潮　流

格差拡大という試練に直面して

常務取締役　鈴木　利徳

日本の相対的貧困率（全国民の所得中央値の半分未満の所得しか得ていない国民の割合）は 2006 年時点で 15.7%、経済協力開発機構（OECD）がまとめた加盟 30 カ国のなかではメキシコ、トルコ、米国に次いで 4 位の貧困率の高さであるという。このような貧困層の増大の背景には、日本の経済社会において多層的に格差が拡大しているという現実がある。

“多層的”な格差とは、第一に企業間、業種間の格差である。大企業が下請企業を淘汰する形で、あるいは部品調達、労働集約的な業務を海外移転する形でコスト削減を図ってきたために、中小零細企業で働く労働者の雇用喪失と賃金抑制が続いていることである。

第二に正規社員と非正規社員の格差である。09 年 4 ～6 月期の労働力調査によれば、雇用者数 5,105 万人のうち正規労働者数は 3,420 万人、非正規労働者数は 1,685 万人である。前年同期に比べて前者は 0.84%の減少に対し、後者は 2.71%も減少しており、非正規労働者にリストラの影響が厳しく出ている。このようなことが繰り返されるなかで、中核労働者と周縁労働者という労働市場の二重性が深化し、階層が固定化していくことが懸念されている。

第三に世代間の格差である。「改正高年齢者雇用安定法」（04 年 12 月施行）により企業には 2013 年 3 月末までに 65 歳までの定年引上げ、定年の廃止、継続雇用制度導入など高齢者の雇用確保措置を実施することが義務付けられた。高齢者の雇用確保が進む一方、若者の失業率は高まり続けている。09 年 9 月の失業率は 5.3%であるが、うち 25～34 歳の失業率は 7.3%と過去最高を更新している。比較的お金と時間にゆとりのある高齢者層と経済的なゆとりもなく将来に不安を抱える若者層という対照的な構図が日本社会に拡がっている。

欧米先進国においても中流層の縮小、格差拡大、若者の失業の増大という現象が共通してみられる。一方、中国、インド、ブラジル、ロシア等の新興国では貧富の差の拡大を伴いながらも中流層が増加し、その購買力が大きくなっている。

このような現象は米ソ冷戦構造が崩壊し市場経済がグローバル規模で浸透していく過程で徐々に拡がってきた。今、グローバルに経済を俯瞰すれば、新興国の生産能力、および供給能力は国内需要を超えるまでに増大し、輸出圧力が年々強まっている。一方、新興国の最大の輸出先である米国の需要は昨年の金融・経済危機以降大きく縮小し、今なお低迷した状況にある。日本を含む先進国経済は世界的な供給過剰と需要不足というグローバル規模での構造的な問題に直面しており、一国の経済・金融政策では対応にも限界があることを認めざるを得ない。

デフレ的な経済環境下で企業は低価格競争とコスト削減、雇用抑制、賃金の引下げに走る。その結果、消費が低迷し、さらなる売上げの低迷、業績の悪化を招くという悪循環が進行する懸念を抱かざるを得ない。過去 15 年間の日本の経済成長率の平均は、名目ではゼロ・パーセントであった。経済成長が見込めず、かつ財政が厳しさを増すなかで、我々は国民が安心して暮らせる仕組みをどのように創るのか、大きな試練に直面している。その点、今回の金融危機に遭遇しても比較的に失業者の増加が少なかったオランダ、スウェーデンにおけるワークシェアリングの取組みは一つのヒントを与えてくれる。日本においても、限られた雇用を国民が公平にシェアする仕組み、市場経済下において経済的弱者に富を再配分する新しい仕組みを構築することが切に求められている。

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

情勢判断

国内経済金融

政府は再びデフレを宣言

～財政・金融政策とも出口戦略までには時間が必要～

南　武志

要旨

わが国経済は輸出や消費刺激策などにより持ち直し基調が続いている。しかし、需給バランスは大きく崩れたままであり、それによって発生する資本設備や雇用の過剰感は根強いほか、物価が大きく下落するなど、デフレの弊害も意識されつつある。鳩山内閣では、景気回復の足踏みリスクに対応するため、追加経済対策の策定を決めたが、10 年前半にかけて成長率が鈍化する可能性は高いだろう。

一方、世界的にも景気が下げ止まっており、危機対応の経済政策からの出口戦略を採用する動きも一部で始まっている。しかし、今後緩やかな景気回復が継続したとしても、2011 年度まで物価下落が続くとの予想が大勢となっており、日銀が利上げに向けて動き始めるまでにはまだ時間が必要だ。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

項目＼年／月		2009年		2010年		
		11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	(%)	0.109	0.10	0.10	0.10	0.10
TIBORユーロ円（3M）	(%)	0.514	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 (%)	1.305	1.20～1.45	1.25～1.60	1.35～1.75	1.35～1.75
	5年債 (%)	0.590	0.50～0.75	0.55～0.90	0.65～0.95	0.65～0.95
為替レート	対ドル (円/ドル)	88.8	85～94	90～100	92～105	92～105
	対ユーロ (円/ユーロ)	132.4	128～140	123～145	123～145	123～145
日経平均株価	(円)	9,497	10,000±1,000	10,750±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11月20日時点。予想値は各月末時点。
国債利回りはいずれも新発債。

国内景気：現状・展望

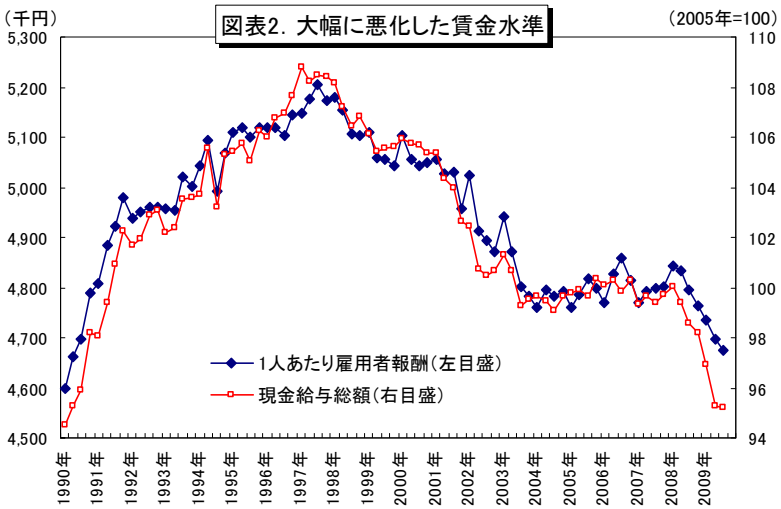
中国向けを中心とした輸出増や耐久消費財に対する購入促進策（エコポイント制やエコカー減税・購入補助金など）による民間消費の堅調さを背景に、わが国の景気は回復基調が続いている。

16 日に発表された GDP 第一次速報によれば、7～9 月期の実質経済成長率は前期比 1.2%（同年率 4.8%）と 2 四半期連続のプラス成長となり、しかも潜在成長率を上回る力強い成長を達成したことが判明した。中身を見ると、冒頭でも触れた輸出・民間消費に加え、4～6 月期までに調整を終了させた民間在庫の積み戻しが成長率押し上げに貢献していることが窺える。押しなべて内外の政策効果によって成長率が押し上げられている側面が強く、民間最終需要の本格的な回復が始まったとの評価を下すことはできない。

一方、出遅れ感があった民間企業設備投資は 6 四半期ぶりにプラスに転じたほか、失業率・有効求人倍率などの雇用関

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

連指標もこの数ヵ月は持ち直しの動きが散見されるなど、最悪期を脱したとの見方も浮上している。ただし、依然として大幅は需給ギャップが存在するなど、企業の設備・雇用に対する過剰感は根強く、順調に回復していく姿を見通すのは難しいだろう。



（資料）内閣府、厚生労働省のデータより作成

なお、先行きについては、中国などアジア新興国の経済成長に牽引される状況は続くと思われるが、これまで打たれた政策効果の息切れや第一次補正予算の組み替えに伴う事業執行停止などの影響が 10 年前半にかけて出てくる可能性があり、景気回復が一旦足踏みする場面も想定される。しかし、二番底入りは回避できるものと思われ、10 年後半以降の世界経済全体の景気回復の本格化や子ども手当の支給開始などがわが国の景気回復を支えるものと思われる。

当総研では今回の 7～9 月期 GDP の公表後、経済見通しの改定作業を行ったが、09 年度下期にかけて一旦成長率は鈍化するものの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▲2.7%と 2 年連続のマイナス成長となるが、10 年度は同 1.4%とプラス成長に転じ、その後も 11 年度にかけて景気回復が継続するものと予想する（後掲レポート「2009～11 年度経済見通し」を参照のこと）。

一方、物価については、下落状態からはなかなか抜け出せないとの見通しが大勢となっている。夏場にかけて物価指標が統計開始以来最大の下落率を更新し続けたことを受けて、政府はデフレへの警戒感を強めていたが、20 日に公表された月例経済報告では、日本経済の現状について「緩やかなデフレ状況にある」との認識を明記、デフレ宣言を行った。

最近の物価動向を見ると、消費者物価（全国 9 月、生鮮食品を除く総合、以下コア CPI）は前年比▲2.3%と 8 月分（同▲2.4%）からは下落幅の縮小が見られたが、大幅な下落状態は相変わらず。資源・エネルギー関連の物価押下げ効果は峠を越したが、逆に需給バランス悪化に伴う下落圧力が次第に強まっている。先行き年末にかけてエネルギー関連の物価押下げ効果が剥落することから物価下落率（前年比ベース）としては縮小していくと見られるが、需給悪化に伴うデフレ圧力は根強く、少なくとも足掛け 3 年の物価下落が続くだろう。

金融政策の動向・見通し

10 月 30 日に日本銀行は当面の金融政策運営の指針となる「経済・物価情勢の展望（以下、展望レポート）」を公表した。内容的には、10 年度初め頃に公共投資や

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

耐久財消費に反動が生じ、実質成長率が一時的に弱まる局面もありうることを指摘しつつも、10 年度後半以降は成長加速が始めることを見込むなど、基調としては景気回復局面が継続するシナリオを提示している（内容的には当総研を含めたコンセンサスと大きな差異はない）。また、物価についても 11 年度まで下落し続けるとの見方を示している。

これに関連し、白川日銀総裁は「上振れ・下振れリスクはバランスする方向にある」、「物価下落が起点となって景気を下押しする可能性は小さい」、「98～04 年度も緩やかな物価下落が続いたが、景気は 02～07 年度にかけ回復を続けた」と述べるなど、現在進行中と認識されているデフレに対して楽観的な態度を表明してきた。こうしたことを踏まえれば、日銀として現行の政策（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ように思われる。しかしながら、政府は前述の通り、デフレ宣言を行い、デフレ脱却が課題との認識を強めている。今後、政府との協議の場で何らかの措置が求められる場面もあるだろう。

なお、日銀自身も認めるように、景気・物価の下振れリスクが依然として高く、それを回避するための追加経済対策の策定が決まるなど、国債発行圧力は極めて高い状況が続いている。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。

市場動向：現状・見通し・注目点

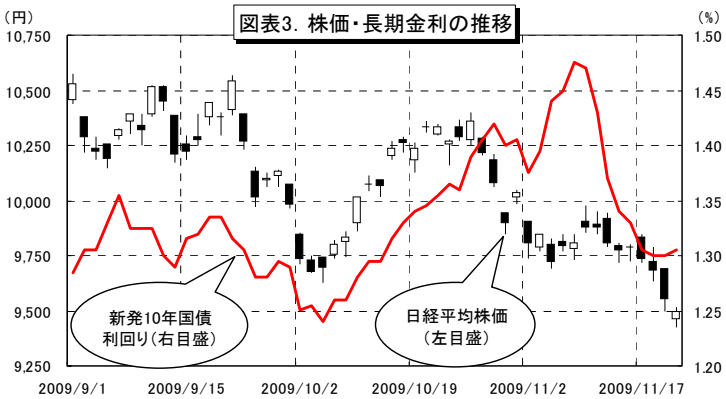
08 年秋以降、大混乱に陥った内外の金融市場であるが、大規模な財政出動や大幅な金融緩和措置、公的資金の金融機関への注入などの経済対策が功を奏して、大企業や高格付け企業を取り巻く企業金融環境は大幅に好転している。とはいえ、中小企業や低格付け企業の資金繰りは依然厳しい状況が続いている。さらに、米国では金融機関の経営破綻に終息する兆しが見えないなど、欧米での金融システム不安は完全に払拭されたわけではない。世界的に金融システム・金融市場が正常化し、再びリスクマネーの適切な供給が始まるまでにはまだ時間がかかると思われる。

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。

①債券市場

6 月上旬にかけて長期金利（新発 10 年物国債利回り）は一時 1.560%まで上昇したが、その後は世界経済に対する慎重

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

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

な見方が台頭、内外の長短金利に対する低下圧力が強まり、概ね1.3～1.4%のレンジ内でもみ合った。秋にかけては鳩山内閣の発足と前後して国債増発に対する思惑が債券相場の主要テーマとなり、長期金利を激しく変動させている。基本的に国内最終需要の回復に向けた動きが鈍く、物価は11年度までは下落が続くとの予想が強まっていること、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や郵政民営化の見直しに伴う公的金融の機能復活への思惑（ゆうちょ銀行による国債引受け）などもあり、長期金利に対する低下圧力は根強いものがあるだろう。しかし、追加経済対策やマニフェスト関連予算の実施に伴う放漫財政への懸念も強く、10年度予算案などの概要が判明するまでは神経質な金利変動が続くと予想する。

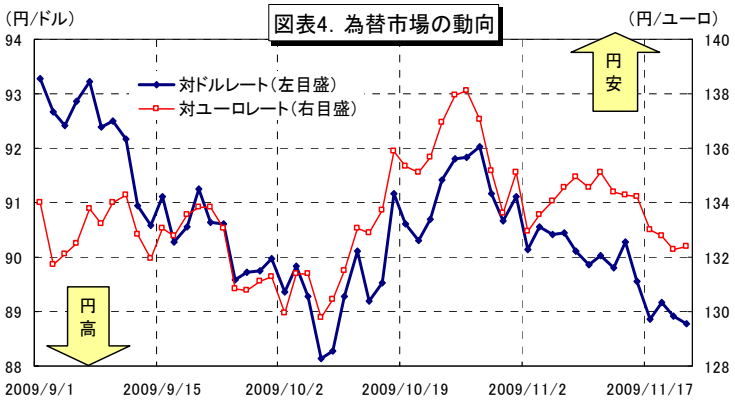
②株式市場

夏場には、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、住宅・資本財受注など米国の主要経済指標の底入れが見られたこともあり、米株価が上昇、それに牽引される格好で日経平均株価は1万円台を回復した。その後は、根強い円高圧力への警戒感が根強いことに加え、鳩山政権の経済政策運営の行方を見極める動きが強まったこともあり、直近は再び1万円割れでの推移となっている。当面は、デフレ継続や円高リスクによる企業業績への下押し圧力が意識され続けると思われるほか、相次ぐ増資発表も株価の抑制要因として意識されるものと思われる。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、10年以降、米国など世界経済全体が徐々に持ち直しの動きを強めていくことへの期待感もあり、株価水準は徐々に切り上げていくものと予想する。

③外国為替市場

10月下旬にかけて円高傾向が強まったが、その背景には、米FRBの金融緩和策が長期化するとの予想が強まり、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による「ドル安」の側面が強いことが指摘できる。目先はいずれの先進国経済もまだまだ本格的な回復が始まっているわけではなく、大幅な利下げと非伝統的手法の領域にまで踏み込んだ金融緩和策は当面続けられるとの思惑が強いことから、明確な方向感がない展開が続くと見られる。ただし、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るが、異例ともいえる金融緩和策からの出口戦略はデフレ下の日本だけが遅れる可能性が高く、他主要国が政策の転換に動き出した後は、円安への動きが強まると思われる。　　（2009.11.24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

海外経済金融

米国金利シナリオの多面的検討が重要に

渡部　喜智

要　旨

米国の失業率は10%台乗せとなったが、雇用の先行指標上では明るさも見えてきた。景気の回復は緩やかだが、回復基調にあることは確かだ。インフレ率が低く金融システムへの配慮の必要からも異例の低金利が長期化するという見方が多いが、景気回復の継続のもと2010年後半以降の金利シナリオを多面的に検討しておくことが重要だろう。

年末商戦は予想を上回る出だし

10月の雇用統計では、失業率が10.2%を記録。早晩10%台に乗ることは予想されていたが、83年6月以来の高さだ。

また、非農業部門雇用者の10月の減少者数は19万人へ小幅縮小したが、22ヵ月連続、累計では730万人（▲5.3%）の減少となっている（図表1）。

このような雇用悪化の継続を受け、消費者心理も再び低迷が懸念されている。たとえば、11月のミシガン大学消費者信頼感指数（速報）は前月の70.6から66.0へ低下した。

ただし、年末（ホリデー）商戦の出だしは、ICSC（国際ショッピングセンター評議会）やレッドブックの週次売上などを見る限り、直前が不調だった反動もあり決して悪くはないようだ。小売大手では業績見通しの引上げも散見されている。

とはいえ、値引きの前倒しなどが功を奏している部分も大きく、今後も値引き率の拡大で収益悪化を懸念する声も多い。最終的に年末商戦がどうなるかについて小売業界の見方も分かれており、予断を許さない。前年比で横ばいから1%程度の増加となれば、上々の結果と言えよう。

雇用増加がいつ見え始めるか

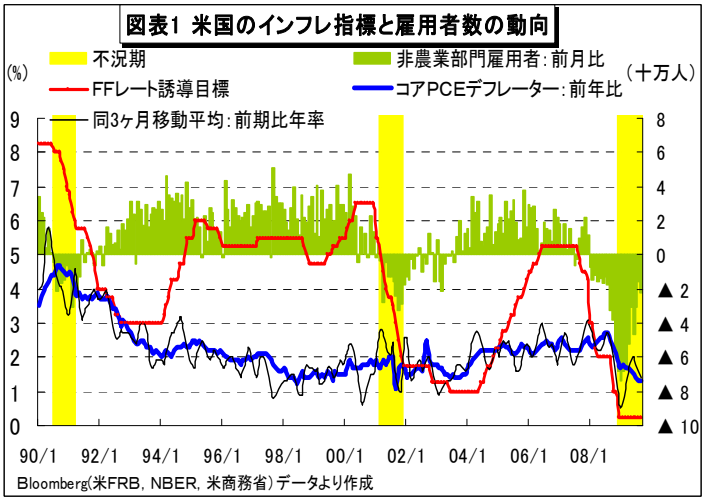
景気回復をリードしてきた鉱工業生産や景況感の改善に、勢いがやや弱まる傾向も指摘される。

