度下期にかけて日本経済は浮揚感に乏しく、ゼロ成長近辺で推移するものと思われる。09年度を通じては、**実質GDP成長率で同▲3.0%** (前回予測では▲3.9%で、0.9%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。四半期ベースで見れば、マイナス成長に陥るような四半期はないと想定されるが、後述の成長率のゲタが大幅なマイナスであることの影響が出るのは避けられない。なお、前回からの上方修正の理由は、遡及改訂によって前年度末のGDPが上方修正されたこと(成長率のゲタは▲4.6%pt⇒▲4.2%ptへ)と、政策効果による



消費押し上げ効果が想定以上に強く出ていることを評価したことによるものである。また、名目 GDP 成長率も▲3.7%（前回予測は▲4.1%）と、2年連続のマイナス成長を予測する。08年10～12月期以降前年比プラスに浮上した GDP デフレーターは、7～9月期までプラス状態は保たれるものの、その後は国内需要の不振を受けて09年度下期には再び水面下に沈んでいくことが見込まれ、前年度比▲0.6%と年度を通じては下落状態が継続すると予測する。

また、10年度に関しては、予算措置を行わない限り、公共投資が減少するなど公的需要が息切れするものの、米国経済が徐々に回復力を強めていき、世界経済が緩やかに好転していく動きが継続するだろう。これまでの景気回復局面と同様に、外需が国内景気を牽引することになるだろう。調整が続いてきた民間最終需要にも下げ止まりの動きが出ているものと思われるが、需給バランス自体はなかなか回復に向かわないことから、低調さは残るだろう。年度を通じては、実質 GDP 成長率で同 0.9%（前回予測は1.2%で、▲0.3%ptの下方修正）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が伴わないものと思われる。また、名目 GDP 成長率は0.1%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▲0.8%と下落幅が拡大、名実逆転は11年度以降に持ち越されることになるだろう。

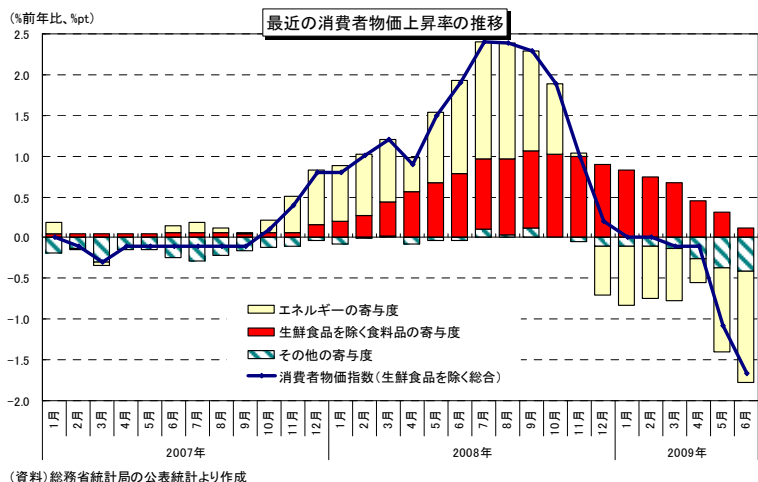
一方、悪化が続く雇用環境であるが、そもそも景気遅行的な指標であることに加え、当面は企業の雇用過剰感が解消するほどの高成長が見込めないこともあり、雇用調整圧力が高まっていく可能性が高い。急速な上昇が続いている失業率は、早晩、統計開始以来の最悪水準（5.5%）を更新し、6%台前半まで上昇することが予想される。



(2)物価見通し

最近発表される主要な物価指標は、いずれも統計開始以来の最大の下落率を更新している。物価下落の主役は、依然として原油など資源価格ではあり、昨年夏場まで高騰を続けたこともあり、年初来の商品市況の強含みを考慮しても、8月までは物価の押し下げ要因として寄与することが見込まれる。

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）は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後、徐々に下落率を拡大させ、6月には同▲1.7%と過去最大の下落率を更新した。総務省統計局の試算によれば、この▲1.7%のうち、エネルギーの





