

## 潮流

# 景気対策と成長戦略

常任顧問 田中 久義

いよいよ政権交代が実現し、民主党のマニフェストに示された経済政策が実施に移されようとしており、それにつれて、新たな政策をめぐる議論が活発化している。

ある有力な経済週刊誌に、「民主党の経済政策のアキレス腱は成長戦略が欠如していることだ」という批判が掲載された。すこし引用すると、「子ども手当、高校無償化、高速道路無料化などの政策により家計の可処分所得を増やし消費を拡大することで内需主導型の成長を図る」とすることは、「庶民に対してバラマキを行えば、消費が増えて景気が良くなるという発想である。しかし、これは成長戦略とはいえない」と続き、さらには「今こそ新興国市場を開拓する」とともに、そうしたビジョンを国が明確にすべきであると主張する。

実は、このような議論は日頃から目にする。その主張は、明確そうにみえて、実は内容がはっきりしないことが多い。そのひとつの理由は、「景気回復」と「成長戦略」の区別が明確でないためである。

何らかの方法で消費を刺激することは立派な経済政策である。このような政策はなにも民主党の専売特許ではなく、これまでの政権が立て続けに行ってきたエコポイントやエコカー減税などによる消費拡大策と同じである。これまでの政策の効果によって景気が底打ちしたと評価するのであれば、民主党の政策も同様に評価しなければならないであろう。それなのになぜ後者だけを成長戦略ではないと批判するのであろうか。

景気対策が成長戦略かと問われれば、必ずしもそうではないといわざるを得ない。景気対策とは、現在の経済がもつ資源を最大限に活用できるようにするための政策であり、いわば、遊休化した工場や労働力を再稼働させようとするようなものである。これによって広い意味の稼働率は上昇するにしても天井はあり、潜在成長率以上の成長にはならない。景気対策とは、経済の実際の成長率を潜在成長率に近づけるために行われるものなのである。

これに対して成長戦略は、経済の潜在生産高の成長率をどのようにして上昇させるか、もうすこし具体的にいえば、国内における生産性の上昇をどのように実現するか、がその内容でなければならない。この意味での景気対策批判であれば、冒頭の経済政策批判は一面の説得性をもっている。

しかし、先の論者がこの二つを明確に分けているかという点、これはかなりあやしい。なぜなら、成長戦略の一つとして提起されているのが、「新興国市場の開拓」つまり輸出の拡大という提言にとどまっているからである。これは、新興国市場という未開の市場を開拓できれば輸出が増加し、輸出企業の業績が良くなるという主張である。しかし、これで国内の経済の生産性が上昇するかどうかについての言及はまったくなされていない。これでは、批判そのものが成り立たないといわざるをえない。

成長戦略とは経済にとって生産性の上昇を実現することがその内容でなければならない、これが景気対策とは異なることへの認識を欠く議論はいただけない。この区別をつけることができずに正統派の経済学者の処方箋を理解することは難しい。教育投資や技術開発、そして年金制度などのインフラ整備への投資など、言い古されていて新味がないというだけでこれらの処方箋を無視してはならない。新政権が、景気対策とともに、言い古された処方箋の具体策に着実に取り組むことを期待したい。

# 情勢判断

## 国内経済金融

### 生産持ち直しの一方で、悪化が続く雇用環境

#### ～年度下期には景気足踏みの可能性も～

南 武志

#### 要旨

08年9月のリーマン・ショックにより、世界規模での経済・金融危機が勃発したが、主要国による景気刺激策が功を奏して、わが国経済は持ち直しの動きが続いている。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。さらに、エコカー減税・エコポイント制の効果一巡や景気の下支え役となっていた公共事業の一部が執行停止されれば、年度下期には景気が足踏みするリスクもある。

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、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く、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			
	9月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	0.106	0.10	0.10	0.10	0.10	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.529	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 (%)	1.335	1.20～1.55	1.25～1.60	1.35～1.75	1.35～1.75
	5年債 (%)	0.625	0.55～0.85	0.60～0.95	0.65～1.00	0.70～1.05
為替レート	対ドル (円/ドル)	91.2	88～100	90～105	95～110	95～110
	対ユーロ (円/ユーロ)	133.9	123～145	123～145	123～145	123～145
日経平均株価 (円)	10,370	11,000±1,000	11,250±1,000	11,500±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9月18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

世界的な経済・金融危機勃発の引き金を引いたリーマン・ショックから1年が経過した。紆余曲折はあったものの、世界大恐慌時(1930年代)や約10年前の日本での金融危機の経験を基に、主要国は一致団結して、①大規模な財政政策、②大胆な金融緩和措置、③公的資金注入による金融システム安定化策、などを実施したこともあり、急激に冷え込んだ景気は比較的短期間で下げ止まることがで

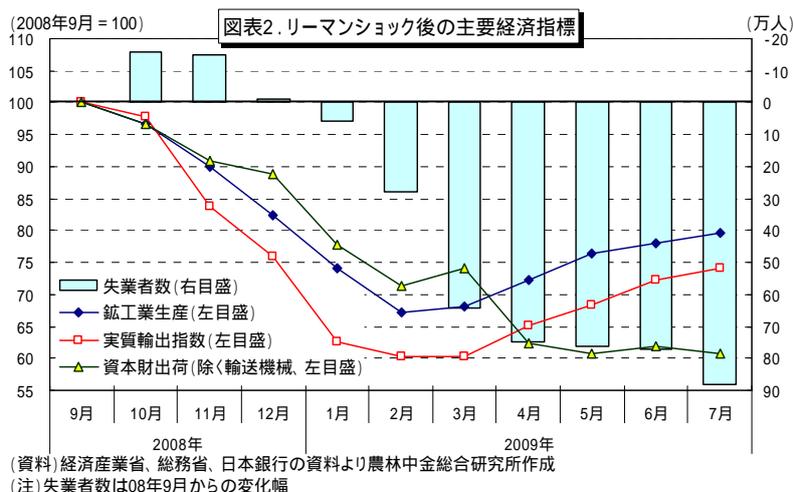
きたと思われる。国内経済も3月頃には「景気の谷」を通過し、その後は緩やかな回復局面をたどっている可能性が高い。4日に発表された4～6月期の「法人企業統計季報」(以下、法季)によれば、物価下落が強まる中で全産業・全規模ベースの売上高は、前期比2.3%と6四半期ぶりに増加したほか、経常利益も同13.8%と4四半期ぶりに増加した(製造業は2四半期連続の赤字ながら、その幅は縮小)。一方、マクロ的な需給バランスは大き

く崩れたままであり、雇用・資本設備などの過剰感は極めて高い状態である。その結果、雇用環境や企業設備投資などは依然として悪化し続けている。

当面は、堅調に推移する中国経済に牽引される格好で輸出増が続くと見込まれるほか、政策効果による消費下支えなども景気回復に寄与すると予想するが、そのテンポは緩やかなままとされる。なお、鳩山新政権による 09 年度補正予算の組替えに伴って公共事業の執行停止などが本格的に実施されれば、年度下期にかけて景気が足踏みする可能性もあるだろう。

なお、前述の法季で設備投資・在庫投資が弱かったことから、4～6 月期の経済成長率は前期比 0.6%（同年率 2.3%）へ下方修正された。それを受けて、当総研では 8 月に公表した経済見通しの改定を行い、09 年度の成長率を前年度比▲3.4%へ下方修正した（後掲レポート「2009～10 年度改訂経済見通し（2 次 QE 後の改訂）」を参照のこと）。

一方、物価に目を転じると、国際商品市況がこのところも上昇気味であるものの前年同月に比べて水準が低いことに加え、前述した需給バランス悪化に伴う下落圧力が徐々に強まってきた。消費者物価（全国 7 月、生鮮食品を除く総合、以下コア CPI）は前年比▲2.2%と、統計開始以来最大の下落を更新。エネルギーの物価押し下げ効果が強まったほか、食料品の値上げ圧力が解消している。年末にかけては、資源価格による押し下げ要因が剥



落することから、下落率としては縮小していき、一方で需給悪化に伴うデフレ圧力は残ることから、物価下落状態は当面残るだろう。

### 金融政策の動向・見通し

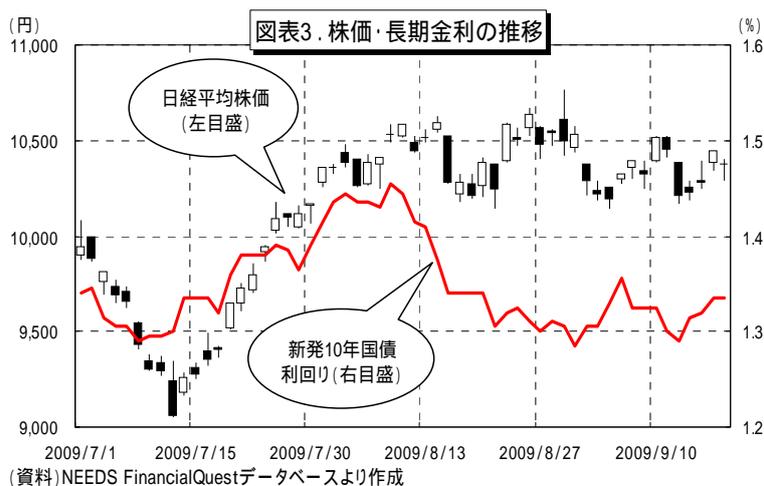
日本銀行は、9 月に景気の基調判断を「景気は持ち直しに転じつつある」へ上方修正した（それまでは「景気は下げ止まっている」）。また、先行きに関しては「本年度後半以降、海外経済や国際金融資本市場の回復に加え、金融システム面での対策や財政・金融政策の効果もあって、わが国経済は持ち直していく」との見通しを踏襲した。こうした景気回復見通しに加え、金融緩和政策が長期化することのリスクを意識している様子も窺われ、日銀としては現行の政策（政策金利 0.1%、国債買入額 1.8 兆円）をさらに踏み込むという選択をする可能性は、現時点では相当低いと思われる。