確かに10月の鉱工業生産（指数）は小幅（0.1%）増加にとどまった。これには、購入補助打ち切りを受け自動車生産が反動減（▲3.7%）となったことなどから耐久財生産が減少したことが影響しているが、非耐久財や原材料などの生産は10月も増加を持続しており、基調が変わったとは言えまい。

また、9月の貿易赤字が拡大したが、その主因となった輸入増加についても景気の持ち直しに連れ需要が戻ってきた表れという見方が多い。

問題は、雇用増加なき景気回復「ジョブレス・リカバリー」からの脱却の道程だ。

図表1 米国のインフレ指標と雇用者数の動向



Bloomberg(米FRB, NBER, 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

雇用削減計画数は目に見えて減少しており、新規失業申請件数はすでに減少過程にある。一方、減少傾向が続いていた求人指標にもようやく底入れ気配も出てきた。年明け後も失業率の上昇はしばらく続く可能性は大きいが、先行指標上は明るさが見えてきた。

米政府は、景気てこ入れ策を継続

上下両院の議決を受け、オバマ大統領が「雇用者、住宅所有および企業支援法案」に11月6日署名し、以下の景気刺戟策の継続が決まった。米国政府が引き続き景気のてこ入れを行う姿勢を示した意味は大きい。

法案では、11月末に期限切れとなる予定だった住宅初回購入者を対象とする8,000ドル（約72万円）の税還付制度が来年４月末まで延長された。さらに５年以上現在の住宅に住んでいる人が新規に住宅を購入する場合にも税還付（6,500ドル）を適用するなど、従来の措置を一部拡充した。これにより、7～9月期に15四半期ぶりに反転した住宅投資や底打ち傾向が見える住宅販売をしばらく下支えすることが期待される。

また、失業保険の給付期間を最大20週延長する。これにより70万人が対象となり週平均300ドルの支給を受けることになる。また、赤字企業などに330億ドル相当の税還付を行い、資金繰りや雇用維持の支援を目指している。

オバマ大統領はこれ以外にも、①道路や橋への公共投資、②省エネ建造物建設の促進策、③雇用創出企業への減税措置、④中小企業向け融資促進策、⑤米製品の輸出促進策の検討に入ったことも明らかにした。

株価堅調と長期金利安定の継続性

株価はダウ平均が10,400ドル台に乗り金融危機前の水準に接近。一方、長期金利（米財務省証券10年物利回り）は直近3.3%という低水準で推移している。

株高の背景には、直近7～9月期の企業業績が持ち直しを示し、景気回復シナリオのもとで今後も収益回復が継続する期待の高まりがある。また、財政赤字の拡大（09財政年度：1.42兆ドルでＧＤＰ比約10%）にもかかわらず、米国債のリスクプレミアムが30ｂｐ台にとどまり、需給懸念がやや後退した感があることは、債券相場の安定要因だ。

しかし、以上の株高と長期金利の低位安定の並存・両立を支える要因としてあげなければならないのは、異例の低金利政策が長期化するという見方だろう。

インフレは現在低いままだ。連邦準備制度（ＦＲＢ）が重視する食品とエネルギーを除く個人消費（PCE）コア・デフレータは安定の目安とされる2%を切っている（図表１）。当面は2%を急速に上回る要素は乏しい。また、住宅と商業用の不動産ローンを中心に債権内容は悪いままであり「問題銀行」増大など金融システムへの配慮は引き続き必要な状態だ。

しかし、先行き雇用増加に転じ景気の足取りがより確かになることも視野に置くべきだろう。経験則から言って雇用増加に転じた後、その定着と景気回復の確認・検証に、ＦＲＢは時間をかける。その点からも10年後半の金融政策の転換が仮にあったとしても、連続利上げに踏み出す可能性は極めて低いが、景気回復の持続の中で、「出口」に向けて多面的に金利シナリオを検討しておくことは重要ではなかろうか。（09.11.20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、米経済指標の改善などを材料に 10 月下旬に一時 81 ドル台まで上昇した後、80 ドル前後でもみ合いに。

米国経済

米国では、景気対策法（総額 7,870 億ドル）に基づき、2010 会計年度末までの 5 四半期間、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「景気底入れ」判断に続き、11 月のＦＯＭＣ声明文で景気の持ち直しが続いている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 月末で終了。10 月の FOMC 声明文で住宅ローン担保証券（ＭＢＳ）などの買い取りも 10 年 3 月末までで打ち切る方針を表明。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 10.2%に上昇するなど、雇用回復には年明け後もしばらく時間を要すると思われる。

国内経済

日本経済は輸出や生産面で改善の動きが続く。9 月の鉱工業生産指数（確報値）は前月比+2.1%と、7 ヵ月連続で上昇。10、11 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 7～9 月分は、前期比▲0.9%と底入れの兆しが見えてきたが、現行統計開始以来の最低水準に留まっている。また、雇用の悪化傾向は直近緩和しているが、本格的な雇用を後押しするには、生産など経済活動の回復が弱いのが現状である。

金利･株価･為替

外国為替市場では、米連邦準備理事会が当面は政策金利を維持するとの観測が広がったことから、ドル安・円高が進み、10 月上旬に 1 ドル＝88 円台になる場面もあった。しかし、10 月中旬のダウ平均 1 万ドル台回復などで円高圧力がやや緩和し、このところは 90 円近辺で推移。日経平均株価は、8 月下旬に一時年初来高値となる 10,700 円台まで上昇。しかし、景気不透明感から 11 月以降は、9,000 円台で推移。日本の長期金利の目安である新発 10 年国債利回りは、10 月上旬に、円高による株価下落懸念などもあり、1.2%台前半まで低下。その後は、税収減の元で歳出増加圧力が強まる等で国債増発懸念が高まり、11 月中旬には一時 1.4%台後半まで上昇。

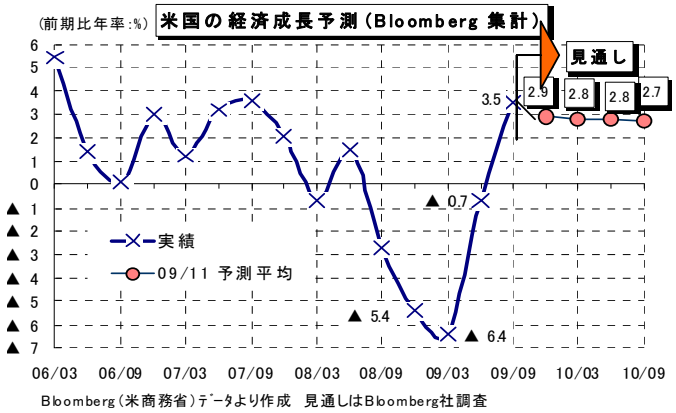
政府･日銀の景況判断と金融政策

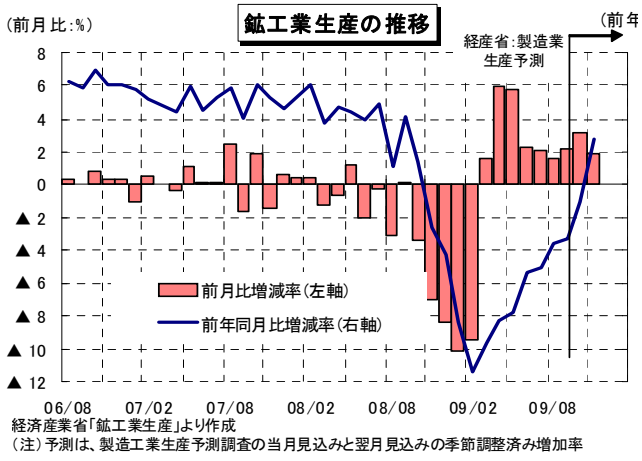
政府は、10 月の景気判断を「持ち直してきている」と 3 ヵ月連続で据え置いた。また、9 月の景気動向指数（CI）による景気判断は「上方への局面変化を示している」と 4 ヵ月ぶりに上方修正した。一方、日銀は、10 月の景気判断を「持ち直しつつある」と上方修正した。また、10 月の「展望レポート」でＧＤＰの見通し（中央値）を 2009 年度が前年度比同▲3.2%（7 月：同 ▲3.4%）、2010 年が同+1.2% （7 月：同 +1.0%）と上方修正した。なお、日銀は 08 年 12 月から政策金利を 0.1%に据え置いているほか、中長期国債（月 1.8 兆円）の買い入れを継続している。また、10 月 30 日の会合では、企業金融円滑化支援策について来年以降順次終了していくことを決定した。

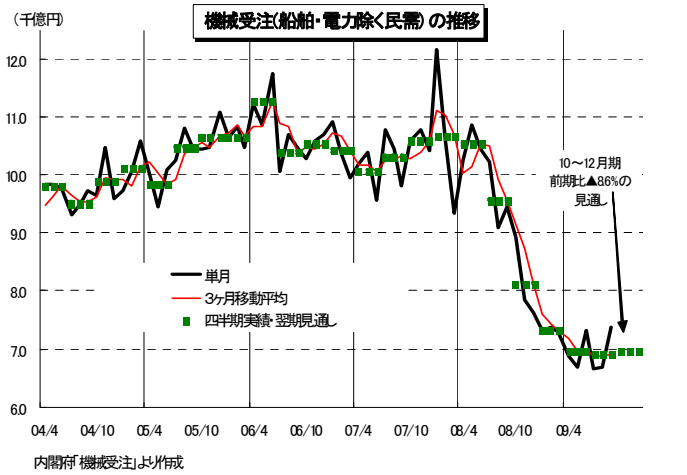
（09.11.18 現在）

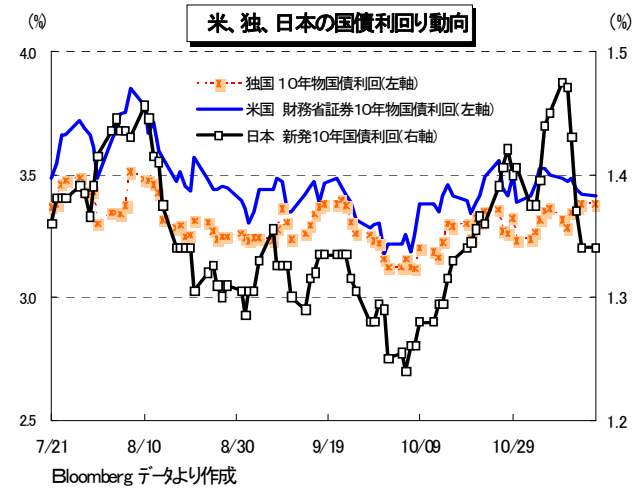
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

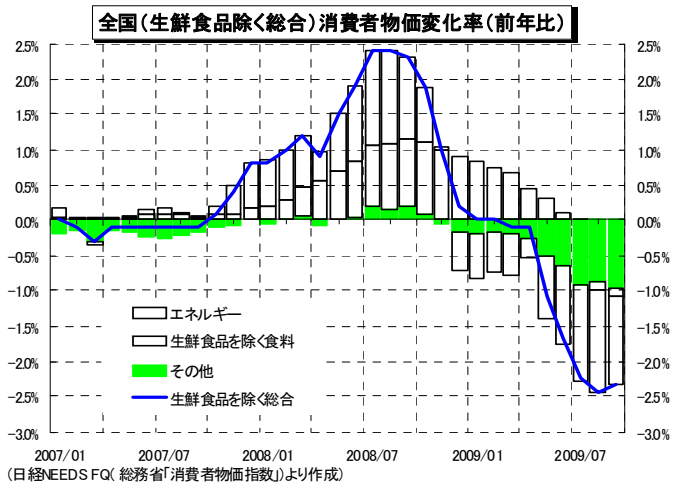
内外の経済金融データ











(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

（株）農林中金総合研究所

2009 年 11 月 19 日

2009～11 年度経済見通し

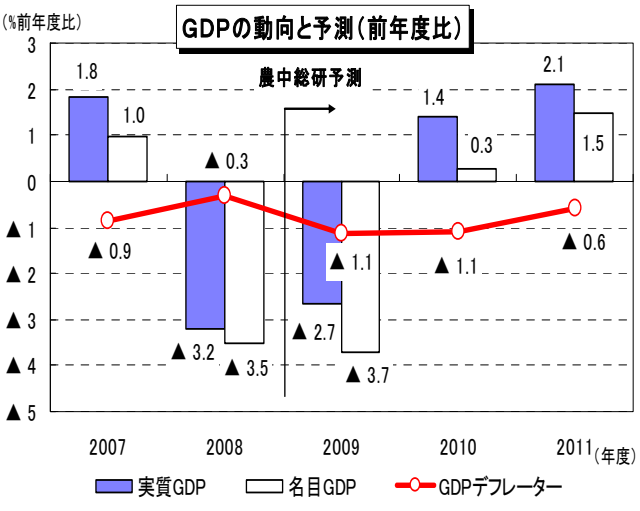
デフレ下、緩やかな景気回復が継続
ただし、2010 年前半にも一時的に足踏みする可能性大

～2009 年度：▲2.7%、10 年度：1.4%、11 年度：2.1%～

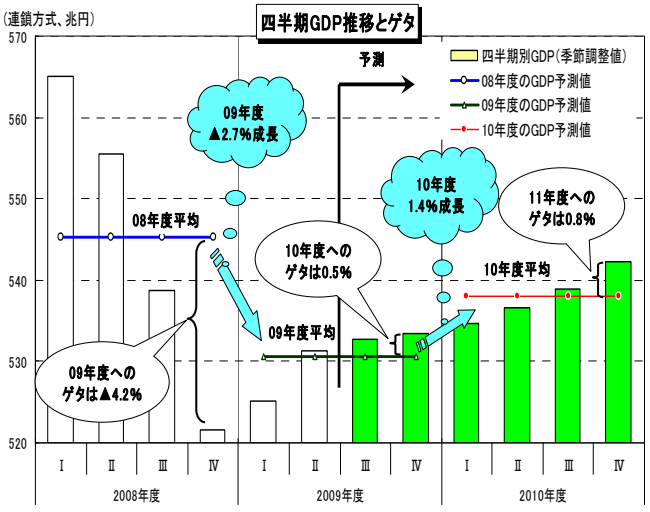
中国経済の堅調さや各種政策による下支えもあって、09 年春以降、国内景気は回復が始まっている。ただし、需給ギャップが大幅に乖離していることもあり、企業設備投資や雇用関連の指標にはまだ不安が残っている。鳩山内閣は従来の政策運営の手法を変えるとともに、「子ども手当」の支給など家計への所得再分配を強化する政策を予定しているが、09 年度下期にかけてはこれまでの政策効果の息切れや事業執行停止の影響で、景気が足踏みするリスクがある。なお、米国など先進国経済の持ち直しが強まると想定されるため、日本経済は二番底に陥ることなく、緩やかな回復が続くだろう。

物価面では、今後エネルギー関連の物価押下げ効果は解消に向かうが、需給バランスが大きく崩れた状態が残ることから、11 年度まで物価下落状態が続くと予想する。

金融政策については、国債増発圧力が高い中、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のは言うまでもないが、政府と一体となってデフレ脱却を実現す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べきである。



（資料）内閣府「四半期別GDP速報」から農中総研作成・予測



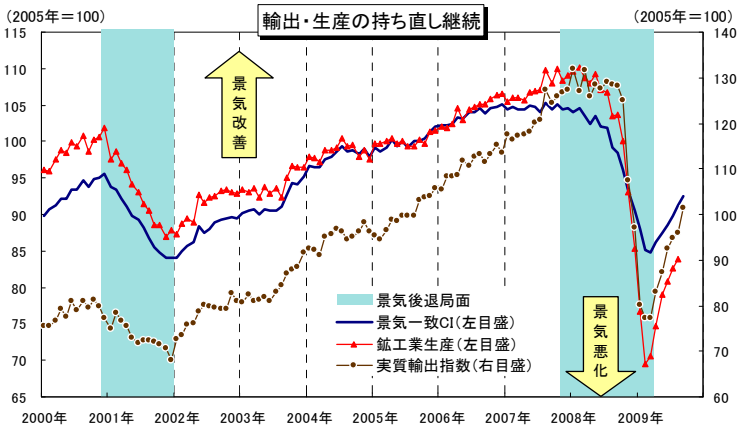
（資料）内閣府「GDP速報」より作成　（注）2009年7～9月期までは実績、それ以降は当総研予測

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 ～ 緩やかな景気回復が継続

世界的な経済・金融危機勃発の直接の引き金を引いたリーマン・ショックからすでに1年が経過した。外需頼みの経済成長を続けてきたわが国は、輸出セクターを中心に大きな打撃を受けた。2008年9月から09年2月までの5ヵ月間に、輸出(実質輸出指数)は約4割の減少、鉱工業生産は約3分の2の水準まで落ち込んだ。実質成長率も、08年度下期の2四半期は連続して年率二桁台のマイナス成長に陥った。こうした中、危機発生直後は紆余曲折があったものの、主要国は①大規模な財政出動、②非伝統的手法にまで踏み込んだ大胆な金融緩和措置、③公的資金による金融機関への資本注入などによる金融システム安定化策、などを協調して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。とりわけ、わが国においては、中国・インド・インドネシアなど近隣アジア新興国経済の堅調さに牽引される面が大きく、欧米先進国と比べて立ち直りのスピードは早かった。



(資料)内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成

とはいえ、経済・金融危機という「嵐」が残した傷跡は未だ無視できない状況である。直近時点での輸出・生産は08年9月の水準に対して2割ほど低く、需給バランスは大幅に崩れたままといってもよい。つまり、それだけ、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でいるということであり、景気回復の動向次第では、それらの調整が長引くリスクもある。実際、その影響を大きく受けた企業設備投資や雇用については、秋口にかけてひとまず悪化が止まったようだが、明確に改善し始めたとも言い切れない。また、主要な物価指標は大幅な下落を続けており、デフレ色が鮮明となっており、国内景気の順調な回復にとっての阻害要因として意識されつつある。