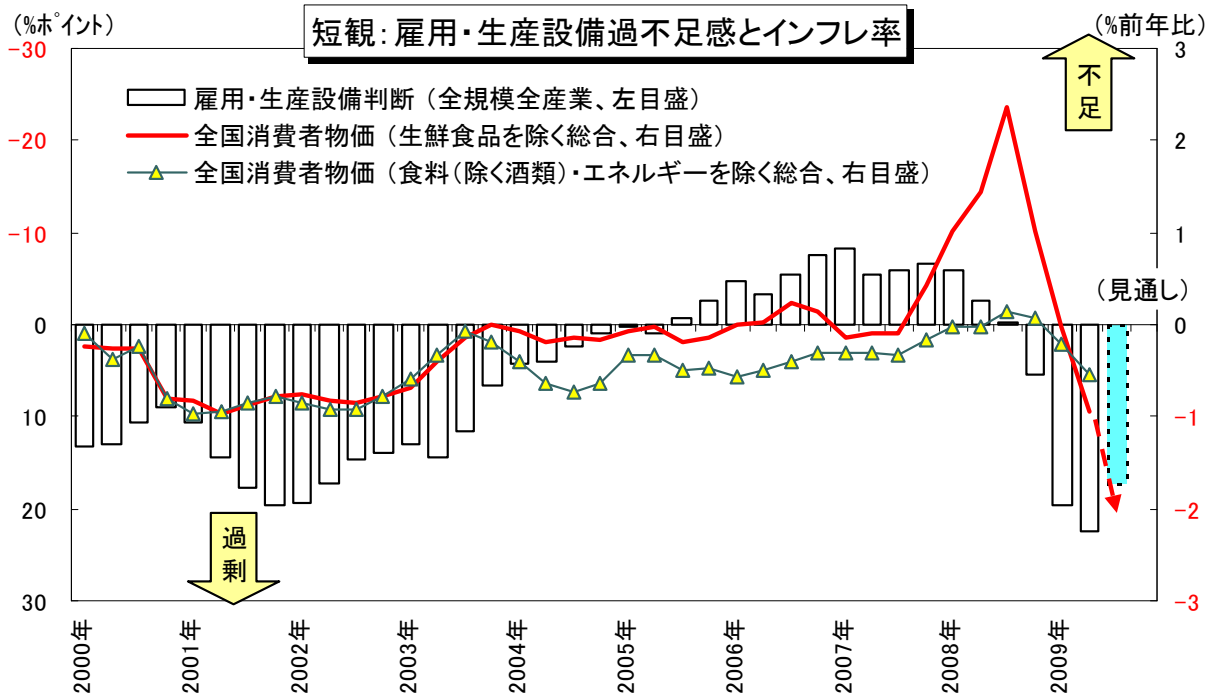
(株)農林中金総合研究所

寄与度は▲1.30%ptと大きな物価押し下げ要因となっている。また、このところの物価押し上げ要因であった食料品(除く生鮮食品)の寄与度も、既に0.11%ptまで縮小している。注目すべきは、より需給環境を反映しやすい食料品・エネルギー以外の商品・サービスの寄与度も再びマイナス傾向を強めていることである。

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09年1月中旬に106円/ℓまで下落した後、徐々に上昇する動きを続けたが、08年夏の価格水準が極めて高いこともあり、8月までは物価押し下げに寄与し続けるものと思われる。また、電気・ガス料金が漸次値下げされている。また、食料品については、天候不順による生鮮食品の価格上昇が懸念される場所であるが、加工食品などについては景気悪化により需要が落ち込んでいるのが実情であり、食料品の値上げ圧力は解消され、場合によっては下落に転じる可能性もあるだろう。

なお、09年度下期以降は、石油製品価格の前年比下落率が縮小していくのに伴って物価全体の下落率も緩やかに縮小していくものと思われるが、需給悪化による物価下落圧力は当面の間残留することから、10年にかけても物価下落は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、賃金が安定的に上昇し続けることが必須であろう。

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▲1.4%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%、▲2.0%)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

付 表 1

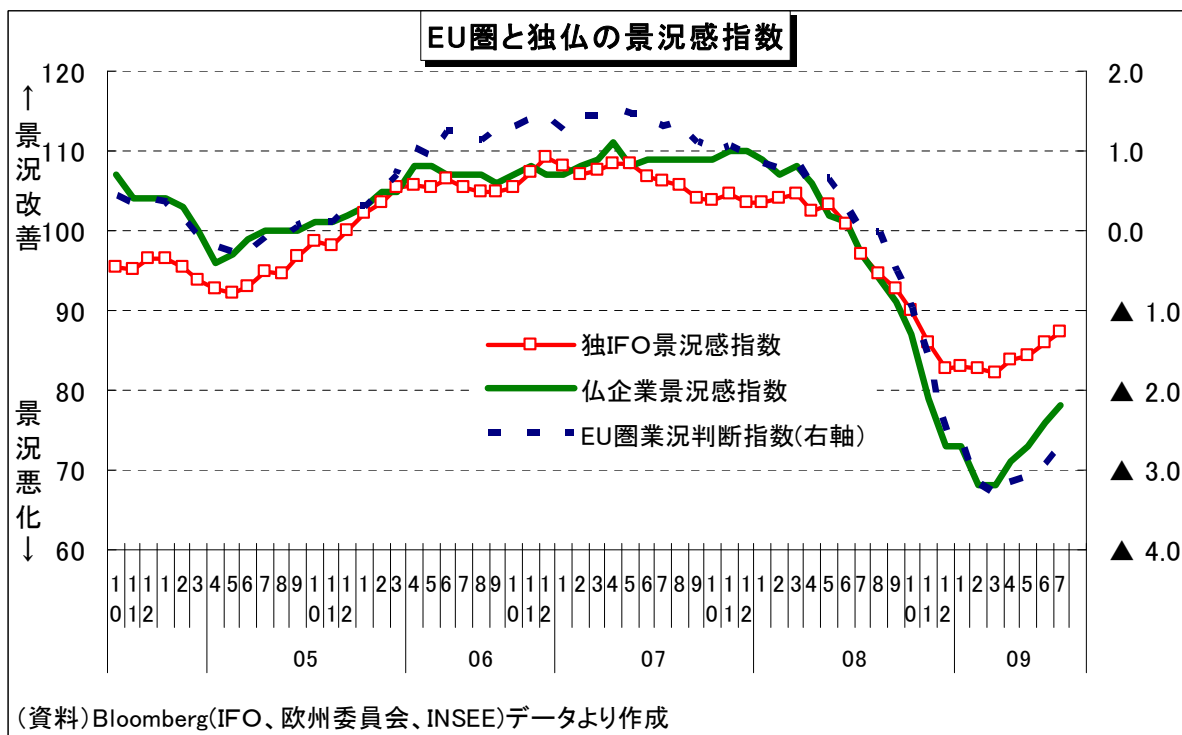
欧州経済の状況(予測の前提)

見通し (前年比:%)