しかし、日銀自身も認めているように、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。国債発行圧力が依然として根強いなか、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、低位安定状態へと誘導する責務が課せられているはずである。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、それに躊躇すべきではない。

とはいえ、景気持ち直し基調が続くなかで、市場参加者の「出口戦略」に対する意識が徐々に強まり、その採用時期を巡る思惑が金利変動を大きくさせる可能性は否定できない。一部から、わが国の量的緩和政策下で設定された時間軸を世界的に導入すべきとの意見も浮上している。たしかに、時間軸導入が市場参加者の出口戦略についての期待形成の安定化に役立ち、解除予想時期までの長短金利の無用な跳ね上がりを回避させる効果はあると思われる。とはいえ、出口戦略をどのような状況で発動するのかについては慎重に設定する必要がある。前回の量的緩和政策からの脱却の条件は、デフレへ逆戻りしないことが見通せることであったが、インフレ率が数ヵ月プラスになっただけで量的緩和策を解除し、その後も利上げに向けて動き始めたことは、明らかに失敗であったといえる。デフレ脱却を実現し、経済を正常化させるという視点も加える必要があるだろう。

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活動は回復するなど、直接的な意味合いは薄れている。しかし、①セーフティ・ネットとしての役割、②依然厳しい状態が続く中



小企業や低格付け企業の資金調達活動への波及効果、③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、などを踏まえれば、今年度末まで再延長される可能性は高いと思われる。

## 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。とはいえ、欧米での金融システム不安は完全に払拭されたわけではなく、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 of 各市場について述べていきたい。

## 債券市場

米長期金利の上昇に牽引される格好で、国内の長期金利（新発10年物国債利回り）は6月上旬にかけて一時1.560%まで上昇したが、米雇用統計の悪化など景気の先行きに対する過度な楽観論が剥落

するにつれて再び金利低下圧力が強まった。

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、基本的に国内最終需要の回復に向けた動きは鈍く、前述の通り、物価は少なくとも10年度までは下落が続くと予想が大勢であること、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、長期金利に対しては継続的に低下圧力がかかり続けるものと予想する。ただし、新政権による経済対策の財源や歳入欠陥・税収不足の補填という面からの国債発行圧力も根強いことから、一方的に金利低下が進行する可能性も薄いだらう。引き続き、長期債購入には慎重な対応が必要であらう。

### 株式市場

7月中旬以降、米国企業の四半期決算が事前予想を上回る結果となったほか、米住宅市場の底入れなどが見られたこともあり、世界的な景気回復への期待感が強まり、日経平均株価は1万円台を再び回復し、その後も大台を維持している。

当面は、デフレ圧力や円高リスクが企業業績にとって重石となり続ける可能性は高い。ただし、緩やかながらも国内景気は持ち直し基調が続くことが見込まれるなか、これまでの政策実施による景気刺激効果も期待されるほか、今後米国なども徐々に持ち直しの動きを強めていくのであれば、株価水準は徐々に切り上げていく動きが継続すると予想さ

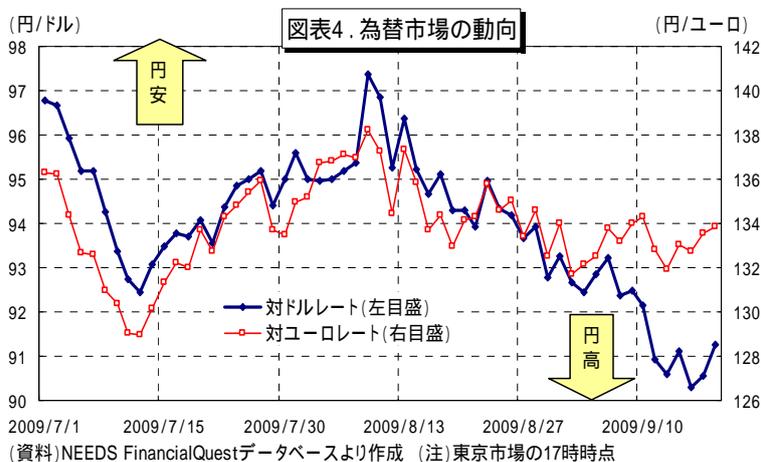
れる。

### 外国為替市場

主要国の中央銀行がいずれも、大幅な利下げと非伝統的手法の領域にまで踏み込んだ緩和策を続けていることもあり、09年に入ってから円レートは、対ドル、対ユーロとも方向感なくもみ合う展開が続いてきた。しかし、米FRBの金融緩和策が長期化するとの予想が強まるとともに、ドルLIBOR(3ヵ月物)の水準が他通貨の金利水準を下回ったことから、このところはドル安の流れが強まっている。

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為替レートが円高方向に振れやすい展開は続くだろう。一方、もう少し長い視点で見れば、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。

(2009.9.18現在)



# 情勢判断

## 国内経済金融

### 2009～10年度改訂経済見通し(2次QE後の改訂)

～実質成長率は09年度：▲3.4%、10年度：0.9%～

調査第二部

9月11日に、2009年4～6月期のGDP第二次速報(2次QE)が発表された。これを受けて、当総研では8月20日に公表した「2009～10年度改訂経済見通し」の見直し作業を行った。

改めて、4～6月にかけての内外経済金融情勢を振り返ってみると、08年秋以降、わが国を含めた主要国の政府・中央銀行が大規模な財政出動と大胆な金融緩和策を実施したことが功を奏し、3月に下げ止まった輸出・生産には持ち直しの動きが続いた。ただし、需要水準が08年度下期にかけて大幅に落ち込んだこともあり、需給バランスは大幅に崩れたままであり、企業では資本設備・雇人員などに対する過剰感を強めている。実際に設備投資関連指標や雇用関連指標は悪化傾向をたどるなど、下げ止まる様子が窺えない。また、08年夏にかけて資源高騰が続いたことの反動という側面が強いものの、主要物価指標は統計開始以来最大の下落を記録するなど、物価下落圧力が極めて強い状態が続いている。

こうした情勢の下、8月17日に発表された1次QE

では、経済成長率が前期比0.9%(同年率3.7%)と、2四半期続いた二桁台のマイナス成長からようやくプラス成長に転じたことが明らかとなった。とはいえ、エコカー減税・エコポイント制の導入などに下支えられた民間消費や、大規模な財政政策を実施した中国向け輸出などの貢献による面が大きく、民間最終需要の弱さというものもまた意識される内容でもあった。

一方、今回の2次QEでは民間在庫投資が大幅に下方修正されたことを主因に、実質成長率は前期比0.6%(同年率

### 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	▲4.0	0.2
実質GDP	%	▲3.2	▲3.4	0.9
民間需要	%	▲2.5	▲4.7	0.5
民間最終消費支出	%	▲0.5	▲0.3	0.4
民間住宅	%	▲3.1	▲15.0	▲0.4
民間企業設備	%	▲9.6	▲18.0	▲0.4
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	0.0	▲0.4	0.2
公的需要	%	▲0.5	2.8	▲0.3
政府最終消費支出	%	0.3	0.5	0.5
公的固定資本形成	%	▲4.4	13.5	▲3.9
輸出	%	▲10.2	▲14.1	11.0
輸入	%	▲3.7	▲11.6	8.1
国内需要寄与度	%pt	▲2.0	▲2.9	0.3
民間需要寄与度	%pt	▲1.9	▲3.5	0.4
公的需要寄与度	%pt	▲0.1	0.6	▲0.1
海外需要寄与度	%pt	▲1.2	▲0.5	0.6
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(前年比)	%	1.2	▲1.5	▲1.1
完全失業率	%	4.1	5.7	5.8
鉱工業生産(前年比)	%	▲12.8	▲10.6	7.5
経常収支(季節調整値)	兆円	13.0	16.2	18.9
名目GDP比率	%	2.6	3.4	3.9
為替レート(前提)	円/ドル	100.5	96.3	103.1
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	65.2	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。

2.3%)へ下方修正された。在庫調整が急速に進展したこと自体は景気の先行きに対して好意的に受け止めることは可能だが、民間最終需要の回復ペースは鈍く、在庫積み増しによる景気押し上げ効果を見込める状況にはない。その他、名目GDPも下方修正(前期比年率:▲0.2%⇒▲0.5%、同年率:▲0.7%⇒▲2.1%)されたが、GDPデフレーターは1次QEからの変更はなかった(前年比0.5%のまま)。

以下では、09、10年度の見通しについて述べていきたい。前回の景気拡大局面においては、経済成長の約6割を輸出増に伴う外需に依存した日本経済の基本的な構造は変わっておらず、引き続き日本の輸出に大きな影響を与える世界経済動向が大きな鍵を握っていることは間違いないだろう。今回の経済・金融危機からの立ち直りは、これまでのところ中国・インドなど新興国主導といった側面が強いが、そうした国・地域向けの輸出は引き続き景気下支え役となるだろう。一方、欧米など先進国経済についても下げ止まり感が醸成されつつあるものの、改善に向けた明確な動きは見られておらず、さらに雇用悪化に対する懸念は高いこともあり、景気が元の水準まで戻るのに相当程度時間がかかるとの見方は根強い。さらに、金融システムに対する不安感は払拭されていない。日本経済にとって頼みの綱である輸出の増加ペースはあまり加速せずに推移する可能性が高い。