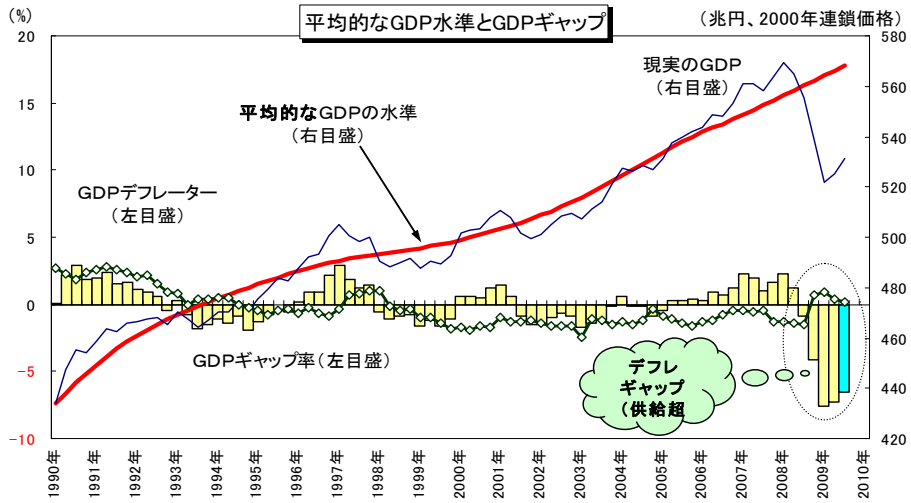
(2)力強い成長率となった09年7～9月期GDP

こうしたなか、11月16日に発表された09年7～9月期のGDP第1次速報によれば、実質成長率は前期比1.2%(同年率換算4.8%)と、2四半期連続のプラス成長となったことが明らかとなった。この年率4.8%という数字は、わが国の潜在成長率を大幅に上回っており、とりあえずは堅調な持ち直し継続を達成したと評価できる。

もちろん、この背景には、大規模な財政出動によって堅調な推移を続ける中国などアジア向けを中心に輸出が増加していること、エコポイント制、エコカー減税・購入補助金などによる消費刺激策が功を奏していること、在庫調整が4～6月期までに調整を終了し、その後適正水準まで積み戻されたことなどが挙げられ、民間最終需要に自律的な回復が始まっているというわけではない。なお、出遅れ感があった民間設備投資は6四半期ぶりに増加に転じ、底入れの兆しを示しているが、依然として企業側の設備過剰感は根強いだけに、順調な回復が続くことを見通すことは容易ではない。一方、名目GDPは前期比▲0.1%(同年率▲0.3%)と、6四半期連続のマイナスであり(統計開始以来初)、景気が回復しているとはいえ、わが国の経済規模は縮小が続いていることを示している。

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

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0.2%と、大幅下落となっている消費者物価や国内企業物価とは異なり、4四半期連続の上昇となった。ただし、上昇率としては1～3月期(同0.9%)をピークに縮小傾向にある。なお、このように消費者物価などとGDPデフレーターとの動きに乖離が発生している原因としては、前者が輸入品の価格変動も含まれているのに対して、後者は国内での生産工程段階における価格転嫁の状況が反映されている点にある。つまり、GDPデフレーターにおいては、最終財価格が下落していたとしても、それが輸入価格の下落に比べて相対的に小さければ、プラス方向にカウントされてしまう。実際、民間消費、民間設備投資など主要なデフレーターは前年比下落幅をさらに拡大させた(国内需要デフレーターは同▲2.6%、うち民間消費デフレーターは同▲2.7%)が、原材料などの輸入物価(前年比▲28.9%)ほど下落しているわけではない。ちなみに、季節調整後の前期比では▲1.2%(当総研試算)と2四半期連続のマイナスとなっている。また、注目の単位労働コストは前年比0.9%と5四半期連続のプラスであったが、GDPデフレーターと同様、上昇率は大きく縮小。実質雇用者報酬(前期比0.7%と3四半期ぶりのプラス)にもいえることであるが、危機発生前と比較した需要の落ち込み幅と比べて雇用コストの圧縮幅は小さく、企業側にしてみれば当面は雇用コストの圧縮を続ける可能性は高いといえるだろう。



(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フィルターなどを利用して作成

(3)低金利政策を続ける日本銀行

経済・金融危機の発生を受けて、日本銀行は08年度下期に入り、政策金利(無担保コールレート)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、08年秋以降、急激に悪化した企業金融の円滑化支援策としてCPや社債の買入れオペや企業金融支援特別オペなどを実施してきた。その後、金融システム不安が総じて解消方向に向かい、CP・社債市場の機能回復が図られ、大企業の資金繰りが大幅に改善したこともあり、日銀は企業金融円滑化支援の役割を終了したと判断、10月30日の金融政策決定会合において順次完了していくことを決定した(CP・社債買入れは09年12月末で完了、企業金融支援特別オペは10年3月末まで実施期限を延長した上で完了)。

一方、当面の金融政策運営については、「当面、現在の低金利水準を維持するとともに、金融市場における需要を十分満たす潤沢な資金供給を通じて、きわめて緩和的な金融環境を維持していく」との姿勢を示すなど、金融緩和政策をしばらく続けることを表明した。オーストラリア、ノルウェーといった一部の資源国ではすでに利上げに転換するなど、出口戦略を採用し始めている動きも見られるが、後述の通り、少なくとも足掛け3年の物価下落予想がコンセンサスとなり、政府がデフレに対する懸念を強めていることもあり、当面の間、利上げに転換するのは困難と思われる。

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)経済・財政政策

8月30日に行われた総選挙において、それまで政権を担ってきた自公連立与党が惨敗したことを受けて、政権交代が実現し、9月には民主党・国民新党・社会民主党の3党連立による鳩山内閣が発足した。民主党が総選挙で掲げたマニフェスト(政権公約)では、「政治家主導の政治」、「官邸機能の強化、国家戦略室や行政刷新会議の設置」などを謳っていたが、政権発足後はこれらに基づいた政策運営スタイルの改革を実施した。また、「子ども手当の支給(中学生以下1人当たりに月額2.6万円(ただし、10年度はその半額)」、「高校授業料の実質無償化」、「農業の戸別所得補償制度の創設」、「高速道路の無料化」などについても、漸次実現していく構えである。

そのための第一歩として、鳩山内閣はすでに執行中の09年度補正予算(5月29日に成立)に盛り込まれた「経済危機対策」に関して、非効率かつムダな支出が多いと評価し、約2.9兆円分の執行停止を決定した。そこで浮いた資金は、当初は10年度予算に充てられる予定であったが、高止まりを続ける失業率や景気足踏みリスクに対応するため、「雇用」「環境」「景気」の3本柱からなる経済対策を策定し、対策を盛り込んだ第二次補正予算を年明けの通常国会に提出するとの方針を固めた。さらに、景気停滞に伴い税収が09年度予算で計上されている見込み額(46.1兆円)を大幅に下回り、38兆円割れとなる公算が高まったことも判明した。政府は税収の不足分を赤字国債発行で補填する方針を示していることを考慮すれば、09年度の新規国債発行額(一次補正後で44.1兆円)が50兆円を超え、しかも国債収入が税収を上回る可能性が高まっている。

また、政権交代により仕切り直しとなった10年度予算編成に関しても、マニフェストの実施(約7.1兆円)を盛り込んだ各省庁からの概算要求を集計した結果、95兆円超にも達するなど、放漫財政に対する警戒感が高まっている。新設された行政刷新会議では事業仕分け作業を本格化させたほか、主要政策の優先順位付けを行うことで、予算規模の縮小・国債発行額の抑制に動いてはいる。しかし、結果的に90兆円台の予算規模になる可能性は高く、一方で税収増が見込める状況にはないことから、鳩山首相による新規国債発行額抑制の意向(44兆円以下)を達成するためには、独立行政法人や公益法人の余剰基金、特別会計の積立金など(いわゆる「埋蔵金」)を税外収入として、如何に一般会計予算に取り込むかが焦点となりつつある。

一方、構成メンバーを与党の国会議員のみに限定して再編された政府税制調査会は、12月11日をめどに10年度税制改正大綱を取りまとめる方針を決定した。租税特別措置(国税で7.4兆円規模)の存廃について抜本的な見直しを行い、今後4年で1兆円強の財源捻出を狙っている(今回は78件が対象)ほか、個別案件としてもガソリン税など道路関連の暫定税率の取り扱い、扶養控除廃止など個人所得課税、たばこ税の増税問題、地球温暖化対策税などエネルギー課税、相続税の課税強化など12項目が選定されている。一方で、民主党のマニフェスト(政権公約)に盛り込まれていた所得税の配偶者控除の廃止は今回見送る方針であるほか、消費税に関しては少なくとも今後4年間(次回総選挙まで)の税率引き上げはしないとのことである。

(2)世界経済の見通し ～底入れから緩やかな回復へ、金融緩和は依然必要～

国際協調の枠組みのなかで各国の財政出動と低金利による景気刺激策が講じられた結果、主要先進国の景気が底入れするとともに、中国やインドなどの途上国の成長は順調な軌道をたどっている。国際通貨基金も10月に2010年にかけての世界および主要国の成

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

長予測を再度上方修正した。

しかし、米国を中心に金融システムは依然不安を残している。まず、米国の住宅市場では住宅価格は底入れしたものの、住宅ローンの延滞率は高止まりしている。また、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、商業不動産ローンの延滞率(30日以上等)は08後半から上昇スピードを高め、8%程度となった。09年に入ってからの米国の銀行等(預金保険加盟金融機関)の破綻数は11月に120を超えたが、預金保険公社が規定する「問題金融機関」数は6月末の時点で416機関、その総資産は3,000億ドル(約27兆円)にまで増大している。景気は底入れしたといえ、貸出債権内容の悪化は止まっておらず、米国の金融システムは依然不安が大きい。金融システムへの安心感が広がるには経済の本格回復を待たなければならない状態だ。

欧州でも金融不安は依然として燻り続けている。10月19日にはオランダのDSB銀行が、欧州金融機関としては金融危機後初のケースとなる清算に追い込まれた。また、11月16日にはスペインの中央銀行総裁が、同国の貯蓄銀行の3分の1はより規模の大きい金融機関に吸収合併されるべきとの認識を述べたと報じられた。大手金融機関の業績回復傾向とは対象的に、中小金融機関の経営不安が高まっており、今後の回復局面でのダウンサイドリスクとなっている。

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。

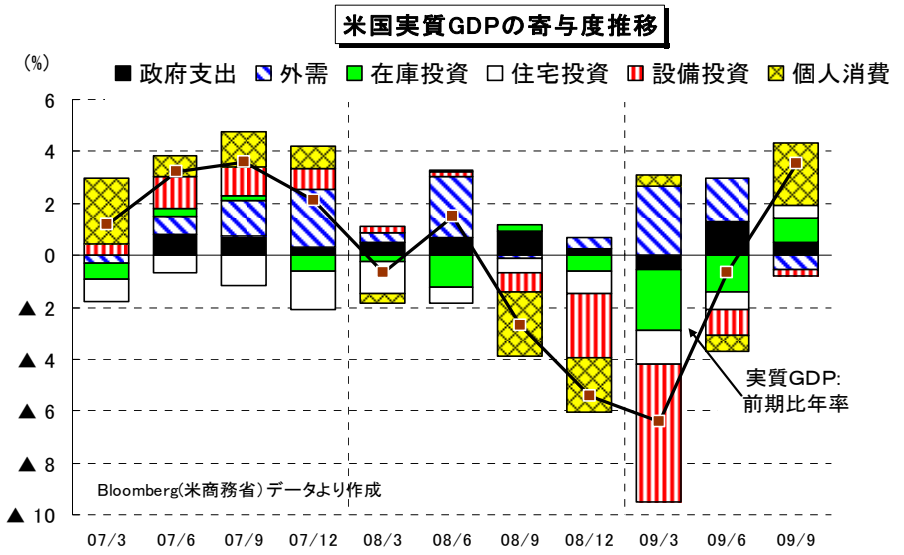
①米国経済

米国の実質国内総生産(GDP)成長率は、09年7～9月期に5四半期ぶりに前期比年率3.5%のプラス成長へ浮上した。外需(＝輸出等－輸入等)は輸入等の伸びが大きく反動減となったが、3年半にわたり減少を続けた住宅投資も小幅増加に転じるなど、景気の最悪期からの脱却を示した。

GDPの7割を占める個人消費は4～6月期に減少した後、7～9月期に前期比年率3.4%の増加となった。名目、実質ともに家計の可処分所得は減少したが、国産自動車の購入補助金による自動車販売の増加などが底上げする形となった。

個人消費の重要なバックボーンとなる雇用状況は悪化が続いており、非農業部門雇用者は09年10月まで22ヵ月連続の減少。失業率も10%台へ乗った。消費者心理は底入れしたものの、直近は一進一退となっている。雇用の改善が本格化しない間、賃金も2%台の伸びにとどまると見込まれることから、10年の年明け後の個人消費の回復は緩やかなものにとどまろう。

とはいえ、企業の雇用削減が緩和し新規失業保険申請件数がすでにピークアウトするとともに、求人数にも下げ止まり気配が出てきた。「雇用増加なき景気回復」の長期化リスクについては楽観できないが、米国の景気持ち直し継続とともに、2010年央ごろまでには雇用者が増加に転じると見て



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

おり、家計の所得増加に伴い消費回復の足取りも徐々に高まると思われる。

3年半にわたり減少を続けてきた住宅投資は7～9月期に増加に転じ、底入れを示した。先行指標である住宅建築許可件数が弱い動きながら底打ちし、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、住宅初回購入者の減税延長なども取りあえず来年4月までの下支えとなろう。それ以降の減税打ち切りの影響は否めないが、住宅ローン金利が低位にとどまり金融機関の住宅ローン貸出態度が改善していけば、大きく落ち込んだ水準にある住宅投資は10年中にわたり、緩やかながら持ち直しを続けると見込む。

民間企業の設備投資は、09年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▲9.6%の減少、7～9月期も小幅ながら▲2.5%の減少となった。しかし、生産能力などの面でストック調整も見られるなかで、企業の景況感は改善しており、先行指標である資本財受注も底固めした。景気持ち直しの動きの中で大幅に削減されたIT(情報)投資も復元に向かいつつある。したがって、09年末に設備投資は底入れし、10年年明け以降も業績回復と資金調達懸念の後退に伴い、復調が続くと予測する。

外需(純輸出＝輸出等－輸入等)については、世界経済の回復やドル安により輸出等が堅調に推移し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。ただし、不況に伴う国内需要の減退により減少幅の大きかった輸入は回復持ち直しに伴い増加すると考える。このため10年にかけて外需の成長寄与度は縮小すると予測する。

在庫投資は4～6月期まで3四半期連続で減少、GDP成長率の下押し要因となったが、7～9月期にはプラス(寄与度:0.9%)に転じた。景気の持ち直しで企業売上が反転するなかで、在庫を復元する動きが今後も続くと見込む。

以上、米国経済の09年下半期の改善傾向が10年に入っても継続。雇用改善が緩やかに進み、住宅市場も底打ちの過程をたどること、業績と心理の両面での好転により企業が設備投資の拡大に動き出すこと、および輸出等の堅調が続くことなどから、GDPは10年上半期が前半期年率2.6%、下半期も同2.9%のプラス成長が続くと予測する。なお、四半期別では10年1～3月期が前期比年率2.3%、4～6月期は同3.3%、7～9月期は同2.8%、10～12月期が同2.9%とプラス成長の継続を予測する。この結果、10年通年の成長は前年比2.6%となる。

また、11年は金利上昇によるマイナス効果やストック積み上がりによる景気の中だるみが懸念されるが、世界経済の回復傾向が続くなかで、米国経済はプラス成長を継続し、GDPは前年比2.9%と予測する。

インフレに関しては、米国経済のマクロ需給ギャップ(現状:6%程度)の存在、失業率高止まりのもとでの賃金上昇圧力の弱さ、および米国ドルがユーロと日本円など先進国通貨を除けば途上国通貨の実効為替レートの下落は小幅であることなどが物価の安定要因となる。このため、連邦準備制度理事会(FRB)が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1.5%前後で先行き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などの商品価格上昇が限定的ならば、PCEコア・デフレーターよりも低位な水準にとどまろう。

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残る。借入環境を整え資金の流れを円滑化し、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。また、非伝統的(量的)緩和政策については、住宅ローン担保証券(1.75兆ドル)と政府住宅金融機関債(1,750億ドル)の購入が10年3月に、CMBSを担保とするターム物資産担保証券貸出制度(TALF)が10年6月に期限を迎えるが、状況によっては継続もありえよう。

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

2009-11年 米国経済見通し（09年7～9月期 速報値ベース）

		単位	2008年 通期 実績	2009年 通期 予想	2009年 上半期（1～6月）実績	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	2011年 通期 予想
実質GDP		%	0.4	▲ 2.5	▲ 4.8	2.2	2.6	2.6	2.9	2.9
	個人消費	%	▲ 0.2	▲ 0.6	▲ 0.7	1.5	1.2	0.7	1.9	2.3
	設備投資	%	1.6	▲ 17.6	▲ 28.0	▲ 3.5	1.5	2.7	4.3	4.2
	住宅投資	%	▲ 22.9	▲ 20.0	▲ 31.1	5.4	4.6	4.7	3.7	1.4
	在庫投資	寄与度	▲ 0.3	▲ 0.7	▲ 1.6	0.5	0.9	1.3	0.5	0.4
	純輸出	寄与度	1.2	1.0	1.8	0.1	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.0
	輸出等	%	5.4	▲ 10.8	▲ 21.6	7.4	6.2	6.0	5.4	5.5
	輸入等	%	▲ 3.2	▲ 14.8	▲ 26.8	5.5	6.0	7.0	4.7	4.7
	政府支出	%	3.1	2.1	0.6	3.7	3.3	3.4	2.9	2.6
参考	コアPCEﾃﾞﾌﾚｰﾀｰ	%	2.4	1.5	1.7	1.3	1.5	1.5	1.6	1.9
	GDPﾃﾞﾌﾚｰﾀｰ	%	2.1	1.2	1.8	0.7	1.2	1.1	1.3	1.7
	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	1.50
	10年国債利回り	%	3.64	3.23	3.00	3.45	3.63	3.50	3.75	4.40
	完全失業率	%	5.83	9.33	8.70	9.95	9.75	10.20	9.30	7.88

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11月18日。09年7～9月期については09年10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ﾃﾞﾌﾚｰﾀｰは期中平均前年比

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、低いインフレとその予想の落ち着きなどの経済情勢を前提に今後も一定期間（for extended period）にわたり現行政策金利を維持する姿勢を声明文などで示している。

これを踏まえ、10年後半までは少なくとも現在の政策金利が維持されると予測する。なお、FRBが現在の異例の政策金利から利上げに動き出す材料としては、非農業部門雇用者が増加に転じた後の雇用改善のペース・安定度合いが重要なポイントとなろう。ただし、10年中の利上げは異例の0～0.25％の政策水準を解除するとしても0.50％に引き上げる程度の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7～9月期の実質GDP成長率速報値は、前期比0.4％の増加（年率換算1.5％）と、6四半期ぶりのプラス成長となった。主要国の内訳は、ドイツが前期比0.7％、フランスが同0.3％、イタリアが同0.6％、スペインが同▲0.3％などであり、まだら模様ではあるものの、回復過程にあるか、ないしは底入れに近づいていることが確認された。一方、ユーロ圏以外ではイギリスが同▲0.4％で、依然底入れには至っていない。

