

潮 流

苫小牧信用金庫の地域貢献活動

常務取締役 鈴木 利徳

今年の 8 月、素晴らしい地域貢献活動を行っている信用金庫に出会った。北海道の苫小牧信用金庫である。苫小牧市は人口約 17 万人、道内 5 番目の中核都市であり、道内一の工業港を有している。明治末期から盛んであった製紙業に加えて、昭和の高度経済成長期には大規模工業基地として開発され石油コンビナート、自動車関連企業も数多く進出している地域である。

筆者が驚いたのは地域貢献活動のその多彩さである。地域の若手経営者を育成するための「とましん創生塾」を開講・運営し、これまで延べ 161 名の塾生が卒業している。平成 21 年からは札幌信金、旭川信金と連携し 3 金庫合同で若手経営者のためのセミナー、企業視察、異業種交流会の開催を行うなど活動の裾野を拡げている。

地元の大学等との産学連携にも積極的であり、平成 17 年には苫小牧駒澤大学、苫小牧工業高等専門学校と、18 年には室蘭工業大学と産学連携の協定を締結し、公開講座や子供ものづくり教室などを共催している。

また、経産省の委託事業である地域力連携拠点事業のパートナー機関として参画し、農商工連携や創業、事業承継などを支援している。その他、苫小牧信金のホームページを活用して地域企業が自社 PR や販売促進の情報発信を行う「ビジネス交流ネットワーク」にも取り組んでいる。

さらに、昭和 63 年からは管内の景気動向を取りまとめた唯一の経済調査誌「とましん景況レポート」を発行し、取引先企業への情報提供に努めているとともに、平成 21 年には苫小牧信金創立 60 周年を記念して、地域経済の活性化を図るために「苫小牧市の活性化への提言―市内の産業構造変革への挑戦―」を取りまとめ、市、商工会議所等関連機関に幅広く公表した。

金融教育への取り組みも活発であり、町内会・老人会向けの金融教室、振り込み詐欺等金融犯罪防止セミナー、小中学校向け金融教室の開催などに加えて、冬休みには親子金融探検隊を開講し、本店内の見学、札勘体験などを通じて信金の仕事に親しんでもらう企画も取り入れている。

地域社会の高齢化に対しては、全役職員が厚生労働省の「認知症サポーター養成講座」を受講し、認知症の方への接し方などを学ぶとともに、各営業店窓口には高齢者や障害のある方々の取引手続きを円滑にするための「コミュニケーションボード」を設置し、高齢者等に配慮した接客を工夫している。また、融資面では介護支援ローン「いたわり」、シルバーライフローンなどの商品を開発している。

環境問題にも前向きに取り組んでおり、①金庫施設内の省エネルギー化宣言、②地球温暖化対策推進国民運動への参加、③全国植樹祭や森づくりフォーラムへの協賛・参加、④分収育林契約による森林資源の保護育成、⑤役職員とその家族のボランティアによる海岸の清掃など、役職員の家族も参画する形で環境活動を推進している。

その他にも、教育・文化振興のために著名人を講師とする経済文化講演会を年 3～5 回、顧客への感謝を込めて一流の歌手を招いての盛大なコンサートを年 1 回開催している。

地域の金融機関としての強い自覚がこのような多彩な地域貢献活動を支えているといえよう。「地域貢献活動を『地域社会の一員としての本業』としてとらえている。地域が限定されているからこそ我々信金は生き残れる」と語った窪田会長の言葉が忘れられない。

情勢判断

国内経済金融

年度下期はマイナス成長に陥る可能性も

～「円高・株安・長期金利低下」基調はひとまず一服～

南 武志

要旨

世界経済の回復テンポの鈍化や、耐久消費財の刺激策購入支援策の効果一巡や反動減、さらには15年ぶりの水準まで進行した円高などにより、国内景気は足踏みし始めている。大幅な金融緩和措置や新興国経済の底堅さなどもあり、景気の水準自体は大きく落ち込むことはないだろうが、10年度下期にかけてマイナス成長に陥るなど、軽い調整局面を通過するとみられる。物価に関しては、依然として需給ギャップが大きく乖離していることから、下落状態が続いており、デフレ脱却時期を見通せる状況にはない。

なお、内外の金融市場では、米国の大幅な金融緩和策(QE2)発表後、一部の米国経済指標の持ち直しもあり、円高・株安・長期金利低下には一応の歯止めがかかった。とはいえ、欧米金融システムの不安定さが残る中、円高圧力はなかなか解消しないだろう。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年 / 月 項 目		2010年		2011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 (%)		0.089	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1
TIBORユーロ円(3M) (%)		0.335	0.30～0.35	0.30～0.35	0.30～0.35	0.30～0.35
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 (%)	1.125	0.85～1.20	0.80～1.15	0.80～1.20	0.85～1.25
	5年債 (%)	0.420	0.30～0.48	0.25～0.43	0.25～0.45	0.30～0.50
為替レート	対ドル (円/ドル)	83.4	78～88	80～92	80～92	82～95
	対ユーロ (円/ユーロ)	114.6	100～120	100～125	105～130	110～135
日経平均株価 (円)		10,115	10,000±1,000	10,000±1,000	10,250±1,000	10,250±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2010年11月22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

2009年春以降、景気の持ち直しを続けてきたわが国経済であるが、夏場にかけて、エコカー・家電に対する消費支援策の効果一巡、米国・中国など世界経済の拡大スピードの減速、さらには急激な円高進行などによって、足踏みが意識されるようになってきた。

一方、11月15日に発表された7～9月期のGDP第一次速報によると、経済成長率は前期比0.9%(同年率3.9%)と、巡

航速度(潜在成長力)を上回る、高めの伸び率を達成した。内容的に、これまで景気を牽引してきた輸出の減速感が明確になる半面、猛暑による季節商品の販売好調やエコカー購入補助金制度の期限切れやたばこ税率引上げを前にした駆け込み需要などで民間消費は同1.1%と高い伸びを確保。そのほか、民間住宅投資、民間企業設備投資も同プラスで推移するなど、表面的には民間最終需要の回復(前期比1.1%、前期比成長率への寄与度

0.8%pt)が目立った。

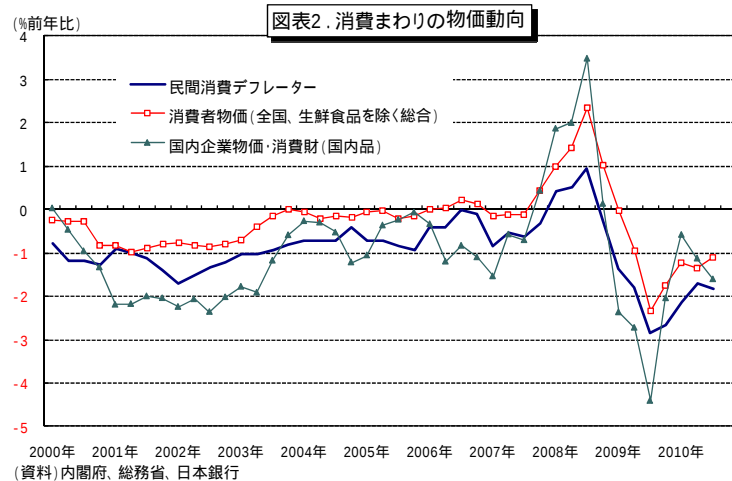
とはいえ、9月分以降の消費関連指標には自動車販売が不振に陥ったことが判明するなど、反動減も出ている。生産面においても、自動車製造業の他業種へ高い生産波及効果による悪影響が当面続くことが懸念されている。海外経済の回復テンポの鈍化と合わせ、年

度下期にかけて景気が軽い調整局面入りする可能性が高まっているといえるだろう(2010～12年度の経済見通しについては、本誌の該当レポートを参照のこと)。

一方、物価については、代表的な全国消費者物価(生鮮食品を除く総合)が前年比▲1%前後の下落が続くなど、なかなかデフレから脱却できる展望が描けずにいる。資源・エネルギー関連といった川上分野での価格上昇圧力がだいが緩和してきたほか、国内の需給環境としても需要不足状態が大きく残っていることが背景にある。なお、10月以降は食料品値上げやたばこ税増税によって物価下落率が縮小する場面もあるものの、11年度内に物価上昇率がプラスに転換するのは困難と思われる。

金融政策の動向・見通し

脱却がなかなか見通すことができないデフレ、持続的な円高圧力、さらには夏場にかけて浮上してきた景気失速懸念も加わり、日本銀行に対して追加的な金融緩和措置を求める意見が強まっていた。これに対し、日銀は8月30日には臨時金融政策決定会合を開催し、固定金利オペの拡充(新たに期間6ヶ月物を約10兆円



導入)を決定したほか、9月中旬に6年半ぶりに実施した為替介入(円売りドル買い)に際しては、その介入資金をとりあえず市場に放置する(非不胎化)方針を示すなど、一定の緩和努力を続けてきた。さらに、10月4～5日の金融政策決定会合では、政策金利(無担保コールレート翌日物)の誘導目標の変更(0～0.1%)、時間軸の設定(「中長期的な物価安定の理解」に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで今回の政策を原則継続)、5兆円規模の資産買入基金の創設、といった思い切った追加緩和策を決定、日銀は「包括緩和」と命名した。

包括緩和策の中身を見ていくと、補完当座預金制度の適用利率と固定金利方式・共通担保資金供給オペの貸付利率を0.1%に据え置いたこともあり、導入後1ヶ月が経過しても政策金利は0.09%前後での推移を続けるなど、低下幅は限定的である。一方、利上げのための条件が厳しいものとなったことで、かなり長めの時間軸が設定された可能性が高く、今後の景気・物価情勢の展開によっては、ターム物金利や短期ゾーンの国債利回りの一段の低下を通じて、イールドカーブ全

体が一段と低下する可能性があるといえるだろう。

前述の通り、年度後半にかけて景気の失速懸念が強まる可能性を考慮すれば、今後とも日銀は追加緩和策を検討・実施していくものと予想する。その場合には、白川総裁自ら、日銀の「次の一手」として今回導入された資産買入基金の拡充を指摘していることもあり、これが柱になる可能性が高いだろう。

市場動向：現状・見通し・注目点

夏場にかけて世界的に「質への逃避」的な行動が強まり、日本円や国内金融市場が資金の一時的な逃避先となる状況が続く、「円高・株安・金利低下」という様相が強まった。これに対し、日銀は8、10月と金融緩和措置を講じたほか、政府は9月には為替介入に踏み切った。しかし、その後も米国での追加金融緩和期待を背景に、円高圧力は解消せずじまま。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

債券市場

長期金利（新発10年物国債利回り）は新年度入り直後から緩やかな低下傾向を辿った。わが国の財政状況は見方によってはギリシャなどよりも厳しいものの、世界的に経済・金融情勢の不透明感が高まったことにより、投資家の「質への逃避」的な行動が強まっていることに加え、貸出が伸び悩むなど運用難に苦しむ国内投資家の消去法的な国債購入スタンスも金利低下を後押しした。

一方、8月下旬から9月上旬にかけて、



民主党代表選に伴い財政赤字拡大懸念が再び意識されたことで、長期金利は一時的に1.2%弱まで上昇する場面もあったが、結局は財政健全化を志向する菅首相の圧勝に終わったことや、9月の米FOMC後に円高圧力が再び高まったこともあり、長期金利も再度低下傾向を強めた。さらに、日銀の包括緩和策導入後には長期金利は0.8%台まで低下した。なお、最近では、円高圧力の緩和や米国における第三弾の金融緩和措置(QE3)の可能性が遠のいたとの見方が強まったこともあり、長期金利は上昇に転じ、1.1%前後での展開となっている。

基本的に国内最終需要の本格回復に向けた動きは鈍いままで、物価も当面は下落が続くとの予想が定着していること、日銀がさらに金融緩和措置を講じる可能性があることなどを踏まえれば、長期金利は再低下する可能性は強いだろう。もちろん、日本国債(JGB)格下げの可能性も含めて、世界的に財政危機に対する警戒感は依然として根強いことから、折に触れて神経質に金利が変動する場面は十分想定しておく必要があるだろう。

株式市場

日経平均株価は5月以降、弱含みでの

推移が続いた。特に、夏場にかけては世界的な景気減速懸念の強まりやそれに伴う円高進行によって一時 9,000 円を割り込むなど、一段の下げ基調となった。その後は、日銀による追加金融緩和の発表や小沢前幹事長の民主党代表選出馬などを材料に持ち直す場面もあったが、基本的には 9,000 円台でのみ合いが続いた。一方、11 月中旬にかけては、米国での金融緩和措置 (QE2) や同じく米国の経済指標の好転などから持ち直しの動きも散見され始め、ようやく 1 万円の大台を回復した。

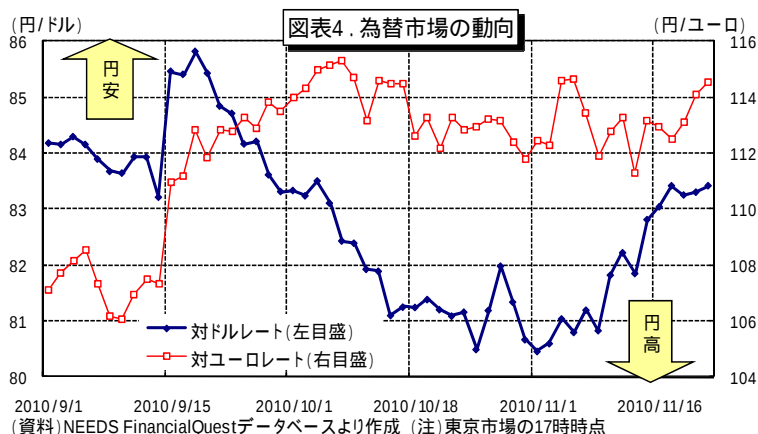
今しばらくは、海外情勢に対する思惑が相場動向を左右すると見られるほか、国内のデフレ継続や円高リスクによる企業業績への下押し圧力も意識され、株価の上値が重い展開が続くものと思われる。

外国為替市場

夏場にかけて、一部欧州諸国の財政危機への警戒感、米国経済の減速懸念やそれに伴う追加金融観測などから、世界的に投資家のリスク回避的な行動が強まった結果、消去法的な円買い圧力が高まった。このうち対ドルレートは 9 月中旬に一時 1 ドル = 82 円台と約 15 年ぶりの水準まで円高が進行したことから、政府は

9 月 15 日には約 5 年半ぶりの円売り介入に踏み切り、日銀も介入資金を含めた潤沢な資金供給努力を行うと表明した。介入後、一時的に円高圧力は弱まったが、その効果は長続きせず、10 月中旬から下旬にかけては 80 円台まで円高が進行している。なお、11 月 2～3 日の米 FOMC において米国版の量的緩和第二弾 (QE2) の決定後は、当面の材料出尽くし感やさらなる緩和措置 (QE3) の可能性は薄いとの見方も浮上したことから、円高進行に一服感も見られている。

野田財務相は必要であれば為替介入する方針を表明し続けているが、G7 や G20 といった国際会議を前に、人為的な為替操作に対する批判が高まったこともあってか、なかなか 2 回目の為替介入に踏み切ることができなかった。実際、11 月 11～12 日に韓国ソウルにて開催された主要 20 ヶ国・地域首脳会合 (G20 サミット) では、通貨安競争の回避と各国の経常収支不均衡を是正するための参考指針の策定目標 (11 年前半まで) を盛り込んだ首脳宣言を採択したが、経常収支黒字国である日本が自国通貨安につながるとして国際的な批判を浴びかねない為替介入を行うことは事実上困難となったと見る向きも少なくない。



先行きは、欧米の金融システムに対する不安がまだ燦々しているほか、米FRBによる大幅な追加緩和措置 (QE2) の効果が今後浸透する可能性を踏まえれば、当面は円高圧力が根強く残ったままでの展開が続くだろう。

(2010.11.24 現在)

情勢判断

海外経済金融

米 FRB、大幅緩和策導入

田口 さつき

要 旨

11 月の連邦公開市場委員会（FOMC）では 2011 年の第 2 四半期までに 6,000 億ドル（月にして 750 億ドル）の残存期間が長めの国債を買い増すことが決定された。これにより、FRB の総資産残高はリーマン・ショック前の約 3 倍に増大する可能性がある。しかし、追加金融緩和がドル安やインフレなど歪みをもたらすという見方もあり、金融市場は FRB が国債購入額を減額する方向で見直すという観測も浮上してきた。

11 月の決定

11 月の米連邦公開市場委員会（FOMC）では、連邦準備理事会（FRB）は、景気の回復ペースを強め、（FRB に課せられた雇用の最大化と物価の安定という）2 つの責務を達成する状況に対応するインフレ率まで戻すため、追加金融緩和に踏み切った。その内容は、2011 年の第 2 四半期までに 6,000 億ドル（月にして 750 億ドル）の残存期間が長めの国債を買い増すというものであった。

また、ニューヨーク連銀は、政府機関債とその発行するモーゲージ担保証券（MBS）の期限前償還の再投資分が同期間で 2,500～3,000 億ドルと予想し、追加金融緩和分と合わせて 8,500～9,000 億ドル（月にして約 110 億ドル）の国債購入が必要と見込んでいる。そして、図表 1 のように中期ゾーンを中心とした購入計画を発表した。

なお、9 月の FOMC で議論されていた期

待インフレ率を高める戦略については、声明文では触れられていなかった。

改めて出口戦略との関係を考える

一方、棚上げされている格好の出口戦略との関係を今一度確認してみよう。2010 年の春には、FRB は、緊急流動性対策により膨れ上がった 総資産残高と 超過準備の縮小、そして、MBS 等が大部分を占める資産構成を正常化させるという出口戦略を検討していた。今回の決定で、¹⁾ は、後退したと考えていいだろう。例えば、²⁾ の総資産残高は最大でリーマン・ショック前の約 3 倍に増大する可能性がある。

一方、³⁾ については、MBS 等は前述のニューヨーク連銀の期限前償還についての予想を考慮すると、総資産残高に占める割合は 11 月 3 日現在の 53.2% から約 3 割に縮小する。その一方、長期国債

図表1 今後のFRBの残存期間別国債購入計画

残存期間ごとの国債							TIPS
1.5年超2.5年以内	2.5年超4年以内	4年超5.5年以内	5.5年超7年以内	7年超10年以内	10年超17年以内	17年超30年以内	1.5年超30年以内
5%	20%	20%	23%	23%	2%	4%	3%