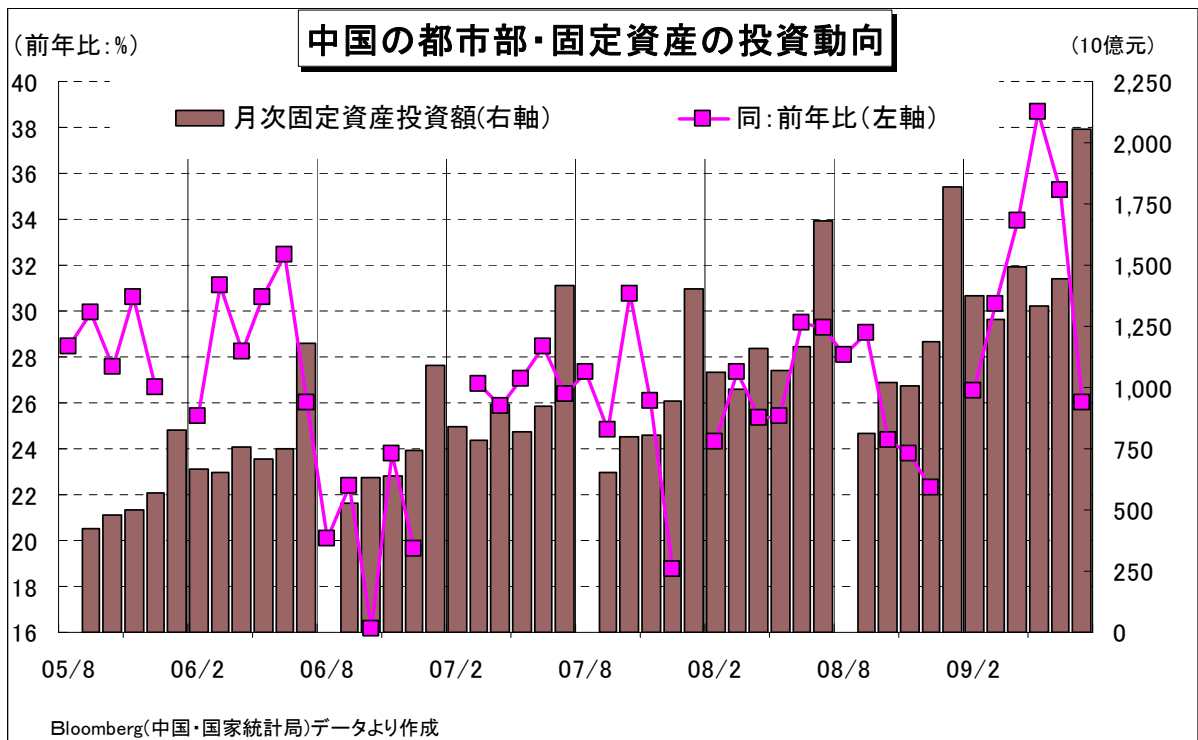
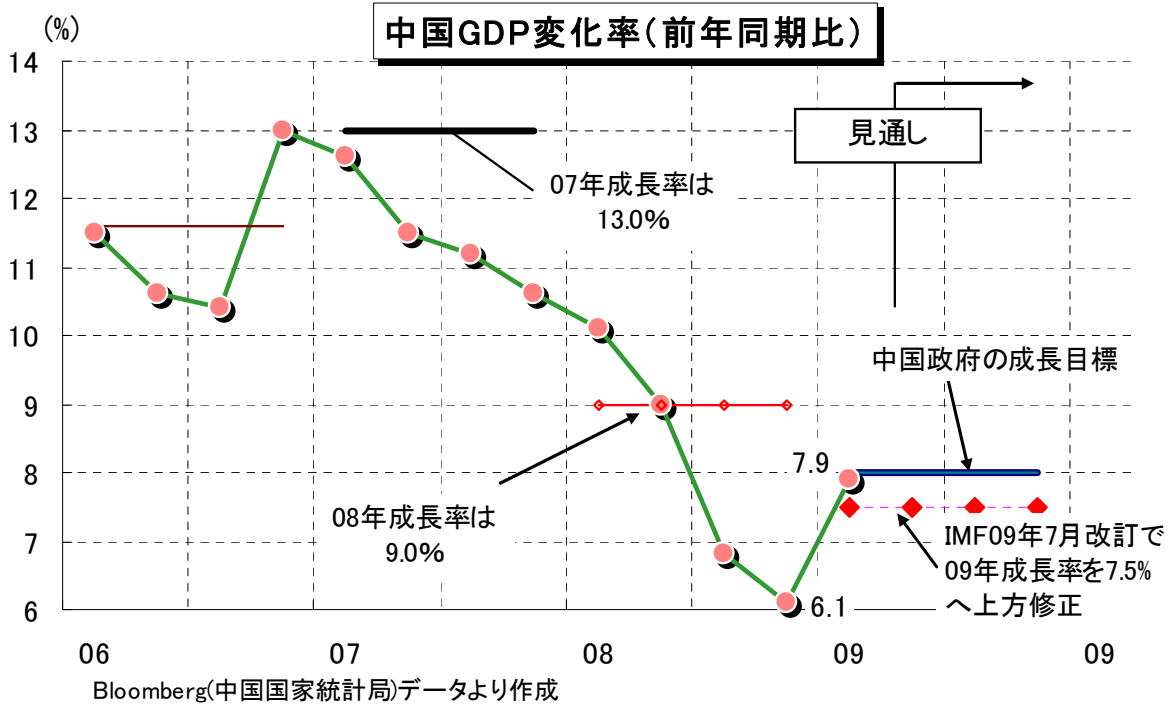
主要国の実質GDP成長率の実績と見通し

	2006	2007	2008	2009	2010
ユーロ・ゾーン	3.0	2.6	0.5	▲ 4.4	0.4
ドイツ	3.2	2.5	1.2	▲ 5.9	0.5
フランス	2.4	2.3	0.3	▲ 2.9	0.3
イタリア	2.1	1.5	▲ 1.0	▲ 5.1	0.1
英 国	2.9	2.6	0.7	▲ 4.0	0.8
B R I C S					
中国	11.7	11.9	9.0	7.7	8.7
ロシア	7.7	8.1	5.6	▲ 6.0	2.6
インド	9.9	9.3	7.5	6.3	7.2
ブラジル	3.9	5.6	5.1	▲ 0.8	3.4
南アフリカ	5.2	5.1	3.2	▲ 1.8	2.5

Datastream(各国GDP統計等)データより作成
見通しはConsensus Economics社データによる(09.8.18現在)



中国経済の状況(予測の前提)



地方銀行におけるポイント制の現状

田口 さつき

すすむポイント制

個人顧客との取引深耕を行う方法の一つとして金融機関にポイント制を導入する動きが浸透しており、すでに地銀・第2地銀の約6割(注1)が採用するまでになっている。

金融機関の採用しているポイント制とは、年金振り込み自動受取や公共料金の自動支払いなどの取引をポイントに換算し、その合計ポイントに応じて優遇措置・特典を付与するものである(図表1)。

本レポートでは、ポイント制の設計について、同制度を導入している地銀の7行を対象(注2)に、どのような取引をポイント換算するか、合計ポイントに対する優遇措置・特典は何か、という点