直近のユーロ圏の状況については、雇用情勢の悪化が継続している。9月のユーロ圏失業率は9.7％となり16ヵ月連続で上昇した。労働争議やストライキなども多数報じられている。消費面では9月のユーロ圏小売売上高が前月比▲0.7％で3ヵ月連続の減少となり、春先に一時持ち直したかに見えたが、その後は低迷している。一方、生産面を見ると、9月のユーロ圏鉱工業生産指数は前月比0.3％で5ヵ月連続の増加となった。8月の同1.2％増と比較すると増加ペースが鈍ったが、エネルギー以外の項目は8月の大幅増の反動とい

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

う面もあり、回復は継続していると見られる。また、10 月の欧州新車登録台数は前年同月比 2 桁台の伸びとなり、こうした見方を後押しする材料として考えられそうだ。もっともこうした生産面の好調さは主に域内貿易の回復に牽引されており、域外貿易の回復による輸出増加から生産増加への好循環には至っていないようだ。

生産面の回復基調を受けて、成長率予測にも上方修正の動きが見られるようになったユーロ圏成長率について、11 月の欧州中央銀行(ECB)月報に掲載された専門家調査(四半期ごと)の 09 年の予測平均は▲3.9%であるが、前回 8 月の予測値からは 0.6%pt の上方修正となった。また、2010 年の成長率は 1.0%と予測しており、前回からは 0.7%pt の上方修正となった。

10 月のユーロ圏消費者物価指数(HICP 改定値)は前年比▲0.1%となり、わずかに水面下にあるが、マイナス幅は縮小に向かっており、物価水準は安定化しつつある。11 月 7 日にはトリシェ ECB 総裁が、G20 財務相・中央銀行総裁会議後の会見で、非伝統的金融政策の漸進的解除にむけて米国と認識が共有できていると述べるなど、既に ECB は危機対応からの出口を模索して地ならしをはじめている。

③中国経済

中国の実質経済成長率は 09 年 1～3 月期に前年同期比 6.1%へ低下後、4～6 月期に同 7.7%へ成長が戻り、7～9 月期も同 8.9%となった。中央銀行である人民銀行の試算によれば、前期比年率ベースの成長率は 4～6 月期に 14.9%という急回復となり、7～9 月期はその反動で伸びが鈍化したものの同 8.7%の成長となった。これにより中国政府が掲げる 09 年の 8%成長「保八」達成がほぼ確実視される状況である。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 割台をキープ。そのうち不動産関連も前年同月比 2 割台に乗った。主要 70 都市・住宅価格指数は 9 月に前年同月比 3.9%へ上昇率が高まっており、再び不動産市況のバブル懸念も出てきた。

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を高めている。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前年同月比 17%台と高い伸びを持続している。特に自動車販売の急増は目覚しく、7～9 月期の乗用車販売は前年同期比 8 割増となっている。

輸出は落ち込み幅が 10%台前半に縮小してり、回復途上についたと考える。

輸出の持ち直しと驚異的な内需増大により、中国の鉱工業生産(付加価値・不変価格)は 6 月に二桁増に戻った後、直近 10 月には 16.1%にまで増加率が高まっている。

金融面では、マネーサプライ(M2)増加率が 09 年 10 月に前年同月比 30%近い(29.4%)水準となっている。新規貸出は抑制されてきているが、貸出総額の伸びは 3 割を超えており、インフレ刺激的な状況であることは否めない。10 年にかけては景気動向を見ながら超緩和の金融政策を転換すると考えられるが、強い引締めというわけではなく、微調整の域を出ないと想定する。

以上、10 年も 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、大きな政策転換は踏み出すことないだろう。金融緩和からの転換は限定的であり、財政支出の拡大も引き続き行われ景気を刺激すると考える。

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、

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

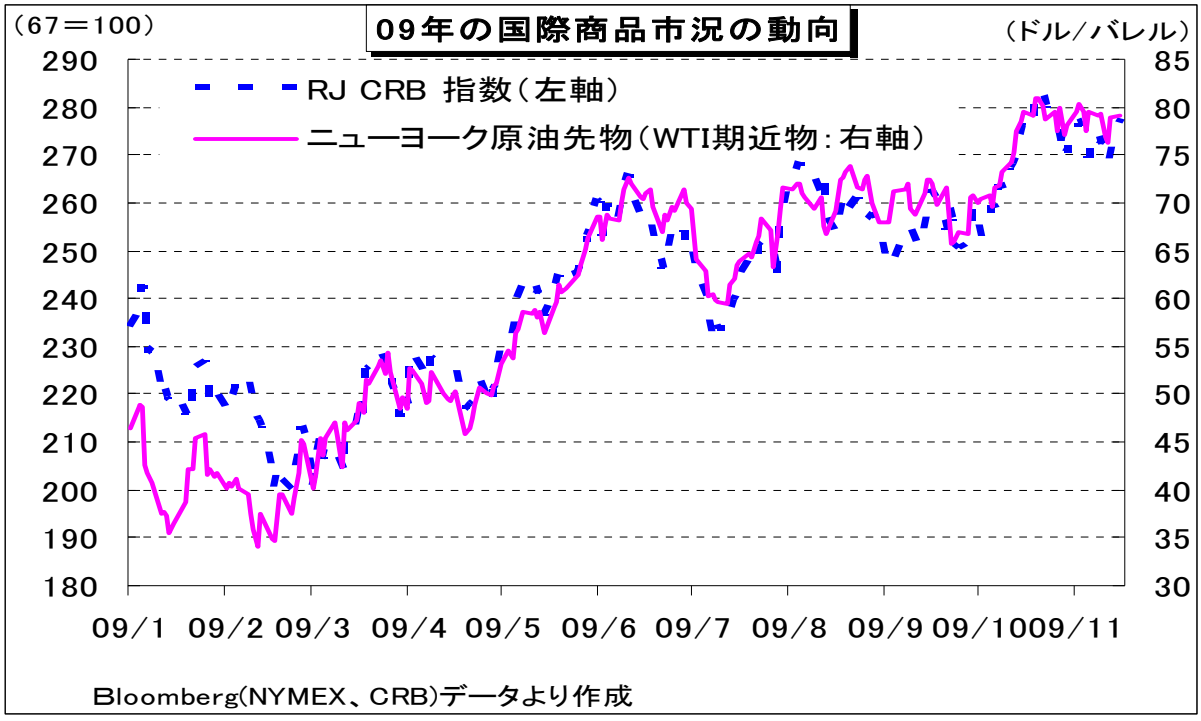
3月初めを底に反発し、直近高値は底から4割近い(38%)上昇となっている。この上昇の背景としては、需要拡大見通しが広がり始めたことが影響しているが、先行き懸念の後退に伴う投資リスク余地が増大やドル下落リスクへの対応などもあげられる。

原油市況(WTI先物の期近物・終値、1バレル当たり)は10月中旬に80ドル前後へ上昇した。この堅調な動きの背景にあるのは、石油需要の持ち直しである。国際エネルギー機関(IEA)の推計では、世界の原油需要は前年のベースが低くなったこともあるが、前年比減少率が縮小し、直近ではほぼ横ばい水準に安定している。さらに、10年見通しでは中国やインドなどの途上国の3%台後半の堅調な伸びに加え、先進国の需要も横ばい推移が予想されており、全体の需要も3年ぶりに前年比1.6%の増加に転じるという。

以上から、原油市況は09年10～12月期に平均75ドル前後で推移した後、10年も堅調にジリ高推移し、年間平均では85ドルを挟み上下10ドルが中心レンジとなると予想する。なお、供給面では、市況の一段上昇のもとでは供給余力を持つ石油輸出国機構(OPEC)の減産緩和が予想されることから需給タイト感がそれほど大きくならないと考えており、急騰の可能性は小さいだろう。

また、世界経済の持ち直しと購買力の回復にしたがい、10年は石油以外でも景気敏感な非鉄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、米国議会で商品関連を含む金融派生商品(デリバティブ)の取引規制法案を審議中である。当局の監督・監視のもとにある清算機関を通じた取引範囲の拡大や投資上の商品取引の持ち高規制など流動的な部分も多いが、暴騰を抑える方向に機能することが期待されている。

穀物相場(シカゴ商品取引所)は引き続き需給見通しを反映した価格形成となっており、基本的にレンジ相場の動きであるが、消費増加率の大きい大豆の値持ちが相対的に良い。主要3品のなかで、米農務省の09－10年穀物年度見通しではトウモロコシの生産下方修正が続く一方、小麦や大豆は在庫水準の上昇など需給不安は薄い。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比2%弱増加する見通しであるが、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。



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

2009～11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）	2011年度（予測）
名目GDP	%	▲ 3.5	▲ 3.7	0.3	1.5
実質GDP	%	▲ 3.2	▲ 2.7	1.4	2.1
民間需要	%	▲ 2.5	▲ 3.4	1.5	1.9
民間最終消費支出	%	▲ 0.5	0.6	1.3	1.0
民間住宅	%	▲ 3.1	▲ 18.4	▲ 4.4	0.8
民間企業設備	%	▲ 9.6	▲ 13.6	2.8	4.7
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	0.0	▲ 0.4	0.1	0.2
公的需要	%	▲ 0.5	2.2	▲ 0.9	1.0
政府最終消費支出	%	0.3	0.7	0.3	0.9
公的固定資本形成	%	▲ 4.4	9.2	▲ 6.6	1.8
輸出	%	▲ 10.2	▲ 12.7	12.5	9.0
輸入	%	▲ 3.7	▲ 9.3	11.1	8.0
国内需要寄与度	%pt	▲ 2.0	▲ 2.0	0.9	1.7
民間需要寄与度	%pt	▲ 1.9	▲ 2.4	1.1	1.4
公的需要寄与度	%pt	▲ 0.1	0.5	▲ 0.2	0.2
海外需要寄与度	%pt	▲ 1.2	▲ 0.6	0.5	0.4
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 0.3	▲ 1.1	▲ 1.1	▲ 0.6
国内企業物価　（前年比）	%	3.2	▲ 5.8	▲ 2.1	▲ 1.1
全国消費者物価　（　〃　）	%	1.2	▲ 1.6	▲ 1.1	▲ 0.7
完全失業率	%	4.1	5.5	5.8	5.5
鉱工業生産　（前年比）	%	▲ 12.8	▲ 9.4	7.6	5.8
経常収支(季節調整値)	兆円	13.0	15.5	16.3	17.1
名目GDP比率	%	2.6	3.2	3.4	3.5
為替レート(前提)	円/ドル	100.5	94.6	98.8	103.8
無担保コールレート(O/N)	%	0.10	0.10	0.10	0.10
10年国債利回り	%	1.46	1.39	1.54	1.64
通関輸入原油価格(前提)	ﾄﾞﾙ/ﾊﾞﾚﾙ	90.5	69.7	86.9	90.0

（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	▲ 1.1	▲ 3.0	▲ 0.8	▲ 2.6	▲ 0.4	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.1	0.0	0.2	0.3	0.5
実質GDP	%	1.0	▲ 0.7	▲ 1.7	▲ 3.0	▲ 3.2	0.7	1.2	0.3	0.1	0.2	0.4	0.4	0.6
(年率換算)	%	4.0	▲ 2.9	▲ 6.5	▲ 11.5	▲ 12.2	2.7	4.8	1.1	0.6	0.9	1.5	1.7	2.6
民間需要	%	0.7	0.0	▲ 2.0	▲ 0.8	▲ 3.1	▲ 1.2	1.0	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4	0.6
民間最終消費支出	%	1.4	▲ 0.9	0.0	▲ 0.7	▲ 1.1	1.0	0.7	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
民間住宅	%	3.9	▲ 0.4	4.3	3.3	▲ 6.6	▲ 10.2	▲ 7.7	▲ 1.5	▲ 1.0	▲ 0.5	▲ 0.5	0.0	0.0
民間企業設備	%	1.5	▲ 0.9	▲ 5.8	▲ 7.0	▲ 8.2	▲ 4.2	1.6	0.5	0.5	0.5	0.5	1.0	1.5
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 0.6	0.7	▲ 0.7	0.8	▲ 0.4	▲ 0.7	0.4	0.0	▲ 0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公的需要	%	▲ 0.9	▲ 1.4	0.0	1.5	0.7	1.2	0.1	▲ 0.3	▲ 0.7	▲ 0.3	0.0	▲ 0.1	0.5
政府最終消費支出	%	▲ 0.3	▲ 0.8	▲ 0.1	1.3	0.1	▲ 0.2	0.4	▲ 0.4	0.2	0.1	0.3	▲ 0.1	0.4
公的固定資本形成	%	▲ 3.1	▲ 4.8	0.7	2.5	3.1	7.7	▲ 1.2	▲ 0.3	▲ 5.0	▲ 2.0	▲ 1.0	0.0	1.0
輸出	%	6.9	▲ 3.9	▲ 1.9	▲ 13.5	▲ 21.6	6.4	6.4	4.0	3.0	2.5	2.5	2.5	2.5
輸入	%	3.7	▲ 1.9	▲ 1.0	1.5	▲ 14.0	▲ 4.2	3.4	4.5	3.0	2.5	1.7	2.0	2.5
国内需要寄与度	%pt	0.4	▲ 0.3	▲ 1.5	▲ 0.3	▲ 2.3	▲ 0.8	0.8	0.2	0.0	0.1	0.2	0.3	0.5
民間需要寄与度	%pt	0.5	0.0	▲ 1.5	▲ 0.6	▲ 2.5	▲ 1.1	0.8	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4
公的需要寄与度	%pt	▲ 0.2	▲ 0.3	0.0	0.3	0.2	0.3	0.0	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.1	0.0	▲ 0.0	0.1
海外需要寄与度	%pt	0.7	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 2.7	▲ 0.9	1.5	0.4	▲ 0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.3	▲ 1.4	▲ 1.5	0.8	0.9	0.4	0.2	▲ 2.2	▲ 3.0	▲ 2.2	▲ 0.8	▲ 0.7	▲ 0.6
国内企業物価　（前年比）	%	3.5	4.9	7.3	2.6	▲ 1.8	▲ 5.4	▲ 8.3	▲ 5.3	▲ 4.0	▲ 3.1	▲ 2.0	▲ 1.8	▲ 1.6
全国消費者物価　（　〃　）	%	1.0	1.5	2.3	1.0	▲ 0.1	▲ 1.0	▲ 2.3	▲ 1.7	▲ 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	5.5	5.6	5.8	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	7.4	6.0	2.0	▲ 0.5	0.8	1.5	1.8
経常収支(季節調整値)	兆円	5.3	5.0	4.0	2.1	1.8	4.0	3.7	3.8	4.0	4.0	4.1	4.1	4.1
名目GDP比率	%	4.0	3.9	3.2	1.7	1.5	3.3	3.1	3.2	3.3	3.3	3.4	3.4	3.4
為替レート(前提)	円/ドル	105.2	104.5	107.6	96.1	93.6	97.3	93.6	92.5	95.0	97.5	97.5	100.0	100.0
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	1.34	1.35	1.40	1.50	1.50	1.55	1.60
通関輸入原油価格(前提)	ﾄﾞﾙ/ﾊﾞﾚﾙ	95.0	109.2	129.4	79.8	43.7	53.1	70.9	75.0	80.0	82.5	85.0	90.0	90.0

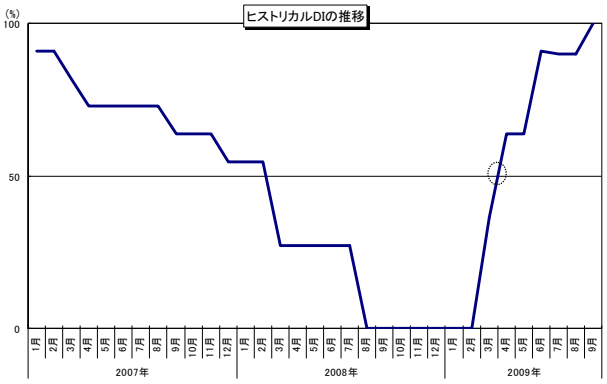
(注)全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

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

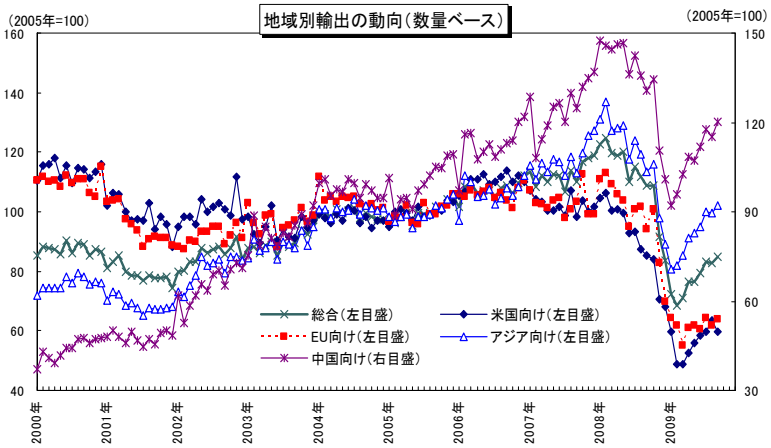
3. 2009～11年度の日本経済・物価見通し：

(1)経済見通し

景気の転換点を判断する際に用いられるヒストリカルDIによれば、09年3月と4月の間に判断基準となる50%を超えており、3月が「景気の谷」として景気拡大が始まった可能性が示される。その後、9月に景気動向指数・一致系列の構成項目の一つである有効求人倍率が底入れした動きを見せたため、ヒストリカルDIは100%に届いている。