Federal Reserve Bank of New York資料より作成

は17.2%から約5割となり、FRBの保有する資産の構成が大きく変化する。ただし、MBS等の残高は依然大きい。

再度出口戦略が検討される場合、長期国債の取り扱いが焦点となるとみられるが、財政政策との兼ね合いもあり、なかなか売却という手段を取り難いと思われる。おそらく、図表1のとおり、追加購入される国債の多くは、償還が7年以内に到来するため、償還まで保有し、再投資するかどうかを経済状況に合わせて調節していくと考えられる。

ただし、金融市場にはインフレリスクが高まった場合、FRBは機動的に対応できないと見る向きもあり、改めて購入規模とインフレリスクについて関心を向け始めた。

FOMC メンバーの発言

11月のFOMC後の同メンバーの発言によると、バーナンキ議長やニューヨーク連銀のダドリー総裁などは、国債購入がインフレを引き起こすことに否定的である。これに対し、ウォーシュ理事は、現在のドル安や商品価格の急上昇などがインフレを引き起こす場合、追加金融緩和を見直すだろうという内容の発言をしている。同時に、FRBが債券市場でプライステーカーよりもプライスメーカーとなることにより国内外で歪みをもたらすという懸念にも言及している。このように追加金融緩和が金融市場に与える影響に慎重な見方をするメンバーがいたことから、「FOMCはこれから入ってくる情報に照らして国債購入のペースや規模を見直し、調整する」ことが声明文に明記されたのだろう。

金融市場の反応と経済指標

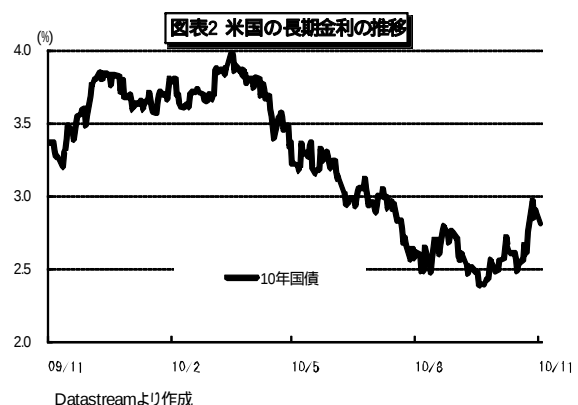
FOMC直後は追加金融緩和の決定を受けて、株高・債券高（長期金利の低下）の展開となった。

その後、中間選挙での共和党の躍進から医療保険改革の後退などにより企業負担が軽減するとの予想が高まったことや11月の雇用統計で非農業部門雇用者数（除政府部門）が4カ月連続で10万人超の増加となったこと、小売売上高も増加基調が続いていることから景気に悲観的な見方が後退した。このため、長期金利は11月中旬には2.9%まで上昇した。

直近は、前述したように追加金融緩和がドル安やインフレなど歪みをもたらすという見方も強まり、金融市場はFRBが国債購入額を減額する方向で見直すことも織り込んできており、長期金利はボラタイルな動きとなっている。

例年、この時期の注目材料となっているクリスマス商戦については、前述のとおり、雇用が緩やかに改善していることにより雇用者所得の増加も続いているため、昨年を上回る見通しがでている。ただし、一部の家電については、今春の景気刺激策で需要が先食いされたこともあり、不調との見方もでている。

（10.11.24 現在）



今月の情勢 ～経済・金融の動向～

米国経済

米国では11月2～3日に米連公開市場委員会（FOMC）が開催され、2008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%）を当面維持する方針が示された一方、11年6月末までに6,000億ドルの国債買い入れを行うとの追加金融緩和策を発表した。8月のFOMCで発表された政府支援機関債やMBSの償還金による国債への再投資策と合わせると、9,000億ドル規模となる。米国経済指標では、10月の雇用統計の非農業部門雇用者数が前年比15.1万人の増加と事前予測（同8.0万人：ブルームバーグ社）を上回った。また、7～9月期の実質GDP成長率（改定値）は、前期比年率2.5%と5四半期連続の増加となった。

国内経済

日本では7～9月期の実質GDP成長率（一次速報）は、前期比0.9%、同年率3.9%と4四半期連続で増加した。また、9月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前月比▲10.3%と、4ヵ月ぶりに減少したものの、7～9月期を通じては前期比9.6%と内閣府事前見通し（同0.8%）を大幅に上回った。ただし、先行き10～12月期は同▲9.8%と減少する見通しとなっている。一方、9月の鉱工業生産指数（確報値）は、前月比▲1.6%と4ヵ月連続で低下した。製造工業生産予測調査によれば、10月は前月比▲3.6%と低下が見込まれるものの、10月は同1.7%と上昇に転じるとの見込み。

日銀の金融政策

日銀は10月4～5日の金融政策決定会合で、政策金利を0.0～0.1%へと実質的に引き下げ、時間軸を設定するとともに、5兆円規模の資産買入基金を設置するという「包括緩和策」を発表した。また、当初予定の11月17～18日から前倒しされた4～5日の同会合では、政策金利の据置きとともに、資産買入等基金規模（合計35兆円程度）の据置きを決定した。

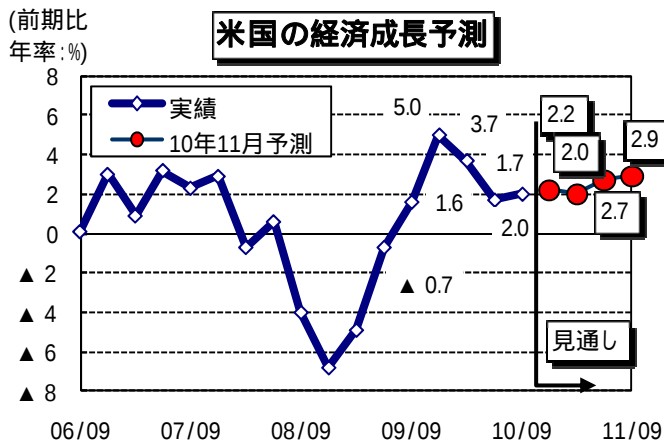
株価・金利・為替

日経平均株価は、円高進行への警戒感から弱含みが続いたが、円高の一服や11月2～3日のFOMCで追加金融緩和策が発表されたことなどをを受けて上昇し、11月中旬は9,800円前後で推移。直近は今年6月中旬以来となる1万円台を回復した。長期金利（新発10年国債利回り）は、円高の進行や海外経済の減速懸念のなかで投資家の「質への逃避」が強まり、10月中旬までは0.8%台での推移となった。その後は、米国で株高・債券安の動きが加速したことや、円高一服などから国内株価も上昇に転じたことから上昇基調となり、直近は1.1%台に達している。外国為替市場（ドル円相場）は、9月15日に日本政府が円売り・ドル買いの為替介入を実施したことから、1ドル＝85円台まで値を戻したものの円高進行は止まらず、10月末から11月上旬にかけては1ドル＝80～81円台でもみ合った。しかし、米国で株高・債券安が進んだことなどをを受けて、直近は1ドル＝83円台まで円安方向に振れている。

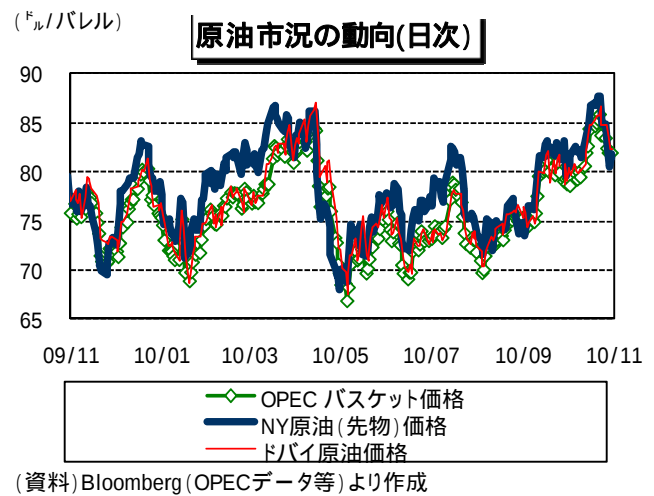
原油価格

ニューヨーク原油先物（WTI期近）は、実需を主な背景として11月上旬～中旬に1バレル＝87ドル台まで上昇した。しかし直近は、中国のインフレ対策観測が強まったことなどから下落に転じ、1バレル＝80ドル前後となっている。（10.11.22現在）

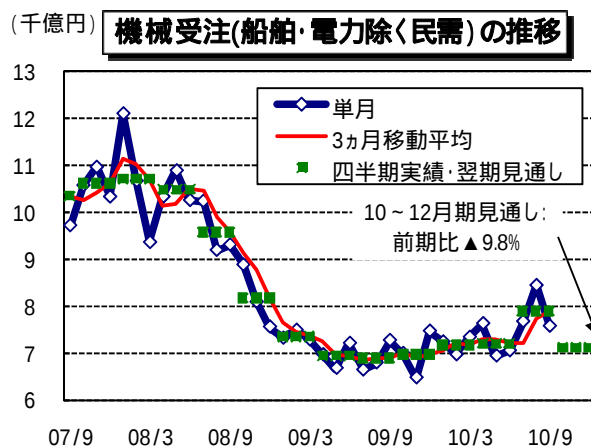
内外の経済金融データ



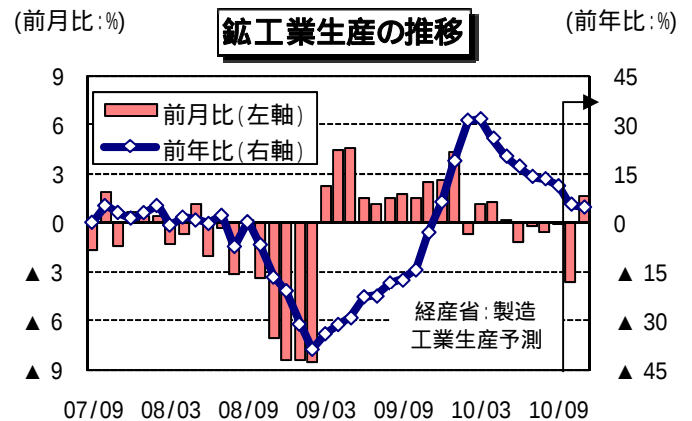
(資料) Bloomberg (米商務省) データより作成
(注) 見通しはBloomberg社調査



(資料) Bloomberg (OPECデータ等) より作成

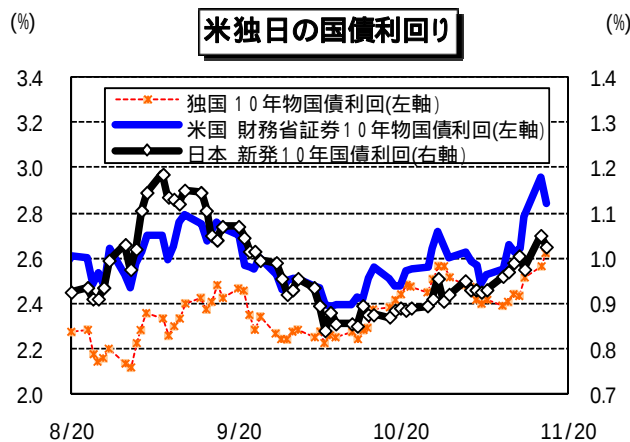


(資料) 内閣府「機械受注」より作成

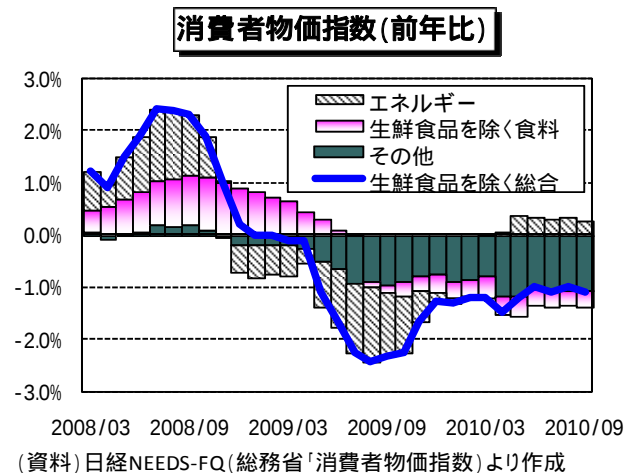


(資料) 経済産業省「鉱工業生産」より作成

(注) 予測は、製造工業生産予測調査の当月見込みと翌月見込みの季節調整済み増加率



(資料) Bloomberg データより作成



(資料) 日経NEEDS-FQ(総務省「消費者物価指数」より作成

(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)



(株)農林中金総合研究所

2010年11月18日

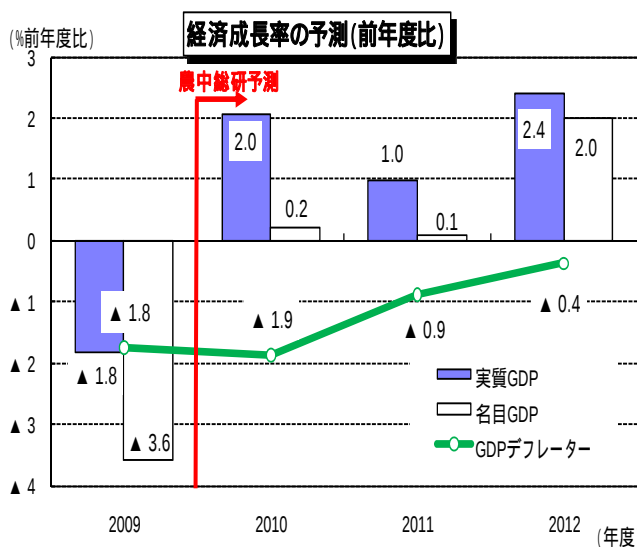
2010～12年度経済見通し

2010年度下期には軽微ながらも景気の調整局面へ

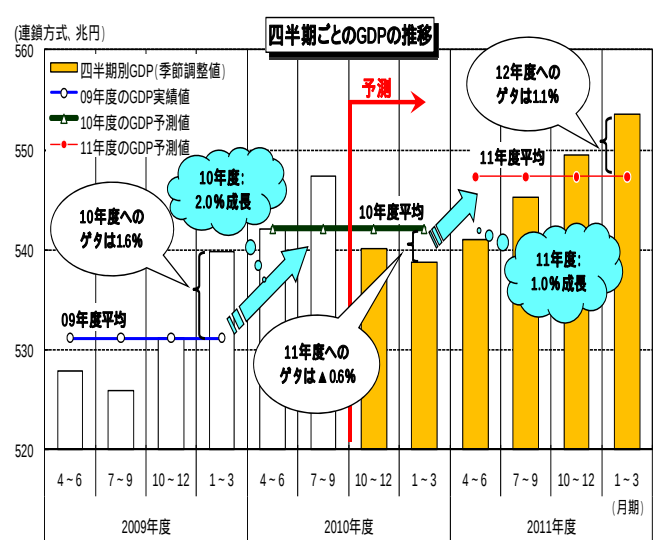
～10年度:2.0%、11年度:1.0%、12年度:2.4%と予測～

2009年春以降、持ち直し基調を続けてきた国内景気であるが、消費刺激策の終了に伴う反動減、世界経済の回復テンポの鈍化や急激に進行した円高による輸出の減速などを受けて、足踏み状態に陥っている。当面は、自動車、家電製品など耐久財を中心に消費の落ち込みが考えられるほか、11年半ばまで世界経済の成長減速が続くことに伴う輸出低迷などから、10年度下期にかけて国内景気は軽い調整局面を迎えることになるだろう。

一方、日本銀行は10月に、ゼロ金利容認、時間軸の再設定、5兆円規模の資産買入基金の創設からなる「包括緩和策」を導入し、11年度内のデフレ脱却に向けた努力をしてきた。しかし、大きく乖離したマクロ的な需給ギャップを解消するほどの力強い成長は期待できないため、12年度についても物価下落状態は残るものと見込む。今後とも、日銀に対してはさらなる緩和措置が求められるものと予想される。



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」より農中総研作成・予測



(資料)内閣府「GDP速報」より作成 (注)2010年7～9月期までは実績、それ以降は当総研予測

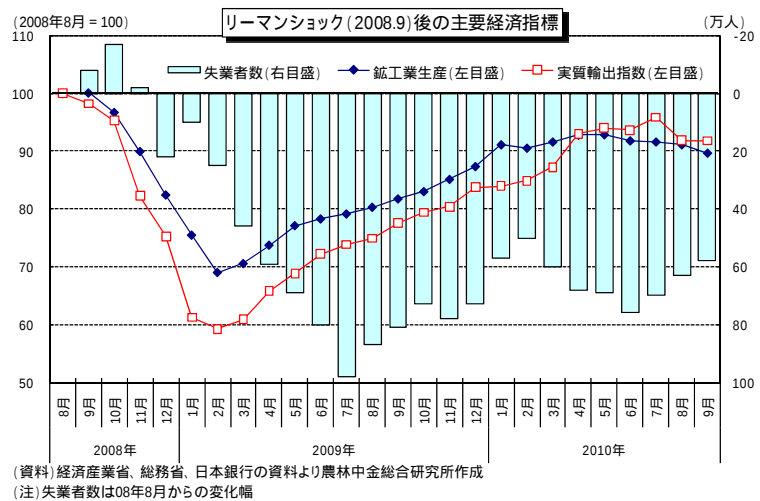


1. 景気の現状:

(1) 日本経済の現状 ～ 意識され始めた景気後退リスク

リーマン・ショック(2008年9月)を契機に発生した世界経済・金融危機によって大打撃を受けたわが国の景気であるが、内外のさまざまな財政金融政策の効果により、09年春には底入れし、その後も概ね緩やかな持ち直し基調を続けてきた。しかし、マクロ的な需給バランスは依然として大幅に崩れたままであり、物価下落状態が長引いている。