から共通項を整理した上で、金融機関のリテール推進上の狙いを考えてみたい。

(注1) 各行資料より筆者が調査した結果より。

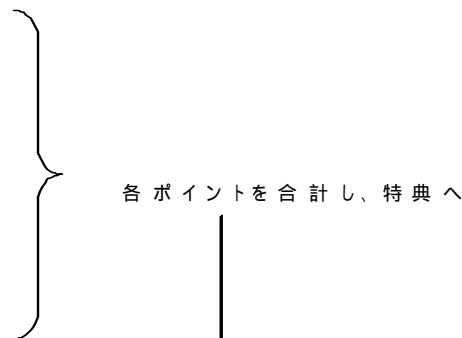
(注2) 対象とした7行については、預金量、地域性、ポイント制の導入時期などを勘案し、抽出した。

ポイント換算する取引

まず、ポイント換算については、調査対象とした地銀の全てが、「給料振り込み自動受取」「年金振り込み自動受取」「公共料金等の自動支払い」「住宅ローンの借り入れ」「その他ローンの借り入れ」「クレジットカード利用・銀行発行カード利用」など各種サービスの利用をポイント対象にしていた(図表2)。住宅ローンの

図表1 ポイント制 イメージ
取引とポイント

対象となる取引	ポイント数
年金振り込み自動受取	50
給料振り込み自動受取	50
公共料金等自動支払い	10
ローン借り入れ	
⋮	⋮
預り資産の取引	
⋮	⋮
その他	



優遇措置・特典の内容

必要ポイント(合計)				
	50~90	100-	-----	
ローン金利引き下げ	基準金利より0.4%優遇	基準金利より0.8%優遇		
振り込み手数料無料・優遇	ATM時間外手数料			
定期預金金利の上乗せ	金利+0.2%上乗せ	金利+0.3%上乗せ	金利+0.4%上乗せ	
旅行提携割引	1割引	2割引	3割引	35%引き
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
その他				

各行ホームページより作成

ポイント換算については、利用自体を対象にする銀行が多いが、残高に比例させるところもみられた。また、返済が遅延した場合、ポイントはつかないなどの条件をつけている。

これらに加えて、「預かり資産」に関する取引において、ポイントをつける銀行もある。この場合、預かり資産の「残高」が「フロー」のいずれかに対してポイントをつけるかで考え方に違いがある。そして、「残高」については、「一定以上の残高(～万円以上)」か「残高に比例させるか(～万円ごと)」という違いがある。フローにおいても、ポイントをつけるに当たって、「新規の預け入れ、または金融商品の新規購入」か「自動積み立ての利用」という違いがあり、地銀ごとの顧客

の取引状況などが考慮されていると見られる。このほか、「インターネット・モバイルバンキングの利用」に対して、ポイントを与える銀行もある。

また、ポイント換算の高低については、「住宅ローン」に最も高いポイントがつけられる傾向が見られた。なお、取引ごとのポイント換算の見積もり方は、調査対象行間で大きく異なった。おそらく重視している取引に高いポイントをつける傾向があるとみられ、各行のリテール推進戦略が反映されているものと思われる。

さらに、複数取引があってはじめて優遇措置が受けられる(最低ポイントを超える)設計になっていることが多いものの、「給料振り込み自動受取」「年金振り込み自動受取」「住宅ローンの借り入れ」

図表2 ポイント換算する取引

	七十七銀行	千葉銀行	横浜銀行	八十二銀行	大垣共立銀行	広島銀行	福岡銀行
給料振り込み自動受取							
年金振り込み自動受取							
公共料金等自動支払い							
住宅ローン借り入れ							
各種ローン借り入れ							
住宅金融支援機構への返済で自動支払い利用							
クレジットカード利用・銀行発行カード利用							
公共債、投資信託、外貨預金の残高							
定期預金の残高							
預金残高							
自動積み立て定期貯金による預け入れ							
投信自動積立の利用							
インターネット・モバイルバンキングの利用							

各行ホームページより作成

については、単独取引でも優遇措置が受けられるように設計する銀行もある。

優遇措置・特典

次に、優遇措置・特典については、「ATM（時間外・コンビニ）手数料無料・割引」が最も多い（図表3）。その次に多いのが「ローン金利の引下げ」であり、これらは、合計ポイントが比較的低い水準から受けられる優遇措置となっている。また、「振り込み手数料無料・割引」や「ICキャッシュカードの発行・更新手数料の無料・割引」など手数料に関するものも多い。その他、「預金金利上乘せ」「貸金庫利用料の無料・割引」もあった。

さらに金融サービスだけでなく、大垣共立銀行などポイントを物やサービスなどの景品に交換する金融機関もある。なお、景品は合計ポイントが高くなるほど、豪華なものとなり、幅広く取り揃えられる傾向がある。また、千葉銀行のように他業態と提携して特典を提供している例もある。

ちなみに、横浜銀行は、1年間で貯まった累積ポイントが一定値（200ポイント）

を超えると、1ポイント=1円でキャッシュバック（自動入金、年1回）を行っている。

ポイント制の狙い

金融機関にとってポイント制の導入には、顧客への利益還元を行うことで、取引定着化、取引拡大などの狙いが込められている。すなわち、ポイント制は、新規顧客獲得よりも、すでに取引のある顧客の他金融機関への流出防止や他取引への誘導が強く意識されていると見られる。

まず、取引の定着化については、「自動受取」や「自動支払い」など、顧客の利用頻度が高く、一旦口座指定されると、取引が長く続くものをポイント換算の対象としている。さらに、優遇措置・特典の「ATM（時間外・コンビニ）手数料無料・割引」を提供することで、顧客に日々の入出金など財布がわりに利用しやすくしている。加えて、これらの日常的な取引の促進のため、最低ポイントの設定も比較的低めに設定し、顧客にメリットを享受させるといふ工夫がなされてい

図表3 ポイントの優遇措置・特典

	七十七銀行	千葉銀行	横浜銀行	八十二銀行	大垣共立銀行	広島銀行	福岡銀行
ATM(時間外・コンビニ)手数料無料・割引							
ローン金利引き下げ							
振り込み手数料無料・優遇							
預金金利上乘せ							
ICキャッシュカード発行・更新手数料の無料・割引							
貸金庫利用料の無料・割引							
ポイントを物やサービスに変える							