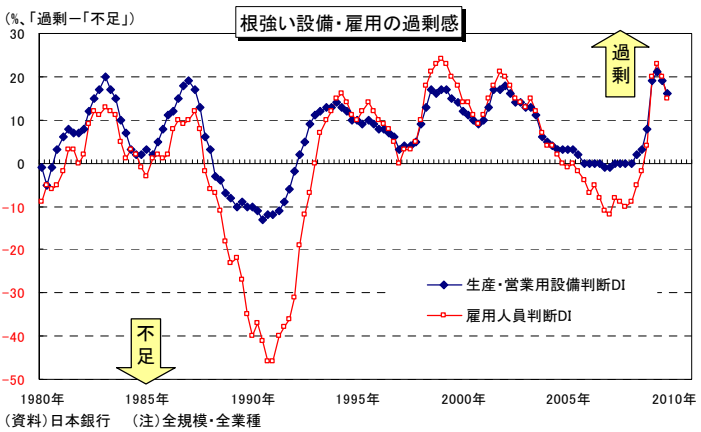


こうした動きに大きく貢献したのは、09年に入ってから再び増加し始めた中国などアジア新興国向けの輸出である。新興国もまた、経済・金融危機の打撃を受けたことは確かであるが、国内金融システムへの影響度は小さく、また財政政策による景気浮揚効果が相対的に大きいことが幸いしたといえるだろう。特に、中国は90年代以降、目覚しい経済発展を遂げており、10年にも日本を抜いて、世界第二位の経済大国になることが確実視されて始めている。日中間の貿易量も大幅に拡大しており、07年以降、中国(含む香港)は日本の輸出先として第一位となっており、日本にとって中国経済の重要度は極めて高い。その中国政府は、8%成長を達成するために当面は積極的な経済政策を打ち続けていく可能性が高く、日本はその恩恵を享受し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に欠けた状況は当面継続するものと思われる。



(資料)財務省データより作成　(注)当総研にて季節調整(X12-ARIMA)を行っている

一方、景気回復が進行中であるとはいえ、需給ギャップが大幅に乖離していることが、設備投資・雇用・物価などに対して悪影響をもたらしていることは既に述べた。そもそも、大幅な需給ギャップの存在は、いくつかの示唆を与えている。まず、ひとたび回復が本格化すればインフレが加速することなく、息の長い経済成長を期待することが可能といえるだろう。仮に、潜在成長率を1%と想定した場合、足許で8%のデフレギ

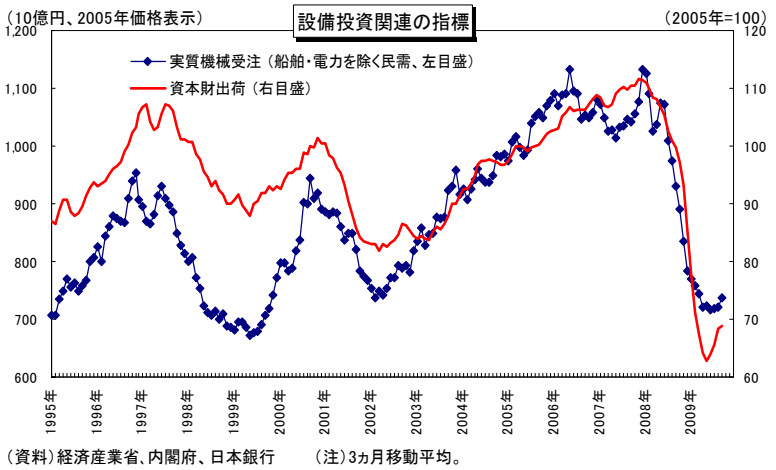


(資料)日本銀行　(注)全規模・全業種

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

ャップが発生しているとすれば、需給バランスが改善するまでの時間は、2%成長なら約8年、3%成長なら約4年かかる計算になる(なお、潜在成長率を日銀「展望レポート」の想定と同じ0.5%と置けば、需給バランス均衡まで2%成長で5年強、3%成長なら3年強となり、潜在成長率の想定次第で金融政策の発動時期が大きく変化することに注意が必要である)。

しかし、逆に需要の回復が鈍ければ、過剰な生産能力を削減しようとする圧力が高まり、それだけデフレが続くということも意味している。景気刺激策の息切れなどにより、10年年明け後にも景気が足踏みするという大方の予想を前提にすれば、一旦悪化が止まったかに見える失業率(9月は5.3%と最悪期から0.4%pt低下)や有効求人倍率(9月は0.43倍と8月から0.01pt改善)などの雇用関連指標や資本財出荷(輸送機械を除くベースで7～9月期は前期比5.4%と8四半期ぶりのプラス転換)などの設備投資関連指標が再び悪化し始めるリスクは否定できない。実際に、日銀短観9月調査によれば、景況感が大きく改善したはずの大企業・中堅企業製造業において、09年度設備投資計画が下方修正される結果となっており、設備投資抑制姿勢は根強いことが窺える。



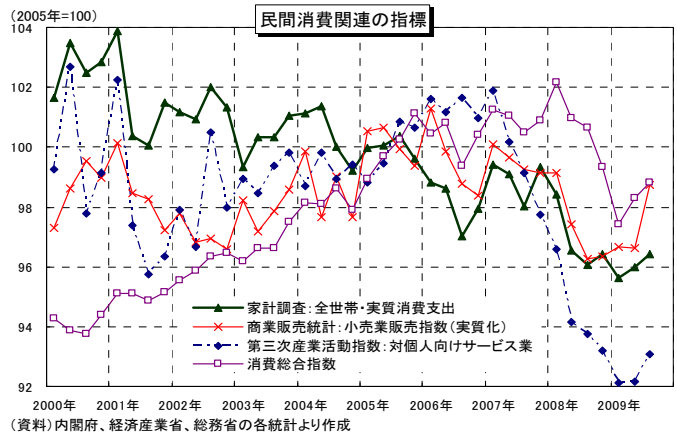
(資料)経済産業省、内閣府、日本銀行　(注)3ヵ月移動平均。

一方、自動車・家電製品など耐久財の購入促進策によって底堅く推移している民間消費であるが、菅副総理(兼国家戦略相・経済財政担当相)が10年度についてもエコポイント制やエコカー購入補助金の制度を存続させるとの意向を示していることもあり、徐々に効果が剥落していくことは否定できないが、当面は一定の下支え役を果たすものと思われる。一方で、マンションなどを中心に住宅建設が歴史的な低水準に落ち込んでおり、それに付随する消費は低調で推移している可能性が高い。加えて、今冬の賞与は、前年冬比▲15.91%(日本経団連集計、大手企業(加重平均)、うち、製造業:同▲18.53%、非製造業:同▲2.80%)と減少率は今夏(同▲17.15%)に続いて過去最大を更新する見込みである。最近は、生産回復などに伴う残業時間の増加もあり、賃金の持ち直しも見られたが、再び大幅に減少する可能性は高いだろう。さらに、連合は10年春闘において、統一的なベースアップを2年ぶりに見送る方針であり、賃金水準は伸び悩むものと思われる。

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10～12月期については、世界的に景気が下げ止まりつつあり、中国を筆頭とするアジア向けが堅調に推移することが見込まれるものの、米国の自動車買い替え支援策の終了(8月24日)などによる反動が一時的に出ることが予想され、輸出の勢いはやや鈍化することが予想される。また、民間消費も政策効果による下支えが期待されるが、可処分所得が大きく減少することもあり、その増勢は鈍化するものと思われる。さらに、公務員賞与の減少や公共投資の事業停止などの影響で公的需要の景気下支え効果が剥落するほか、7～9月期に積み増し方向に動いた民間在庫には景気押し上げ効果はない。また、企業設備投資には明確な改善の動きは出ないだろう。その結果、10～12月期の実質経済成長率は前期比0.3%(同年率1.1%)と、潜在成長率並みのプラス成長が見込まれるものの、7～9月期(同1.2%、同年率4.8%)からは減速すると予測する。

その後、年度末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る一方、

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



(資料)内閣府、経済産業省、総務省の各統計より作成

消費刺激効果が徐々に剥落していくことに伴い、増加幅は小さくなっていくだろう。設備投資も緩やかな回復に留まるだろう。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、公的需要については、第一次補正予算に盛り込まれた事業執行停止の影響が出てくる上に、第二次補正予算案の審議・成立は10年1月召集の通常国会においてであり、年度内はその政策効果が期待できない。このように、09年度末にかけて日本経済は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▲2.7%**(前回予測(9月時点、以下同じ)は▲3.4%で、0.7%ptの上方修正)と、2年連続のマイナス成長と予測する。四半期ベースで見れば、年度下期もマイナス成長には転じないと予測するが、成長率のゲタが大幅なマイナス(▲4.2%pt)であることの影響は避けられない。なお、前回からの上方修正の理由は、今回発表の7～9月期GDPが当初の想定以上に強かったことが挙げられる。

また、**名目GDP成長率も▲3.7%**(前回予測は▲4.0%)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、10～12月期には再び水面下に沈むことが見込まれ、前年度比▲1.1%(前回予測は同▲0.6%)**と年度を通じては下落状態が継続すると予測する。

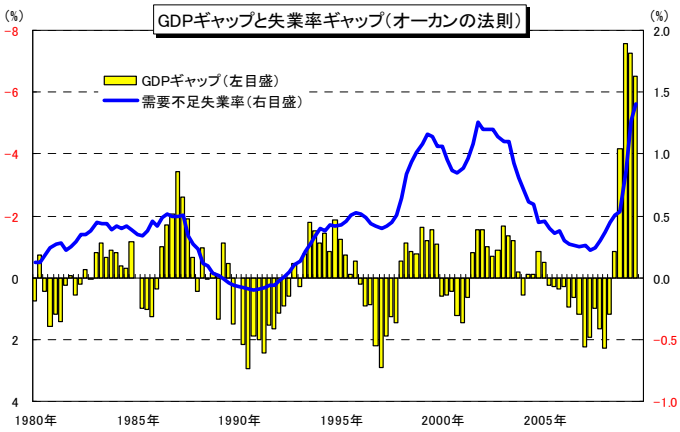
10年度に関しては、特別な予算措置を講じない限り、公共投資が減少するなど公的需要が息切れすることは否めないが、米国など先進国経済が徐々に回復力を強めていき、世界経済が全般的に好転していく動きが明確になっていくと思われる。これまでの景気回復局面と同様に、外需が国内景気を牽引することになるだろう。この輸出の増勢が企業設備投資にも好影響を与え、民間最終需要にも回復の動きが出ていくと思われるが、前述の通り、需給バランス自体はなかなか均衡化しないことから、停滞感は残るだろう。年度を通じては、**実質GDP成長率で同1.4%**(前回予測は0.9%で、0.5%ptの上方修正)と、3年ぶりのプラス成長を予測する。なお、四半期別に見れば、「経済政策の空白期間」が生じる4～6月期にかけて弱含むものの、その後は「子ども手当」の支給開始(6月頃と想定)などが民間消費を刺激し始め、7～9月期以降は潜在成長率(年率1%台前半)を上回る成長を続け、徐々に景況感が改善し始めると思われる。また、**名目GDP成長率は0.3%**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▲1.1%**と下落が続くだろう。

11年度については、引き続き世界経済の拡大が進行し、輸出が牽引役となって潜在成長力を上回る経済成長を促すことになるだろう。とはいえ、上述の通り、長引くデフレにより企業の体力は完全には戻らないものと思われ、「企業から家計への波及」は弱いものにとどまるだろう。**実質GDP成長率で同2.1%**と、2年連続のプラス成長を予測する。また、**名目GDP成長率は1.5%**と、同じく2年連続のプラスと予測するが、名実逆転状態は継続し、その再逆転は12年度以降に持ち越されることになるだろう。こうした高めの成長率でも、マクロ的な需給バランスが崩れた状態は解消できず、**GDPデフレーターは前年度比▲0.6%**とマイナスが続くと思われる。

一方、悪化が止まったかに見える雇用環境であるが、まだまだ安心できる状況にはない。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る可能性が高い。上昇が続いていた

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

失業率は7月に統計開始以来の最悪水準(それまでは5.5%)を約5年ぶりに更新した。その後の2ヵ月間は、低下する動きを見せているが、来春の新卒予定者の就職内定率の低さ(厚生労働省・文部科学省調べ、10月1日現在の大学生の就職内定率は62.5%(前年同期から▲7.4%ptの悪化)で過去3番目の低さ)を踏まえれば、10年年明け後には再び6%に向かって上昇することが予想される。前述の通り、景気の二番底入りの可能性は薄いと見るが、マクロ的な需給ギャップがなかなか解消に向かわない以上、雇用回復ペースは緩やかなものにとどまると予想される。



(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

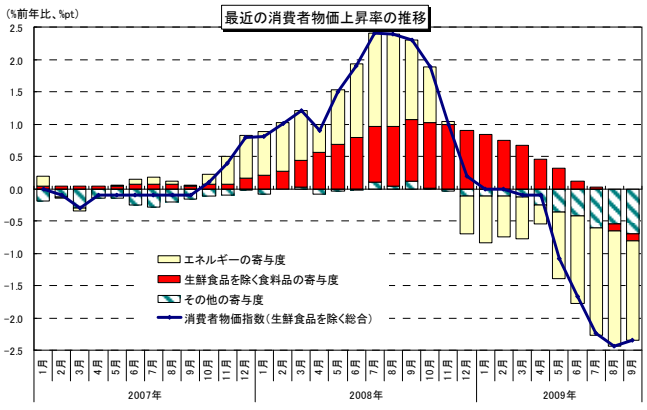
(2)物価見通し

8月にかけて、消費者物価(全国、生鮮食品を除く総合、以下同じ)、国内企業物価、企業向けサービス価格といった主要な物価指標は、いずれも統計開始以来の最大の下落率を更新した。その主因は、原油など資源価格が08年夏場まで高騰を続けたことの反動であったが、9月以降はその要因が徐々に剥落しており、物価下落率の縮小が始まっている。

代表的な物価指標である消費者物価を取り上げてみると、09年3月に前年比▲0.1%と1年6ヵ月ぶりに下落に転じた後、8月には同▲2.4%まで下落率を拡大させた。総務省統計局の試算によれば、この▲2.4%のうち、エネルギー(電気・ガス料金、石油製品)の寄与度は▲1.71%ptであった。また、7月まで物価押上げ要因であった食料品(除く生鮮食品)も前年比マイナスに転じ、物価全体の押下げ要因になっている(寄与度▲0.11%pt)。さらに、食料品・エネルギー以外の、より需給環境を反映しやすいベース部分の下落率も拡大する傾向にある。

今後、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のは確実であるが、さらに世界的な景気持ち直し基調が強まっていけば、国際原油市況も底堅い推移を続けるものと想定され、電気・ガスやガソリンの価格も緩やかに上昇していく可能性があるだろう。とはいえ、大幅に崩れた需給バランスが及ぼすデフレ圧力はかなり強力であり、当面の間、景気の回復テンポが大きく加速することはないとの想定の下では、長期間にわたって物価下落が残る可能性が高いといえる。消費者物価が安定的に上昇していくためには、需給ギャップを解消するとともに、賃金が安定的に上昇し始めることが必須だ。

以上から、**09年度の消費者物価(全国、生鮮食品を除く総合)は前年度比▲1.6%と5年ぶりの下落、10年度も同▲1.1%、11年度も同▲0.7%**と、下落状態が続くものと予想。また、国内企業物価についても、同様に09、10、11年度と3年連続での前年比下落(▲5.8%、▲2.1%、▲1.1%)が予想される。



(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

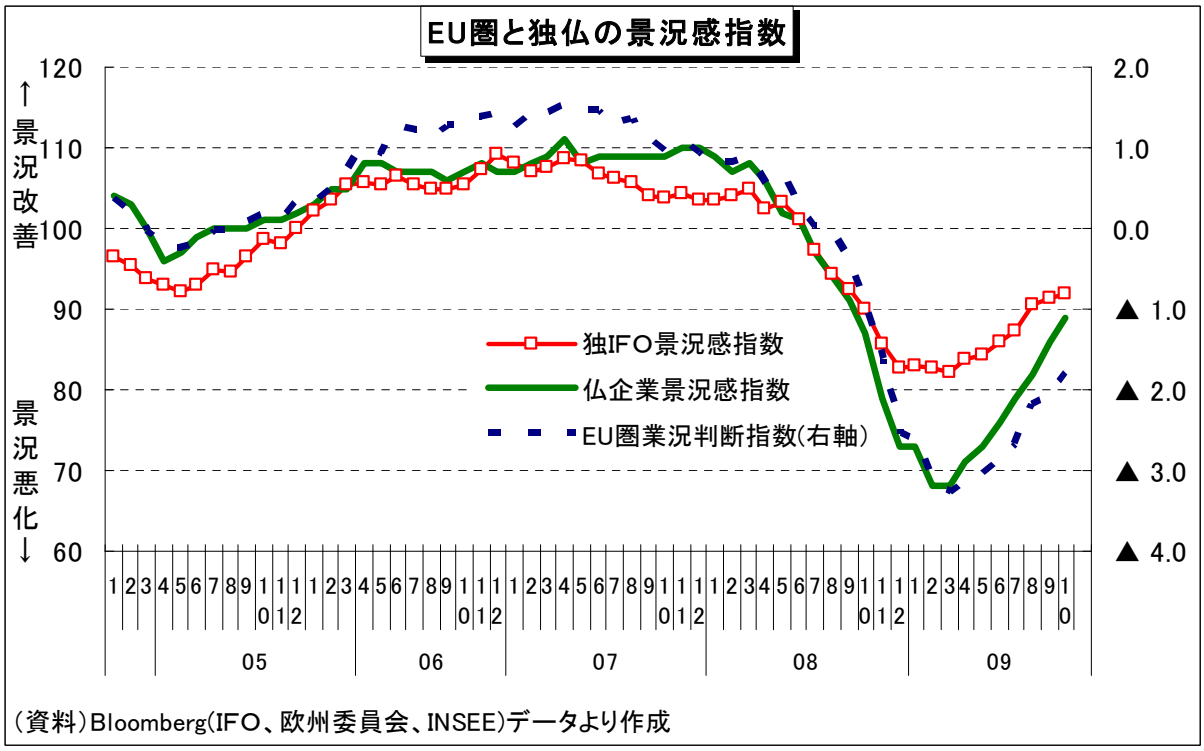
付　表　1

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		3.1	2.6	0.5	▲ 3.9	1.1
	ドイツ	3.2	2.5	1.2	▲ 5.0	1.4
	フランス	2.4	2.3	0.3	▲ 2.1	1.2
	イタリア	2.1	1.5	▲ 1.0	▲ 5.0	0.5
英　国		2.9	2.6	0.6	▲ 4.3	1.3
BRICs	中国	11.7	11.9	9.0	8.4	9.5
	ロシア	7.7	8.1	5.6	▲ 7.2	3.3
	インド	9.9	9.3	7.5	6.1	7.5
	ブラジル	3.9	5.6	5.1	0.1	4.6
南アフリカ		5.2	5.1	3.2	▲ 1.9	2.7

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(09.11.17現在)