国内に目を転じて、製造業中心に企業活動水準は緩やかながらも回復していく見込みであるが、需給バランスはなかなか改善せず、雇用・設備投資の調整は長引く可能性が高いだろう。また、政権交代により、民主党を中心とする政権が

誕生することで、補正予算の組替などによって従来の経済政策からの転換が図られる見込みであるが、その目玉である家計への所得再分配強化策(子ども手当)などは10年度以降になるものと思われ、その財源として公共事業の中止などが決定されれば、年度下期にかけて政策の空白期間が発生する懸念もある。

以上の点などを総合的に判断し、かつ今回の2次QE公表に伴っての遡及改訂を考慮した結果、09、10年度の経済成長率について前年度比でそれぞれ▲3.4%、0.9%と予測した。8月20日に策定した当総研「2009~10年度改訂経済見通し」と比較すれば、09年度については下方修正(前回見通し:▲3.0%から▲0.4%pt)、10年度は修正なし、である。なお、09年度の下方修正は、今回2次QEによる民間在庫の水準調整要因に加え、新政権の誕生によって09年度補正予算の組替を実施することに伴い、09年度下期の公共投資が減額されることを考慮した結果である。なお、7~9月期以降も緩やかなプラス成長が続くと思われるが、基本的に民間最終需要の自律的な回復力は乏しいままであろう。

前述の通り、世界景気が下げ止まってきたことから、これまで打たれてきた危機対応的な政策からの出口戦略についての思惑も浮上し始めている。とはいえ、世界経済全体の回復テンポが加速する見込みは乏しく、長い期間にわたって需給バランスが大きく崩れたまま推移する可能性が高い。こうした状態は、企業部門にリストラを促すほか、金融機関の不良資産増加圧力につながる可能性が高く、景気回復の阻害要因となる。出口戦略の実施はかなり先になるとと思われる。

# 情勢判断

## 海外経済金融

### 米景気回復期待の一方、早期利上げ観測後退

渡部 喜智

#### 要 旨

G20 財務相・中央銀行総裁会議の声明で出口戦略への慎重姿勢が示されるとともに、景気実態から見ても雇用改善の遅れなど景気回復ペースが弱いことやインフレ懸念が小さいことから、早期利上げ観測は後退した。とはいえ、景況感の回復や生産の動き、住宅市場の緩やかな持ち直しなど景気回復の期待要素は継続している。為替市場でドルが低金利を材料にジリ安傾向にあるが、景気回復傾向が続く中では暴落の可能性は小さいだろう。

#### 出口戦略は国際的にも慎重姿勢

「出口戦略」について国際的にどのような考え方が示されるか注目された9月4～5日の主要20カ国・地域財務相・中央銀行総裁会議の声明では、「成長と雇用の見通しについては引き続き慎重」であり、「景気回復が確実になるまで、物価の安定と長期的な財政の持続可能性と整合的に、必要な金融支援措置及び拡張的金融・財政政策の実施を継続」と明記。また、「協力的で調和した出口戦略を作成する」と実施に慎重姿勢が示された。

米国内でも、バーナンキ議長や複数の地区連銀総裁から、「景気回復ペースは弱く」、「インフレは抑制されている」。このため一定期間にわたり金融緩和が継続される。とはいえ、「2010年に向かうなか、インフレの潜在的脅威を回避するため出口戦略の実行に焦点が移行」などのコメントが発せられた。

このような状況を受け、フェデラルファンド・レート先物から計算した利回りは、過去1ヵ月程度の間には低下した。金融市場における来春までの政策金利の引上げ観測は後退し、利上げ時期をめぐる予想は後ずれした(図表1)。

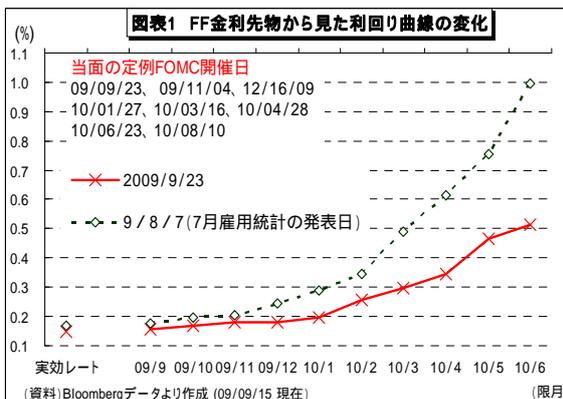
米財務省によるマネーマーケット・ファンドの元本保証の打ち切りや預金保険公

社による銀行債務の保証の10月中止が打ち出されているが、誘導水準0～0.25%という政策金利と住宅ローン証券化商品の買い入れを中心とする非伝統的な量的緩和策の両面の「出口戦略」は、再任方針が発表されたバーナンキ議長のもと、来年年明け以降の景気とインフレを見据えながら、慎重な舵取りが行われよう。

#### 雇用など景気回復のペースに弱さ

経済状態をまず雇用面から見てみよう。

9月4日に発表された8月の雇用統計では、失業者が増加し失業率は前月の9.4%から9.7%へ再び悪化した。非農業部門雇用者数の減少は、前月の27.6万人から21.6万人へ縮小したものの、雇用悪化が継続していることに変わりはない。大局的に雇用悪化の最悪期は過ぎたと言えるにしても、雇用環境の底入れというには、なお時間を要するという状況だ。



したがって、個人消費も立ち直りは弱いものとならざるを得ないと推測される。ただし、明るい兆しもある。チャレンジャー社がまとめている雇用削減計画者数は6月以降3ヵ月連続で前年同月比減少するなど、離職者数の減少傾向がうかがわれる。また、8月のインターネット求人指数は4ヵ月ぶりに上昇に転じた。今後、求人数の増加傾向が定着するかは注目材料だ(図表2)。

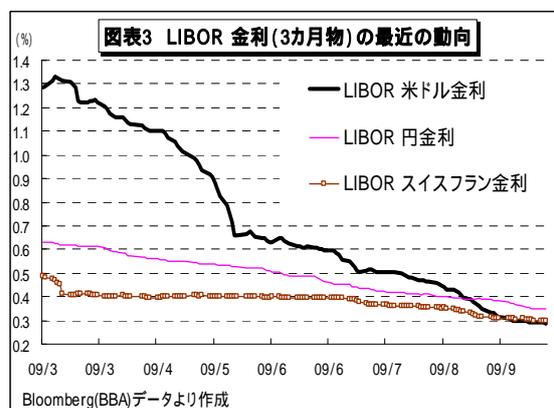
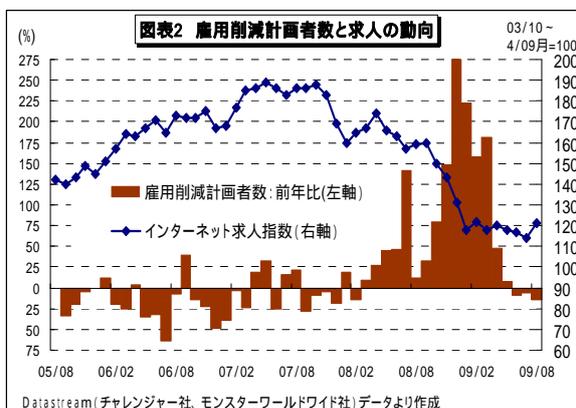
また、景況感の改善は順調だ。全米供給管理協会の製造業景況指数が8月に予想どおり52.9と景気拡大の分岐点である50を1年8ヵ月ヵ月ぶりに上回り、非製造業景況指数も1年ぶりに51.3となった。受注の勢いは乏しいものの、生産面では7月(前月比1.1%)に続き8月も鉱工業生産指数が増加(前月比0.8%)となっている。

インフレ動向を、商品市況の影響を受けにくい「食料品とエネルギーを除く」コア・ベースの物価指標で見ると、落ち着いている。7月の個人消費支出コア・デフレーターは前月比0.1%(前年比1.4%)、8月の消費者物価指数は前月比0.1%(前年比1.5%)の小幅上昇にとどまる。雇用削減もあり労働生産性の上昇が雇用コスト増加を上回るなど、インフレが加速する要素は少ないのが実情だ。

## 株式と為替をめぐる市場の動き

業績発表はオフ・シーズンとなっているが、業績の方向性は引き続き改善ないし見通しの引上げの方向にあると見てよからう。8月以来の業種別株価の推移では、金融と並んで資本財セクターの上昇が目立つ。このような景気に敏感な業種の株価堅調は、市場参加者が景気回復への期待を高めつつあることを示している。

一方、為替市場では、ドルが日本円やユーロおよび豪ドルなどの資源国通貨に対しジリ安となっている。この背景には早期利上げ観測が後退し市場金利が低下したことが大きい。ロンドンの銀行間市場で3ヵ月物の米ドル金利が、円金利やスイスフラン金利よりも低くなった(図表3)。このためドルを借り豪などの資源国通貨の相対的に高い金利資産などに投資する「ドル・キャリートレード」の動きも言われる。為替先物等のドル売りポジションは積み上り傾向にあり、市場にはドル先安感もある。しかし、景気の再悪化などにより米国経済への失望感が生じ財政赤字のファイナンス不安などに火が点くような事態に進まなければ、ドル暴落の可能性は低いだろう。むしろ米国経済にとってはドル安による企業業績や輸出採算へのメリットなどプラス面も大きいのが現状である。(09.09.24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月以降は70ドル前後で推移。9月の石油輸出国機構（OPEC）総会では生産枠の据え置きが決定された。

### 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会計年度末までの5四半期、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FOMC声明文で景気が下げ止まったという認識を示したが、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、当面現状維持する方針を示した。一方、長期国債の買入れは、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となっている。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、完全失業率が9.7%に上昇するなど、依然として民間の雇用調整圧力は強い。