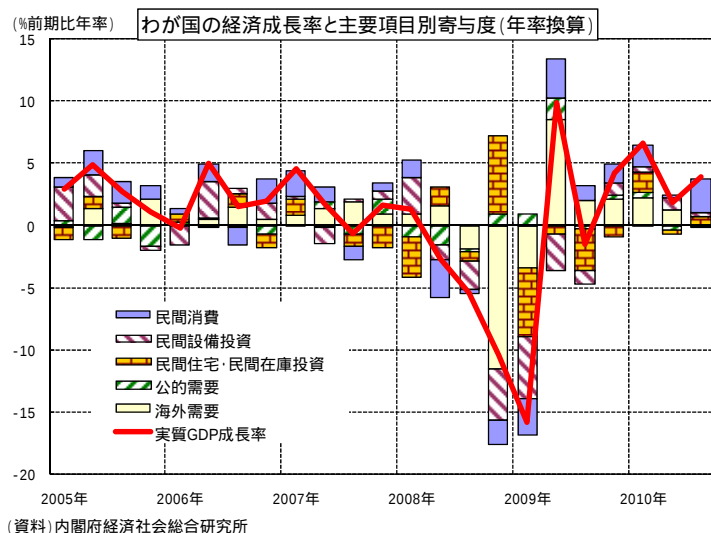
こうしたなか、円高が進行、約15年ぶりの高値水準で推移し続けているほか、米国経済の回復の鈍さ、中国における景気過熱や不動産バブルの抑制策による巡航速度への成長減速、さらにはこれまでの景気持ち直しを牽引してきた耐久財消費刺激効果の一巡などから、夏場以降、国内景気の回復テンポが鈍化し始めた。政府は「このところ足踏み状態」、日本銀行も「改善の動きに一服感」と、景気の現状認識を相次いで下方修正するなど、持ち直し局面が変調したことが見て取れる。実際、このところ発表される経済指標のなかでも、特に重視されている輸出や生産といった、国内景気の牽引役と受け取られている指標の悪化が気になるところである。景気動向指数の先行CIが4月をピークに低下していることも気がかりである。



(2) 特殊要因により成長加速が見られた7～9月期 GDP 速報

こうしたなか、11月15日に発表された7～9月期のGDP第1次速報によれば、実質GDP成長率は前期比0.9%、同年率換算3.9%と、4四半期連続のプラス成長となったほか、一旦は回復テンポが鈍った4～6月期(同0.4%)から加速がみられた。

内容的には、これまでの景気持ち直しの牽引役であった輸出の減速感が強まるなか、エコカー購入補助金制度の期限切れを前にした駆け込み需要、たばこ税増税前の買い溜め、猛暑による季節商品の売行き好調、などによる民間消費の好調さが高めの経済成長率達成の立役者となった。そのほか、出遅れていた民間住宅が住宅エコポイント制や住宅ローン金利の優遇策などで前期比プラスに転じたほか、本来あるべき水準を下振れた状態が続いている民間企業設備投資

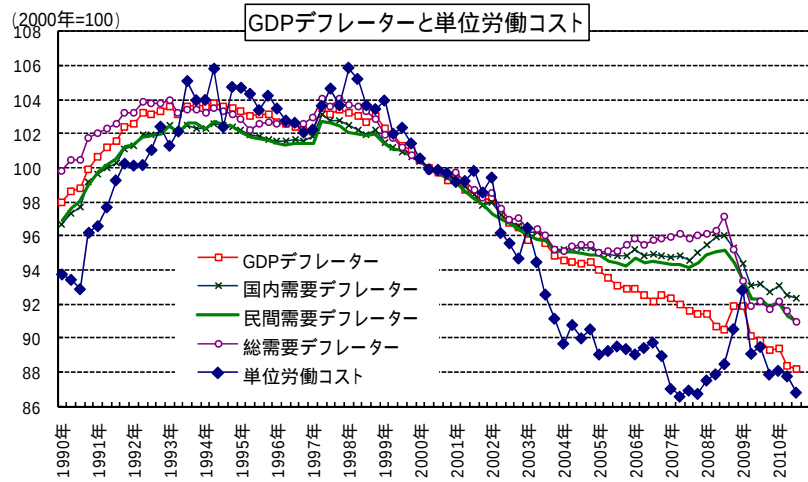




(株)農林中金総合研究所

資も回復が続くなど、全体としてみれば民間最終需要の堅調さも見て取れる。

一方、一国のホームメイドインフレを表す GDP デフレーターは、需給バランスが依然として大きく崩れていることを反映して前年比 ▲2.0%と6四半期連続の下落で、かつ4～6月期(同 ▲1.8%)から下落幅が拡大した。民間住宅、公共投資を除き、国内最終需要の各デフレーターは軒並みマイナスが続いている。また、季節調整後の前期比も ▲0.2%と2四半期連続の下落となった。



新興国経済の底堅さやドル安などの影響から、このところ国際商品市況がじり高気味に推移しており、輸入物価も上昇しているが、国内の付加価値生産セクターにおける価格転嫁は不十分なままであり、交易条件の悪化が企業業績に悪影響を及ぼし続けている。また、民間消費デフレーターは前期比 ▲1.8%と8四半期連続での下落となるなど、消費関連の需給バランスが崩れたままであることを示しており、なかなか上昇に転じる様相を見せない。注目の単位労働コストは前年比 ▲3.3%と4四半期連続のマイナス(下落率も拡大)である。

今回の GDP 速報の評価としては、力強い経済成長率を達成したとはいえ、あくまで一時的な要因によるもので、身の丈に合ったものではないのは万人が認めるところであろう。今後はその反動減がどれだけ出るのが焦点である。単に「足踏み 踊り場」で済むのか、軽度とはいえ後退局面入りするのか、微妙な状況となりつつあると思われる。

なお、今回の GDP 成長率は潜在成長率(年率 1%程度と想定)を大きく上回ったこともあり、GDP ギャップは縮小したとみられる。しかし、後述する通り、10 年度下期には景気足踏みが続くことなどを前提とすると、依然として大きなデフレギャップが残ることから、政府や日本銀行が目標とする 11 年度内のデフレ脱却(消費者物価前年比のプラス転換)は極めて困難と言わざるを得ない。



2. 予測の前提条件:

(1) 経済・財政政策

菅内閣の経済政策運営

2009 年総選挙による政権交代後、わずか 8 ヶ月で退陣した鳩山内閣の後を受けて、6 月に菅内閣が発足したが、消費税増税など財政再建路線を強調して戦った参院選では連立与党が大敗、衆参のねじれ現象が約 1 年ぶりに再現するなど、政策運営が困難な事態に陥っている。その後、実施された民主党代表選では、総選挙で掲げたマニフェストの完全実施を主張した小沢前幹事長を退けたことで、就任当初に掲げた「強い経済、強い財政、強い社会保障を一体的に実現していく」ことをベースとした政策運営スタンスは当面は続くものと思われる。なお、こうした経済政策の理念の背景には、マクロ経済全体の需要不足状態を解消するために、増税することで得た資金を政府部門がうまく支出することで、経済全体が活性化し、結果的に財政再建が進む、という発想があるとされるが、その切り札とされる消費税の増税は当面は凍結された可能性が高い。そのため、菅内閣は、基本的には、公務員人件費や国会議員歳費などの削減努力や、バラマキとの批判も多い 09 年総選挙におけるマニフェストの修正が求められるが、それ以外にも名目成長率を引き上げることで税の自然増収を図るという視点も不可欠である。この名目成長率の引上げに関しては、デフレからの早期脱却が鍵を握るものと思われるため、今後とも日本銀行に対する緩和要請は続くだろう。

一方、ギリシャを筆頭とするユーロ圏周辺国（アイルランド、ポルトガル、スペインなど）を中心に財政バランスの大幅悪化への懸念が強まっている。日本を含め、各国とも民間最終需要の自律的回復が本格化した暁には、速やかに出口戦略（財政再建路線）に踏み切る必要があるが、世界経済は全般的にこれまで打たれた経済政策効果の浸透によって景気持ち直しを続けてきた面もあり、現時点で出口戦略に踏み出すのは時期尚早といえる。そういう面で、共通通貨ユーロの信認回復のために、財政再建路線を採用したユーロ圏諸国の今後の展開は気がかりである。

とはいえ、長期金利の無用な跳ね上がりを抑えるという面では、中期的な財政健全化に向けた道筋を示すことも重要であろう。ちなみに、経済成長と財政再建との両立に向けては、経済的な因果関係や優先度を考慮すれば、(1) デフレからの完全脱却、(2) 聖域なき歳出抑制、(3) 増税措置、という順番でやらなければ、財政健全化そのものを続けることは困難と思われる。

円高・デフレに対する対応

一方、政府は円高進行や前回 4～6 月期の GDP 速報の発表後、国内景気の減速感が強まったのを受け、政府は経済対策の検討に入った。基本的に「3 段構え」の対応を念頭に置いており、経済・雇用動向に即した措置に万全を期す方針を示している。具体的には、(1) 10 年度予算における予備費の活用（約 0.9 兆円）、(2) 09 年度予算の剰余金や 10 年度の税収上振れ見込みなどを財源とした補正予算編成（予算規模は約 4.4 兆円）、1 兆円程度の「元気な日本復活特別枠」などを盛り込んだ 11 年度予算の迅速な成立・実施、となっている。

そのほか、9 月 15 日には円高が急激に進行したことに對し、約 6 年半ぶりに為替介入（約 2.1 兆円の円売りドル買い）を実施したが、それによる効果は一時的なものにとどまり、11 月初頭にかけては 1 ドル = 80 円台での展開が続いた。野田財務相は必要な際には断固たる措置をとると繰り返し述べているが、為替介入はその後実施されていない模様である。



(株)農林中金総合研究所

11 年度に向けた財政運営 ～ 国債への強い依存度は継続

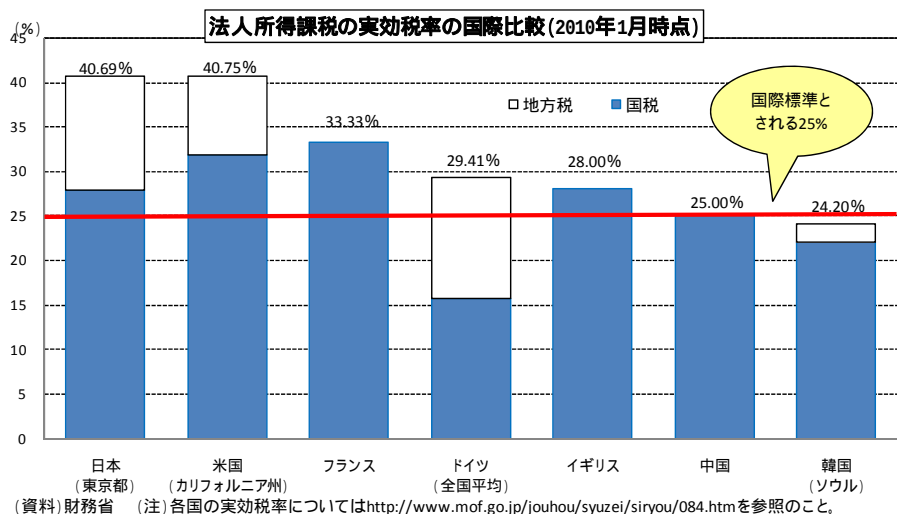
総額 92.3 兆円という過去最高の規模にまで膨らんだ 2010 年度一般会計予算では、公共事業関係費が前年度当初比 ▲18.3%と大幅に削減された一方で、社会保障関係費は同 9.8%と大きく増額され、さらに子ども手当(中学生以下 1 人当たり月額 1.3 万円支給、総給付費は約 2.3 兆円、うち国負担は約 1.7 兆円)に代表される総額 3.1 兆円の「マニフェスト予算」が盛り込まれた。しかし、税収見込みは 37.4 兆円にとどまり、特別会計の積立金・剰余金などから 10.6 兆円の税外収入を繰り入れたが、残りは国債発行により賄わざるを得ず、新規の国債発行額は 44.3 兆円と当初予算としては過去最高にまで膨らんだ。

一方、現在審議中で、12 月中旬までには成立すると見込まれている 10 年度補正予算案では、地域活性化・社会資本整備・中小企業対策等や子育て・医療・介護・福祉等の強化などを中心に 5 兆円弱の歳出拡大を盛り込んでいる。一方で、約 2.2 兆円の税収増を見込んだほか、同じく約 2.2 兆円の 09 年度剰余金(地方交付税交付金の 0.6 兆円を含む)、約 1.4 兆円の既定経費減額などによって財源を確保した結果、国債の新規発行は回避できたものの、10 年度を通じての予算規模は 96.7 兆円へと膨張することになった。

なお、現在、11 年度予算案の編成作業中であるが、その編成方針はすでに決定されている。財政事情の厳しい折、2 年ぶりに概算要求基準(正式名称は概算要求組み替え基準)が復活したが、主な内容としては(1)国債費を除く歳出の大枠を約 71 兆円以下、国債発行額を約 44 兆円以下に抑える、(2)各省の要求額は 10 年度予算比 1 割減(マニフェスト予算は対象外)とし、その削減分を財源に 1 兆円超の「元気な日本復活特別枠」を創設し、マニフェスト政策の実現、デフレ脱却・経済成長、雇用拡大、人材育成、国民生活の安定・安全に資する事業に使う、(3)社会保障関連費の自然増(約 1.3 兆円)は全額容認、などとなっている。予算編成に際しては、財源の裏づけを必要とする Pay-as-you-go (PAYG) 原則を徹底するとともに、租税特別措置などについても徹底的に見直す構えを見せている。

基本的には子ども手当の上積み(3 歳未満の子どもを持つ世帯に限り、現行の月額 1.3 万円から 2 万円へ増額)など、家計部門に対する所得再分配を手厚くするという方針は踏襲されるものと思われるが、一方で国際競争力や成長促進などの観点からも、産業界からの要望の強い法人税減税も検討されている。日本(東京都)における法人税の実効税率は 40.69%(財務省試算)であり、25%前後とされる国際標準と比べると明らかに高い。昨今の円高圧力の高まりなどを考慮すると、人件費など諸コストも低い近隣アジア諸国へ国内企業が必要以上に流出し、将来的に国内の雇用機会や税収などが喪失するリスクが懸念されている。そのため、政府では法人税率の 5%引下げを検討しているが、PAYG 原則の縛りもあり、5%の税率引下げ(財務省試算では最大 2.1 兆円の減収効果)について、

ナフサ減税の縮小、研究開発減税の廃止、繰越欠損金制度の見直しによる課税ベースの拡大などと組み合わせ、かつ代替財源が確保できない 2%分は 3 年程度の暫定措置とする案も浮上している。



(株)農林中金総合研究所

これに対して、実質的な負担軽減につながらないと経済界のみならず、与党からも反発の動きも出るなど、予断を許さない状況にある。

基本的には、今後とも「事業仕分け」などを通じて、行政のムダを削る努力は続けられると思われるが、デフレ継続の下、税収が抜本的に改善する見通しは描けず、当面は国債の大量発行に依存する財政運営はしばらく続くことになるだろう。また、12年度予算編成についても、基本的には「中期財政フレーム」や「財政運営戦略」に基づいた予算編成がされるものと想定した。

(2) 世界経済の見通し

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、09年半ばまでには世界経済は底入れし、その後は主に中国やインドといったアジア新興国が主導する格好で持ち直し基調をたどってきた。こうしたなか、ギリシャの財政問題に端を発した欧州債務危機が、世界的に金融資本市場に大きな混乱を与えたほか、米国に関する景気減速やデフレ突入に対する懸念、景気過熱抑制策を本格化させている中国経済の成長鈍化など、世界経済の先行き不透明感も高まっている。以下では、米国、欧州、中国の景気の現状分析と見通し、国際商品市況の予測を行う。

米国経済

7～9月期の米国の実質経済成長率は、前期比年率2.0%で、5四半期連続のプラスとなった。個人消費、設備投資、輸出などが増加した一方、輸入の増加や住宅減税の打ち切り後の住宅投資の減少により、成長率が抑えられた格好となった。

以下、主要需要項目について見ていきたい。個人消費は、4月以降、省エネ白物家電の購入者に対するリベート制度や住宅減税の打ち切りがあったものの、4～6月期に続き、2四半期連続で年率2%を上回る増加(5四半期連続のプラス)となった。家計のバランスシ

2010～12年 米国経済見通し (10年11月改訂)

	単位	2009年 通期	2010年 通期	上半期 (1～6月)	下半期 (7～12月)	2011年 通期	上半期 (1～6月)	下半期 (7～12月)	2012年 通期
		実績	予想	実績	予想	予想	予想	予想	予想
実質GDP	%	▲ 2.6	2.6	3.5	1.5	1.9	1.5	2.9	2.3
個人消費	%	▲ 1.2	1.6	1.7	2.3	2.5	2.4	2.8	3.2
設備投資	%	▲ 17.1	5.9	7.7	11.6	8.8	8.5	6.9	6.3
住宅投資	%	▲ 22.9	▲ 3.4	▲ 1.0	▲ 10.7	▲ 2.1	0.5	2.0	2.2
在庫投資	寄与度	▲ 0.6	1.5	2.2	0.6	▲ 0.0	▲ 0.6	0.6	0.0
純輸出	寄与度	1.1	▲ 0.7	▲ 0.5	▲ 1.8	▲ 0.6	▲ 0.2	▲ 0.4	▲ 0.7
輸出等	%	▲ 9.5	11.4	13.8	6.5	6.2	5.5	7.2	7.7
輸入等	%	▲ 13.8	14.1	14.9	17.8	8.9	5.3	8.0	9.8
政府支出	%	1.6	1.1	▲ 0.2	2.6	0.5	0.0	▲ 0.5	▲ 0.4
コアPCEデフレーター	%	1.5	1.5	1.6	1.3	1.6	1.5	1.7	1.7
GDPデフレーター	%	0.9	0.8	0.6	1.0	0.9	0.9	1.0	1.1
FFレート誘導水準	%	0～0.25	0～0.25	0～0.25	0～0.25	0～0.25	0～0.25	0～0.25	0.25～0.50
10年国債利回り	%	3.24	3.16	3.59	2.73	2.90	2.90	2.90	2.95
完全失業率	%	9.3	9.6	9.7	9.5	9.1	9.3	8.9	8.5

実績値は米商務省“National Income and Product Accounts”、予測値は当総研による。

(注) 1. 予測策定時点は2010年11月12日

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. コアPCEデフレーターは期中平均前年比

5. FFレート誘導目標は期末値



(株)農林中金総合研究所

ート調整が続く一方、雇用者数と賃金の緩やかな改善による雇用者所得の増加や株価の持ち直しなどが個人消費の下支えをしている。

民間企業設備投資は、機器・ソフトウェアへの投資拡大から、3 四半期連続で大きな伸びとなった。しかし、09 年から先送りされていた部分が動き出したにすぎず、水準そのものは直近ピーク(08 年 1～3 月期)の約 9 割にとどまっている。

また、4～6 月期まで 4 四半期連続で前期比年率 10%前後での増加となっていた輸出は、世界経済の成長鈍化もあり、同 5.0%とやや減速が見られた。一方、輸入は景気持ち直しを受けて増加が続いており、外需寄与度は 3 四半期連続でマイナスとなっている。