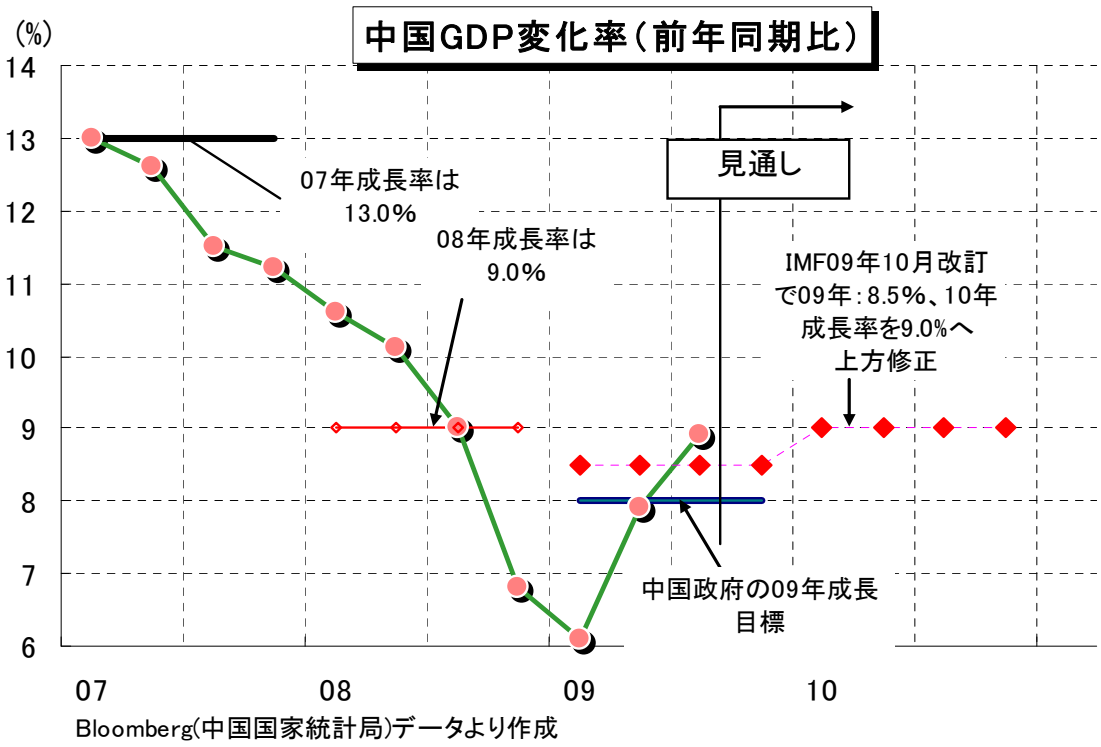


(資料)Bloomberg(IFO、欧州委員会、INSEE)データより作成

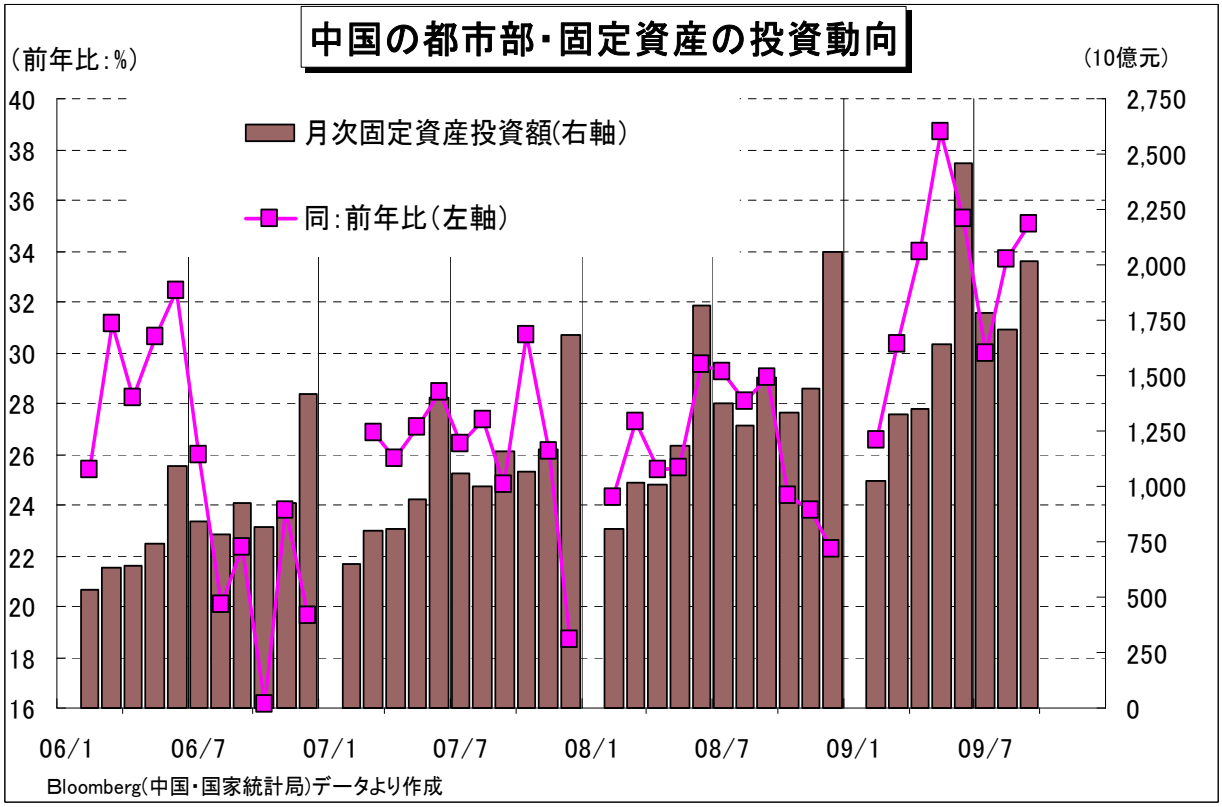
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

付　表　２

中国経済の状況(予測の前提)



Bloomberg(中国国家統計局)データより作成



Bloomberg(中国・国家統計局)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

国内経済金融

のと共栄信金の「地域と共に」のための経営力アップ策

渡部　喜智・寺林　暁良

「地域と生きる」が経営の基本

のと共栄信用金庫（以下、同信金という）は、有名な和倉温泉などを持つ石川県能登半島の七尾市に本店を置く。破綻した信組・地銀からの事業譲渡や他信金との合併などを経て、小松市と加賀市を除く同県の広域を営業エリアに経営を展開し、成果をあげてきた（図表1)。

同信金は「地域金融機関として地域とともに生き、その活性化を手助けする力となる」姿勢を基本に、それを果たしていくため様々な経営の改革や独自の取組みを長年にわたり行ってきた。以下では、特徴ある人材育成プログラムの推進や渉外活動態勢の改革など経営力アップの取組み、地域活性化の発想に基づく地域密着の預金商品の開発、地域振興・地域興しへの支援活動を紹介する。

独自の人材育成戦略を実施

同信金は創立80周年を迎えた95年、中堅層職員向け人材育成プログラム「のとしんカレッジ」を創設した。それは、長期的に地域に貢献し続ける信金であるためには、次代を担う職員の人材力の一層のパワーアップが何よりも重要との発想からであった。

30歳前後の職員を10人程度選び、企業分析やマーケティングを勉強する研修を始めた。10期生からは融資関連のカリキュラム充実や修了期間の3年への延長を含め、やや内容・仕組みを変え、ジュニア・コースと上級のマスター・コースに分けて継続。現在(09年)は、15期目となっている。

「百錬塾」は鉄を百度鍛え刀の鋼が作られる喩えに従い、融資先をケーススタディの題材に、改善計画の策定まで行う実践的研修だ。融資における目利き力を高め企業の再生・支援も行いうる人材を養成することを目的にしており、期間1年で毎月勉強会を行い、最後に発表会を実施する。毎年、能登地区と金沢地区で合計40人前後が参加している。

また、興味を惹かれるのは、渉外、融資、内務の若手優秀者の中の選抜者が、全国各地の3先(金融業種2先、異業種1先)を自らアポイントを取り3日間の日程で各人が訪問し、話を聞き報告書にまとめる「チャレンジ・マルコポーロ」の制度である。年度上期に実施し、報告発表会を10月に開催するが、職員の積極性向上や社外との関係構築など効果は大きいという。

さらに、管理職（次長）登用に当たっての必要単位制度を明定したことが注目される。管理職への昇格に当たっては、21の必須研修・試験合格ほか、FPや各種の銀行業務検定、中小企業診断士などを独自にポイント化し合計で100ポイント取得することが必要となった。これまでも研修・資

図表1 のと共栄信金の概要

（単位 店, 億円, %）

期末 / 項目	05/3	06/3	07/3	08/3	09/3
店舗数(店)	33	33	30	30	30
預金残高	2,423	2,446	2,459	2,533	2,571
貸出金合計	1,435	1,445	1,451	1,515	1,570

資料NEEDS-Financial Quest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

格取得を励行してきたが、管理職になるにあたり総合的な能力を備えていることを確認し、組織力を底上げするため有効な方策という判断だ。

渉外体制の改革と融資開拓への効果

同信金は渉外業務の効率化と質の向上の観点から渉外体制の改革を進めてきた。

従来、渉外担当者の仕事は集金中心になりがちであるとともに、支店テリトリー外に所在する遠隔顧客への対応も取引経緯などから行なうことがあった。そのような状況を改善するため、①94年に複数店舗の渉外担当者を集めた「まごころセンター」(渉外担当の所属は営業店のまま）を設置し、②テリトリー内の顧客が自分の所属営業店か、僚店かの取引に関係なく全て管理・対応するようにした。③その上で渉外担当者を、集金を主とするリテール班と、未取引先開拓を担う地区管理開拓班、事業性融資の開拓を目指す企業開拓班の三層組織にした。

まごころセンターは現在、7ヵ所あり、43人の渉外担当者が勤務している。

これにより取引先開拓を担う人員創出がはかられたことにより、その後の個人ローン増強や企業取引先の開拓に大きな力となった。事業性融資の取引先数が20年度4%伸びたが、21年度もそれを上回るペースで推移している。

写真１　店頭に掲示された地元祭事写真

地域密着の顧客コミュニケーション

同信金は地域密着型の様々な対応を行ない、顧客コミュニケーションの強化をはかってきた。それが同信金への共感・理解を高めていることは確かだ。

預金商品の開発では、地域人口の減少が進むなか、多子家族を応援するという発想から作った「子宝1000」が注目されている。多子家族の事前マーケティングに基づき、子供3人：スーパー定期1年店頭表示利率＋0.3%、4人:同＋0.4%、5人:同＋0.5%という利率にしており、07年2月の発売後、09年9月末には残高が208億円に達した。

また、水産業は地場の重要産業であるが、「森が海をつくる」ことに結びつき、観光業の活性化にも寄与するという考えから発売した、能登の森づくり定期預金「やまもり」も好評だ。金利上乗せを実施した上で預金者が受取利息の5%、同信金が預入総額の0.03%を寄付し、人口林整備を職員のボランティアも募りながら実施（08年度は3ha）している。募集総額は08年度に200億円、09年度もすでに150億円にのぼる。

同信金の店頭掲示写真やコミュニティ誌「Ninjin」、ホームページに、顧客が被写体となったり紹介されたりする形で数多く参加していることで有名である。これによる効果はＰＲ上だけでなく、顧客コミュニケーション上も大きい。

以上のような改革を行いながら、地域活性化支援を進める同信金は大いに参考となる事例だろう。

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

りそなグループの CSR コミュニケーション

古江　晋也

要旨

・メガバンクグループに次ぐ金融グループであるりそなグループは、①地域社会と共に発展する企業をめざす「地域社会」、②女性に支持される銀行 No.1 をめざす「女性たち」、③次世代を担う子どもたちの成長をサポートする「子どもたち」、④地球環境保護に取り組む「環境」、という 4 つの取組みを戦略的な CSR と位置づけている。

・りそなグループで CSR コミュニケーションとして重視しているチャネルの一つが店舗である。全国各地の支店で、金融経済教育「りそなキッズマネーアカデミー」に取り組むほか、各支店においても「取引先企業の展示コーナー」設置や「お客さま参加型イベント」実施など独自企画を展開し、フェイス・トゥ・フェイスによる CSR を実践している。

はじめに

2003 年前後から CSR に積極的に取り組む金融機関が増加し、現在では経営戦略の重要な柱と位置付けている金融機関も少なくない。CSR は IR 戦略の強化、リレーションシップバンキングの機能強化の一環、企業価値の向上などの目的から取組みを始めたが、当初はどのような活動を行うのか、ということに関心が高く、ステークホルダーとのコミュニケーション戦略は必ずしも明確ではなかった。

しかし、CSR の取組みがステークホルダーに理解されなければ、その目的を達したことにはならない。また、多重債務問題への対応、障がい者や高齢者に配慮したサービスの提供や地域活性化など社会的意義のある取組みは、その認知度が高まれば、顧客や地域が直面している課題解決にもつながり、利便性も大きく向上する。

金融機関のなかにはマスメディアを活用することで CSR 活動の認知度を高めるところもあるが、既存の経営資源を活用することでステークホルダーとのコミュニケーションを活発化させているところもある。

本稿では、りそなグループの CSR 活動や CSR コミュニケーションの基本的なスタンスを概観した後、営業店でどのようなコミュニケーションが展開されているかを検討する。

りそなの CSR 活動

りそなグループはメガバンクに次ぐ日本で第四位の金融グループであり、りそなホールディングス（以下、「りそな HD」）の傘下にりそな銀行、埼玉りそな銀行、近畿大阪銀行などを擁している。

同グループの CSR は、ステークホルダー（顧客、株主、社会、従業員）への配慮を示したグループ行動宣言計画（「りそな WAY」）を CSR の基本理念とし、①地域社会と共に発展する企業をめざす「地域社会」、②女性に支持される銀行 No.1 をめざす「女性たち」、③次世代を担う子どもたちの成長をサポートする「子どもたち」、④地球環境保護に取り組む「環境」、という 4 つのテーマを戦略的に取り組む

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

CSR と位置付けている。

りそなグループでは各部署、各営業店などが日常業務を通じて課題を発見し、自主的に CSR 活動を行うことを推奨しており、本部が一律的に活動を指図する体制ではない。

一方、各地域や営業店が実施した CSR 活動は、りそな HD コーポレート・コミュニケーション部ブランド・CSR グループにより情報収集され、りそなグループとして社内外に向けた情報発信が行われる。通常 CSR 活動の情報発信には、新聞、雑誌、テレビ、ラジオを活用したマス広告、ホームページ、イベントなど様々な手段が考えられるが、りそなグループでは、マス広告ではなく、広報・PR 活動や自社媒体を積極的に活用して CSR コミュニケーションを行なうことを基本としている。

CSR レポート

CSR への関心の高まりとともに多くの企業が CSR レポートを発行するようになり、現在ではコミュニケーション・ツールの最も重要な媒体の一つとなっている。ただし、最近では CSR レポートにある共通した特徴が見られるようになった。

その一つは CSR レポートに厚みが生じていることである。このことは多くの企業が CSR を積極化し始めたためでもあるが、「ガイドライン」(注1) などに準拠してレポートを作成しているためでもあり、専門的な内容となっていることが少なくない。そのため読者が、研究者、NPO 法人、SRI ファンドのアナリストなどに限られることにもつながっている。

こうしたなか、りそなグループでは、幅広い人々に気軽に手にとって貰える読み物として CSR レポートを制作し、店頭や各種セミナー等で幅広く配布している（ハイライト編）。そのため、「ガイドライン」などに準拠せず、データ編などもカットし、情報量を絞り込むことにした（08 年度・14 ページ、09 年度・22 ページ）。なお、データ編についてはウェブサイトで確認することができるようにしている。

また、りそなグループでは映像版の CSR レポートを制作、営業店に設置されたプラズマディスプレイや各種セミナー、交流会、採用イベントなどで放映することで、より多くの人々がグループの CSR 活動に関心をもってもらえるよう務めている。

(注1) CSR レポートや環境報告書などのガイドラインについては、GRI（Global Reporting Initiative）の「サステナビリティ・レポーティング・ガイドライン」や環境省の「環境報告ガイドライン」などがある。

「カスタムマガジン」によるコミュニケーション

一般的に金融機関では店舗のパンフレットスタンドに多様な金融商品パンフレットを設置している。しかし多様なパンフレットのなかから顧客が必要とする商品を選択することは難しく、銀行として伝えたい情報がタイムリーに伝わらないことも少なくない。そこでりそなグループでは「カスタムマガジン」を定期的に発行することで顧客に「旬な情報」を積極的に提供している。

カスタムマガジンとはカード会員など限られた顧客のために製作・配布される広報誌である。りそなグループのカスタムマガジンは出版社と連携することで、横尾忠則氏、赤瀬川原平氏などの著名人

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 りそな銀行秋葉原支店

写真２　秋葉原支店テラー

の連載記事を掲載するとともに、りそな銀行が開催する資産運用セミナー・年金相談会などの告知、営業店紹介、りそな銀行行員による金融・経済の解説に加え、CSR の取組みの紹介なども行い、読者は楽しみながらりそなの活動を知ることができる。

カスタムマガジンは営業店や各種セミナーでの配布に加え、渉外活動のコミュニケーション・ツールにも用いられており、りそな銀行では約 5 万部発行している。また、埼玉りそな銀行では埼玉県と連携して作成するなど、地域の情報発信にも力点を置いた雑誌を目指している。

フェイス・トゥ・フェイス

フェイス・トゥ・フェイスによる CSR 活動は顧客の満足度も高く、良好なコミュニケーションを生み出す原動力にもなる。りそなグループでは、2005 年から子供向け金融経済教育「りそなキッズマネーアカデミー」（夏休み企画）を開始した。

金融教育は現在、多くの金融機関で実施されているが、なかには本部が一括して講師を派遣しているところもある。しかし、りそなグループのキッズマネーアカデミーは開催する営業店の行員が講師となるなど、営業店が主体的に運営しているところに大きな特徴がある。当初は東京、大阪、埼玉本店でのみ行われていたが、営業店でも実施したいとの要望が自発的に生まれ、2009 年には全国 193 ヵ所、2,798 人の子どもと 370 人の保護者が参加するまでに拡大した。

このほか、金融経済教育活動では学校に出向いた出張授業や地域プロジェクトへの参加なども行っており、小学校ばかりでなく幼稚園から大学生、特別支援学校にも幅広く対応できるカリキュラムが用意されている。

各営業店でのコミュニケーション

りそなグループの有人・無人を含めたネットワークは 1,452 ヵ所（09 年 4 月時点）ある。前述したキッズマネーアカデミーは各営業店などで実施され、店舗が CSR コミュニケーションの拠点としての