### 国内経済

日本経済は輸出や生産面で改善の動きが続く。4～6月期のGDP成長率（前期比+0.6%）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。7月の鉱工業生産指数（確報値）は前月比+2.1%と、5ヵ月連続で上昇。8、9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である機械受注（船舶・電力を除く民需）の7月分は、6月の反動減から、前月比▲9.3%となった。なお、日銀は08年12月から政策金利を0.1%に据え置いているほか、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、8月上旬に一時1ドル＝97円台となったものの、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、ドル安・円高が進行した。9月中旬には、1ドル＝90円台になる場面もあった。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月下旬には年初来高値となる10,700円台まで一旦上昇。その後は経済指標や為替相場に左右され、もみあいが続く。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、7月上旬に1.2%台後半まで低下。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、1.3%前後で推移。

### 政府・日銀の景況判断

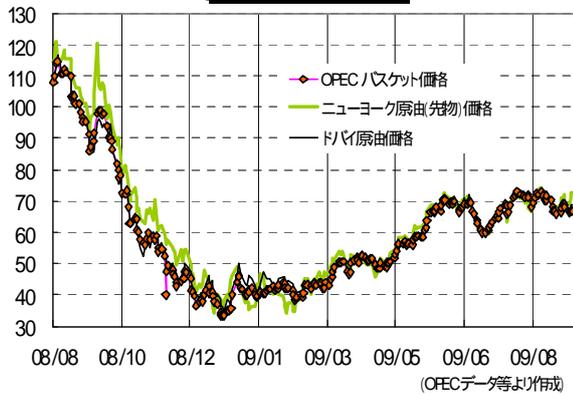
政府は、9月の景気判断を「持ち直しの動きがみられる」と2ヵ月連続で据え置いた。一方、日銀は、9月の景気判断を「持ち直しに転じつつある」と上方修正した。10月末には展望レポートで景気や物価の見方が示される予定。

(09.9.18現在)

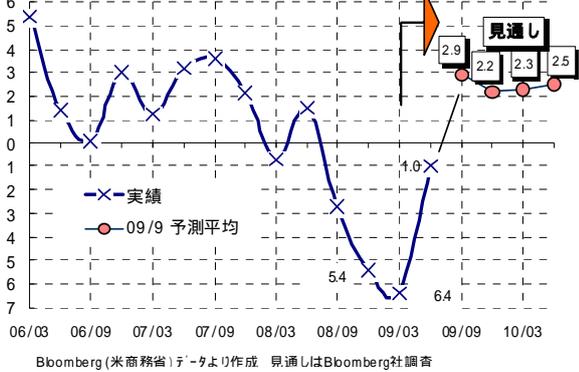
# 内外の経済金融データ

(ドル/バレル)

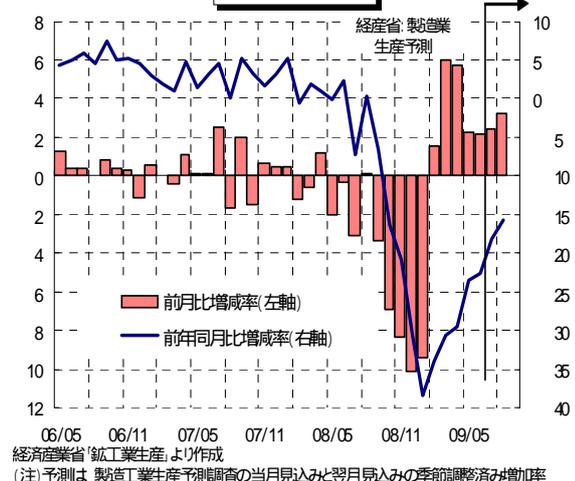
原油市況の動向(日次)



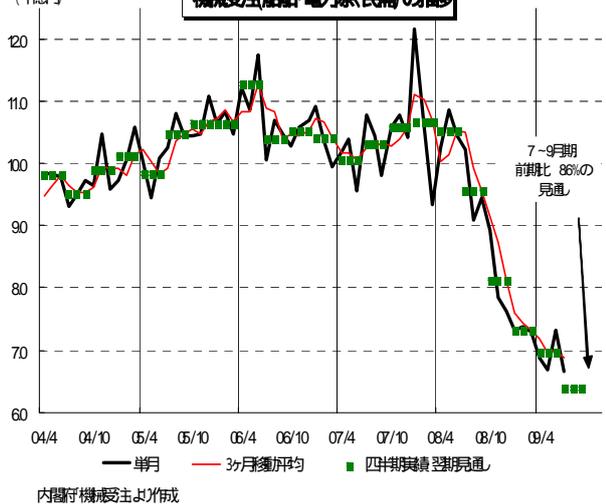
米国の経済成長予測 (Bloomberg 集計)



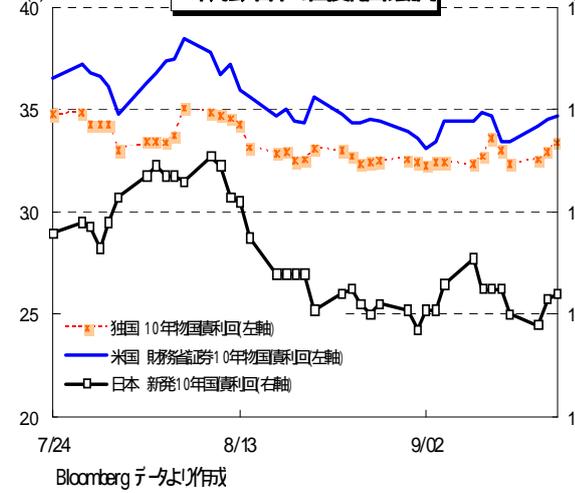
鉱工業生産の推移



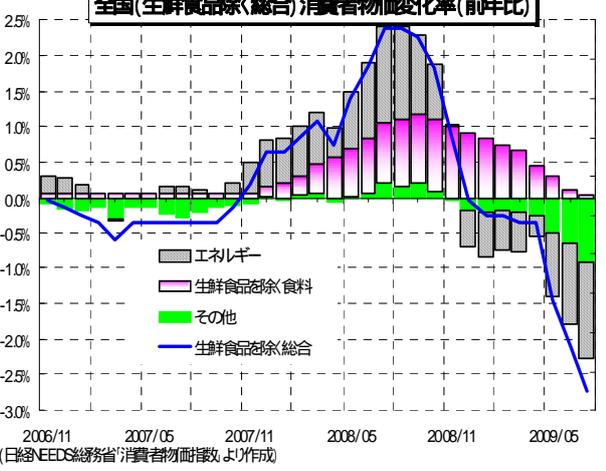
機材・船舶・電力除く民需の推移



米 独 日本の国債利回動向



全国(生鮮食品除く総合)消費者物価変化率(前年比)



(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)

# 今月の焦点

## 国内経済金融

### ライフステージに合った商品を推進する埼玉縣信用金庫

一瀬 裕一郎

#### 埼玉縣信用金庫の概要

埼玉縣信用金庫（以下、「同信金」という）は、県内全域と東京都、千葉県、茨城県、群馬県の一部を営業地域とし、埼玉縣内に98の支店と8つのローンセンター、2つの法人事務所を店舗展開。09年3月末の預金残高は2兆2,720億円、貸出金残高は1兆3,241億円を数える（図表1）。

埼玉縣内にある信金のうち最大の預金残高であるとともに、全国に8金庫しかない預金残高が2兆円を超える大型信金の1つである。

#### 個人向け与信商品の推進の工夫

個人向け与信商品の推進では、顧客のライフステージに合わせた商品を8つのローンセンターと営業店の窓口で推進している。例えば、就職した新社会人向けには自動車購入のためにマイカーローンを推進し、30-40代の住宅購入層向けに住宅ローンを推進するというように、顧客のライフステージごとの資金ニーズに合致した商品を重点的に推進している。ローンの実際の推進は以下のようになっている。本部では、世帯単位の顧客データベースに基づくダイレクトメール送付

を行うとともに、業者主催のイベントへの勧誘およびラジオ・新聞広告を使って、同信金のローン商品を地域の人々に対して紹介している。同時に営業店では、渉外担当である得意先係が戸別訪問により、ローン商品の推進を行っている。

写真1 埼玉縣信金本部



戸別訪問は平日だけに限らず、月に1度営業店で住宅ローン相談会（9:00-16:00）が開催される日曜日にも、得意先係は戸別訪問を行っている。日曜日の住宅ローン相談会や戸別訪問は、平日には来店したり、接触したりできない多くの顧客とも面談することができ、顧客とのリレーションを築く絶好の機会となっている。

得意先係は同信金全体で二百数十名おり、各営業店に数名ずつ配置されている。

そして各得意先係は、常時訪問する50-80名のコア顧客を担当している。

また、ローンセンターでは、職員の勤務シフトを土曜日出勤と定め、土

図表1 埼玉縣信金の概要

(単位 店, 億円, %)

項目	05/3	06/3	07/3	08/3	09/3
店舗数(店)	99	98	98	98	98
預金残高	20,826	20,960	21,325	22,093	22,720
貸出金合計	12,222	12,368	12,629	12,906	13,241
うち 個人向けローン残高	4,539	4,554	4,721	4,708	4,542
(住宅ローン残高)	3,674	3,787	4,006	4,039	4,033
預貸率	58.7	59.0	59.2	58.4	58.3

資料 NEEDS-Financial Questより農中総研作成

曜日の営業を行っている。同信金では99年に初めてローンセンターを開設して以降、9ブロックある地域ブロックのうち8ブロックにローンセンターを設置し、ローン推進体制の強化に取り組んでいる。