各行ホームページより作成

ることが多い。

次に取引拡大については、ローン、特に住宅ローンは、返済期間が長期にわたるため、顧客との取引深耕を行う機会も多く、金融機関にとって大切な取引の一つである。一般的にローンは、金利設定が最も顧客の関心に訴えるものであるといわれており、ポイント制自体は新規のローン顧客獲得には有効とはいえないだろう。むしろ、住宅ローンの利用に対し、大きなポイントを付けることにより、既存の住宅ローン利用者を他取引へ誘導することが狙いであると思われる。ただし、貯金などのローン以外の取引をしている顧客にはローン金利優遇という措置は、アピールする可能性がある。

さらに、「インターネット・モバイルバンキングの利用」をポイント換算しているのは、非対面のリモート・チャネルの利用を促し、事務経費削減につなげる狙いもあるとみられる。

ポイント制の留意点

以上のような狙いに加えて、ポイント制という数値化による効果として、優遇措置・特典の費用と効果を比べることができるだろう。また、ポイントの動きや顧客のポイント交換行動など新たなサービスにつながるような顧客情報の蓄積が可能となる可能性がある。

このような利点の一方、ポイント制には以下のような留意すべきことがあると考える。

まず、一旦ポイント制を導入した場合、抜本的な改定を行うことは顧客の混乱を招いてしまう恐れがあるので、設計には細心の注意が必要である。また、ポイント制があまりに複雑であると顧客はその

メリットを理解できない可能性もある。顧客にはわかりやすく、金融機関にとっては収益性をあげるような設計という、相反した課題を抱えているといえる。

さらに、導入時においては、顧客への利益還元という点で既存の還元サービスとの整合性をどうとるか、という視点が必要であろう。ある金融機関では、定期預金などの新規預け入れなどの際に粗品を渡すのを止め、ポイント還元する方法に統一した。ただ、中には取引を行ったその場で特典を受け取りたいという顧客もいると思われる。このような問題に対処するためにもポイントの貯め方や活用法についても顧客に周知させる工夫が望まれる。さらに、気がつかないうちにポイントが消滅してしまい何も便益を受けられなかったという経験を顧客がしないようにする努力が必要である。

最後に、ポイント制による利益還元は基本的に非対面で行えるが、顧客への感謝を示すという意味では、窓口などでの対面のチャネルも組み合わせることも重要と思われる。

以上みてきたように、ポイント制は、優遇措置・特典に金融サービスと適切に組み合わせることにより顧客の関心へ訴える可能性がある。ただし、設計段階で、顧客の特徴や金融機関の狙いを十分に意識しないと、機能しない、あるいは過度なディスカウントとなるおそれもある。また、ポイント制の実行についても顧客に周知させるなどの細やかな気配りが必要でもある。本業である金融サービスをさらに利用しやすくするという視点を持ちつつ、失敗例なども踏まえた上で見直し、レベル・アップを図ることが大切であろう。

大型店の新規出店届出数の動向

一瀬 裕一郎

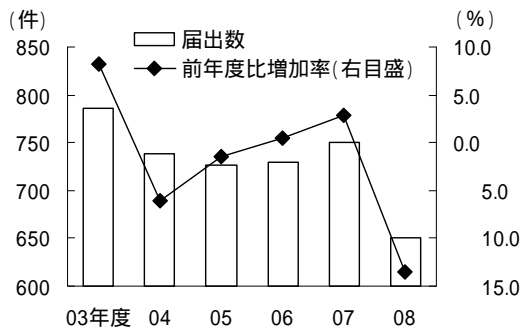
はじめに

08年度、大型店の新規出店届出数（以下「届出数」という）に大きな変化がみられた。本稿では、変化の内容とその要因について考察し、今後について見通したい。

大きく減少した届出数

08年度の届出数は650件と、07年度の751件から13.4%減少した（図表1）。大型店の新規出店の際に届出の義務を定めた2000年の大規模小売店舗立地法（注1）（以下「大店法」という）施行以降で、最大の減少率となった。

図表1 届出数の推移



資料 経済産業省webサイトより農中総研作成。

届出数の減少は09年度に入っても継続している（図表2）。09年度第1四半期の届出数は114件と、08年度第1四半期の172件から、大幅減少（前年同期比33.7%）となった。

図表2 最近の届出数の推移

時期	(単位 件, %)	
	新規出店計画届出数	前年度同期比増加率
08年度第1四半期	172	1.1
09年度第1四半期	114	33.7

資料 図表1に同じ。

地域別に届出数の推移をみると、08年

度には、北海道と関東を除いた地域で07年度より届出数が減少している（図表3）。また、関東と四国を除いた地域で、前年度比増加率が低下している。

図表3 地域別の届出数の状況

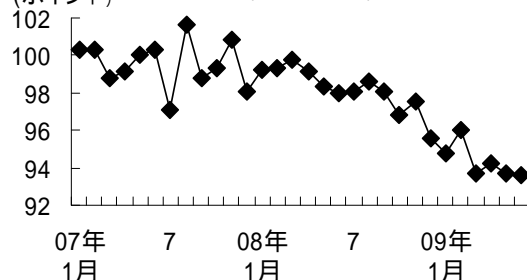
地域	届出数		前年度比増加率	
	07年度	08年度	07年度	08年度
全国	751	650	2.9	13.4
北海道	33	35	32.0	6.1
東北	78	55	19.6	29.5
関東	218	224	0.5	2.8
中部	81	55	3.8	32.1
近畿	108	88	38.5	18.5
中国	62	53	5.1	14.5
四国	38	37	13.6	2.6
九州	124	97	1.6	21.8
沖縄	9	6	50.0	33.3

資料 第1図に同じ。

注 関東は栃木、群馬、埼玉、千葉、東京、神奈川県、新潟、長野、山梨、静岡の各都県。中部は愛知、岐阜、三重、富山、石川の各県。

届出数の減少と歩調を合わせて、大型小売店の販売額も減少している（図表4）。05年を100とした大型小売店販売額指数の推移をみると、08年4月以前には概ね99ポイント台以上で推移してきたが、それ以降、消費者物価が上昇したにもかかわらず、低下に転じ、直近の09年6月には93.6ポイント（速報値）となっている。