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　エコの木

写真４　取引先企業展示コーナー

写真５　秋葉原支店ディスプレー

役割を担っている。

ここではりそな銀行秋葉原支店（写真 1、2 参照）を例に、①環境への配慮、②金融教育活動、③営業店独自の取組み、という観点から店舗における CSR コミュニケーションを検討する。

（1）環境への配慮

りそなグループは 08 年 10 月、環境省の推進事業である「エコ・アクション・ポイント」に金融機関として始めて参加した。これは消費者が環境配慮型商品やサービスを購入すれば、ポイントが付与され、消費者が事務局の運営するサイトから手続きすれば、そのポイントを様々な商品やサービスに交換できる仕組みである。

りそなグループでは、通帳を発行しない普通預金口座「TIMO」を対象商品とすることで、エコ・アクション・ポイントの説明を通じて、新規顧客には必ず環境配慮に関する呼びかけを行なう仕組みとした。また、事務のペーパーレス化に取り組むための一環としてネット取引や ATM への誘導も行っている。これらの取組みは環境配慮の啓発とともに事務の効率化にもつながっている。

また店舗内には「エコの木」と呼ばれるボードを設置（写真 3）。顧客が紙を使わないサービスを選択すれば、緑のシールを配布し、ボードに貼り付けてもらうこととしている。こうした取り組みにより、顧客と一緒に環境保護へ取り組む姿勢を伝えている。

（2）独自の取り組み「きずなクラブ」

秋葉原支店では、金融教育活動「キッズマネーアカデミー」にも積極的に取り組んでおり、今年も小学生 1～3 年生を対象者に 4 階の会議室で実施した。

「お金のはなし」や金融に関連したゲ

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６　プラズマビジョン

写真７　ATM コーナー

ーム、そして保護者との支店探検（見学）などが行われ、同支店では行員のなかから校長先生や講師役、資料作り担当者など、多くの行員が関わって、まさに「手作り」で運営した。今年の参加者は親子10組の計20人であったが、その8割がりそな銀行と取引のない顧客であり、CSRを切り口に新たなファン層をつくり出すことにも貢献している。

実は、キッズマネーアカデミーの開催は営業店の判断に委ねられており、その内容も独自で企画するため、営業店は「企画力」や「発想力」が求められる。こうした活動が、自ら気づき、考え、行動する風土を育て、新たな取組みを生み出した事例がある。今年、練馬支店ではキッズマネーアカデミーの開催を契機に参加者との新規取引が始まった。

このことに触発された秋葉原支店は、練馬支店と共同で、CSR活動を切り口に取引推進を図る企画「りそなきずなクラブ」を立ち上げ、実験的に取り組むこととした。会員は現在、秋葉原支店と練馬支店の顧客を対象に、子ども20人、大人20人の計40人。りそなHD本社の見学、練馬区にある取引先企業の工場見学などを通じ、参加者の知的好奇心を高めるとともに、りそな銀行へのロイヤリティ向上を狙いとしている。また、この企画は取引先企業にも喜ばれるという好循環も得られている。

（3）その他の取組み

秋葉原支店では1階と2階の踊り場に「取引先展示コーナー」を設置、1階入り口横にも展示スペースがある（写真4、5）。地域との共生、地域貢献の観点から地元取引先企業の認知度を高めることにもなる。以前は卓球用品の展示を行っていたが、現在はキャラクター玩具メーカーの製品展示を行っている。このような企画に興味を持つ顧客も少なくなく、展示を話題に行員とのコミュニケーションも生まれている。

さらに、りそなグループではプラズマビジョンでCSR活動を紹介したり、ATMで振込詐欺防止の呼びかけや地域イベントの案内メッセージを載せるなど、店頭メディアを積極的に活用して、来店顧客にCSRの取組みなどを知らせている。このような取組みは有人店舗ばかりでなく、無

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

人店舗でも CSR コミュニケーションの可能性を広げる取組みであるといえる（写真 6、7 参照）。

これまでに紹介した取り組みは、CSR 活動の一環であり、顧客の満足度を高めるための取組みでもあるが、これらの取組みを通じて「やりがい」を感じる行員も少なくない。運営に当たっては、部門を越えた連携が重要であるため、行員同士のコミュニケーションも促進されるようになった。つまり、顧客満足だけでなく、従業員満足も高める結果となっている。

おわりに

本稿ではりそなグループの CSR の取組みとそのコミュニケーションを検討した。同グループは本稿で紹介した取組み以外にも、女性が長く働き続けることができる職場づくりなどを経営陣に提言する経営直轄の諮問機関「ウーマンズ・カウンシル」の創設といった活動も行なっている。またパブリシティ活動のほか、異業種企業と連携したセミナーや映画試写会開催といったユニークな取り組みを実施するなど、多様なチャネルを活用してコミュニケーションを展開している。その一方で、りそなグループが注力しているチャネルの一つが店舗であり、顧客とのフェイス・トゥ・フェイスを重視していることは前述したとおりである。

また、同グループでは営業店単位にまで CSR 活動の権限を付与し、行員が自主的に参加できる環境であることも、CSR を展開する上で重要な要素となっていることにも注目しなければならない。

1990 年代後半以降、インターネットバンキングなどのデリバリーチャネルが多様化しているが、伝統的なチャネルである店舗は金融機関が顧客と CSR の理念をフェイス・トゥ・フェイスで伝えることができる数少ないチャネルである。

今後も金融機関が社会問題の解決を訴えていく機会が増加すると考えられるが、店舗は「事務処理を行う場」、「相談業務を行う場」に加え、CSR の理念を顧客や地域社会に伝え、体感してもらう「コミュニケーションの場」であることをりそなグループの取組みは示している。

＜参考文献＞

・りそなホールディングス[2008][2009]CSR Report。

・りそなグループ各ホームページ。

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

海外経済金融

欧州における金融監督制度改革

～ド･ラロジエール報告書に基づく動向～

荒木　謙一

前号に掲載した「金融監督制度と中央銀行制度」では、今次の金融危機と金融監督当局の対応、およびその問題点について概説した。本稿では、ド・ラロジエール・グループの報告書をベースとして現在進められている、欧州の金融監督制度改革について解説することとする。

ド･ラロジエール･グループの報告書

欧州で金融危機が最も深刻化した直後の08年11月、欧州委員会の委嘱を受けたジャック・ド・ラロジエール元フランス銀行（中央銀行）総裁は、欧州の金融監督制度改革に向けた提言をおこなうべく専門家グループを組成した。同グループの正式名称は、「EU の金融監督に関するハイレベル・グループ」であるが、一般にはド・ラロジエール・グループと呼ばれている。09年3月には同グループの検討結果をとりまとめた報告書が、欧州委員会より発表された。

ド・ラロジエール・グループの報告書（以下「ド・ラロジエール報告書」とする）は、31項目の提言を骨子とするもので、EUとして今後目指すべき方向を網羅的に示した内容となっている。とりわけ注目を集めたのは、欧州システミック・リスク理事会（ESRB：European Systemic Risk Board）(注1)と、欧州金融監督者制度（ESFS：European System of Financial Supervisors）という2つの仕組みを構築し、前者がマクロ・プルーデンス、後者がミクロ・プルーデンスの金融監督機能を持つこととした点であった。

なお、マクロ・プルーデンスの監督が金融システム全体の危機防止を主眼としているのに対し、ミクロ・プルーデンスの監督は個別金融機関の破綻の未然防止を主眼とするなどの点で区分され、両者が一体的に機能してはじめて、金融システムの安定と秩序が維持されると考えられている(注2)。

ところで、このド・ラロジエール報告書の提言を受けて、EUでは法制化が急ピッチで進められている。09年5月に欧州委員会は金融監督制度改革に関する提案を正式に発表、9月から10月にかけ一連のEU法案を発表した。現在は欧州議会で審議がおこなわれており、09年中の立法化、10年中の施行が見込まれている。

(注1)ド･ラロジエール報告書では、ESRC（European Systemic Risk Council）という用語が用いられたが、法案化の過程でESRBに改められた。
(注2)Borio(2003)などによる区分。

マクロ･プルーデンス金融監督の改革

欧州のマクロ・プルーデンスに責任を持つ監督機関として設立される欧州システミック・リスク理事会（ESRB）は、一般理事会（意思決定機関）、運営委員会、事務局、諮問専門委員会で構成される組織体である。61名で構成される一般理事会のうち、議決権のあるメンバーは以下の33名と定められている。

・ EU加盟27ヵ国の中央銀行総裁

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

・ 欧州中央銀行（ECB）総裁、副総裁
・ 欧州銀行監督機構（EBA）長官
・ 欧州証券監督機構（ESMA）長官
・ 欧州保険・年金監督機構（EIOPA）長官
・ 欧州委員会からの代表者

欧州システミック・リスク理事会の目的は、欧州の全金融セクターの全般的な状況に加え、マクロ・プルーデンスの監督体制構築に付随する全ての情報を集計・分析し、効果的なリスク警告システムを通じて早期警戒にあたることである。換言すれば、今次の金融危機のような事態の予兆を統計的手法に基づきいち早く捉えて、EUや関係国の関係当局に通報し、早期の適切な対応を促すことである。

マクロ・プルーデンスの監督体制の脆弱さが、結果的に今次の金融危機の影響を大きくしたという反省は、世界の金融監督当局・中央銀行関係者のコンセンサスとなっている。特に欧州では、大手金融機関を中心として過剰なまでのドル調達がおこなわれており、米国で発生したショックが銀行間市場におけるドル資金の流動性枯渇を通じて、システミックに増幅しながら伝播し、欧州の金融危機をもたらしたという認識がある(注3)。このため、マクロ・プルーデンスの監督体制整備もまた、欧州においていち早く進められることになった。

(注3)荒木(2008)、田中(2009)を参照。

欧州中央銀行(ECB)に期待される役割

欧州システミック・リスク理事会の設立にあたっては、ECBが有する人・モノ・情報のリソースを活用することが目指されている。ECBとしては設立後10年を経て、これまでに培った組織能力が問われることにもなる。

欧州銀行法第25条に定められたプルーデンス監督に関しては、ECBとEU各国の中央銀行で構成される欧州中央銀行制度(ESBC)に銀行監督委員会(BSC:Banking Supervision Committee)が置かれており、域内のマクロ健全性データの収集や、各国中央銀行および監督当局の協力関係促進などの役割を担っている。しかし、EUの母国監督主義の下、ECB/BSCの金融監督上の権限は各国監督当局に比して弱く、中央銀行の金融監督上の役割を巡る議論が以前から繰り返されてきた(注4)。

08年10月に破綻の危機に瀕したベルギーのフォルティスのケースでは、トリシェ総裁自らが関係国政府との協議に当初から加わったものの、結果的には各国協調は不首尾に終わった。こうしたことから、ECBとしても欧州の金融監督制度構築にあたってイニシアティブを取る必要性を痛感したものと考えられる。また、主にマクロ面の経済分析から金融政策に関する決定を一元的に行うECBが、マクロ・プルーデンスの監督の役割も引き受けることは、ECBが有する資源の有効活用の観点からも理に適っていると言える。

一方で、物価安定を第一の使命とするECBがマクロ・プルーデンスの監督でも主要な役割を担うことについて、物価安定と金融安定のトレード・オフを懸念する見方がある。これに対しては、ECBのパパデモス副総裁が、一定条件下での制約は存在しつつも、両政策は相互補完的であるとして、ECBの金融監督上の役割増大を正当化する主張を行っている(注5)。

(注4)Mays(2009)などを参照。
(注5)Papademos(2009)を参照。

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

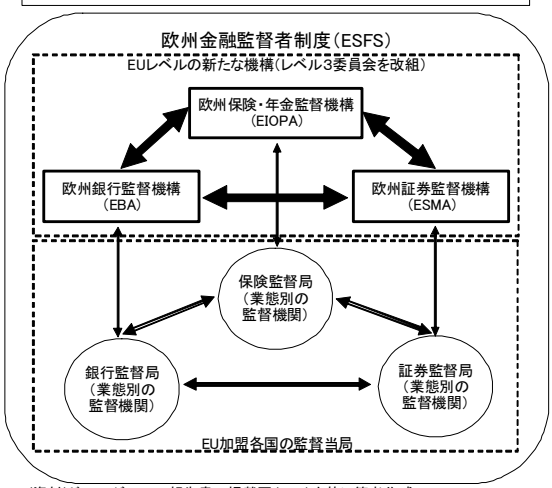
ミクロ･プルーデンス金融監督の改革

ミクロ・プルーデンスの監督体制の強化を図るため、監督当局間のネットワークとして導入される仕組みが、欧州金融監督者制度（ESFS）である（図表１）。

従来、EU レベルの金融監督は、欧州銀行監督者委員会（CEBS)、欧州証券監督者委員会（CESR)、欧州保険・年金監督者委員会（CEIOPS）の、レベル３委員会と呼ばれる３つの機関が主に担ってきた。レベル３委員会は、金融監督に関連する EU 指令に基づく施行規則の立法にかかる助言、ガイドラインや勧告の発出による EU 法施行の円滑化、各国監督当局間の協力関係強化などの任務を帯びている。

新たなネットワークの下で、レベル３委員会には法人格と追加的な権限が付与されて、欧州銀行監督機構（EBA)、欧州証券監督機構（ESMA)、欧州保険・年金監督機構（EIOPA）に各々改組される。これらの機構は、新たなネットワークの中では各国監督当局の上位機関としての性格がより強まり、強化された調整機能を担うことになる。一方、各国の既存の金融監督当局は、従来どおり各国の個別金融機関の日常的な監督業務を担当する。

図表１　欧州金融監督者制度（ESFS）のネットワーク概念図



（資料）ド・ラロジエール報告書の掲載図（p.57）を基に筆者作成

改革の鍵を握る情報共有の問題

ところで、レベル３委員会の改組が必要となった理由について、ド・ラロジエール報告書は、それらの既存の法的組織形態の下では、もはや処理しきれない問題が多数あることに言及している。この点について、同報告書は詳細な説明を行っていないが、監督当局の情報共有に関する強い問題意識がうかがわれる。そして、これまでの議論をまとめると、欧州の既存のミクロ・プルーデンスの監督体制には、以下のような欠陥が内在すると考えられる（注６）。

① 紛争を招きやすい EU 法体系下の陥穽

EU 指令（Directive）の下で、国内法による施行段階の目的や方法論の相違が相当程度に許容されており、各国当局間の紛争の原因になった。また、レベル３委員会には、紛争を裁定し調停できる強い権限が備わっていなかった。

② 意思決定力と法的拘束力の欠如

レベル３委員会の意思決定は全会一致を第一の原則としており、各国の利害対立が鮮明な問題に関する意思決定力が弱かった。また同委員会が制定権を有するガイドラインや勧告には法的拘束力がなく、危機対応ツールとはなりえなかった。

③ 競争政策上の欠陥

パッチワーク的な監督体制の下で、クロスボーダー展開を行う金融機関と国内銀行との間に不公正競争の問題が生じた。

④ 内部リスク管理を困難化する欠陥

異なる規制の下で、危機に際して国境をまたぐグループ内拠点間の流動性移転や自己資本規制上の管理が困難化した。

⑤ 情報共有を困難化する欠陥

各国監督当局間の情報共有面での協力、特にセンシティブ情報の交換が限定され

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

ており、協調的な危機対応が阻害された。レベル３委員会相互の連携や、EU 機関との連携にも問題があった。

以上５点は、法制面に直接起因する監督上の問題（①、②）、そこから派生する個別金融機関側の問題（③、④）、監督当局相互の情報共有にかかる問題（⑤）と整理することもできよう。

前述したフォルティスのケースでは、買収した ABN アムロの資産価値の劣化が財務悪化を引き起こしたと言われている。

本来であれば、フォルティスへの対応責任を持つベルギーの監督当局は、買収資産の内容を十分に知るべきであった。しかし、ABN アムロの監督責任を持つオランダの監督当局との間で、十分な情報共有がなされず、ベルギーの監督当局が買収資産の内容を正確に把握できなかったことが、フォルティス破綻の危機を未然に防止できなかった一因になったと指摘できよう。

こうしたことから、特に情報面での連携強化を図る目的意識が、新たなネットワークを構築することの強い原動力となっている。新たな機構が権能を十分に行使して、強いイニシティブを持ち各国監督当局の連携を強化することが、新たなネットワーク構築の成否を握っていると言っても過言ではないであろう。

（注６）例えば Cotterli & Gualandri（2009）の指摘などを参照のこと。

まとめ

ド・ラロジエール報告書をベースとして、欧州で進められている金融監督制度の改革は、マクロ・プルーデンスとミクロ・プルーデンスの目的・役割を明確化した方法論を採用した。マクロ・プルーデンスの監督では、ECB に主要な役割を与えた点が、実効性確保の観点からは評価に値すると考えられよう。一方、ミクロ・プルーデンスの監督では、監督当局間の連携強化が改革の最大の目的であり、実効性確保の観点からは、レベル３委員会の改組により誕生する新たな機構が、強いイニシアティブを発揮することが求められよう。

（09.11.24 現在）

（参考文献）

・荒木謙一（2008）「金融政策の国際協調と欧州中央銀行」『金融市場』12 月

・翁百合（2008）「『危機の連鎖』変容に対処を」『経済教室』日本経済新聞 10 月 13 日

・田中素香（2009）「ヨーロッパの金融危機と『ドル不足』問題」『世界経済評論』9 月 10 日

・預金保険機構（2009）「欧州委員会：新しい金融監督体制をつくるための法案を作成」9 月 29 日

・C.Borio (2003) “Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?” BIS Working Paper No.128

・David G. Mays (2009) "Optimal Structures for Financial Regulation and Supervision” CESifo DICE Report 2/2009, p.8

・European Commission (2009) “Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council” 2009/0140(COD), 23 Sep.

・L.Papademos (2009) “Financial Stability and macro-prudential supervision: objectives, instruments and the role of the ECB” ECB 4 Sep.

・S.Cotterli & E. Gualnadri (2009) “Financial Crisis and Supervision of cross-border groups in the EU” University of Modena and Reggio Emilia - CEIFN

・The High-Level Group on Financial Supervision in the EU (2009) “Report” 25 Feb.