一方、雇用の改善は、10 年春の政府部門による大幅増の後、極めて緩やかな増加ペースにとどまっている。失業率も 6 月以降は 9.6%で高止まっており、なかなか改善が進まない。雇用拡大に対する企業の慎重な姿勢は続いているとみられる。

米国の金融政策については、8 月の連邦公開市場委員会(FOMC)では、満期を迎える政府機関債とそのモーゲージ担保証券(MBS)の元本を長期国債に再投資する方針が決定された。11 月の FOMC では、失業率の高止まりとインフレ率の下振れを理由に、11 年半ばまでに残存期間が長めの国債を 6,000 億ドル(毎月 750 億ドル程度)買い入れる追加金融緩和に踏み切った。このほか、FRB は期待インフレ率を高めるための戦略導入も検討しているようである。一方、政策金利については、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%へ引き下げられて以降、約 2 年にわたって据え置かれている。11 月 2～3 日に開催された FOMC でも、低水準な資源利用、低調なインフレ傾向や期待インフレ率の落ち着きを理由に据え置きが決定された。

以下、今後の見通しについて述べていくが、以下の点を考慮した。まず、11 月に決定された追加的な金融緩和を受けて、設備投資の底堅さは 12 年まで続くと思込んだ。さらに、今後予想される期待インフレ率の引上げ戦略の銀論の進行とともに、ドル安基調も継続するものと考えた。これにより、11 年前半にかけて世界経済の回復の勢いがやや鈍化するなかでも、輸出の増加基調は継続すると予想した。なお、個人消費の回復とともに、輸入の増加も続くため、外需寄与度はマイナスが続くと思込まれる。次に個人消費は上向きつつあるが、消費者の慎重な態度や雇用環境などを考慮すると、11 年下期までは現状の前期比年率 2%台半ばの成長が続くと思予想した。ただし、12 年にかけては、雇用の拡大とともに、同 3～4%台へと勢いが増していくと思予想する。

以上、現状の米国経済の足取りと追加金融緩和を踏まえ、11 年の経済成長率は前年比 1.9%、12 年は同 2.3%と予想する。11 年については、個人消費の本格的回復時期の後ずれや輸入増から、前回見通しから▲0.7%pt の下方修正となった。しかし、12 年には米国経済に力強さが戻り始めることから、同 2.3%と予測する。この景気回復を受けて、米 FRB は 11 年後半にも政策金利の引上げを行うと思込んだ。なお、現時点では政府による大規模な景気刺激策は想定していない。

欧州経済

ユーロ圏(16 カ国)の 10 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率(速報値)は前期比 0.4%(同年率換算 1.6%)であったが、4～6 月期の同 1.0%(同 4.1%)に対し、成長率の減速が明らかとなっている。

主要国の内訳では、ドイツが前期比 0.7%(4～6 月期:同 2.3%)、フランスが同 0.4%(同 0.7%)である一方、ギリシャが同 ▲1.1%(同 ▲1.7%)、スペインが同 0.0%(同 0.2%)等となった。また、ユーロ圏以外では、英国が同 0.8%(同 1.2%)となった。

このように、いわゆるコア国と財政健全化への厳しい取り組みが続く周辺国の間で、引き



(株)農林中金総合研究所

続き 2 極分化の動きが現れている。

ユーロ圏の直近のマクロ経済情勢について見ると、生産面では 9 月の鉱工業生産指数は前月比 ▲0.9% で、6 月以来のマイナスとなった。一方、雇用情勢については、失業率は依然高止まりが継続しており、9 月の値は 10.1% と、1998 年 7 月以来の高水準となった。消費面でも、同月の小売売上高は前月比 ▲0.2% と 2 ヶ月連続の減少となり、力強さに欠ける展開となっている。なお、9 月の消費者物価指数は前年同月比 1.8% と、08 年 11 月以来の約 2 年ぶりの高水準となった。

10 年前半にはユーロ安を背景に輸出の伸びが顕著となり、ユーロ圏経済成長の牽引役として期待されるドイツについては、輸出額は 7 月、8 月と 2 ヶ月連続で前月比マイナスを記録した後、9 月には同 3.0% の伸びとなった一方で、9 月の製造業受注は同 ▲4.0%、鉱工業生産指数は同 ▲0.8% となるなど、一本調子の成長が見込まれる状況とはなっていない。この背景には、ユーロ(対ドルレート)が 10 年 6 月に底を打って以降、約 15% 上昇していること(付表 1 参照)のほか、域内の緊縮財政の影響等があるものと考えられる。

一方、外需に基づく成長からの波及が期待される内需の動向であるが、10 月の失業率は 7.5% と低水準となっはいるものの、9 月の小売売上高は前月比 ▲2.3% と 2 ヶ月連続の減少となるなど、堅調とされるドイツにおいても現在のところ目立った改善には至っていない。

こうした環境下、引続き跛行性が大きいユーロ圏経済情勢や、今後の世界的な景気減速の可能性等を考慮すれば、10 年、11 年とも前年比 1.5% 程度の落ち着いた経済成長が予測できる。

一方、欧州の財政問題は依然不透明感を有しており、金融市場の波乱を通じ経済成長に大きな影響を与え得るリスク要因として認識する必要がある。直近では、10 月の EU サミットで財政悪化国に対する恒久的な支援制度の構築が合意され、次回 12 月 EU サミットで具体的な内容の協議を行うこととされたが、13 年までの存続期間 3 年間の現行制度が被支援国の債務リストラはないことを前提としているのに対し、これを引き継ぐ新制度では債務リストラを伴うことが想定されている。10 月サミット後、既に市場では財政悪化国の国債利回りが上昇するなどの反応が現れており(付表 1 参照)、今後の交渉の推移に注意が必要である。

なお、欧州中央銀行(ECB)のトリシェ総裁は 11 月の理事会において、危機対応時の金融政策からの正常化については次回 12 月の理事会で議論するとし、引続き緩和を継続する米 FRB 等とは一線を画した動きを示しているが、上記の市場動向からすれば正常化に向けた環境は引き続き厳しいものと考えられる。

中国経済

景気過熱によるインフレ懸念や大都市圏での不動産バブルに対し、中国政府は成長率を適正水準にまで減速させるべく、抑制的な政策をとっている。10 年 4 月に中国政府は一部の大都市における不動産投資・投機抑制政策に本腰を入れ始めたことや、エネルギー多消費型工業(鉄鋼、非鉄金属やセメントなど)の生産抑制を実施してきた。その結果、7～9 月期の実質経済成長率は前年比 9.6% へ減速した。とはいえ、依然として底堅い経済成長が続いていると評価できるだろう。

10 月の主な月次統計を振り返ってみると、鉱工業生産は前年比 13.1% (8 月:13.9%、9 月:13.3%)、小売売上高は同 18.6% (8 月:18.4%、9 月:18.8%)、都市部の固定資産投資が同 24.4% (8 月:24.8%、9 月:24.5%) と、不動産市場に対する規制の強化、また政府の省エネ目標達成に向け、旧式生産設備を 9 月末までは閉鎖しなければならない旨を通達するなどにより、エネルギー多消費の重化学工業の生産抑制や重複投資防止など



(株)農林中金総合研究所

の徹底を実施したことなどが影響したが、ほぼ市場予想の範囲内での増加を続けている。なお、こうした措置は10年末で終了する第11次5ヶ年計画の国家目標達成のためであり、年が明ければ解除されると見られる。さらに、12年秋と予定される第18回共産党大会での党人事、13年春の国家機構の人事に備えた「業績」作りのため、11年後半以降は、地方の固定資産投資拡大を中心に景気拡張的な政策が採用されやすくなる可能性もある。

以上のように、中国の国内需要は鈍化しつつも、依然底堅く推移している。自動車・家電製品の購入の優遇策、加えて最低賃金の大幅な引き上げ(20~30%)で、家計の所得環境改善が期待されるため、今後、個人消費は拡大が続き、景気を押し上げる要因となろう。また、外需も同様に、鈍化しながらも底堅い推移を続けている。10月の貿易統計によると、貿易黒字は前年比13.2%の271億ドルと、200億ドル台を回復した。輸出は同22.9%(8月:34.4%、9月:25.1%)、輸入は同25.3%(8月:35.2%、9月:24.1%)と、引き続き2割台の高い増加率を維持している。

一方、天候要因や国際商品市況の上昇、所得水準の向上に伴う需要増、投機マネーの流入などを背景に消費者物価(CPI)の前年比上昇率は加速傾向にあり、10月には同4.4%(8月:3.5%、9月:3.6%)と上昇の勢いが強まった。過剰流動性の下でCPIの上昇ピッチは加速しつつあり、庶民感覚では統計数値以上に食品価格(特に野菜など)は高騰しているようだ。労働賃金の大幅な上昇や農産物価格の引き上げ、さらには省エネ推進のための電気・ガスなど公共料金の引き上げが実施されれば、物価上昇圧力は次第に高まっていくなか、中長期的には中国政府の物価抑制目標も従来の3%からさらに2%程度上方にシフトせざるをえないと見ている。

また、バブルの様相を呈していた中国の不動産市場に対して、中国政府は4月に住宅ローン規制の強化を中心とする不動産価格の抑制政策を打ち出してきたが、その影響を受けて、10月の主要70大都市の不動産価格は前年比8.6%(8月:9.3%、9月:9.1%)となるなど、6ヶ月連続で上昇率の鈍化が見られた。しかし、住宅取引シーズンである9、10月は前月比では0.2%と、再び活況を取り戻しているようにも見える。これに対して、国務院の関連部署は、9月に相次いで3軒目以上、もしくは納税地以外での住宅購入へのローン停止に関する政策を打ち出した。4月の住宅ローン規制の内容より、地域限定(大都市限定)が外され、全国一律の適用となるなど規制は若干強化されている。しかし、不動産に対する潜在的な実需は大きく、不動産神話は根強いいため、9月の住宅ローン規制強化の効果は小さいとの見方が広がっている。しかも、こうした不動産投資・投機抑制政策は、あくまでは「暫定的」な措置であり、いずれも緩和されると考えられる。

一方、前述した景気拡大テンポが減速するなか、CPI上昇率の加速や不動産価格の上昇を抑制するため、中国人民銀行は10月20日に利上げ(1年物預金基準金利と同貸出基準金利を0.25%引上げ)や11月16日に5回目となる預金準備率引上げ(大手金融機関は過去最高水準の18%へ)を実施した。しかし、物価上昇を考慮した実質預金金利は依然マイナス水準にあり、貿易黒字の拡大や海外からの直接投資増、投機マネーの流入など金余り現象やインフレ圧力に対して、年内にも追加的な金融引締め策(利上げ)が打たれることは十分予想される。

世界商品市況が上昇し、中国国内の物価上昇期待が高まっていることや、不動産価格も依然として高い水準にあることなどから、中国のマクロ・コントロールは11年に向けて強化されるものと見られる。しかし、第12次5ヶ年計画の実施に伴い、過剰生産産業抑制、不動産投資・投機抑制政策の緩和や12年の政治指導者交代を視野にいった地方政府の投資拡大が予想されることなどから、11年の経済成長率は緩やかながらも持ち直し、年率9%台後半の経済成長になると予測する。



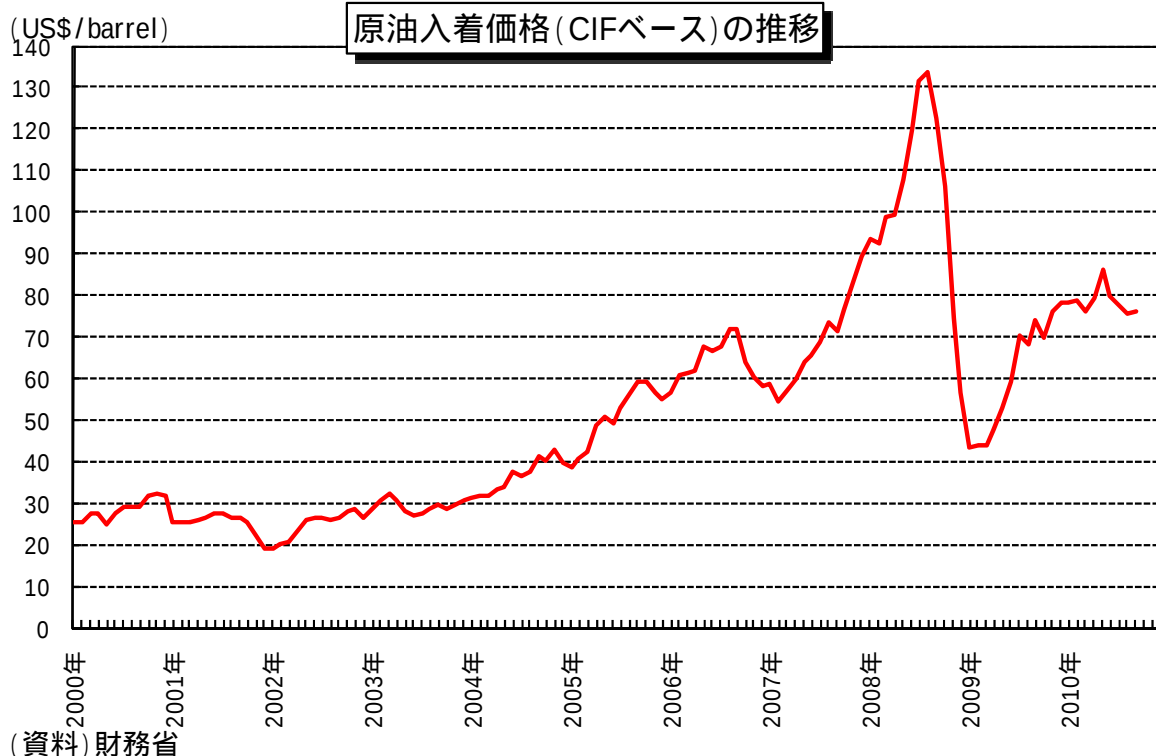
(株)農林中金総合研究所

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、09 年 2 月下旬 (200.16) をボトムに 10 年 1 月上旬 (293.75) まで上昇基調にあったが、その後 5 月上旬まで 260～280 のレンジで推移した後、欧州債務危機によって世界的な景気失速懸念が浮上し、250 台へ低下。ただし、その後は新興国経済の底堅さなどから持ち直し、さらに今秋以降は米国での大幅な金融緩和期待を背景とするドル安の進行とともに、コモディティ市場への投機的資金の流入が活性化し、高騰が続いている。また 10 年度上期にかけて概ね 70 ドル台での推移を続けてきた原油価格 (WTI 先物・期近物) についても、直近はじり高傾向となっており、80 ドル台後半まで上昇している。とはいえ、10 年末にかけて回復テンポが鈍化した状態が続く可能性は高く、資源需要が加速的に強まることはないだろう。

一方、穀物価格は、旱魃の影響でロシアが小麦の輸出を停止する措置に踏み切り、小麦価格が急上昇しているほか、当初は豊作懸念もあったトウモロコシなども買い進まれた。世界的に在庫率が低水準で推移していることもあり、今しばらくは高値状態が続く可能性があり、今後の国内食料品価格への影響も予想される。

なお、国際エネルギー機関 (IEA) は、11 月に入り、10 年の世界の原油需要見通しについては上方修正する一方で、11 年については従来見通しから下方修正し、世界経済の動向次第ではさらに原油需要が鈍化する可能性があるとの認識を示している。なお、石油輸出国機構 (OPEC) は生産枠の据え置きを続けているが、状況次第では増産余力があり、需給逼迫による原油価格の急騰が現実のものとなる可能性は大きくないだろう。国内への原油入着価格については、10 年度下期は 70 ドル台後半、11 年度は 80 ドル台前半、12 年度は 80 ドル台後半で、推移すると予想する。



2010～12年度 日本経済見通し

	単位	2009年度 (実績)	2010年度 (予測)	2011年度 (予測)	2012年度 (予測)
名目GDP	%	▲ 3.6	0.2	0.1	2.0
実質GDP	%	▲ 1.8	2.0	1.0	2.4
民間需要	%	▲ 3.9	1.6	1.0	2.0
民間最終消費支出	%	0.8	1.3	▲ 0.1	0.8
民間住宅	%	▲ 18.4	▲ 1.5	2.2	1.1
民間企業設備	%	▲ 15.3	3.6	4.2	6.5
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 0.5	▲ 0.0	0.1	0.1
公的需要	%	3.0	0.0	0.4	0.7
政府最終消費支出	%	1.7	1.2	1.1	1.4
公的固定資本形成	%	9.3	▲ 5.2	▲ 3.5	▲ 3.2
輸出	%	▲ 9.5	18.0	5.7	11.2
輸入	%	▲ 12.2	12.2	5.7	9.4
国内需要寄与度	%pt	▲ 2.3	1.2	0.8	1.6
民間需要寄与度	%pt	▲ 3.0	1.1	0.8	1.5
公的需要寄与度	%pt	0.7	0.0	0.1	0.1
海外需要寄与度	%pt	0.5	0.9	0.3	0.8
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.8	▲ 1.9	▲ 0.9	▲ 0.4
国内企業物価 (前年比)	%	▲ 5.2	0.3	0.4	0.5
全国消費者物価 (")	%	▲ 1.6	▲ 0.9	▲ 0.5	▲ 0.3
完全失業率	%	5.2	5.1	5.1	4.8
鉱工業生産 (前年比)	%	▲ 9.2	8.1	0.6	5.7
経常収支(季節調整値)	兆円	15.8	15.7	15.5	17.4
名目GDP比率	%	3.3	3.3	3.2	3.6
為替レート	円/ドル	92.8	85.3	85.0	90.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.10	0.05	0.08	0.08
新発10年物国債利回り	%	1.36	1.06	0.99	1.14
通関輸入原油価格	ドル/バレル	69.1	78.3	81.3	86.3