図表4 大型小売店販売額指数の推移(05年=100)



資料 経済産業省『商業販売統計』より農中総研作成。

注 季節調整済みの値。09年6月は速報値。

新規に出店した店舗での販売額の伸び悩みや、既存店舗 1 店舗あたりの販売額の減少などが生じているとみられる。

(注1) 大店法では、店舗面積(小売業(飲食店業を除くものとし、物品加工修理業を含む)を行うための店舗の用に供される床面積)が 1,000 m²を超える店舗を出店する際に、地方自治体への届出の義務を課している。

届出数減少の要因

届出数の減少の要因として以下の 3 点が指摘できよう。

第 1 に、前項でも多少触れたが、長引く家計の消費低迷を背景として、総合スーパー(GMS)を中心に大型小売各社の業績が悪化したことである。各種報道で周知の通り、既存 GMS の販売が低迷しているため、大型小売各社は、GMS よりも出店面積の小さい食品スーパーへの経営資源の重点的な投入や、消費者の低価格志向の強まりを受けた低価格スーパーへの転換などを進めている。

第 2 に、建築資材価格の上昇などにより、出店費用が上昇したことである。08 年度前半には原油価格が歴史的な高値を付けるなど、商品市況の上昇が顕著となり、それが建築資材価格にも波及し、出店費用が高んだのである。また、08 年 9 月のリーマン・ショック以前には地価が上昇しており、用地取得費用も出店の重荷となったとみられる。

第 3 に、大型店の自由な出店を規制する法制度が整備されたことである。06 年夏の改正中心市街地活性化法^(注2)の施行に続いて、07 年 11 月には改正都市計画法^(注3)が施行された。これらに大店法を加えたいわゆる「まちづくり 3 法」により、大型店の郊外出店に規制がかけられた。

以上みたような、経営状況の悪化、経

済情勢の変化、法規制の強化が重なったことにより、08 年度には大型店の新規出店届出数が低下したとみられる。

(注2) 中心市街地における都市機能の増進及び経済活力の向上を推進するため、中心市街地活性化法では、空洞化・劣化が進む中心市街地に対して、市町村が基本計画を作成し、国に認定および支援を求める制度を定めている。

(注3) 06 年 5 月に成立し、07 年 11 月末に完全施行された改正都市計画法では、床面積 10,000 m²超の大規模集客施設の郊外への出店が大幅に規制され、原則として「第 2 種住居」、「準住居」、「工業地域」には出店ができなくなった。

今後の見通し

大型店出店により地元の商店街が衰退してしまった地域で、大型店が撤退すると、近隣住民は生活必需品を購入する場を失う^(注4)。特に交通弱者である高齢者^(注5)への影響が大きく、深刻な福祉・社会問題化する可能性がある。

この問題を回避・緩和するには、地元の商店街の振興が必要なのは勿論だが、地域住民自身の手による取り組みもまた重要となろう。例えば、四万十市で地域住民が出資・設立した日用品店や、沖縄県に現存する共同売店などである。これらの地域協同組合的な性格を持つ事例から、地域における購買の場の維持・存続に対して、重要な示唆を得られるのかもしれない。

(注4) 朝日新聞の記事では、神野直彦・東大教授(当時)が、地元の商店街を荒廃させた後に撤退する大型店を「焼き畑商業」と称している。

(注5) 読売新聞では群馬県渋川市、京都市西京区、埼玉県日高市、富山県高岡市、横浜市栄区の事例を紹介している。

<参考資料・web サイト>

- ・ 経済産業省 web サイト
- ・ 経済産業省『商業販売統計』
- ・ 読売新聞 09 年 6 月 2 日-6 日付「生活ドキュメント 買い物難民」
- ・ 朝日新聞 06 年 7 月 22 日付

今夏の個人消費と天候要因

寺林 暁良

今年7月～8月上旬は各地で記録的な日照不足、多雨にみまわれた。今夏は「エルニーニョ現象」(注)が発生しており、8月後半も北日本から西日本にかけて晴れの日が少なく、冷夏や豪雨となった地域が多い。こうした中、天候不順が個人消費に水を差すのではないかという懸念が強まってきている。

本稿では、冷夏により想定される個人消費への影響を挙げるとともに、天候以外の様々な要因と合わせて今後の個人消費の動向を考えたい。

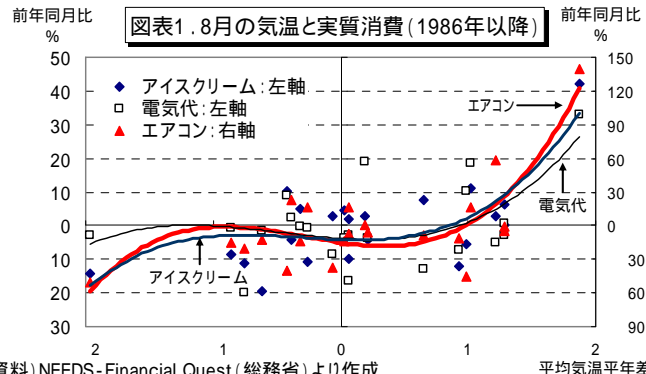
冷夏による個人消費への影響

冷夏となった93年の経験などから、夏期の天候不順は、個人消費に多くの影響を与えることが指摘されている。

まず、天候不順によって農作物が不作となった場合、農家所得の減少による地方での消費の低迷、生鮮食品の価格高騰による家計の実質購買力の低下といった影響が懸念される。

次に、エアコンやビール、アイスクリーム、清涼飲料、夏物衣料、電気料金など、夏の気象条件と消費量の相関が大きい「夏物商品」の消費減退が懸念される。夏物商品の消費量をみると、品目によって下落程度は異なるものの、平均気温との平年差がマイナスとなった場合には、消費量も下落する傾向がある(図表1)。