なお、埼玉県では住宅ローンをめぐり、県内に本店を置く各業態金融機関に加え、東京や群馬など隣接都県を地盤とする金融機関も参入し、熾烈な競争を展開している。そのような中であって、埼玉県信金は前掲図表1に示したように、07年度に住宅ローン残高を約220億円と大幅に増加させた。その背景には前述の推進態勢をフル稼働させ、当時金利先高感があった中、10年固定金利型商品を他行より積極的に販売したことがある。

### 顧客の心を捉えるメイン化への取り組み

同信金では、サッカーの「浦和レッズ通帳」を発行したり、「浦和レッズ応援定期預金」やゴルフの石川遼選手に因んだ「石川遼応援定期預金」を発売したりしている。「浦和レッズ定期預金」では抽選で地場産品が当たることもあり、広くお客様に好評を博している。このような定期預金を入り口として、利用者に同信金へ親近感を持ってもらい、より多種類のサービスの利用＝顧客メイン化へと繋げるように努めている。

なお、同信金では顧客メイン化については、残高ではなく、利用商品数や利用サービス数を基準としているという。それと同時に、預金の合計残高1,000万円以上の顧客を主要顧客と位置づけ、得意先係が月1回以上戸別訪問することとなっている。また、幅広いお客様を対象に、投信等の金融商品を購入すると定期預金の金利を上乗せする「三ツ星プラン」を

販売している。シルバー層向けには、「旅の生きがい大学」という2泊3日の旅行を毎年開催しており、09年で23回目となった。参加者は毎年3,000名ほどで、営業店ごとに支店長および役席・一般職員が同行して9月から11月にかけて順次実施される。

### CS向上に向けた店舗戦略

同信金では、営業店を法人店舗、一般店舗、個人店舗の3つの属性に区分している。法人店舗は28カ店あり、得意先係を多く配置し、事業者向け融資を中心に行っている。一般店舗は31カ店あり、法人・個人双方をカバーしている。個人店舗は39カ店あり、個人に対して預貸併進の推進を行っている。

同信金の9つの地域ブロックには、それぞれブロック母店と副母店がある。基本的に法人店舗がブロック母店となっている。顧客の利便性維持のために短期的には営業店の統廃合は考えていないが、1市多店舗地域では、店舗や渉外の効率化が課題という。

また、CS向上委員会を設置し顧客満足度の向上への取り組みを強化している。例えば、老朽化店舗を年に2-3店舗のペースで建替える際に、バリアフリー化を進める等のハード面の取り組みに加え、職員向けにマナー研修を実施し顧客に対して笑顔で応対し、リレーションを深めリピーターを増やすように努めている。

同信金は、特徴ある商品ラインナップを取り揃えるだけでなく、様々なライフステージにある顧客一人ひとりのニーズに合わせた商品の提供を通じて、地域から愛され信頼される金融機関としての存在感を高める地道な取り組みを行っている。

### 米国農業信用庁と農業信用制度

古江 晋也

#### 要旨

- ・米国には農業者等に信用を提供する農業信用制度 (Farm Credit System) がある。同制度は現在、5 つの農業信用銀行と 90 の組合で構成されており、農業者の約 20% が借り手となっている。
- ・農業者等が農業信用組合の組合員となるには借入時に 1,000 ドルまたは融資額の 2% のどちらか少ない額を出資金として支払う必要があり、これが農業信用組合の資本となる。農業信用制度は、農業信用銀行が債券を発行することで資金調達を行い、農業信用制度保険公社がその債券に付保を行っている。
- ・米国では商業銀行や生命保険会社なども農業融資を行っているが、農業信用制度は全体の 36.7% のシェア (2007 年) を占めている。

#### はじめに

米国には農業者等に信用を提供する農業信用制度 (Farm Credit System) がある。同制度は、5 つの農業信用銀行と 90 の組合 (Associations) で構成されており、農業者の約 20% が借り手 (所有者) となっている。

本稿では、農業信用制度の監督機関である農業信用庁 (Farm Credit Administration) と農業信用銀行の債券に付保を行っている農業信用制度保険公社 (Farm Credit System Insurance Corporation、以下「FCSIC」) のヒアリング調査を基に農業信用制度の概要などを紹介する (写真 1)。

#### 米国農業信用制度

1916 年に創設された米国最古の金融関連の政府支援企業 (GSE : Government-Sponsored Enterprise) である農業信用制度は時代とともにその組織が大きく変化した<sup>(注1)</sup>。図表 1 は農業信用制度の協同組合構造を表したものである。

組合は農業信用組合と独立型の連邦土地信用組合に分かれるが、90 組合のうち農業信用組合が 82 組合を占めている。

農業信用銀行は FCB (Farm Credit Bank) と ACB (Agricultural Credit Bank) がある。FCB と ACB は組合に対して農業者などに貸出す資金を供給するが、ACB は米国の農業輸出や農業者が所有する組合に国際的なバンキングサービスを提供する権限などもある<sup>(注2)</sup>。

農業者等が農業信用組合の組合員となるには借入時に 1,000 ドルまたは融資額

写真 1 農業信用庁と保険公社



の2%のどちらか少ない額を出資金として支払う必要があり、これが農業信用組合の資本となる。ただし、組合員はこの出資金を売買することはできず、農業信用組合は預金の受け入れなども行わない。

農業信用制度は不動産融資や銀行からの配当が免税となっており、他の所得には課税が行われている。また組合の利用配当 (patronage dividends) という組合員への返金も免税措置が講じられていることなどから、その課税率は5%未満となっている。

このような農業信用制度の規制や検査などを行う連邦機関が農業信用庁である。

農業信用庁は連邦予算による支援ではなく、農業信用制度によって賄われている。同庁は、農業信用制度の業務が健全でない場合、是正措置を強制したり、農業信用制度の財政状態を議会に報告する役割がある。また、農業信用制度の債券 (debt obligations) の発行を認可するという重要な業務も行っている。

(注1) 農業信用制度はかつて連邦土地銀行 (下部組織は連邦土地銀行組合) や連邦中期信用銀行 (下部組織は生産信用組合) などを擁していたが、80年代の農業危機以降、合併再編された。現在、農業信用組合の91%は連邦土地信用組合と生産信用組合

を子会社とする「親子構造」(parent-subsidiary structure) となっている。

(注2) ACBは農業信用銀行と協同組合銀行 (Bank for Cooperatives) が合併して設立された。農業信用制度のなかではコバンク (CoBank) のみがACBとなっている。

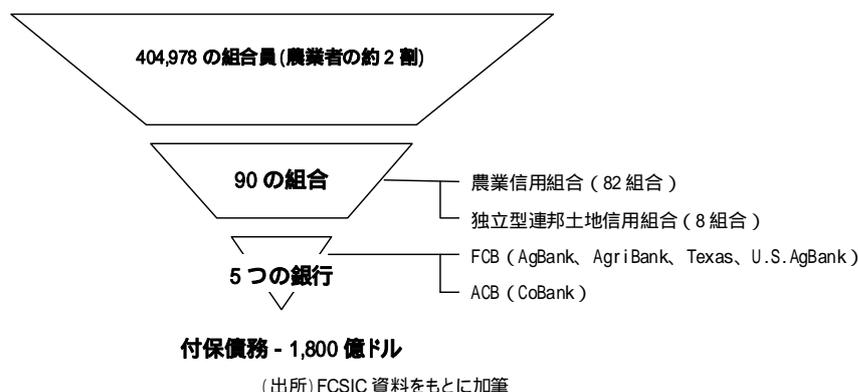
## 米国農業信用制度の資金調達の流れ

図表2は農業信用制度の資金調達の概略を図式化したものである。農業信用銀行は資金調達のために債券を「連邦農業銀行資金調達公社」を通じて発行し、FCSIC (農業信用制度保険公社) は投資家にその債券の元利払いを保証するために保険基金を構築する。保険基金は農業信用制度の純負債の2%を基準額とし、その基準を維持するために農業信用銀行から保険料を徴収する。

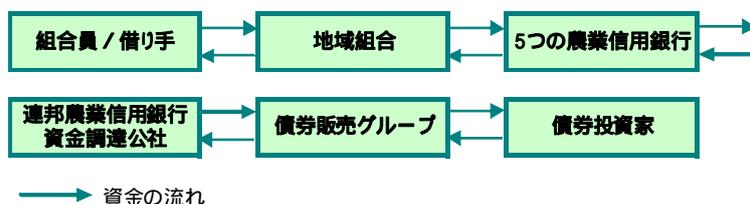
図表3はFCSICの保険料率を表したものであるが、農業信用法が08年7月に改正されたため、従来より広範囲に保険料を賦課することができるようになった (注3)。図表2の「債券販売グループ」とは、証券会社などであり、「債券投資家」には中央銀行なども含まれる。農業信用庁が債券発行の認可に問題があると判断した場合は、FCSICと協議を行う。また、FCSIC

は農業信用制度の機関が破綻の危機に瀕した場合、コストテストを実施してから支援を行うかどうかの判断を行う。ただし、清算が最もコスト負担が少

図表1 農業信用制度の協同組合構造



図表2 米国農業信用制度の資金調達



→ 資金の流れ

(出所) Farm Credit Administration, Farm Credit System Insurance Corporation資料

ないこともあるため、支援を行うことは稀である。

図表4は損失負担を図式化したものである。組合員が融資の返済を行うことができなくなった場合、組合の損失となる。損失が組合の資本と貸倒引当金(Allowance for Loan Loss)で賄うことができなくなれば、農業信用銀行が損失を負担しなければならない。