(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	2010年				2011年				2012年				2013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	%	1.7	▲ 0.7	0.7	▲ 1.7	▲ 0.5	0.2	0.7	0.6	0.7	0.5	0.3	0.6	0.3
実質GDP	%	1.6	0.4	0.9	▲ 1.3	▲ 0.2	0.4	0.8	0.8	0.7	0.5	0.5	0.5	0.4
(年率換算)	%	6.6	1.8	3.9	▲ 5.2	▲ 1.0	1.6	3.2	3.2	3.0	1.9	2.1	2.2	1.4
民間需要	%	1.3	0.3	1.3	▲ 1.0	▲ 0.0	0.3	0.6	0.6	0.7	0.4	0.4	0.4	0.5
民間最終消費支出	%	0.7	0.1	1.1	▲ 1.5	▲ 0.1	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
民間住宅	%	2.0	▲ 0.8	1.3	1.3	0.2	0.2	0.5	0.5	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0
民間企業設備	%	1.0	1.8	0.8	0.4	▲ 0.2	1.6	1.5	1.5	2.0	1.5	1.5	1.5	1.5
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	0.3	▲ 0.1	0.1	▲ 0.2	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公的需要	%	0.4	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
政府最終消費支出	%	0.6	0.2	0.1	0.2	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
公的固定資本形成	%	▲ 0.7	▲ 2.3	▲ 0.6	▲ 2.0	▲ 1.5	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 1.0
輸出	%	7.0	5.6	2.4	▲ 0.4	▲ 0.1	1.0	2.7	3.0	3.0	3.0	2.5	2.0	2.0
輸入	%	3.2	4.0	2.7	1.8	1.5	0.5	1.0	2.0	2.5	3.0	2.0	1.5	3.0
国内需要寄与度	%pt	1.0	0.1	0.9	▲ 1.1	▲ 0.0	0.3	0.5	0.5	0.5	0.3	0.3	0.4	0.4
民間需要寄与度	%pt	0.9	0.2	0.9	▲ 0.9	▲ 0.0	0.2	0.4	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
公的需要寄与度	%pt	0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
海外需要寄与度	%pt	0.6	0.3	0.0	▲ 0.3	▲ 0.2	0.1	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	▲ 0.0
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 3.0	▲ 1.8	▲ 2.0	▲ 1.6	▲ 2.0	▲ 1.1	▲ 1.0	▲ 0.8	▲ 0.6	▲ 0.4	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 0.3
国内企業物価 (前年比)	%	▲ 1.7	0.2	▲ 0.1	0.5	0.6	0.6	0.5	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7
全国消費者物価 (")	%	▲ 1.2	▲ 1.2	▲ 1.0	▲ 0.8	▲ 0.9	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.6	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.2
完全失業率	%	4.9	5.2	5.1	5.0	5.1	5.2	5.1	5.0	4.9	4.9	4.9	4.8	4.7
鉱工業生産 (前期比)	%	7.0	1.5	▲ 1.8	▲ 3.2	0.8	0.5	0.9	1.0	1.5	1.2	1.5	1.7	2.2
経常収支(季節調整値)	兆円	4.7	3.8	4.3	3.9	3.7	3.7	3.8	3.9	4.1	4.3	4.3	4.4	4.4
名目GDP比率	%	3.9	3.2	3.6	3.3	3.1	3.1	3.2	3.3	3.4	3.5	3.5	3.6	3.6
為替レート	円/ドル	90.7	92.0	85.9	81.0	82.5	82.5	85.0	85.0	87.5	87.5	90.0	90.0	92.5
無担保コールレート(O/N)	%	0.10	0.10	0.10	0.08	0.05	0.05	0.06	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08
新発10年物国債利回り	%	1.33	1.27	1.10	0.95	0.90	0.95	1.00	1.00	1.00	1.05	1.15	1.15	1.20
通関輸入原油価格	ドル/バレル	77.7	81.8	76.4	77.5	77.5	80.0	80.0	82.5	82.5	85.0	85.0	87.5	87.5

(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

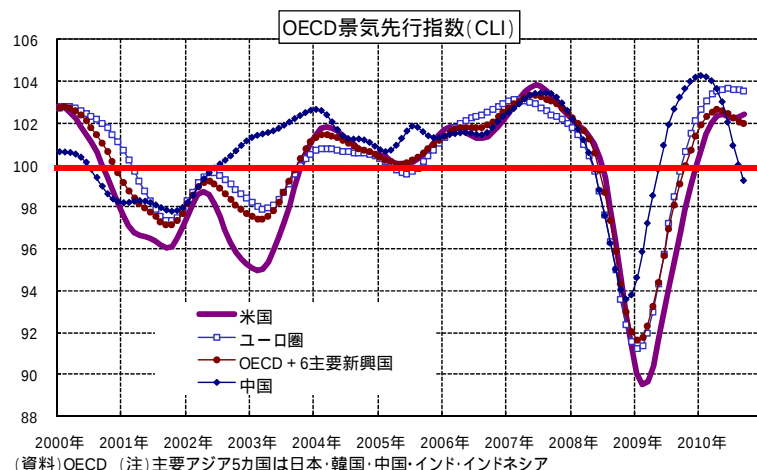


3. 2010～12年度の日本経済・物価見通し:

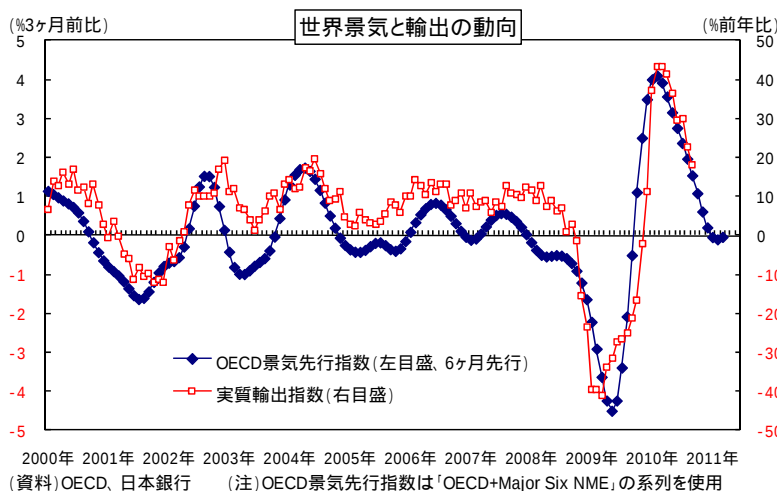
(1) 直面する景気下押し要因の検討

冒頭でも触れたように、2009年春以降、持ち直し局面をたどってきたわが国の国内景気であるが、10年半ば以降、雲行きが若干怪しくなっている。このような景気の足踏み状態を引き起こした原因とそれがどの程度続くのか、については、景気の局面についての判断とも関連するだけに、注視する必要があるだろう。ここでは、当面の景気下押し要因について検討してみたい。

まず、海外経済の動向であるが、民間最終需要の自律的回復が展望できないわが国経済にとって、輸出が国内景気の牽引役として期待せざるをえないのは自明といえるだろう。海外経済の見通しなどについては、前節で触れたとおりであるが、OECDやIMFによる11年についての世界経済見通しでも、10年に続き、新興国主導での景気回復が続くとの見方を提示している。とはいえ、全般的に、これまでの経済政策効果の一巡・反動が想定されるなかで、いわゆる「デカップリング」が成立し続けることができるかどうかは微妙な状況であるともいえるだろう。新興国経済の多くは、わが国と同様に、輸出にある程度依存した経済構造となっている。サブプライム問題による金融システムの毀損が小さく、また経済規模に比べて相対的に大規模な財政出動を行い、さらに高付加価値財に比べて回復が早かった回復が早かった普及品・汎用品の生産ウェイトの大きい新興国では、先進国・地域に比べてリーマン・ショック後の世界経済・金融危機からの立ち直りが早かったのは言うまでもない。しかし、輸出という重要な推進力が期待できない中で、国内需要を「無理やり」押し上げたがゆえに、景気過熱によるインフレや不動産バブルなど様々な歪みが発生しているのも確かである。また、先進国・地域の金融政策が歴史的な緩和措置をとっている一方で、新興国・資源国の金融政策はすでに正常化に向けて動き始めている。今後とも引締め方向での政策運営により、成長そのものが鈍化する可能性もあるほか、先進国と新興国との



金融政策の違いに伴って発生する世界的な資金フローが、何らかのリスク要因となることは意識しておくべきであろう。



また、ギリシャを筆頭に、欧州諸国では、財政再建に向けて緊縮的な財政運営への転換を余儀なくされているが、民間部門の自律的な動きがまだ弱いなかでの財政再建は景気の再悪化を招き、一時的に財政状況をさらに



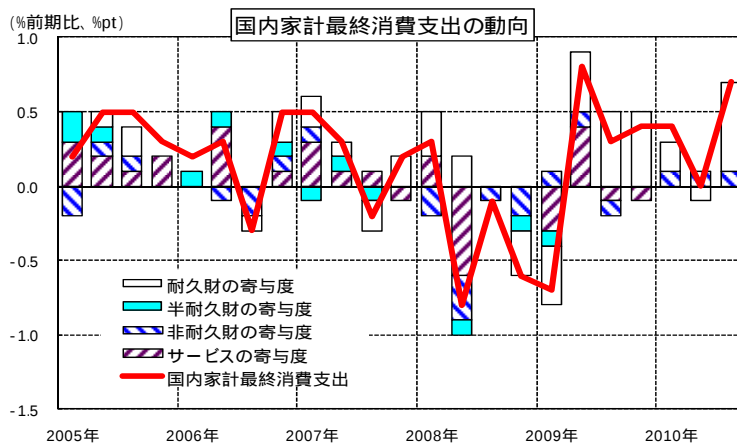
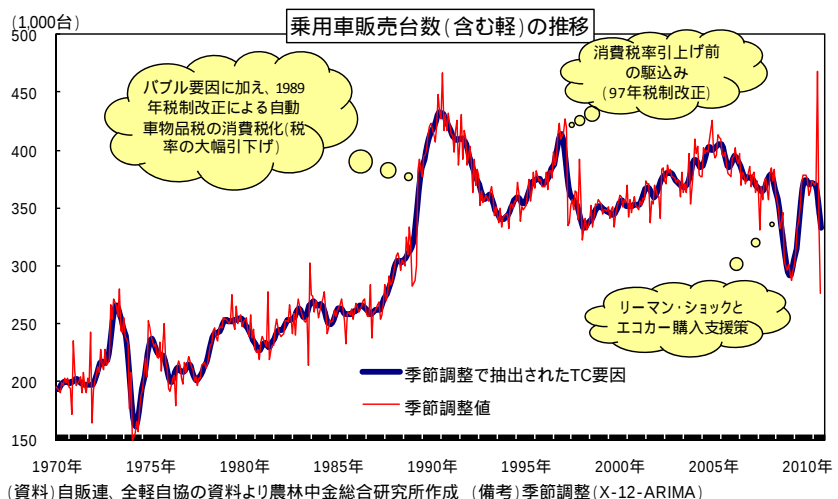
(株)農林中金総合研究所

悪化させてしまうリスクもある。

一方、わが国経済の持ち直しに大きな恩恵を及ぼしている中国については、過熱気味とされる景気を正常な状態に戻すため、断続的な金融引締めを強めている。それが予期せぬ悪影響を発生しないか、注意が必要であろう。なお、中国をめぐっては、9月に発生した尖閣諸島沖での中国漁船衝突事故をめぐって両国の関係が悪化したが、それに関連してチャイナリスクを意識せざるを得なくなっている。この問題発生とほぼ同時期に、中国のレアアース(希土類)の対日輸出が滞っている(中国側では禁輸措置を講じていないと主張したが、中国商務省ではすでに10年の輸出枠を超過したとも発表しており、年末にかけての動向が注目されている)と報じられたが、わが国経済や企業が中国に対して大きく依存していることへの警戒感も高まっている。ちなみに、中国は、レアアースの97%を生産しているが、10年の輸出枠を前年実績から40%削減しており、輸入国では供給逼迫懸念が起きていた。今後とも、高い経済成長が見込め、消費市場としての価値向上が予想される一方で、人件費など諸コストの上昇も懸念されており、いかに中国と付き合っていくか、という問題も浮上している。

なお、今しばらくは世界経済全体としても、これまでの財政面からの景気刺激策の一巡やユーロ圏での財政再建路線の強化などが懸念される状況にあるほか、円高傾向が根強いことなども踏まえれば、わが国の輸出は当面は期待できない状況となる可能性が高いだろう。

次に、耐久財消費刺激策の反動についてである。そもそもリーマン・ショック後に起きた景気悪化局面(08年度下期)では、自動車・電機などの生産落ち込みが激しく、その過程で深刻な雇用問題も浮上したが、当時の麻生内閣では、環境対応という側面もあったものの、基本的には今後数年分の耐久財消費を前倒しさせるような対策を実施した。当然のことながら、このように人為的に作り出された民間消費は自律的なものとは言い難い。このうち、エコカー購入補助金制度については、9月上旬に終了を迎えたが、



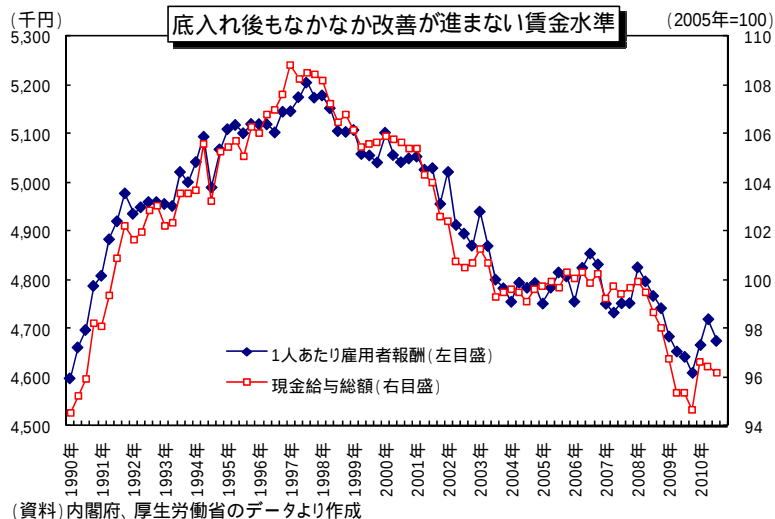
それ以降の自動車販売は不振を極めている。また、家電エコポイント制度についても、財源が乏しくなりつつあるほか、同制度終了時の反動減を小さくする目的もあり、12月以降はポイントがほぼ半減する(さらに、11年1月からは省エネ性能が最も高い「五つ星」、かつ買い替え目的のものに限定する方針)こととなっている。そのため、12月入りを前に、対象商品の売行きが活性化していると報じられているが、ある



(株)農林中金総合研究所

程度の反動減は不可避であろう。少なくとも年度内は、消費の低調さが続く展開になると思われる。

一方、耐久財以外の消費動向をみると、国内家計最終消費の約半分を占めるサービス消費(7～9月期)は同横ばい(3四半期連続)と軟調なままである。堅調な耐久財消費のしわ寄せを受けた格好であるが、自律的な回復に向けた動きはまだ見えてこない。ちなみに、雇用環境は依然として厳しい面はあるが、10年に入ってから残業増や夏季賞与の回復などによって、雇用者報酬の底入れも見られた。ただし、最近の生産調整に伴って残業時



間も影響してか、7～9月期の雇用者所得は名目ベースで前期比▲0.1%と3四半期ぶりのマイナスとなっている。なお、6月には子ども手当の支給が始まったほか、11年度には多少の上積みも予定されており、子育て世帯に対しては一定の消費押し上げ効果は期待できるだろう。しかし、その財源を最終的にだれが負担するのかが明確でなく、表面上恩恵を受けているように見える「子ども」世代に最終的には負担が跳ね返

っていく可能性もあり、持続的な消費押し上げ効果があるのかについて不透明な点も多い。

最後に、15年ぶりの水準まで進行した円高の影響も注意が必要であろう。内閣府経済社会総合研究所の短期日本経済マクロ計量モデルによる乗数分析を参考にすると、10円弱の円高は経済成長率に対して初年度▲0.3%弱、次年度▲0.5%強のマイナス効果をもたらすほか、物価下落や金利低下、財政収支の悪化を招く(乗数分析におけるシミュレーションは円の対ドル10%減価で実施している)とされている。実際、円高にはデメリットだけではなく、それなりのメリットもあるわけであるが、現在のわが国経済が置かれている状況を踏まえれば、円高進行は回避する必要がある。

なお、円の対ドルレート(名目)は15年ぶりの円高水準であるが、貿易加重ベースでかつ両国の価格水準で調整した実質実効レートは1995年につけた最高値と比較するとまだかなり低く、それほど円高は日本経済に打撃を与えていない、との見方もある。しかしながら、輸出の約半分近くがドルで決済され、かつ国内の輸出企業のパス・スルー率(為替変動を価格にどれだけ反映させているか)の低さを考慮すれば、悪影響が出ていることは想像に難しくないだろう。

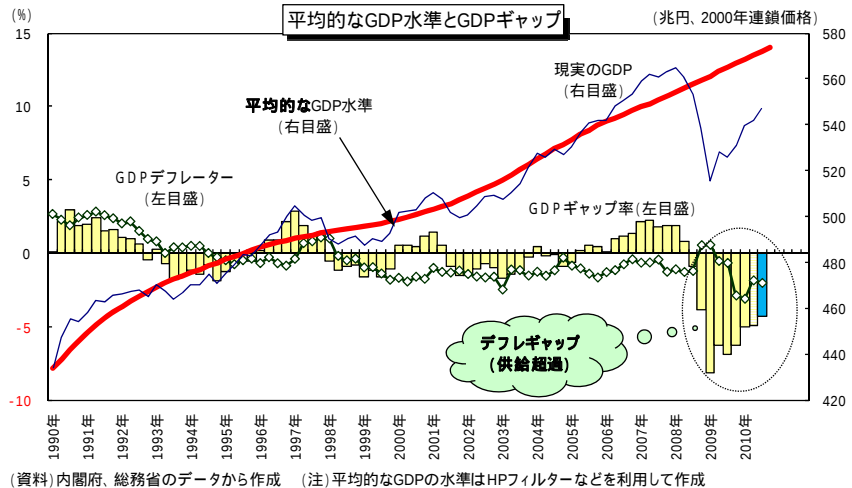
(2) 経済見通し

以下では、10～12年度の日本経済見通しについて述べていきたい。基本的に、民間最終需要の自律的回復の動きがなかなか進まない中、輸出の動向がわが国経済の趨勢を決定づけるという構図は変わらないと見る。中国を筆頭とする新興国では景気は比較的底堅く推移すると思われるものの、全般的に見れば成長率は当面は減速していく可能性は高く、わが国の輸出は一時的に減少に転じる可能性が高い。なお、11年度に入れば、中国経済の景気調整過程が終了し、その後も安定的な成長経路をたどっていくことや、欧米先進諸国内での回復ペースもやや強まることが期待され、世界経済が全般的に好転していく