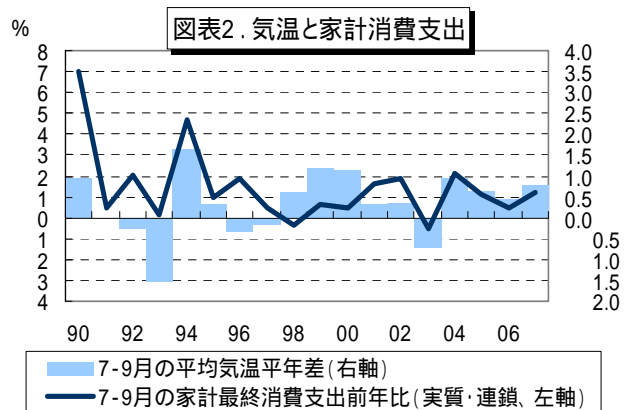
さらに、天候不順による観光客の減



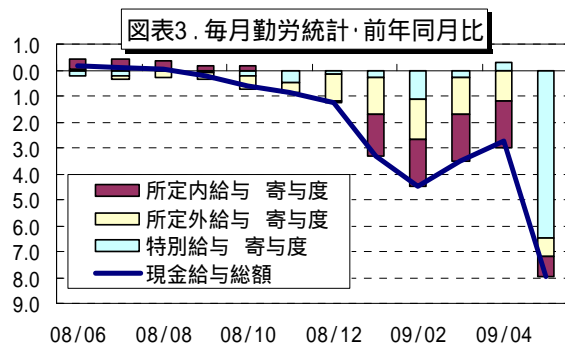
(資料) NEEDS-Financial Quest (総務省) より作成。
 (注1) 平均気温平年差とは、1971～2000年の平均気温との差を指す。
 (注2) 実質消費は各品目ごとに「家計消費支出」に「消費者物価指数」を乗じて求めた。

少なども想定され、冷夏が個人消費に対してもたらす負の波及効果は無視できないものといえる。

ただし、個人消費支出全体でみると、冷夏の年の下振れはそれほど大きくならない場合もある。93年の冷夏の際にも、7～9月の家計最終消費支出は前年実績をわずかが上回っている(図表2)。冷夏が個人消費支出のマイナスに寄与する可能性はあるが、個人消費の全体を見渡した場合には、天候要因は消費支出に影響を与える多くの要因の中の一つであり、個人消費の動向は、他の様々な要因から展望する必要がある。



(資料) NEEDS-Financial Quest (内閣府)、気象庁資料より作成。



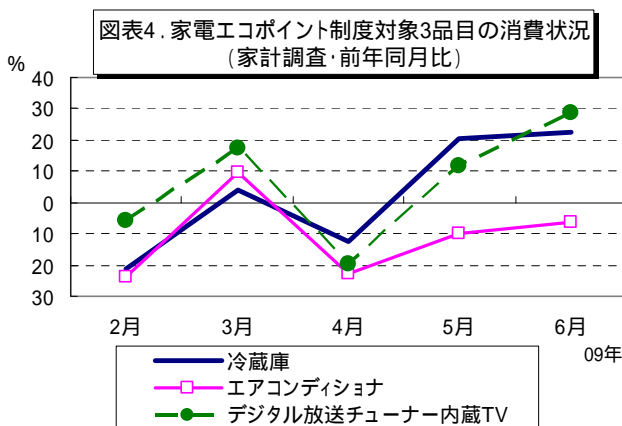
(資料) Bloomberg (厚生労働省) より作成。
 (注1) 実額を用いて作成したため、指数を用いて作成した厚生労働省発表の前年同月比とは一致しない。

今夏の個人消費の動向

～所得減と消費刺激策のせめぎ合い～

今夏の個人消費の動向では、気象要因とともに「所得」の大幅減少が重要なマイナス要因として作用すると思われる。日経新聞社の調査によると今夏のボーナス支給額は前年同月比 16.6%となった。また、毎月勤労統計によると、6月の現金給与総額はこうした夏季賞与の大幅減により同 7.1%と統計開始以来最大の減少率を記録した(図表3)。さらに、それ以外にも秋以降の新型インフルエンザ流行に対する不安、夏休み中に総選挙を行うことの影響に対する不透明感など、個人消費に対する不安材料は多い。

個人消費回復の好材料としては、「家電エコポイント制度」や「エコカー減税・購入補助」などの政府による消費刺激策が挙げられる。しかし、所得減や冷夏は、



(資料) Bloomberg (総務省) より作成。

図表5. 7月の家電量販店売上げ状況 (前年同月比)

	エディオン (2位)	ケーズHD (3位)
冷蔵庫	3.8	18.4
エアコン	24.1	22.1
テレビ	30.1	28.3

(資料) 各社月次RIより作成。順位は業界売上高順位

これらの効果にも水を差す恐れがある。5月15日購入分から開始された「家電エコポイント制度」は、冷蔵庫・デジタル放送チューナー内蔵TV(地デジ対応TV)の消費を大きく拡大させたが、6月のボーナスの大幅減がこれら商品の下振れを引き起こす可能性も否定できない。また、同制度対象のエアコンは、5、6月は前年割れとなっており、暑さが本格化する7月以降の消費拡大が期待された。

しかし、7月の大手家電量販店の売上(月次の品目別売上を開示している2社)を見ると、テレビは好調を保っているが、冷蔵庫は1社で前年割れとなるなど、消費拡大に陰りがみられている。また、エアコンに関しては6月からの下落幅が両社とも20%を越えており、天候不順が夏物商品であるエアコンの購入減少に拍車をかけている様子がうかがえる(図表5)。

7月の景気ウォッチャー調査の先行き判断DIは先月から0.7ポイント低下したが、百貨店やレストラン、ゴルフ場などの各業種からは、冷夏・天候不順への懸念が先行き悪化の判断理由として挙げられている。今夏は個人消費回復への不安要因が少なくないが、天候不順が更なる負の要因として作用しないことを願わずにはいられない。

(注)「エルニーニョ現象」とは赤道付近の東太平洋の海面温度が高くなる現象のことで、日本では冷夏・暖冬の原因となるとされている。

内部統制報告制度とIFRS(国際財務報告基準)

矢島 格

内部統制報告制度も適用2年度を迎えて、多くの企業では、初年度に試行錯誤した経験を踏まえ、より効率的な取組みを推進されているところだと思う。初年度において余計な負担となった作業などを改善していくことや初年度の評価結果のうち活用できるものはできる限り活用していくような各種の工夫がなされていることであろう。また、外的環境・要因の変化やその方向性にも十分に配慮して、内部統制の構築と評価を見直していくことにも取り組まれていることであろう。