農業信用銀行が債務の支払ができなくなった場合はFCSICが負担し、FCSICが損失を負担することができなくなった場合は、5つの農業信用銀行が清算を行うことで投資家に債務の返済を行う(「Joint & Several(共同)」)。

これが一連の流れであるが、機関が支払不能となる前に合併などの措置を講じることによって投資家保護を行っている。

また、組合では自己資本を8%に規定されているが、ほとんどが12%を確保し、農業信用銀行は自己資本を4%と規定さ

図表3 農業信用制度保険公社の保険料率

2008年1月～6月の保険料率

ローンの種類	保険料の範囲(bp)
正常ローン(Accrual)	0 - 15
非正常ローン(Nonaccrual)	0 - 25
連邦政府保証の正常ローン	0 - 1.5
州政府保証の正常ローン	0 - 3
政府支援機関保証の正常ローン	0 - 15

2008年7月～12月の保険料率

	保険料の範囲(bp)
付保負債	0 - 20
非正常ローン(プラス)	0 - 10
一時的でない減損投資(プラス)	0 - 10

(出所) Farm Credit System Insurance Corporation  
2008 Annual Report

れているが、通常は8%を確保している。

(注3) 2008年7月、FCSICは2008年農業信用法によって新たな保険料率を導入した。農業信用法が改正されるまでFCSICは農業信用制度の銀行と組合が実施したローン

ベースとした保険料を徴収していた。しかし、2008年7月以降は、各銀行の付保債券残高の比例分配をベースに徴収することになり、より広範囲に保険料を徴収できるようになった。また新たな保険料では、非正常ローン(Nonaccrual Loans)や一時的でない減損投資のようにリスクの高いものについては10ベース・ポイント(=0.1%pt)を加えることにしている。なお、保険料は目標額に到達すれば、保険料の請求を中止することとしている。

### 米国農業融資のシェア

米国では、農業信用制度以外に商業銀行、生命保険会社などが農業融資を行っている。図表5は2007年における米国農業融資のシェアを示したものであり、商業銀行のシェアが45.4%と最も高い。農業融資に携わる商業銀行は数千行にものぼっているが、近年では一部の商業銀行が農業分野以外に力点を置くようになったことや金融危機の影響もあり、今後シェアが低下する可能性もある。

「個人その他」とは、農業者間での借入、農業機械メーカーや農薬・種苗ディーラーなどが設立したファイナンス会社の融資を示している。ファイナンス会社は、ローン自体の採算性を重視するというよりもむしろメーカーやディーラーの販売促進活動の一翼を担っている。そのため低金利戦略などを採用することでシェアの拡大をも図って

図表4 農業信用制度の投資家保護



(出所) Farm Credit Administration, Farm Credit System Insurance Corporation資料

いる。このようなファイナンス会社の存在は金融機関や農業信用制度などにとって脅威となっている。しかし、昨今の金融危機を受け、メーカーなどが流動性の問題に直面しているため、困難な状況が続いている。

5.3%のシェアを占める生命保険会社とはメットライフ、ニューヨークライフなどの主要な生命保険会社であり、農場購入資金を融資している。米国農務省の融資は「最後の砦」とも呼ばれており、農業者に対する直接融資と、商業銀行などが融資を行い、農務省が保証を行うケースがある。従来は直接融資が行われていたが、近年では保証が増加している。

このような市場環境のなか、農業信用制度は近年、競争力のある金利やサービスを提供するようになったこともあり、シェアを拡大する傾向にある。

## おわりに

1916年に米国で最初の金融関連の政府支援機関として設立された米国農業信用

制度は米国の農業金融の進展に大きな役割を担ってきた。80年代後半の米国農業危機に際しては、米国農業信用制度が大きくシェアを低下させたこともあったが、その後は積極的な合併を展開していった。

現在、組合には各営業地域があり、地域によって組合規模も異なっている。各組合は営業地域が重複しないことを原則としており、組合同士の競争を排除している。貸出金利は組合が決定しているが、近年では競争力のある金利設定を行うことなどでシェアを拡大させている。

ただし、サブプライム問題が金融危機へと展開したことに伴い、商業銀行や生命保険会社、ファイナンス会社の影響は少なくなく、今後は米国の農業融資のシェアが大きく変化する可能性もある。また、農業信用制度は金融危機の影響が比較的少ないとされているが、2008年10月に農業信用制度の連邦農業抵当公社（ファーマー・マック）が6,500万ドルの資本増強を実施した。資本増強の背景には、連邦抵当住宅金庫（ファニー・メイ）の株式やリーマン・ブラザーズの証券を保有していたことがあるが、金融危機が今後の米国農業金融にどのような影響を与えるのかにも注目が集まる。

図表5 米国農業の融資シェア(07年)

	融資シェア
商業銀行	45.4%
農業信用制度	36.7%
個人その他	10.3%
生命保険会社	5.3%
農務省	2.3%
合計	100.0%

(出所) Farm Credit Administration, 2008 Annual Report on the Credit System

### <参考文献>

- ・FCA 2008 Annual Report 及び FCA ホームページ。
- ・FCSIC 2008 Annual Report。
- ・日本貿易振興機構ホームページ。

### 賃貸住宅経営に増す逆風～空き室増加と若年人口減少

要 旨

渡 部 喜 智

08年10月に行われた最新の総務省『住宅・土地統計調査』によれば、空き家率の上昇が継続しており、日本の住宅の余剰化が一層進んだことが分かる。特に、賃貸住宅では18.7%と2割近い水準である。すでに賃貸住宅の若年層入居者の減少が始まっているが、今後も続く若年人口の減少に伴う借家需要の減少が懸念される。本格的な人口減少時代に入っていく中で、地域における賃貸住宅の需要見通し、借家立地の優劣度などを踏まえ、より投資採算を重視した賃貸住宅経営が一層重要になると思われる。

#### 空き家率は上昇継続

5年ごとに行われ、住宅の国勢調査とも言われる『住宅・土地統計調査（08年10月実施）』の速報が発表された。最終的には市町村単位のデータが発表され地域ごとの住宅事情も分析が可能となるが、本誌では景気回復期に当たった03～08年にかけてのマクロ的な住宅事情を見てよう。

今回（08年）調査の全国の住宅戸数は5,759万戸。これに対し総世帯数は4,999万世帯で、一時的現住者等を除く居住世帯が4,961万世帯である。前回（03年、以下同じ）に比べ、居住世帯数は277万戸増加したが、住宅数はそれを上回る370万戸増えた（図表1）。その結果、空き家数は前回に比べ97万戸増加し、約756万戸<sup>(注)</sup>。計算上、「空き家÷総住宅戸数=空き家比率」は前回12.2%から一段上昇し、13.2%となった。関東大都市圏で11.3%、中京大都市圏で11.4%であるのに対し、近畿大都市圏では13.8%、それ以外は14.3%であり、地方圏の方が概ね高い。

この空き家率の上昇は、住戸数の面に限れば、わが国の住宅の余剰状態がさらに強まっ

ていることを改めて示している。

#### 賃貸住宅の空き家率は2割近くへ

空き家のうち、賃貸・売却用住宅は443万戸で、同空き家比率＝「空き家÷（借家世帯数+賃貸・売却住宅空き家）」は20%。そのうち賃貸住宅の空き家は409万戸であり、前回より1%ポイント強上がり18.7%となった。

47都道府県別では、最低が沖縄の11.6%、最高が福井の30.6%、標準偏差は前回の3.6%から3.9%へ上昇しており、県別の差は拡大したと見て良からう。また、41道府県で借家の空き室率が上昇する一方、東京、愛知、三重、大阪など大都市圏を中心に6都府県では前回より低下した。しかし、昨年末以降の空前の不況で、これらの地域でも非正規雇用者の雇い止め増加などにより、賃貸住宅からの退居が増加したと言われ、空き室率の上昇は急速に進んだようだ。深刻な不況のもとで認識された「職と住まいのセーフティネット」の問題は、今後も賃貸住宅経営に影響を及ぼすと思われる。

上述の2割近い空室率は、入退居のタイミングのズレを考慮しても、賃貸住宅の経営採算ラインを上回る空室率だ。個別経営での差異はあるが、平均的に見て空き室率の上昇傾向は、賃貸住宅経営の厳しさを物語る。

<sup>(注)</sup>当調査には空き家に関する建築経過年数や設備等の情報がないので設備・居住性などから実際に居住可能かは不明。また、実地調査での誤謬、推計上の誤差もある。

図表1 わが国の住宅事情推移

(万戸, %)

項目 年次	総住宅数		空き家住宅		うち、賃貸・売却用住宅		うち、別荘等 2次的住宅	居住 世帯数	うち、持ち家		
	戸数	戸数	家比率	戸数	同空き 家比率	戸数	戸数	戸数	持ち家 比率	戸数	
昭和48(1973)	3,106	172	5.5	-	-	-	-	2,873	1,701	59.2	1,172
昭和53(1978)	3,545	268	7.6	157	11.0	14	14	3,219	1,943	60.4	1,269
昭和58(1983)	3,861	330	8.6	183	12.4	22	22	3,471	2,165	62.4	1,295
昭和63(1988)	4,201	394	9.4	234	14.3	30	30	3,741	2,295	61.3	1,401
平成5(1993)	4,588	448	9.8	262	14.3	37	37	4,077	2,438	59.8	1,569
平成10(1998)	5,025	576	11.5	352	17.4	42	42	4,392	2,647	60.3	1,673
平成15(2003)	5,389	659	12.2	398	18.8	50	50	4,684	2,866	61.2	1,716
平成20(2008)	5,759	756	13.1	443	20.0	41	41	4,961	3,037	61.2	1,774