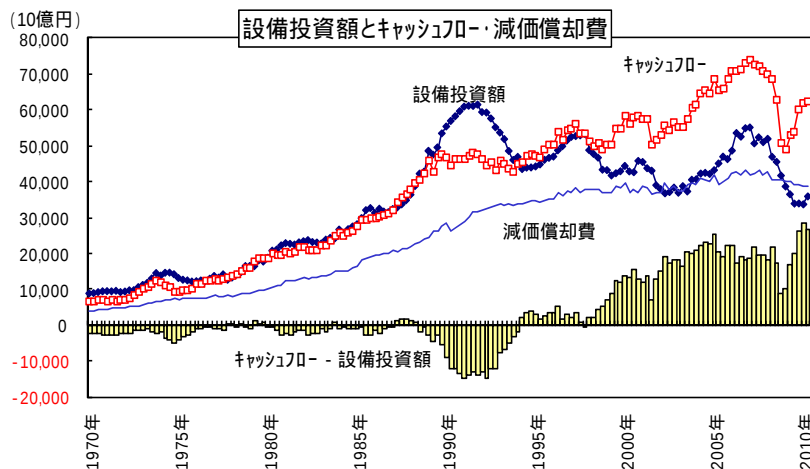


(株)農林中金総合研究所

動きが明確になっていくと思われる。これにより、輸出は再び増勢が強まり、企業設備投資にも好影響を与え、民間最終需要にも自律的な動きが始まってくるものと思われる。ただし、大幅に崩れた需給バランスはなかなか均衡に向かわず、設備投資や雇用の回復テンポが加速していくことを想定するのは困難であろう。



まず、10年度下期についてであるが、自動車など耐久財消費を中心にこれまでの政策効果の反動が出ることに加え、輸出の低迷がさらに強まることが予想される。企業設備投資に関しても、現状の設備投資が資本減耗分や減価償却費を割り込むなど、明らかに過少な水準にあることを踏まえれば、本来あるべき水準に向けた回復が期待されるが、前述のとおり、輸出に関しては減速する可能性が高く、それが設備投資の回復を後ズレさせることも十分ありうるだろう。一方、出遅れていた民間住宅については、住宅ローン金利優遇策や住宅エコポイント制度によるリフォーム需要などが期待され、しばらくは緩やかな回復が続く



と思われる。ただし、上述のとおり、世界経済の減速や円高圧力などにより、輸出の順調な回復が展望できないなか、設備投資意欲が慎重化し、11年度へ先送りすることも十分ありうるだろう。以上を踏まえると、10～12月期の実質経済成長率は、前期比▲1.3% (同年率▲5.2%)と、5四半期ぶりのマイナスに転じるものと予想される。

(資料)財務省データより作成 (注)全産業・全規模ベース

また、11年1～3月期についても、輸出の低調さと、耐久財刺激策という「はしご」が外された民間消費の低迷は続くだろう。こうした景気鈍化に伴い、民間企業設備投資なども弱含む場面が想定される。

この結果、10年度を通じては、**実質GDP成長率は同2.0%** (前回9月時点での予測では2.1%)と、3年ぶりにプラス成長となると予測する。なお、前回予測時からの修正は表面的には小幅であるが、今回のQE発表により前年度からの「ゲタ」が1.6%ptへ上方改訂された (前回は1.3%pt) 一方で、消費の反動減や海外経済の回復の鈍さに伴う輸出の低迷を従来以上に想定した結果であり、実質的には大きめの下方修正である。なお、四半期別にみれば、10年度下期はマイナス成長に転じることから、軽い景気調整局面入りが意識されるものと思われる。また、**名目GDP成長率は0.2%** (前回予測は0.6%)と、3年ぶりのプラスと予測、経済規模の縮小には一定の歯止めがかかると見られる。一方、**GDPデフレーターは前年度比▲1.9%** (前回予測では▲1.5%)と下落状態が続くことになる。



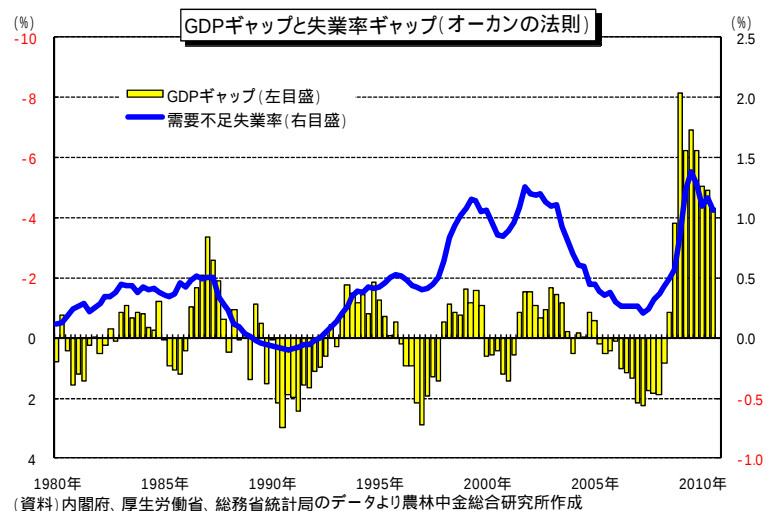
(株)農林中金総合研究所

11 年度については、消費の調整圧力が終了するほか、中国など新興国経済が牽引する格好で世界経済の持ち直し基調を継続させられると思われる。回復力の鈍さが続いてきた米国経済もさまざまな調整を経ながら回復力を高めていくと思われる。そのため、再び輸出が牽引役となって経済成長率を高めていくことになるだろう。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」は大きく進展することはないと予想する。実質 GDP 成長率で同 1.0% (前回予測は 2.2%)と、2 年連続のプラス成長ながら、鈍化は避けられないと予測する。今回の大幅下方修正の主因は、10 年度下期にマイナス成長となることを予測した面が大きい(11 年度に向けたゲタは ▲0.6%pt)。また、名目 GDP 成長率は 0.1% (前回予測は 1.6%)と微増ながらも、同じく 2 年連続のプラスと予測するが、依然として名実逆転状態は継続する。その結果、マクロ的な需給バランスが崩れた状態はなかなか解消できず、GDP デフレーターは前年度比 ▲0.9% (前回予測は ▲0.6%)とマイナスが続くと思われる。

また、12 年度の日本経済については、そのまま順調な回復を続け、実質 GDP 成長率は 2.4% へ加速、再び潜在成長率を上回る成長を予想した。なお、名目 GDP 成長率も 2.0% と高まるが、依然として名実逆転状態は維持され、その再逆転は 13 年度以降に持ち越されることになるだろう。

一方、10 年度に入ってからやや調整した感のある雇用関連指標であるが、年度半ばにかけてはやや持ち直しの動きもみられている。景気回復の初期段階において、わが国の労働市場では、一旦労働市場から退出した人々が再参入(非労働力人口から失業者(求職者)へ)してくるため、失業者が増加し、それに伴って失業率が上昇する傾向があるが、年度上期にかけてはリーマン・ショック後の景気悪化時に雇用調整給付金の条件緩和などによって失業率の急上昇を抑制したことの反動が出た可能性もある。有効求人倍率も、水準自体はまだかなり低いとはいえ、緩やかな上昇傾向が続いている。

一方、新卒予定者の就職難は厳しい状況が続いている。11 月 16 日に文部科学省・厚生労働省から公表された 10 年度の「大学等卒業予定者の就職内定状況調査(10 月 1 日現在)」によれば、11 年春卒業予定の大学生の就職内定率は 57.6% (前年の同じ時期から ▲4.9pt) と、就職氷河期とも称される 03 年(60.2%)の水準も下回るなど、96 年の調査開始以来最低となった。また、短期大学も 22.5% (同じく ▲6.5%pt) と、同様に統計開始以来の最低水準を大きく更新している。今春、就職先が決まらずに卒業した学生の就職活動も厳しい環境が続いているが、こうした若年層の就業機会の喪失が、わが国の将来的な成長余力を縮小させてしまうリスクは十分意識すべきであろう。さらに、新卒の就職市場以外も厳しさが残っている。7~9 月期の労働力調査(詳細調査)によると、完全失業者(336 万人)のうち、失業期間「1 年以上」の人は 128 万人(前年同期から 10 万人増)と、統計開始以来最悪の 03 年 4~6 月期(127 万人)を上回った。失業期間別の内訳は、「2 年以上」が 64 万人、「1~2 年」も 64 万人と、これまで景気持ち直しが続いてきたにもかかわらず、失業期間の長期化が進んでいることが再確認されている。



上述のとおり、景気は一步後ずさりするような動きとなることが予想されることから、今しば



(株)農林中金総合研究所

らくは雇用調整圧力が高い状態が続くだろう。10 年度末の失業率は 5.1%、11 年度末は 4.8%、12 年度末は 4.7%と、なかなか改善テンポが加速せぬままでの推移となると予想する。

(3) 物価見通し

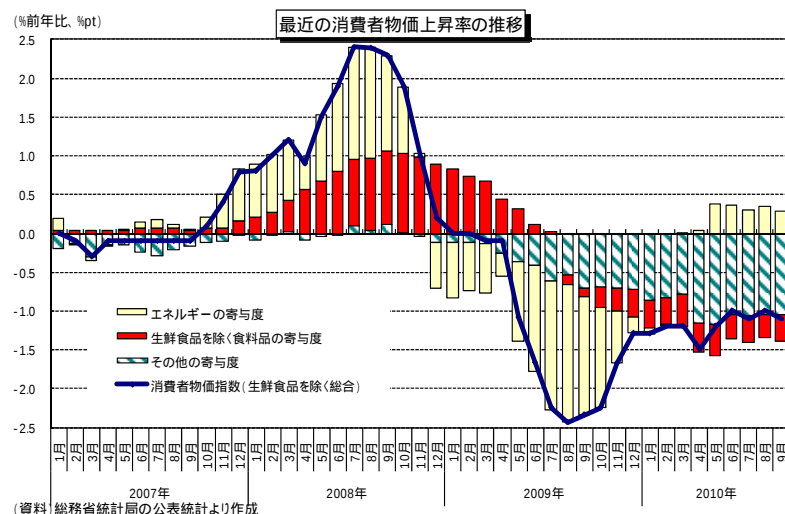
新興国経済の需要回復をきっかけに国際商品市況の持ち直しが進んだこともあり、主要な物価指標は 09 年夏場をボトムに下落率の縮小傾向をたどっている。特に、資源価格の影響を受けやすい国内企業物価は、5、6 月と前年比プラスに転じる動きを見せた。その後は再び前年比マイナスとなったが、10 月にはたばこ税増税やエネルギー価格上昇などの影響から、再度プラスに転じた。一方、全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下同じ）、企業向けサービス価格については 09 年に比べれば前年比下落率がだいぶ縮小してきたとはいえ、依然として大きなマイナスが残っている（9 月分はいずれも前年比 ▲1.1%）。

代表的な物価指数である全国消費者物価については、4 月から始まった高校授業料の実質無償化によって前年比に対して ▲0.54%pt の押下げ効果が発生した（この効果は 11 年 3 月まで持続する）ために、物価下落の縮小傾向が一旦途絶えたものの、最近ではエネルギー（電気・ガス料金、石油製品）価格の上昇によって、消費者物価全体が押し上げられている。しかしながら、食料品やエネルギー以外の多くの財・サービスでは下落圧力が根強く残っており、より需給環境を反映するとされる「食料（酒類を除く）及びエネルギーを除く総合」では 10 年度入り後は前年比 ▲1% 台半ばの下落率が全く縮小しない展開となっている。

なお、10 月のたばこ税増税により、今後 1 年間、物価変動率を 0.2%pt ほど押し上げることになるが、最近のガソリンなどエネルギー価格の落ち着きや国内景気の足踏みによって需給ギャップの解消もストップしていると見られることから、引き続き物価下落状態が続くと予想する。

以上から、10 年度の消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合）は前年度比 ▲0.9%と 2 年連続の下落、11 年度も同 ▲0.5%と、下落状態が続くものと予想。後述の通り、日銀は 11 年度中の物価上昇への転換を見込んでいるが、その実現は難しいと思われる。12 年度についても同 ▲0.3%と小幅ながらもマイナスが残るだろう。なお、11 年 8 月には、CPI の基準改定が予定されているが、現行基準の連鎖指数をみる限り、0.4～0.5%pt ほどの上方バイアスが発生していることが見て取れる。こうした点も踏まえれば、デフレ脱却までには相当程度の時間がかかる可能性がある。

一方で、資源価格の影響をより受けやすい国内企業物価については、10 年度には同 0.3%と 2 年ぶりの上昇、11 年度も同 0.4%、12 年度も同 0.5%と小幅ながらも上昇が続くことが予想される。



2010～12年度 日本経済見通し

(前期比)

	単位	2009年度 通期	2010年度			2011年度			2012年度 通期
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期	
実質GDP	%	▲ 1.8	2.0	1.7	▲ 0.5	1.0	0.7	2.0	2.4
民間需要	%	▲ 3.9	1.6	1.5	0.2	1.0	0.6	1.6	2.0
民間最終消費支出	%	0.8	1.3	1.0	▲ 0.3	▲ 0.1	0.1	0.6	0.8
民間住宅	%	▲ 18.4	▲ 1.5	0.9	2.8	2.2	0.6	1.5	1.1
民間企業設備	%	▲ 15.3	3.6	2.7	1.0	4.2	2.2	4.1	6.5
公的需要	%	3.0	0.0	▲ 0.1	▲ 0.2	0.4	0.3	0.5	0.7
政府最終消費支出	%	1.7	1.2	0.5	0.3	1.1	0.6	0.9	1.4
公的固定資本形成	%	9.3	▲ 5.2	▲ 2.9	▲ 3.3	▲ 3.5	▲ 1.5	▲ 1.2	▲ 3.2
財貨・サービスの純輸出	兆円	20.6	27.3	28.1	26.5	28.8	27.4	30.3	33.2
輸出	%	▲ 9.5	18.0	10.6	1.9	5.7	2.3	7.4	11.2
輸入	%	▲ 12.2	12.2	7.1	5.3	5.7	1.8	4.3	9.4
内需寄与度 (前期比)	%	▲ 2.3	1.2	1.1	▲ 0.3	0.8	0.5	1.0	1.6
民間需要 (")	%	▲ 3.0	1.1	1.1	▲ 0.3	0.8	0.5	0.9	1.5
公的需要 (")	%	0.7	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
外需寄与度 (")	%	0.5	0.9	0.8	▲ 0.3	0.3	0.2	0.5	0.8
デフレーター (前年比)	%	▲ 1.8	▲ 1.9	▲ 1.9	▲ 1.8	▲ 0.9	▲ 1.1	▲ 0.7	▲ 0.4

(前年同期比)

	単位	2009年度 通期	2010年度			2011年度			2012年度 通期
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期	
名目GDP	%	▲ 3.6	0.2	1.5	▲ 1.1	0.1	▲ 1.3	1.5	2.0
実質GDP	%	▲ 1.8	2.0	3.4	0.7	1.0	▲ 0.3	2.3	2.4
民間需要	%	▲ 3.9	1.6	2.2	1.1	1.0	0.2	1.9	2.0
民間最終消費支出	%	0.8	1.3	2.3	0.1	▲ 0.1	▲ 0.8	0.6	0.8
民間住宅	%	▲ 18.4	▲ 1.5	▲ 5.9	3.0	2.2	2.6	1.8	1.1
民間企業設備	%	▲ 15.3	3.6	3.9	3.4	4.2	2.9	5.6	6.5
公的需要	%	3.0	0.0	0.3	▲ 0.3	0.4	0.1	0.7	0.7
政府最終消費支出	%	1.7	1.2	1.5	0.8	1.1	0.9	1.3	1.4
公的固定資本形成	%	9.3	▲ 5.2	▲ 5.2	▲ 5.9	▲ 3.5	▲ 4.5	▲ 2.5	▲ 3.2
財貨・サービスの純輸出	兆円	20.6	27.3	28.1	26.5	28.8	27.4	30.3	33.2
輸出	%	▲ 9.5	18.0	25.6	11.3	5.7	3.0	8.4	11.2
輸入	%	▲ 12.2	12.2	13.2	11.3	5.7	5.7	5.6	9.4

国内企業物価 (前年比)	%	▲ 5.2	0.3	0.0	0.6	0.4	0.6	0.3	0.5
全国消費者物価 (")	%	▲ 1.6	▲ 0.9	▲ 1.1	▲ 0.8	▲ 0.5	▲ 0.4	▲ 0.6	▲ 0.3
完全失業率	%	5.2	5.1	5.2	5.1	5.1	5.2	5.0	4.8
鉱工業生産(前年比)	%	▲ 9.2	8.1	17.0	0.2	0.6	▲ 2.4	3.6	5.7
住宅着工戸数	千戸	775	821	393	428	893	438	455	948
経常収支	兆円	15.8	15.7	8.1	7.6	15.5	7.5	8.0	17.4
貿易収支	兆円	6.7	7.3	3.9	3.4	8.4	4.0	4.4	8.4
為替レート(前提)	ドル/円	92.8	85.3	88.9	81.8	85.0	83.8	86.3	90.0
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	69.1	78.3	79.1	77.5	81.3	80.0	82.5	86.3

(注)消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は当総研による。

付 表 1

欧州経済の状況(予測の前提)