ところで、財務報告の信頼性の向上を主眼にする内部統制報告制度にとって影響の大きいIFRS(国際財務報告基準、International Financial Reporting Standards)の導入が、いよいよ現実味を帯びてきた。本年6月、企業会計審議会から公表された「我が国における国際会計基準の取扱いについて(中間報告)」に、IFRSの任意適用(2010年3月期から容認)および強制適用(早ければ2015年から)が明記されたのである。

IFRS導入は、財務諸表作成に関する事項への影響に限定されず、業務プロセスや経営管理のあり方に抜本的な変更を促すものと言われており、内部統制報告制度への取組みにあたっては、十分な留意が必要なのは申すまでもなからう。内部統制の構築・評価対象がIFRS準拠の財務報告作成プロセスに変わるわけであるから、それに対応した内部統制の体制や評価方法も変えていかなくてはならない。

その際に考慮すべきは、「日本人にとってのIFRSの難しさ」ではないかと思う。具体的には、IFRSは原則主義が基本で詳細なルールは各企業が定めることになっていること、日本的な業務慣行はあまり想定されていないこと、ならびに、言語が英語であり難解であること、の3点が主に「日本人にとってのIFRSの難しさ」として挙げられよう。このため、IFRS導入準備を既に進めている日本企業では、意外に多くの時間とコストがかかっているようであり、IFRSを理解できる要員の早急な育成が重要課題になっていると言われている。

内部統制実施基準においても、全社的な内部統制に関する42の評価項目例のひとつに、「経営者は、信頼性のある財務報告の作成を支えるのに必要な能力を識別し、所要の能力を有する人材を確保・配置しているか。」という評価項目がある。つまり、IFRS導入に向けて、信頼性のある財務報告の作成を支えるのに必要な能力(IFRSの内容を正しく理解しそれを踏まえた適切な判断ができる能力)を持った人材を財務報告作成関連部署に配置していくことが、内部統制報告制度の観点から、経営者に求められているのである。

残された時間は少なく、IFRS強制適用まで5年程度しかない。IFRS導入の準備については、IFRS準拠の財務諸表をどのように作成していくかという観点からだけではなく、内部統制報告制度への適切な対応という観点からも、同時進行で取組んでいくことが必要であろう。

【参考文献】岡田利明(2009)「経理・財務最前線 IFRSは黒船か」『企業会計』Vol.61 No.5:734-735
古川康信(2009)「IFRS導入の実務上の課題とメリット」『企業会計』Vol.61 No.8:1169-1174
山田辰巳(2009)「会計基準の国際的統一の意義と課題」『企業会計』Vol.61 No.8:1154-1160

指数について ~「フィッシャー式」、「連鎖方式」、「無加重幾何平均」~

寺林 暁良

前回は、「加重平均」による指数の作成として「ラスパイレズ式」と「パーシェ式」について説明したが、これらには基準時から離れるほど統計値に大きなバイアスがかかるという問題点があることも指摘した。今回は、こうしたバイアスを取り除くために使用される指数や、加重平均を行わない指数について説明したい。

フィッシャー式

「フィッシャー式」は、ラスパイレズ式の過大バイアスとパーシェ式の過少バイアスを取り除くための指数算式で、

$$\sqrt{(\text{ラスパイレズ式}) \times (\text{パーシェ式})}$$

と両指数に幾何平均（後述）を施すことで求められる。フィッシャー式はバイアスの少ない「理想算式」といわれるが、算式の意味が不明確であることから経済統計ではあまり利用されない。日本では、基準時と比較時の価格・数量が著しく異なる「貿易統計」の「価格指数」に利用されているにとどまる。

連鎖方式

「連鎖方式」とは、前年（前期）のウェイトを基準にラスパイレズ式、またはパーシェ式で指数を作成し、それを1年目から比較時まで順々に掛け合わせることで指数を作成する方法で、常に前年（前期）が基準時となるという特徴

がある。連鎖方式は、特異な統計変動があった時にそれを引きずってしまうという問題点も指摘されている（これを「ドリフト」という）が、基準時と比較時が離れてしまうことがないため、バイアスの発生を最小限に抑えることができる指数作成法として評価されている。

日本では、2004年7~9月期の第2次速報から「GDPデフレーター」の算出に連鎖方式が導入され、バイアスの発生を抑え、最近のウェイト構造を踏まえた指標となっている。また、「消費者物価指数」や「国内企業物価指数」などでも、参考指数として連鎖方式による指数が公開されている。

無加重幾何平均

最後に紹介するのは、品目ごとのウェイトを考慮しない、つまり無加重の指数である。無加重の指数では特に「幾何平均」による指数作成が重要である。幾何平均とは、

$$\sqrt[n]{\text{品目}a_1 \times \text{品目}a_2 \times \text{品目}a_3 \times \dots \times \text{品目}a_n}$$

と、品目すべての平均値を乗じた上で品目数の乗根をとる、いわば掛け算によって求める平均である。

日本では「日経商品指数」が無加重幾何平均によって算出されている。この指数は振幅が大きく変動も早いいため、先行指標として注目されている。

表 指数の分類と注意点

計算法による指数の分類		経済統計の例	利点	注意点
加重平均	算術平均	ラスパイレズ式 消費者物価指数、鉱工業指数	計算が簡単である	上方バイアスがかかりやすい
	幾何平均	パーシェ式 CPIの品目レベルの一部(米国)	構造変化を反映しやすい シェアを固定できる	下方バイアスがかかりやすい ウェイトの変化に仮定が置かれている
ラスパイレズ式、パーシェ式の応用	フィッシャー式	貿易統計価格指数	上方・下方バイアスを相殺できる	数式の意味が明確でない
	連鎖方式	GDPデフレーター(パーシェ式)	直前期が基準の為、バイアスが小さい	特異な変動値を引きずってしまう
無加重平均	算術平均			
	幾何平均	日経商品指数	先行性・速報性に優れる	ウェイトが考慮されていない