総務省「住宅・土地統計調査」から農中総研作成

(注) 空き家率 = 空き家 ÷ 総住宅戸数

賃貸・売却用住宅空き家率 = 賃貸・売却用住宅空き家 ÷ (借家世帯数 + 賃貸・売却用住宅空き家)

持ち家率 = 持ち家 ÷ 居住世帯数

総住宅数 - (空き家 + 居住世帯数) の差は、一時的現住者および建築中住宅

### 若年人口の減少と賃貸住宅需要

次に賃貸住宅・入居世帯の主な家計の担い手の年齢層を比べると、34歳層までの若年層が前回に続き大きく減少したことが注目される。その合計世帯数は前回の635万世帯から565万世帯へ、構成比率は約37%から約32%へ低下した(図表2)。賃貸住宅の75%を占める民間借家に限って見ても、34歳層までの若年層世帯の入居世帯の比率は、前回の約42%から約36%へ大きく低下している。

これまでは人口数のボリュームゾーンである団塊ジュニア層の年齢上昇とともに、20代前半層から20代後半層へ、さらに30~34歳層へと、若年層の中でのウェイトの変化も目立ったが、今回の調査では以上の若年層のすべてわたり賃貸住宅入居世帯数が減少した。

団塊ジュニア層の持家一次取得はピークア

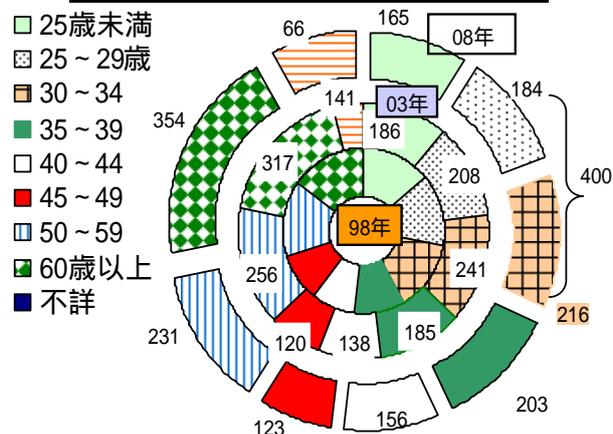
ウトに向かうが、次に来るのは本格的な若年人口の減少である。これは、借家需要にとってさらに厳しい逆風となろう。

20歳の新成人人口を例に取れば、2000年の164万人から2010年には130万人を割り込む。さらに2015年以降は120万人以下となる。その後減少ペースは鈍化するが、減少傾向は続く。加えて、進学・就職の地元志向が強まる中で、住所移転を伴う「人口移動」率の低下傾向も生じている。

これらが複合的に、賃貸住宅需要の減少、特に単身者世帯向けアパート・マンションの賃貸需要減少に作用することは避けられないだろう。

これに対し、今回調査でも構成比率が高まった中高齢者の借家世帯は今後も増加傾向をたどる。これに伴い、賃貸期間の長期化など借家管理は難しさを増すことが予想され、高齢者の賃貸住宅入居を安定したものとするための公的支援の必要性は一層高まろう。少子・高齢化を伴いながら、長期的な人口減少時代に入って行く中で、地域における賃貸住宅需要の見通し、借家立地の優劣度などを踏まえ、借家の設備ニーズ高度化と改修コストを睨みながら、より投資採算リスクを重視した借家経営が重要になると思われる。

図表2 家計の担い手年齢別借家世帯



資料 図表1に同じ 円グラフの内より98年、03年、08年

## 外国為替市場における決済システム CLS の重要性

荒木 謙一

### 外国為替決済リスクとCLSの設立経緯

外国為替取引固有の決済リスクは、市場関係者の間ではヘルシュタット・リスクという通称で知られている<sup>(注1)</sup>。このネーミングは、74年6月にドイツのヘルシュタット銀行が突如として破綻した際、同行と外国為替取引をおこなっていた複数の取引行が売却通貨（ドイツマルク）を支払い済みであるにもかかわらず、購入通貨（米ドル）の支払いを受けることができずに、巨額の損失が発生したことに困っている。こうした時間差が生じるのは、各通貨の支払い（決済）のタイミングが、米ドルの場合は米国、円の場合は日本というように、当該通貨国の決済システムの稼働時間や金融機関の営業時間に依存しているからである。つまり決済における時差の存在がヘルシュタット・リスクの根本的な要因となっている。

たとえば、円売り・米ドル買いの外国為替の直物（スポット）取引の場合、通常は日本（東京）で円の決済が終わった後に米国（ニューヨーク）で米ドルの決済が行われる。日本と米国東部の時差は14時間（米国サマータイム期間中は13時間）であるから、仮に円と米ドルがそれぞれの国で同時刻に支払われたとしても、円を売って支払った取引当事者は対価の米ドルを受け取るまでに14時間待つことになる。この間に取引相手が突如破綻した場合、円を支払ったにもかかわらず米ドルを受け取れなくなり、いわゆるヘルシュタット・リスクが顕在化する。実際にこのヘルシュタット・リスクが

顕在化した例としては、国際商業信用銀行（BCCI、91年）やベアリングス銀行（95年）の破綻などがある。ケースとしては少ないが、実際に起きた際には損失が巨額となることもあり、また破綻した銀行の取引相手だけでなく、更にその取引相手へと影響が伝播していくことから、金融システムを不安定化させる一種のシステムミック・リスクとされている。このヘルシュタット・リスクの発生を防ぐために国際決済銀行（BIS）における各国中央銀行の話し合いの場などで検討が行われ、その結果設立されたのがCLSと呼ばれる外国為替市場の決済システムである。

CLSはContinuous Linked Settlementの略称であり、一般には「多通貨同時決済システム」という訳で知られている。CLSの運営母体は97年に設立され、02年に決済システムとして稼働を開始、順次業容は拡大している。当初の決済対象通貨は円、米ドル、ユーロ、英ポンド、スイスフラン、カナダドル、豪ドルの7通貨であったが、現在では17通貨まで拡大している。またCLSの利用は当初は日欧米の大手銀行が中心であったが、最近では年金基金などのファンドによる利用も増えてきている。

### 金融危機で高まったCLSの評価

ところで、08年9月15日に米大手投資銀行リーマン・ブラザーズが破綻し、世界的な金融危機が発生してから1年が経過した。これまで緊急対応としての施策と並行して、危機を振り返り教訓を得

ようとする動きも盛んに見られた。こうした中で、特に各国中央銀行の関係者から、CLS が外国為替市場の安定に果たした役割を積極的に評価する発言がしばしばなされた。

たとえば、日本銀行の白川総裁は09年5月13日のロンドン証券取引所における講演で、「メディアで取上げられることはほとんどありませんが、時差のある地域との外国為替取引において、CLS の存在により、いわゆるヘルシュタット・リスクが最小化されています。このリスクは、世界中で最初に市場が開く日本のような国にとって、大変重要です。このシステムがなければ、今次危機下での市場の混乱はさらに深刻なものになったと思われま

す」<sup>(注2)</sup>と述べている。また、欧州中央銀行 (ECB) の外国為替コンタクト・グループが09年3月に発表した報告書は、「リーマンの破綻はまた、CLS が決済リスクを極小化するうえで効果的な手法であることを証明した」と記している<sup>(注3)</sup>。

そもそもCLSの仕組みは各国通貨の決済システムをリンクした画期的なものであり、各国の金融・通貨当局の業務領域にも影響を与えかねないものであることから、批判的な見方もなかったわけではない。しかし今次の金融危機を経て外国為替市場の安定化に寄与したCLSへの評価が高まり、国際的な決済システムとしてのCLSの役割の重要性が改めて認識されたと言ってもよいだろう。

### 一層の決済リスク削減に向けて

08年5月にBISの支払・決済システム委員会が発表した調査報告書<sup>(注4)</sup>によれば、調査対象27カ国の109の金融機関のうち87%がCLSにメンバーとして参加し

ていた。一方、06年4月の時点では世界の外国為替取引の55%がCLSにて決済されており、32%が既存の銀行ネットワークで決済されていた。このように大半の金融機関がCLSに参加しているにもかかわらず、CLS決済の比率が55%にとどまる理由は、CLSでは決済できない取引が存在するためとされている。①当時約定当日決済の取引、②決済対象である17通貨以外の通貨を含む取引、③取引相手がCLSに参加していない取引、などは現在CLSでは決済ができない。

こうした取引を将来的にはCLSで決済可能としていくようにするため、CLSには対象通貨の拡大や取引基盤の拡充が一層求められる。しかし、ある国の通貨をCLSの対象通貨とするためには、当該通貨国の決済システムや決済関連法制度が一定の要件を満たしていることが必要であるため、対象通貨を広げていくことには困難も伴うだろう。しかしながら、金融危機対応を通じてその機能に対する評価が高まったCLSの市場カバー率を拡大することは、外国為替決済リスクを市場から一層取り除いていくために重要であろう。

(09.09.15現在)

<sup>(注1)</sup> 決済リスクと相場変動リスクは異なる。本稿は外国為替決済リスクについて論じたものである。

<sup>(注2)</sup> 白川方明(2009)『金融危機の予防に向けて：金融市場、金融機関、中央銀行の連関』日本銀行

<sup>(注3)</sup> ECB, Foreign Exchange Contact Group (2009) “Report on Operational Lessons from the Demise of Lehman Brothers in Autumn 2008”

<sup>(注4)</sup> BIS, Committee on Payment and Settlement Systems (2008) “Progress in reducing foreign exchange settlement risk”