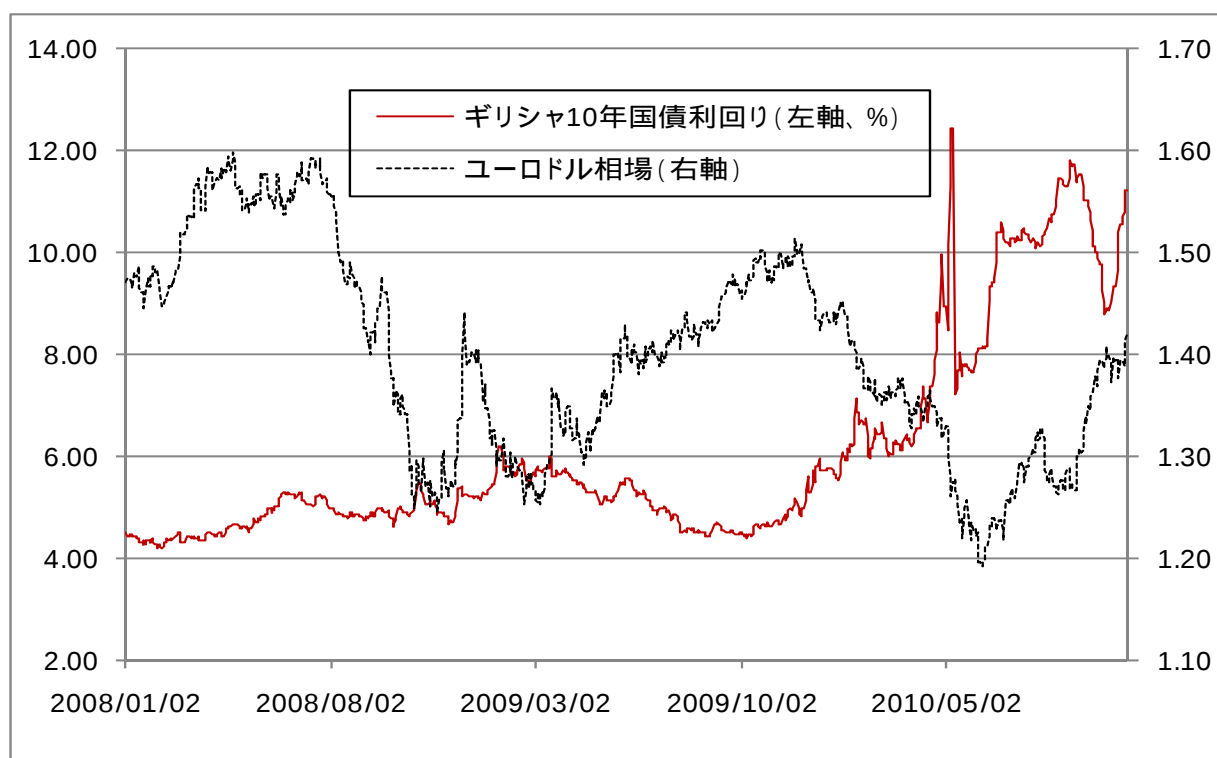
ユーロ圏実質 GDP 成長率予測値(年率)

(単位: %)

予測主体	2010 年	2011 年	予測時点
IMF	1.7	1.5	2010 年 10 月
OECD	1.2	1.8	2010 年 6 月
World Bank	0.7	1.3	2010 年 6 月
ECB	1.4 ~ 1.8	0.5 ~ 2.3	2010 年 9 月
European Commission	1.7	1.5	2010 年 9 月
Bloomberg Consensus	1.6	1.4	2010 年 10 月
IIF	1.8	1.5	2010 年 10 月

(資料) IIF, “Global Economic Monitor, Ocotober/November 2010”

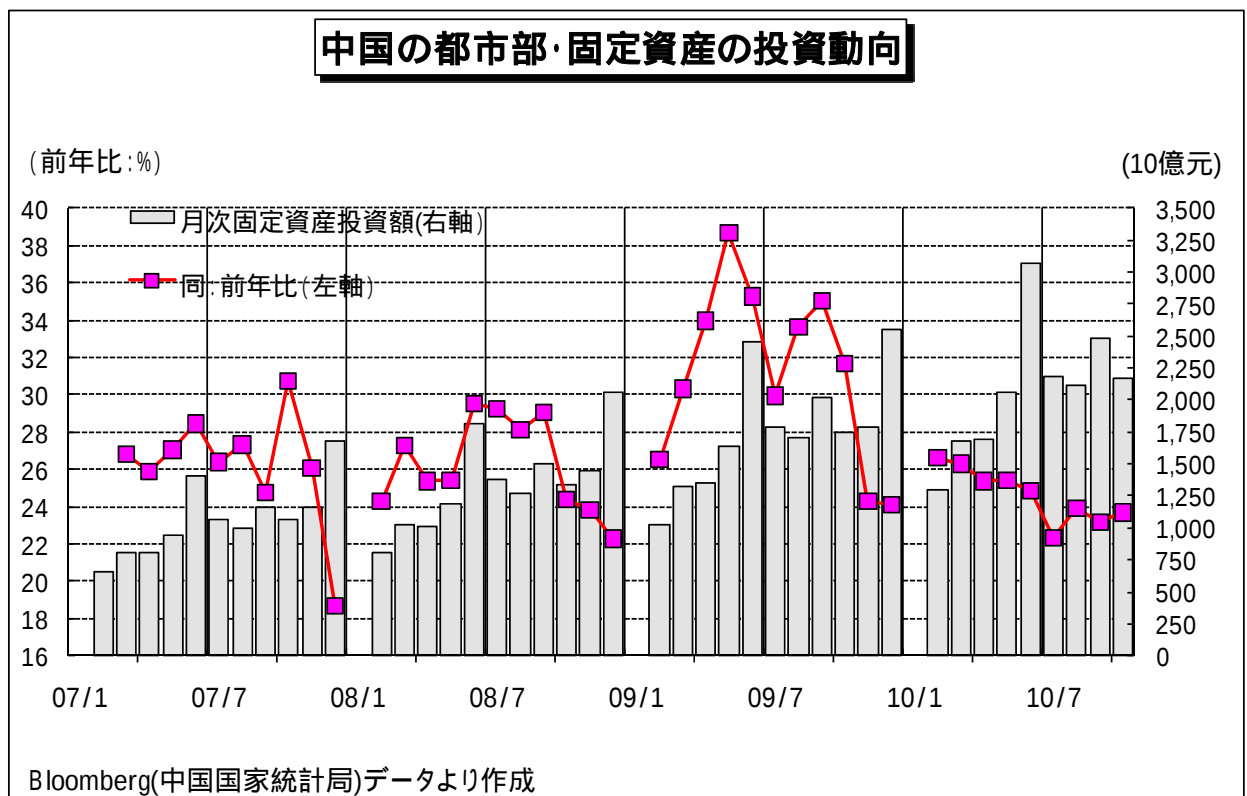
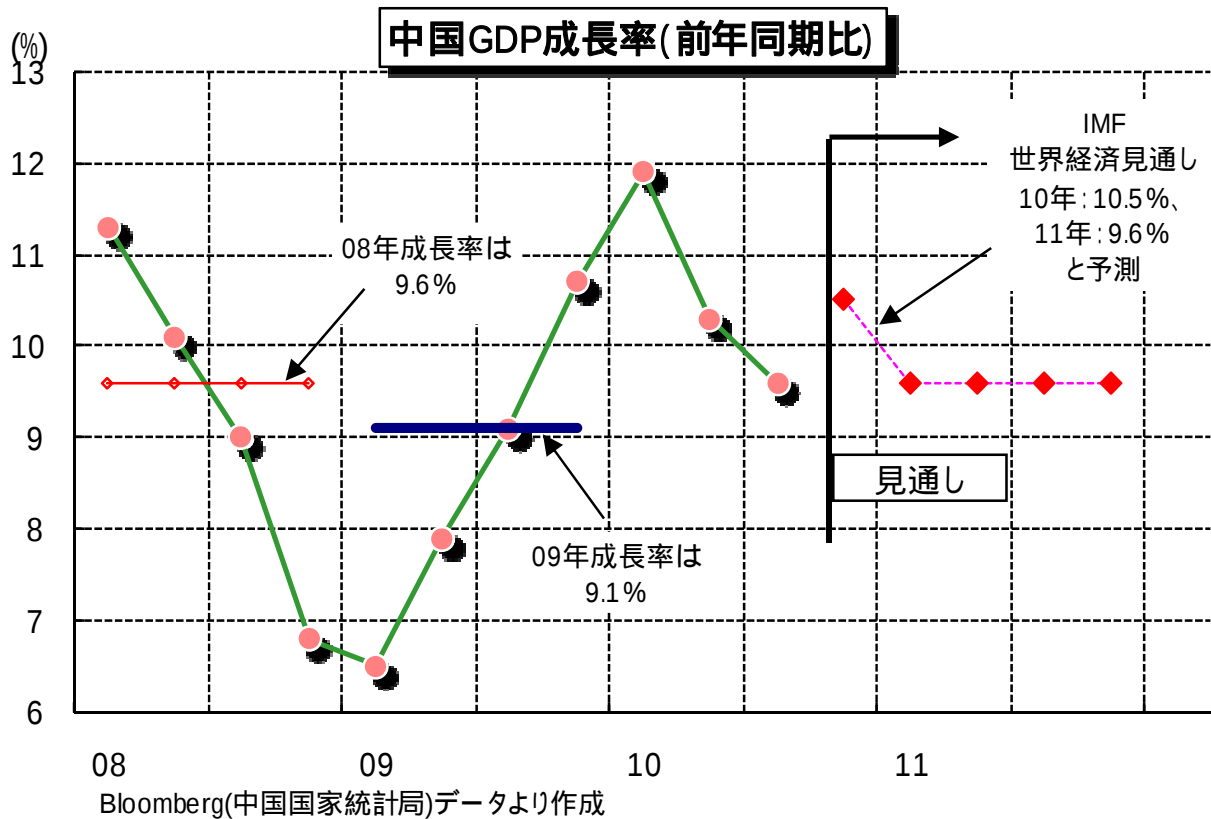
ギリシャ国債利回りとユーロ・ドル相場



(資料) Bloomberg データから農中総研作成

付 表 2

中国経済の状況(予測の前提)



今月の焦点

国内経済金融

成長戦略の模索が続く大手金融グループの経営

鈴木 博

要旨

6 大金融グループの 10 年度中間決算では、中間純利益が前年同期比 2.7 倍となり、ほぼ金融危機前の水準に回復した。金利低下による債券売買益増加や景気回復傾向を背景にした不良債権処理費用の減少等によるものである。一方、資金利益は貸出残高の減少や利鞘の縮小から低下傾向にあり、役務取引等利益も伸び悩んでいる。メガバンクグループを中心に 09 年度以降大型普通株増資が実施され、自己資本比率は大きく上昇したが、今後は増加した株主資本に報いるための収益基盤確立が急務であり、各グループはアジア等海外での営業力強化や銀・証・信託を融合したリテール営業推進等の成長戦略を進めている。

中間純利益は金融危機前水準を回復

6 大金融グループ（図表 1 の注 1 参照）の 10 年度中間決算では、業務粗利益がその他業務利益の増加を中心に前年同期比で 9% の増収となる一方で、営業経費の増加が 2% にとどまったため、業務純益は 18% の増益となった。さらに、与信関係費用の大幅圧縮もありその他経常損失が大幅に改善され、経常利益は 2.5 倍に増加し、6 グループを合計した中間純利益は

約 1.3 兆円となり、ほぼ金融危機前の水準に回復した。

個別グループでは、三井住友フィナンシャルグループが半期ベースで過去最高益を計上したほか、他のグループの決算も全般的に収益回復を示すものとなった。

業務粗利益の増収を牽引したその他業務利益の増加は、金利低下等による債券売買益の増加によるものであり、与信関係費用の大幅圧縮は、不良債権処理費用の減少に支えられたものである。

足元では、世界的に景気の減速傾向がみられるため、下期の業績については慎重な見方をしているところが多い。

市場部門収益は増加したが貸出部門等は伸び悩み

トップライン収益である業務粗利益は、前年同期比 9% の増収となり、09 年度下期対比でも増加したが、最大の要因は、前記のように、金利低下等市場環境の好転による国債等債券売買益の増加である。

一方、収益の柱である資金利益（金利収入）は低下傾向にある（図表 2）。総資産の半分近くを占める貸出金残高が減少

図表 1 6 大金融グループの 10 年度中間決算（単位：億円）

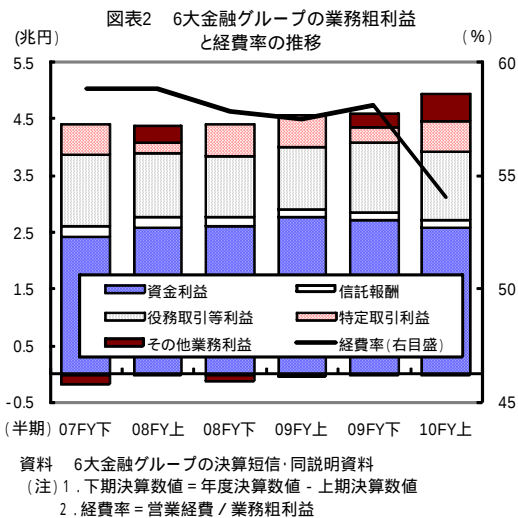
	10 年度中間	09 年度中間	差異
業務粗利益	49,475	45,401	4,074
資金利益	25,936	27,779	-1,843
信託報酬	1,374	1,445	-71
役務取引等利益	11,984	10,978	1,006
特定取引利益	5,290	5,435	-145
その他業務利益	4,891	-236	5,127
営業経費	26,700	26,088	612
（業務純益）	(22,775)	(19,313)	(3,462)
（経費率）	(54.0)	(57.5)	(-3.5)
その他経常損失	-5,446	-12,286	6,840
（株式等関係損益）	(-684)	(233)	(-917)
経常利益	17,329	7,027	10,302
中間純利益	12,840	4,762	8,078
（与信関係費用）	(-2,818)	(-9,657)	(6,839)

資料 各社中間決算短信・同説明資料から作成

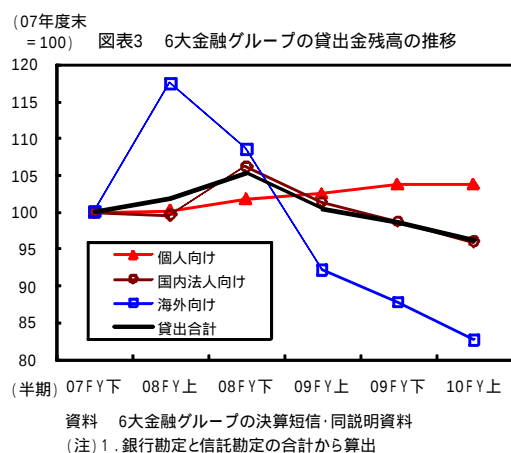
（注）1. 6 大金融グループは、三菱 UFJ フィナンシャル・グループ、みずほフィナンシャルグループ、三井住友フィナンシャルグループ、りそなホールディングス、住友信託銀行、中央三井トラスト・ホールディングスの 6 社。上表数値は上記 6 社連結決算の合計。

2. 業務純益 = 業務粗利益 - 営業経費

経費率 = 営業経費 / 業務粗利益で計算



傾向にあり、かつ利鞘も縮小しているためである。貸出金は、個人向けは緩やかながらも増加しているが、国内法人向けが資金需要低迷を主因に減少傾向にあり、海外向けも減少している（図表3）。海外向け貸出の減少には、欧米先進国を中心にした資金需要の低迷のほかに、外貨建てローンにかかる円換算レート上昇の影響もある（10年9月末の円／ドル相場は07年度末対比16%上昇）。



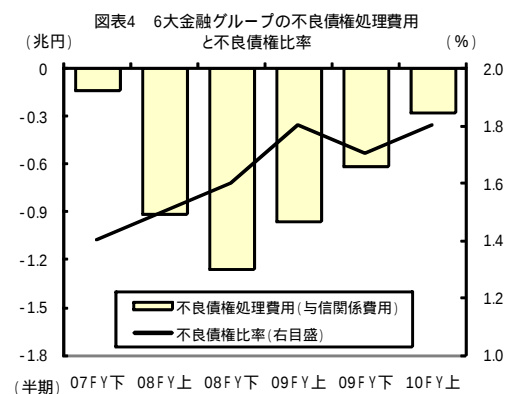
非金利収入の中心的存在である役員取引等利益は、投信販売手数料の増加やローン関連手数料増加等から6グループ全体で前年同期比9%増加した。個別グルー

プでは、三井住友フィナンシャルグループの増加（+990億円）が大きく、りそなグループや住友信託銀行、中央三井トラスト・ホールディングスも増加した（3グループ合計+232億円）。一方、三菱UFJフィナンシャル・グループとみずほフィナンシャルグループでは減少している（2グループ合計216億円）。

その他業務利益の増加などを主因に業務粗利益が増収となる一方で、営業経費の増加は小幅にとどまり、この結果、経費率が大きく低下した（図表2）。

不良債権処理費用は減少傾向

前記のように、当中間期の大幅増益の要因の一つが与信関連費用の減少である。08年度以降の世界的景気後退の影響で企業業績が悪化し、貸倒引当金繰入額や貸出金償却などの不良債権処理費用が増加したが、09年度上期以降は、景気の回復傾向もあって、不良債権処理費用は図表4のように減少傾向にある。

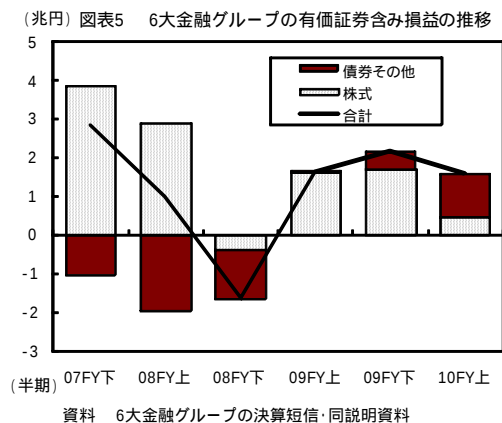


また、当中間期には、08年度以降上昇傾向にあった不良債権比率(6グループ合計)が09年度末比やや上昇したが、1.8%程度の水準でとどまっている。

有価証券含み益は小幅減少に

総資産の 3 割弱を占める有価証券は、引き続き国債中心の保有となっているが、満期構成は比較的短期のものが多く、金利上昇リスクは抑制されている。

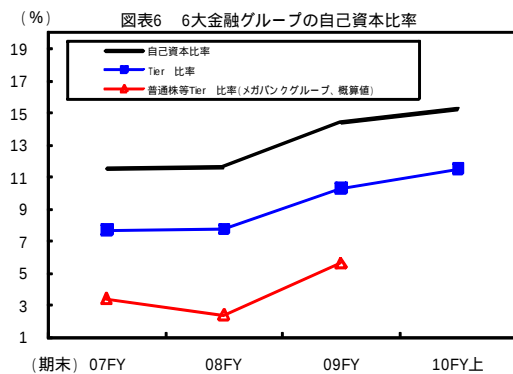
6 グループを合計した当中間期末の有価証券含み益は、株価低迷による株式含み益の減少により、図表 5 のように 09 年度末対比やや減少した（当中間期末の日経平均株価 225 種は 9,369 円で 09 年度末比 1,721 円）。



上昇した自己資本比率

当中間期末における 6 大金融グループを合計した自己資本比率は 15.2%となり、09 年度末に比べて 0.8%上昇した。Tier 比率は 11.5%であり、09 年度末対比で 1.2%上昇している（図表 6）。自己資本比率に比べて Tier 比率の上昇幅が大きかったのは、Tier に含まれる有価証券含み益の減少などが影響したためである。

Tier 比率等を含む自己資本比率の上昇は、大幅増益による内部留保の積み上げのほかに、みずほフィナンシャルグループによる普通株増資が実施されたためである。メガバンクグループは、09 年度以降大型普通株増資を相次いで実施してお