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

生物多様性と企業　～取組みの背景と課題～

寺林　暁良

要 旨

・近年、生物多様性の保全に取組む企業が増加しており、10 年に名古屋で開催される「生物多様性条約第 10 回締約国会議（COP10）」を契機にこの傾向は強まると思われる。
・企業が生物多様性の保全に取組むにあたっては、(1)生物多様性の構造の理解、(2)連携体制づくり、(3)目標設定・事業評価などの課題がある。

はじめに

生物多様性の保全は、企業・金融機関等の事業者（以下、企業）が取組むべき環境問題として急速に定着しつつある。10 年 10 月には名古屋で「生物多様性条約第 10 回締約国会議（COP10）」(注)が開催されることもあり、こうした動きはさらに加速するものと見られている。

しかし、現時点では企業に生物多様性の概念が十分に認知されているとはいい難く、その保全のための取組みをどのように行うべきかも錯綜している。

本稿では、生物多様性にかかる国内動向を概観し、実際に生物多様性に取組む上での課題・論点を述べる。

(注)生物多様性条約（正式には、「生物の多様性に関する条約」）は(1)生物多様性の保全、(2)構成要素の持続可能な利用、(3)遺伝資源から生ずる利益の公正・衡平な配分を目的として 92 年に国連で採択された条約である。COP10 は、10 年を期限とした「生物多様性の損失速度を顕著に減少させる」という目標の達成度評価が行われ、今後の計画・目標作りがなされる重要な会議となる。

なぜ「生物多様性の保全」なのか

「自然保護」ではなく「生物多様性の保全」が注目されるのには、相応の理由がある。

「自然保護」の場合、「自然」の概念が非常に曖昧であり、何が自然で何が自然でないかの判断は主観的である。例えば、水田や人工林を見せられたとき、都市住民であれば「自然」だと答えるかもしれないが、農業者・林業者はそれを「自然」とは答えないだろう。このように、個人の主観や状況によって自然かそうでないかの判断は異なりうる。また、「保護（preservation）」には、“人為的活動を排する”ことで自然を守る、という意味が含まれる。

それに対して「生物多様性」は、生物間相互作用や環境への適応進化といった生態学・生物学の理論によって分析される科学的概念である。そして、生物多様性を軸にすえることで、原生的な自然環境だけではなく、里山・農耕地などの人為的環境や時には都市環境の保全についても議論・評価することが可能になる。また、「保全（conservation）」には、生物資源（更新性資源、遺伝資源）を生み出す環境を良い状態に保ち、これらを合理的に利用・管理するという意味がある。保全の概念は人間による科学的・合理的な生物資源の利用を否定しないのである。

つまり、「生物多様性の保全」は、自然自体の概念の曖昧であり、人為を排するという非現実的な側面をもつ「自然保護」とは異なり、合理的・科学的な分析に基づいて、生物資源の持続的利用と環境保全の両立を目指す概念であるといえるだろう。生物多様性は、経済活動等の持続性そのものを議論する概念であると理解できよう。

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1.生物多様性にかかる国内の動向

年 月	出 来 事
1993.5	日本が「生物多様多様性条約」に批准する
1995.10	「生物多様性国家戦略」が策定される
2002.3	「新・生物多様性国家戦略」が策定される
2007.11	「第3次生物多様性国家戦略」が策定される
2008.4	「企業と生物多様性イニシアティブ（JBIB）」が設立する
2008.5	「生物多様性基本法」が施行される
2009.4	日本経団連が「生物多様性宣言－行動指針とその手引き」を発表する
2009.8	環境省が「生物多様性民間参画ガイドライン」を発表する
2010.10	名古屋で「生物多様性条約第10回締結国会議（COP10）」が開催される

そもそも国際的に生物多様性が注目され、92 年に国連で「生物多様性条約」が採択された背景にも、先進国による途上国の資源の搾取的利用に対して、公正かつ持続可能に利用するためのルール作りが求められたという政治・経済的な理由がある（Barton 1992）。アメリカ、北欧諸国、ニュージーランド等では、生物多様性についての法制度も整えられ、生物多様性の保全が政策的に展開されている（畠山・柿澤編 2006）。

生物多様性に係る国内動向

日本国内では、93 年に生物多様性条約に批准して以来、95、02、07 年と 3 度の国家戦略策定を経て、08 年には生物多様性の持続的利用を目的とした「生物多様性基本法」が施行された。この法律は国・地方公共団体の責務について言及したものの、法的強制力や罰則等は設けられていない。

しかし、10 年の COP10 を控え、日本経団連や環境省が、企業の生物多様性に関する社会的責任・活動指針を発表するなど、企業に生物多様性への取組みの加速を求める動きが目立っている（図表 1）。

また、経済活動等による生物多様性の劣化が企業イメージの低下や不買運動といった社会的制裁につながる場合があることや、今後の法規制強化が予想される中で、実際に CSR の一部として生物多様性の取組みを行う企業は年々増加している（図表 2）。

しかし、同時期の 92 年に採択された「気候変動枠組み条約」に基づく CO_2 削減の取組みに比べ、企業による生物多様性への対応は遅れているといえるだろう。

生態系管理・自然再生事業に取組む上で、企業に対しては「生物の多様性に及ぼす影響の低減及び持続可能な利用に努めるものとする」（傍点筆者）という記述にとどまる。

図表2. 企業による生物多様性への取組み事例

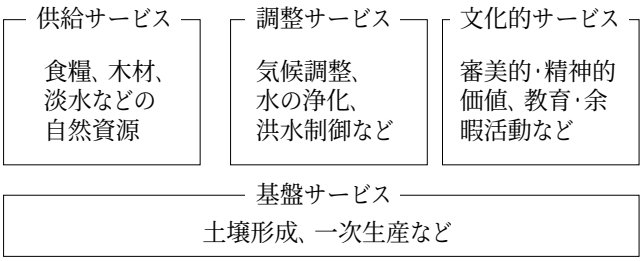
	主な背景	主な内容
C社 （外食産業）	・食の安全や持続可能な農業生産に努めることは、外食産業にとっての責務	・受粉用外来昆虫の使用禁止と駆除活動 ・畑・水田での減農薬と「生きもの調査」の実施
E社 （洗剤等メーカー）	・原料調達先であるアブラヤシのプランテーション拡大が熱帯雨林破壊の原因となることに対する、NGOや消費者によるバッシングや「不買運動」	・消費者への可能な限りの情報開示 ・環境NGO関係者との対話 ・野生動物の生息地をつなぐ「緑の回廊」の実施
M銀行 （金融機関）	・環境対策融資を40年以上続けてきた経緯から、2004年4月より「環境格付融資」をスタート	・生物多様性にかかわる項目を「環境格付」を行うための設問項目の一部として設置
R社 （海運業）	・2004年に国連機関が「バラスト水及び沈殿物の排出規制及び管理に関する条約」を採択	・バラスト水によって運ばれた海洋生物が移動先の生態系に影響を与えることを防ぐ、船舶用バラスト水処理システムの開発

（資料）環境省（2009）「生物多様性民間参画ガイドライン」
※本資料では、生物多様性に取組む企業の例として23社が紹介されている。

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

での社会的な課題については、これまでも論じられている（例えば、鷲谷・鬼頭編 2007）。これらで議論される内容は、そのまま企業が生物多様性に取組む上での課題・論点ともなりえるものであり、同時にこれまで企業による生物多様性への対応が遅れてきた理由ともいえるものである。以下では、上記の議論を参考に、企業が生物多様性に取組む際の課題・論点を挙げてみたい。

図表4．生態系サービスの種類



（資料）Millennium Ecosystem Assesment（2005）より作成

生物多様性に取組む上での課題

（1）「生物多様性」の理解

まず、生物多様性に取組む上で問題となるのが、生物多様性という概念自体が複雑で、理解するのが難しい点である。実際、生物多様性の概念が一般的に広く認知を得られているとは言いがたい。

生物多様性の科学的分析ツールである生態学は、「遺伝子」、「種」、「生態系」からなる生物多様性の「構造」を重視する学問である（Hunter and Gibbs 2007）（図表 3）。生物多様性の構造やその動態を分析するには、専門的・科学的な調査・分析能力と多くの時間が必要となる。

一方、社会が注目するのは、一般的に生物多様性の「機能」の側面である。生物多様性が保全されることは、食料、木材、淡水等の資源供給、気候の調整、教育・余暇活動の場の提供など、様々な「生態系サービス」を生み出す「機能」につながる（図表 4）。

図表3. 生物多様性の構造

生態系の多様性
種の多様性
遺伝子の多様性

企業は、「資源の持続可能な利用」という生物多様性の「機能（供給サービス）」を保全することを目指す場合が多いが、これは厳密にいうと生物多様性の保全とはいえない。例えば、森林を持続的に利用する仕組みを作ったとしても、その森林環境が在来種にとっては好ましくない生息環境であったり、地域固有の生態系の破壊につながっていたりということは往々にしてありえるためである。

つまり、生物多様性への取組みを標榜するためには、生態学・生物学的な専門知識をもとに、生物多様性の「構造」に基づいた保全事業を行う必要が出てくるが、企業や金融機関には時間や労力、費用の面での制約もある。このような生物多様性の理解の難しさは、企業が取組みを始める上でのネックになっていると思われる。

（2）連携体制づくり

生物多様性の保全に取組む際には、多くの人々との連携・協力が必要となる。前掲の図表 4 のように、生物多様性はさまざまな「生態系サービス」を持っている。その分、生物多様性の取組みを行う際には、NGO・NPO などの市民組織、地域住民、行政、教育機関など、それぞれのサービスに価値を置く、多くのステークホルダー（利害関係者）との間で連携が必要となる。また、科学者等との連携が必要な場合もあろう。

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

生物多様性の保全の取組みは、多くの場合はお互いにとってプラスの利益になるが、時には企業の価値観で生物多様性保全を行うことが、他のステークホルダーにとっての損害につながる場合もある。こうした場合には利害の相違する相手とも合意形成を進めていかなくてはならないため、大変な労力と時間が必要となる。連携の仕組みをうまく構築できるかは、生物多様性の取組みのうちでも大きな課題の一つだといえる。

(3) 目標設定と事業評価

企業が生物多様性の保全に取組む場合、目標設定が難しい。同じ環境問題の取組みでも、地球温暖化問題の場合は「CO_2を何%削減」というように量的な目標を立てやすいが、生物多様性への取組みは、単に生物種の数が多ければいいわけではなく、遺伝的な固有性や生態系の独自性など、質的な側面が重視されることが多いためである。

また、生態学には、生物多様性の状態は完全に把握する事ができないという「不確実性」の前提がある。そのため、生物多様性の保全は、取組みの効果をモニタリングし、その結果を取組みにフィードバックする「順応的管理（アダプティブ・マネジメント）」とよばれる手法で行われることが原則となりつつある。また、ステークホルダーとの合意形成の過程で取組み方針を次第に変化させることが重要な場合もある。つまり、生態系の状態やステークホルダーとの協議によって取組みの目標を変化させていくことが求められ、決まったゴールがないのが生物多様性への取組みの特徴だともいえる。

生物多様性への取組みの目標設定が難しいということは、その事業評価も難しいということである。生物多様性の状態やステークホルダー間の連携などは質的な問題であり、専門的知識が必要になる上、画一的な評価が非常に難しい。質的な取組みを評価するためには、多くの事例から相対的な評価を行うことも重要だが、現時点ではその事例自体も少ない。

こうした特徴は、企業にとって事業計画の立てにくさ、取組みのアピールの難しさ、融資の際の評価基準の設けにくさ等につながっており、生物多様性への取組みの普及を妨げていると思われる。

おわりに

COP10の開催を控え、生物多様性が大きな注目を集め始めていることは間違いなく、企業が生物多様性に取組むことへの社会的要請は、今後も着実に強まってくると思われる。しかし、企業が地域的・個別的に生物多様性の保全に取組む際には、以上のような課題があり、それらが生物多様性の保全の普及・拡大を妨げる要因となっている。

今後も生物多様性に係る動向を注視し、保全の取組み事例から課題への対応策を探る必要があるだろう。

〈文献〉

Barton, J. H. (1992) 'Biodiversity at Rio' *BioScience* 42(10): 773-776.

畠山武道・柿澤宏明編(2006)『生物多様性保全と環境政策』北海道大学出版会.

Hunter Jr., M. L. and J. P. Gibbs (2007) *Fundamentals of Conservation Biology*. Blackwell.

Millennium Ecosystem Assessment (2005) *Ecosystem and Human Well-being*. MA.

鷲谷いずみ・鬼頭秀一編(2007)『自然再生のための生物多様性モニタリング』東京大学出版会.

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

連　載

内部統制のいま＜第8回＞

内部統制報告制度と内部監査

矢島　格

内部統制報告制度では、企業側が作成した内部統制報告書を対象にした監査すなわち内部統制監査を、監査人（監査法人等）が実施することになっている。そして、この内部統制監査においては、企業側の内部監査部門が行なった業務結果の利用が想定されており、内部統制実施基準では、「監査人は、内部統制の基本的要素であるモニタリングの一部をなす企業の内部監査の状況を評価した上で、内部監査の業務を利用する範囲及び程度を決定しなければならない」と述べられている。

このような内部監査を利用できる前提は、従来からの財務諸表監査では必ずしもとられていなかったもので、内部統制報告制度への取組みがなされていくなかで、内部監査部門がより一層整備･拡充がなされていくという期待が、背景にあると考えられている。この期待どおりに内部監査部門の充実化が図られ、内部統制監査の実施にあたり、内部監査部門が行なった業務結果を利用する範囲が広がっていけば、これに対応して、内部統制監査の負荷・コストは低減していくことになろう。それだけでなく、内部監査部門の充実化はモニタリング機能の向上につながるのであるから、内部統制の不備も少なくなっていくだろう。つまり、内部監査部門の充実化は、内部統制報告制度の取組みの効率化および強化に資するのである。

具体例として、業務プロセスの運用状況評価（企業内で定められた手続・規則等が実際に定められたとおりに遵守されているかを判断する評価）の作業のなかで、最も手間がかかるとされるサンプリング方法による証拠の入手作業の場合を取り上げる。この作業は無作為抽出による一種の抜取検査であり、統計的な観点から一定の信頼度を得るため、統制上の要点（虚偽記載リスク低減のために中心的な役割を果たす内部統制）ごとに少なくとも 25 件のサンプル検査が必要とされている。この作業を、内部統制報告制度の取組みとして企業側で行なったうえに、さらに内部統制監査として監査人が行なうことになる場合に比べれば、企業側で行なった作業結果の一部でも内部統制監査で利用してもらうことによる負担の軽減効果は、心理面も含めて大きいことは明白であろう。

けれども、監査法人等の監査責任者を対象にして日本公認会計士協会が行なったアンケート調査によると、初年度（21 年 3 月期決算）の内部統制監査実施の際、内部監査の業務を利用しなかった割合は 38%近くにのぼっており、内部監査業務の利用は、まだ広がりが足りないような状況を示している（日本公認会計士協会（2009）参照）。

内部統制実施基準等では、監査人が内部監査の業務を利用するための要件として、内部監査部門が適切な専門的能力を備え、評価対象から独立し客観性を保っていること、さらには、評価作業の品質が適切であることが明示されている。内部監査部門をこれらの要件を満たす水準まで整備・拡充していくことが、内部統制報告制度が想定している考えを具現化する意味でも求められているのである。

【参考文献】日本公認会計士協会(2009)「平成 21 年 3 月期の内部統制監査に関するアンケート調査結果【概要】」『第 1 回内部統制報告制度ラウンドテーブル報告要旨集』
八田進二・町田祥弘（2007）『内部統制基準を考える』同文館出版

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　＜第 8 回＞

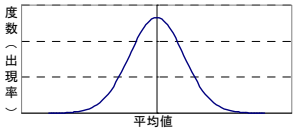
「平均値」、「中央値」、「最頻値」について

寺林　暁良

経済統計では、その統計を代表する値（「代表値」）の示し方が重要になる。今回は「代表値」として一般的である「平均値」、「中央値」、「最頻値」を説明する。

「平均値」

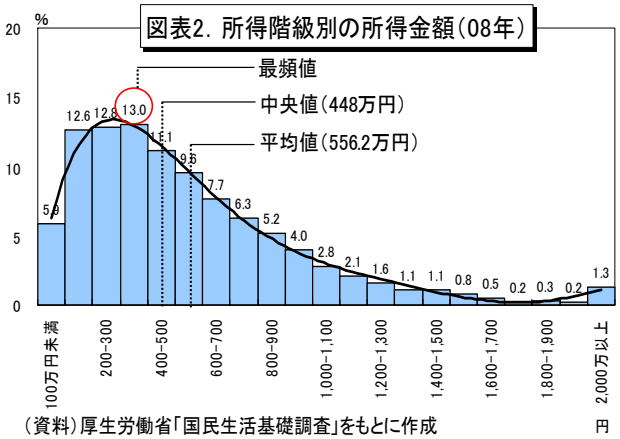
図表 1．正規分布曲線



「平均値（ここでは、算術平均値）」は、全てのデータを足し合わせ、足し合わせた数で割ることで求められる値である。

平均値は、計算が容易であり、図表 1 のような正規分布（左右対称のつりがね状の曲線を描くような分布）に従うような統計では利用頻度が高い代表値である。しかし、平均値には、極端な値（外れ値、異常値）の影響を強く受けるという欠点がある。例えば、08 年「国民生活基礎調査」の平均所得は 556.2 万円となっている（図表 2）。しかし、年収 2,000 万円以上には極端に大きな額が含まれ、それらが平均値を大きく引き上げている可能性がある。その場合、実勢よりも所得水準が高めになる点に注意すべきである。

図表2．所得階級別の所得金額（08年）



（資料）厚生労働省「国民生活基礎調査」をもとに作成

「中央値」

「中央値（中位数、メジアン）」とは、全てのデータを小さい順に並べた時に真ん中に来る値のことである。データが偶数の場合は真ん中 2 つのデータの平均値が中央値となる。

右に歪んだ分布を示す図表 2 のように、経済統計は必ずしも正規分布に従うわけではなく、外れ値も含んでいる。右（あるいは左）に歪んだ分布を持ち、外れ値を多く含むような経済統計では、中央値のほうがデータの特性をつかみやすい。

前述の「国民生活基礎調査」における所得金額の中央値は 448 万円である。平均所得と比較すると 100 万円以上低い値であるが、所得水準等の場合、中央値のほうが社会の実勢により近いとみなされる場合が多い。例えば、OECD の相対的貧困率の定義は、「等価可処分所得 (注) の中央値の半分に満たない世帯員の割合」とされ、中央値が重視されている。

中央値の欠点はデータ量が膨大な場合並べ替えることが困難なことであるが、現在はパソコンの使用によって、並び替え作業も容易になっている。

(注) 世帯の可処分所得を世帯人員の平方根で割って調整した所得。

「最頻値」

データの出現率が最大の値を「最頻値（モード）」という。最頻値も中央値と同様、外れ値の影響を受けないという利点があるが、出現率の高い値が複数ある場合は最頻値を一つに決められないことが欠点である。

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