## 評価作業効率化の鍵: トップダウン型リスク・アプローチ

矢島 格

内部統制報告制度の適用初年度で、財務報告に係る内部統制は有効とされた企業のなかでも、内部統制の評価作業を効率化していくことが課題となっている企業が少なくないのではなかろうか？ 内部統制報告制度が適用されてまだ2年目ということもあり、評価作業を従来以上に効率的に行うという観点からは、改善すべき余地はまだあると思われる。なかでも、米国の先例を踏まえて評価作業の効率化に資するために導入されたトップダウン型リスク・アプローチの活用が、十分にはなされていない場合が多いように見受けられる。

2007年2月に出された企業会計審議会意見書（「財務報告に係る内部統制の評価及び監査の基準並びに財務報告に係る内部統制の評価及び監査に関する実施基準の設定について」）では、このトップダウン型リスク・アプローチを、「内部統制の有効性の評価に当たって、まず、連結ベースでの全社的な内部統制の評価を行い、その結果を踏まえて、財務報告に係る重大な虚偽記載につながるリスクに着眼して、必要な範囲で業務プロセスに係る内部統制を評価する」方法と説明している。要するに、経営者が企業集団のどこに財務諸表に係る虚偽表示リスクが高い内部統制があるのかを判断して、評価すべき範囲を絞り込んでいく方法と言える。より実務的には、発生可能性と影響度の観点から財務諸表に係る虚偽表示リスクの重要性を判定し、重要性の低いリスクに対応した内部統制を評価対象から除外するとともに、全社的な内部統制と業務プロセスに係る内部統制が相互に代替的に機能している場合には、評価項目が少なく負荷が低い全社的な内部統制の方を優先的に評価対象にすることで評価作業の効率化を図る方法である。

しかし、実際には、この内容を十分に理解した効果的な活用が、少なくとも初年度ではあまり行われなかったという指摘が多いようだ。実際の作業現場では、トップダウン型リスク・アプローチを知ってはいるが、その具体的な基準（例、リスクの重要性の判定基準）が明確ではないことから、作業担当者には保守的な気持ち（＝「後になって指摘されては、責任が問われる！」など）がどうしても働きやすく、トップダウン型リスク・アプローチの本来の機能が活かされない場合が意外に多いのではないだろうか。

たしかに、トップダウン型リスク・アプローチを実務に適用して活用するためには、専門的なスキルが必要であることは否定できないが、そうであるからこそ、監査人（監査法人）との協議を適宜行っていくことが重要なのである。内部統制実施基準において、評価範囲を決定した方法およびその根拠等を監査人と協議を行うことが適切である旨明記されているのも、このことが背景にある。

内部統制報告制度の趣旨に今一度立ち戻り、トップダウン型リスク・アプローチの意義・考え方を改めて見直して実務に活かしていくことは、評価作業効率化の実現のためには、決して無駄ではないと考える。

【参考文献】坂井恵(2009)「トップダウン型リスク・アプローチに基づく内部統制評価の要点  
—経営者評価の効率化に向けて」『企業会計』Vol. 61 No. 9 : 1313-1321  
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

## 指数について ~物価指数の「品質調整」~

寺林 暁良

### 「品質調整」とは

「消費者物価指数 (CPI)」や「企業物価指数 (CGPI)」等の物価指数は、モノ・サービスの需給やコストの状況を表し、日銀の金融政策判断においても重要指標と位置づけられている。それだけに物価指数には、精度の高さも求められる。今回は物価指数の精度に影響する「品質調整」について説明する。

物価指数を構成する品目のうち、調査する商品が何年も続けて売られている品目では問題なく同一商品で指数を作ることができる。しかし、品目によっては調査する商品が発売中止になったり、モデルチェンジによって性能が全く変わったりするために商品を入れ替える必要が出てくる。新・旧商品では、容量や機能、性能といった品質が異なる場合が多いため、なるべく物価変動に品質の違いが反映されないようにしなくてはならない。そのために行われる作業が「品質調整」である。

品質調整法には、新・旧商品が同時に発売されていたときの価格差を品質差とみなす「オーバーラップ法」、自動車などの新商品の標準装備の価格上昇分を旧商品のオプション価格から導く「オプションコスト法」などがあり、実際の指数作成では、品目ごとに適切な品質調整の方法が選択されている。

### 「ヘドニック法」による品質調整

現在の CPI・CGPI では、技術革新のスピードが速く新製品発売のサイクルが極めて短いパーソナルコンピュータ (PC)

やデジタルカメラなどで「ヘドニック法」による品質調整が行われている。ヘドニック法とは、商品の価格は品質が向上するほど上昇すると仮定し、旧商品と品質が同じ場合の新製品の価格を重回帰式によって導き出す方法である。つまり、旧製品から性能が向上した分だけ新製品の価格を割り引くのである。下図は CPI においてデジタルカメラをヘドニック法で品質調整する場合に使われる項目 (説明変数) で、画素数や防水機能の有無を品質差の指標としている。ヘドニック法を用いるためには価格や性能についての十分なデータ量が必要となるが、商品入替の激しい品目で有効な品質調整法である。

一方、ヘドニック法の適用に関しては、慎重論も根強い。例えば、現在の高性能 PC で、全機能を使いこなせる人は少ないだろう。新たな機能が追加されても、それを消費者が使わなければ本当の意味での効用の向上はなく、品質の向上とはいえない。ヘドニック法は過剰に価格を調整してしまうことになる。

また、ヘドニック回帰式に用いられる項目は、新たな機能の追加に対応するためにこまめに見直す必要があり、CPI の場合半年に1度見直しが行われている。

図 デジタルカメラのヘドニック回帰式に用いられる説明変数 (消費者物価指数、平成20年12月以降)

機種数 487	
光学ズーム倍率	実:倍
静止画有効画素数	実:万画素
液晶モニタ画素数	実:万画素
シャッタースピード	実:N/sec
手ぶれ補正機能	ダ:光学式・ISS式=1、それ以外=0
防水タイプ	ダ:防水=1、非防水=0
バッテリー種類	ダ:Li-ion電池=1、それ以外=0
メモリーカード対応種類	ダ:SDHC=1、無=0
タッチパネル	ダ:有=1、無=0
発売経過月数	実:月

(出所)総務省資料より作成。

(注)実=実数係数、ダ=ダミー係数

## 海外の話題

# リーマンショックから一年、消費者動向の変化について

農林中央金庫 ロンドン支店長 高 島 浩

早いもので、いわゆるリーマンショックから1年、サブプライム危機からは2年が経過しようとしている。英国においても、2年前のNorthern Rockの破綻から始まり、昨年10月には英国大手のロイズ銀行、RBS銀行の政府による実質国有化等大きな金融環境の変化が見られた。

幸い、この半年間は、世界の中央銀行による協調した非伝統的な金融政策により、金融機関の流動性危機は一旦収まりつつあり、一部ラトビア等東欧諸国の経済危機の問題はくすぶるものの、金融市場に大きなインパクトを与える事象は発生していない。

英国においても、主な経済指標が景気後退の最悪期を脱したとみなせるような発表が相次ぎ、遅ればせながら英国もリセッションから脱却したとの見方がアナリストのレポートにも見られるようになってきた。

こうした中、消費者の行動にも少なからず影響が出ているようである。以前は、夏休みに太陽を求めてスペイン等の南ヨーロッパに旅行(Vacation)に行っていた人たちが国内回帰し、ブライトンなどの英国の南部にある海辺での海水浴やキャンピングカーを借り切って観光地でキャンプするなどのスタイルに変わってきている。この現象を国内滞在型なので Staycation (滞在の Stay と Vacation を組み合わせた造語) と言うそうである。テレビでの報道を見れば、週末の海辺のリゾートはかつての湘南を彷彿させるほどの混雑度合いであるし、少し郊外をドライブすると、白いキャンピングカーや自転車等を積んだ車の多さにびっくりするほどである。この恩恵を受けてか、一部のスーパーでバーベキュー用品の売り上げは30%増加し、また、いかにも英国らしいのだが、車での移動時に飼い犬を固定するための犬用のシートベルトの類は売り上げが急増しているとのことである。犬にとってみれば、昨年までは Vacation となれば家族と離れ離れとなったものが、今年からは家族とともに Staycation を楽しめるとあって、この不況もまんざらでもないものであろう。

また、週末はパブでランチを楽しんでいた人たちは、スーパーでビールを買い、インターネットでデリバリーの食事を注文するように変化してきており、この景気後退で大きく影響を受けると見られていた小売業等がこの夏比較的好調であったそうである。アナリストの判断は、低金利による金利負担減少で余裕資金ができたことや一時的に引き下げられた消費税の影響であるとしているが、こうした英国国民の生活スタイルの変化も影響しているのではないだろうか。

一方、海外の富裕層にとってみれば、昨今のポンド安によりかつてないほど英国が魅力的な訪問先となっている。中東やロシアからの買い物客に加えて、中国からも買い物客が増加している。ロンドンの高級百貨店のハロッズでは売り上げが前年比9%増加し、過去最高の実績となった。英国人の財布の紐はきつくなりつつあるが、それを海外の富裕層が補って余りあるところであろう。

しかし、小売業はこうした国民の消費者行動の変化や外国旅行者による売り上げ増により今後とも恩恵を受けると考えていないようである。英国の失業者は3百万人となるとの予想もあり、多くの英国国民は消費するよりは借金の返済を優先する傾向が出てきている。本年7月には1993年以降はじめて、英国国民の個人借入伸び率がマイナスに転じる、すなわち、返済超となった。加えて、来年1月からは消費税も17.5%と元の水準に戻る事となる。小売業界では、在庫の削減やストリートを挙げたプロモーションなどの対策を講じている。一部では、8月からクリスマスカードの販売を始めているとのこと、今年のクリスマス商戦は相当早まるのではないだろうか。