り、自己資本比率が大きく上昇している。

なお、バーゼル銀行監督委員会の上部機関である中央銀行総裁・銀行監督当局長官グループは、10 年 9 月に自己資本強化のための新たな改革パッケージ（バーゼル）を公表した。これによると、損失吸収性の最も高い普通株等 Tier 比率は、現行の 2%の水準から 4.5%へ引き上げられ、Tier 比率は 4%から 6%へ引き上げられる。総資本に対する比率は 8%で変わらない。さらに、将来のストレス期に対応する資本保全バッファ 2.5%が加わるため、これを加えた普通株等 Tier 比率は 7%、Tier 比率は 8.5%、総資本に対する比率は 10.5%となる。

普通株等Tier 比率とTier 比率の引き上げは、13 年 1 月 1 日から 15 年 1 月 1 日にかけて段階的に実施され、資本保全バッファは 16 年 1 月 1 日から 18 年末までに段階的に実施される。

バーゼル について、メガバンクグループは、これまでの普通株増資の実施もあり、今後は内部留保の積み上げによっ

て上記移行期間中に対応が可能であるとしている。しかし、金融安定理事会（FSB）が、システム上重要な金融機関^{（注1）}に対し更なる自己資本の上積みを求める方針を打ち出したことから、これへの対応を求められる可能性もある。

なお、りそなホールディングスでは、公募増資の実施などによる公的資金返済に向けた計画が進められている。

（注1）システム上重要な金融機関（Systemically Important Financial Institutions、略称 SIFIs）とは、有事の際金融システムに与える負の影響が大きい金融機関をいい、特に、グローバルな影響が大きいもの（G-SIFIs）に自己資本の上積みなどを求めている。

成長戦略の模索が続く

前記のように、当中間期の大幅増益は、金利低下等による債券売買益の増加や景気回復を背景にした不良債権処理費用の減少によるもので、収益の柱である資金利益（金利収入）や非金利収入の中核である役務取引等利益は伸び悩んでいる。

自己資本強化のための相次ぐ増資で発行済株式の希薄化が進んでおり、株価は全般的に低迷している。このため、実効性を持った成長戦略の確立が急務である。6 大金融グループが現在進めている成長戦略を整理すれば次のようになる。

第一は、アジア等高成長地域を対象とする海外戦略の強化である。日本経済は低成長が続き、人口減少傾向等を考慮すると今後の資金需要や銀行の競争環境に大きな変化は考えにくい。高成長地域であるアジアなどに注目するのは当然であり、メガバンクグループを中心に、中国やインドなどでの拠点増強やローンの拡

大などが推進されている。

三菱 UFJ フィナンシャル・グループは、中国での人民元建て取引拡大等のほか、大手英銀 RBS から新興国のインフラ向け融資に強みを持つ開発金融部門を買収するなどの方策を実施している。みずほフィナンシャルグループも、アジアにおける優良非日系取引先の取引深耕、インフラビジネスへの対応強化などを推進している。三井住友フィナンシャルグループでは、日系・非日系との取引拡大、インフラ投資への対応、地場金融機関との戦略的提携を梃子にした業務拡大を推進している。また、ニューヨーク証券取引所への株式上場の活用なども意図している。

第二は、証券子会社の活用による銀・証融合ビジネスの強化である。三菱 UFJ フィナンシャル・グループでは、モルガンスタンレー日本法人との統合が 10 年 5 月にスタートしており、みずほフィナンシャルグループや三井住友フィナンシャルグループでも、各々みずほ証券や日興コーディアル証券を核にした証券戦略が展開されている。

第三は、国内を中心にしたリテール戦略の推進であり、投資信託や年金保険等の預り資産営業の強化やクレジットカード事業強化などが推進されている。りそなグループでは、りそな信託との連携による個人向け金融ビジネスが展開され、11 年 4 月に経営統合が予定されている住友信託銀行と中央三井トラスト・ホールディングスでは、専門性を活かした資産運用業務の強化などが志向されている。

こうした成長戦略を着実に収益増強につなげていくことが求められる。

分析レポート

国内経済金融

地域活性化へ積極的な取組み進める八幡信用金庫

渡部 喜智

豊かな地域資源を有する郡上地域

岐阜県・郡上(ぐじょう)地域は、長良川の上流水系を中心とした自然豊かなところである。城下町の郡上八幡(ぐじょうはちまん)は山上に天守閣を有し、街は心懐かしいたたずまいを残す。7～9月に八幡町や白鳥町の町内で場所をかえて三十余夜にわたり行われる盆踊りは、全国的に有名だ。面積の9割を超す森林は良質な杉・ヒノキなど産出するとともに、清流を育んできた。美味しい鮎などが取れる豊かな「水のふるさと」でもある。

郡上地域はテレビや映画のロケ地としても数多く使われ、名古屋市内から高速道路を使えば1時間半で到着する。

しかし、高齢化のもと、地域活性化は急務であった。折りしも、04年に地域の7町村が合併し「郡上市」が誕生する運びとなり、地域が名実ともに一体化し活性化効果をあげることが求められていた。そのようななかで、地域で影響力を持つ関係者のとりまとめ役を果たしたのが、「はちしん」の愛称で呼ばれる八幡信用金庫(以下、同信金)であった。

活性化協議会等で活性化提案

同信金は郡上市のほか、近接する白川村、高山市荘川地区、下呂市金山・馬瀬地区を主要営業エリアとする。2000平方km近い広域をカバーし、9店舗を展開している。この地域全体の経済・金融に通じ関与している存在感は数字が示すものより格段に大きい(図表1)。

同信金の呼びかけにより、市合併に先

立ち地域活性化の話し合いが持たれていたが、04年6月に商工会、観光連盟、建設業協会、郡上市、同信金を構成団体に「郡上地域活性化協議会」が発足、その後、森林組合、漁業組合が加盟し現在7団体となっている。基金(1,000万円)は同信金が創立80年記念事業として拠出した。

信金中金の地域・中小企業研究所の支援を得ながら活性化の提言書を作成・提出するとともに、30人程度からなるワーキンググループの「異業種交流会」を組織した。同メンバーは手弁当で、提言の作業や事業推進などにあたってきた。

このような経緯を経て、活性化協議会の取組みは内閣府の「地方の元気再生事業」にも選定された。現在は、地域の植樹活動、観光資源の発掘・同情報のPR・紹介、里山・棚田再生を通じた都市農村交流事業、地元林材を使ったコテージハウス「DECOハウス」供給事業、名物料理育成を狙いとする地元産「きじ」料理の普及事業などが進められている。

また、信用金庫のネットワークを活用した誘客活動を行っている。09年は各地の信金・年金友の会旅行などで4,500人

図表1 八幡信用金庫の概要

(単位:店 人 億円)

項目 \ 期末	06/3	07/3	08/3	09/3	10/3
店舗数(店)	9	9	9	9	9
期末職員数(人)	111	112	109	109	118
預金残高	910	912	925	940	952
貸出金合計	374	357	354	354	345
うち個人向けローン	132	126	120	116	115

(資料)ディスクロージャー誌より作成

以上を誘客する成果をあげた。

地域活性化の取組みは、融資伸長に現状は必ずしも結び付いていないが、交流人口を増やす試みは成果をあげていると言えよう。なお同信金は、この地域活性化の実践活動により 10 年 6 月に第 13 回信用金庫・社会貢献賞会長賞を受賞した。

顧客コミュニケーションにも注力

営業担当者による顧客訪問は営業活動の柱であることに変わりはない。職員全体の約 17% (24 人) の人員を配置している。主要な取引先・顧客への営業推進を中心に広域をカバーしている。

この他にも、同信金は広報やイベントを通じた顧客コミュニケーションで前向きな取組み・工夫を行っている。

経営の透明性を高めることを念頭に、95 年 6 月から「はちしん広報」を発行。01 年 5 月からは毎月発行（現在 700 部）をし、同信金の経営状況やキャンペーン、行事などの情報のほか、地域の出来事なども幅広く取り上げている。ホームページでの掲載や店頭での配布のほか、主要取引先に配布している。記事を写真入りで紹介することで、職員や地域の人々の話題になり、親近感を強める副次的効果も大きいという。また、95 年からは地域の企業動向を把握し関係機関にも的確に知ってもらうため、「地元企業の景況」調査を四半期ごとに継続的に行っている（現在、10 年 9 月末で 62 回）。

同信金は愛称「はちしん」にちなみ、8 月 8 日を基本に平成 8 年以来、お客様感謝デーを全店で毎年開催している。2,500 人規模の来店者があり、定期・定積やクレジット・カードの新規契約客などへの粗品贈呈やくじびき等のほか、お菓子のつかみ取り、かき氷提供、ヨーヨー釣り

やアンパンマンの着ぐるみサービスなど多彩な催しを用意し、地域交流の場となっている。夏休み期間中であることもあり、子どもの来店も多く同信金を身近に感じてもらえる良い機会になっている。

預金商品提供でも地域独自色出す

同信金の預金商品は、子育てや高齢者の支援を通じた地域活性化や長期継続取引が発想のベースとなっている。

子ども(22 歳以下の扶養家族)を持つ世帯向けに、子どもの数が増えるにつれ、上乗せ金利がアップする定期預金「未来」、定期積金「未来」を発売。子ども 1 人の場合：0.1%、以下子どもが 1 人増えるごとに 0.05% ずつアップし、最高 4 人まで 0.25% の金利が上乗せされる。

また、年齢優遇定期「ねんねん得々」は、50 万円以上 1000 万円未満預入の 3～5 年以下の自動継続型の定期預金で預入者の満年齢にしたがって 0.003% を乗じた金利が上乗せされる。

このほか、年金受給口座指定の組み合わせなどで金利を上乗せする退職金の受け皿対応にも力を入れている。年金口座指定の地域シェアは 3 割弱を占める。

以上の推進の結果、定期・定積預金の残高は堅調推移している。

地域とともに生きていくという姿勢のもと、八幡信用金庫の地域活性への主体的な取組みは、地域金融機関として注目される姿の一つと思われる。



“ 鮎 ” の形をした八幡町

分析レポート

国内経済金融

地域銀行におけるクレジットカードビジネスの変遷

岡山 正雄

はじめに

銀行業界全体として本業である貸出が低迷し、かつ預貸金利鞘の縮小が続くなか、地域銀行(地方銀行、第二地方銀行)でも貸出に伴う収益を補うような収益源模索が続いている。その有力な代替策である手数料ビジネスのうち投資信託や保険の窓口販売は、2000年代に入ってから銀行に認められたが、それ以前から認められていた手数料ビジネスにクレジットカード(以下、「カード」という。)業務がある。

本稿ではカード業務の基本を押さえたうえで、地域銀行におけるカード業務の変遷と近年の動向について述べる。

カード業務の概要

カードの3機能

カードは、月一度の締切日を設けて、その間の利用分を所定の支払日に決済する機能を持つ。その機能を細かく見ると、ショッピング、ローン、キャッシングの3つに分けられる。

ショッピングとは、売買契約時から2ヶ月以内の予め決められた日に支払う機能であり、一括払いが該当する。ショッピングは一般的には、利用者が支払う手数料が無料であり、またローンとは異なって割賦販売法の適用外である。

ローンとは、売買契約時から2ヶ月を超える予め決められた日に支払う機能のことである。具体的にはボーナス一括払い^(注1)や、分割払い、リボルビング払い^(注2)が該当する。一般的には2回払いとボーナス一括払いを除けば、利用額に応じた手数料が発生する。なお、いずれの支払方法も割賦販売の適

用を受けるため、ローン機能を持つカードを発行する会社は包括購入あっせん業者としての登録が必要となる。

キャッシングは、現金を貸し出す機能である。消費者金融のローンカードの機能をカードが担うものであり、利用者の借入額に応じて利息が発生する。なお、キャッシング機能搭載に当たっては、貸金業者としての登録が必要である。

以上のようにカードには異なる法律の適用を受ける3つの機能が、1枚のカードに搭載されている。

カード会社の業務と収益源

カード会社の業務は、カード発行業務、加盟店業務、ブランド提供業務の3つに大別され、それぞれの業務を行うカード会社をイシューアー、アクワイヤラー、ブランドホルダーという。

カード発行業務とは、カード保有希望者に対して審査を行ったうえで、カードを発行する業務である。この業務ではカードの年会費に加えて、ローンやキャッシング利用に応じた手数料や利息が収益源になる。

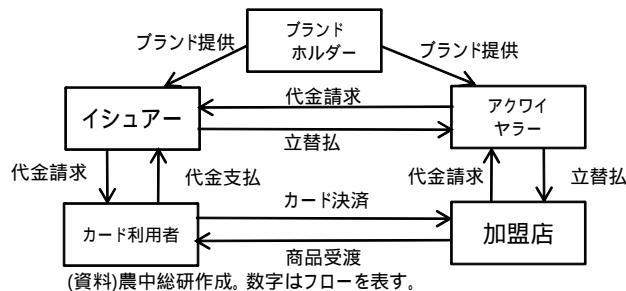
加盟店業務は、自身が発行するカードで決済ができる加盟店を獲得、管理する業務である。この業務では、カード保有者に後日請求する料金を加盟店に立替払いする際、加盟店から受け取る手数料が、収益源となる。

ブランド提供業務は、他のカード会社に対して統一ブランドを提供する業務であり、ブランドを提供されたカード会社から受け取るブランド使用料が収益源となる。

決済の仕組み

以上を踏まえて、カード決済の仕組みをイシューアとアクワイヤラーのカード会社が異なる場合で見ると、図表1のようになる。

図表1: カード決済の仕組み

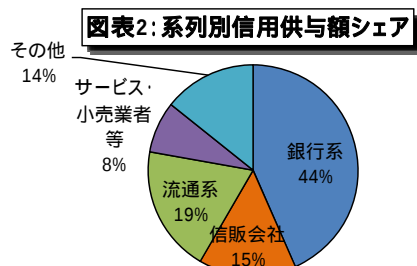


カード利用者がカードで決済すると、アクワイヤラーは加盟店に、手数料を割り引いて決済金額を立替払いする一方で、立替分をイシューアに請求する。イシューアはアクワイヤラーに立替分を支払う一方、後日、カード保有者に利用代金を請求する。

なお異なるカード会社間でカード利用ができるためには、加盟店の相互開放を要する。それを助けているのがブランドホルダーであり、VISA や JCB といった統一ブランドを各カード会社に提供することで、加盟店の相互開放を可能にし、個社で加盟店開拓を行うよりも、遥かに利用可能店舗が多く、広い地域でカードが使えるようにしている。

カード発行主体と収益源

図表2にはカード会社の系列別に信用供与額のシェアを示した。相互参入や提携が増えてきたために、明確な線引きは難しくなってきたが、カード発行主体は銀行系、信販会社、流通系、サービス・小売業者等な



(資料) 日本クレジット協会「日本の消費者信用統計平成22年版」

どに分けられる。その中でも最もシェアが高いのが銀行系である(図表2)。特に都市銀行が設立したカード関連会社は、イシューアやアクワイヤラーとしての側面だけでなく、ブランドホルダーとしての役割も果たしており、カード業界に与える影響は大きい。一方で、地域銀行のカード関連会社が占める割合は低く、総取扱高に占める割合は銀行系カード関連会社のうちの8.2%(注3)である。

また、図表3には業務別の収益を示した。日本では、カードの年会費が無料に加えて、ショッピング機能の利用が多い。そのため、加盟店手数料とキャッシング利息に収益の多くを依存している。

図表3: 営業収入の内訳

(単位: 百万円)

ショッピング/ローン手数料	80,876
カード年会費	30,744
加盟店手数料	208,035
キャッシング利息	489,375

(資料) 日本クレジット協会「日本の消費者信用統計平成22年版」
回答した250社の合計値

地域銀行のカード動向

バンクカード参入までの国内カード市場

日本初のカード会社は1960年設立の株式会社日本ダイナースクラブ(現シティカードジャパン株式会社)である。その後60年代には、都市銀行が相次いでカード関連会社を設立した。なお当初は加盟店相互開放を行っていなかったが、70年代になると、銀行系と電機メーカー系といった異業種2社間で加盟店相互開放が行われるようになった。

また、より多くの店舗で利用できるようにする取り組みとして、世界共通カードの発行がある。これは世界で広く使われているブランドと提携し、国内外で広く使えるカードを目指すものである。例えば株式会社住友クレジットサービス(現三井住友カード株式会社)

はビザジャパン株式会社をVISAカード発行統括機関として設立し、VISAブランドを他のカード会社に提供することで、加盟店の相互開放を進めていった。また株式会社ジェーシービーは積極的に自ら海外の加盟店を増やして国際ブランド化を図る一方、JCBブランドを他のカード会社に提供していった。このように、80年代初頭には、ほぼ都銀系のカード関連会社が主導する形で国内カード市場が成熟しつつあった。

バンクカードの誕生

このような流れの中、82年に銀行法が改正され、従来は関連会社を通じてしかできなかったカード発行が、銀行本体でもできるようになった。これを受けて83年、全国地方銀行協会が主導して、全地方銀行が参加して出来た日本初の本体発行カードが、バンクカードである。

バンクカードはカードの機能に加えて、銀行キャッシュカードの機能を持った初の一体型カードである。また、従来のように都銀系のカード関連会社からブランド提供を受けるのではなく、バンクカードブランドの下、地方銀行間で加盟店を相互開放しあう仕組みを取った。

なお海外利用に関しては、Visa Inc.と独自に提携し、海外旅行時にのみ使える国際カードを別発行する形で利用者の便を図った。

このように地銀が中心となって作られたバンクカードだったが、ローン機能の搭載が認められなかった。また地方銀行の中には、すでに独自にカード関連会社を設立し、都銀系カード関連会社からブランド提供を受けてカード推進を行っている銀行もあり、バンクカード推進の足並みはそろわなかった。そのため都銀系カード関連会社に対抗する勢力にはならなかった。なお現在、バンクカ

ードは横浜銀行の関連会社となった株式会社バンクカードサービスが事務を行い、カード業務を推進する地域銀行を絞って、一体型カード本体発行の一翼を担っている。

一方、地方銀行の動きを受けて、相互銀行(現第二地方銀行)も83年に相銀ワイドカードを発行している。こちらは本体発行ではないものの、キャッシュカード機能を各銀行から、カード機能を既存の都銀系カード関連会社からブランド提供を受けた自社のカード関連会社から提供することで、一体型カードとした。しかし、こちらもバンクカード同様、勢力を占めるには至らなかった。

2000年代の本体発行再参入の進展

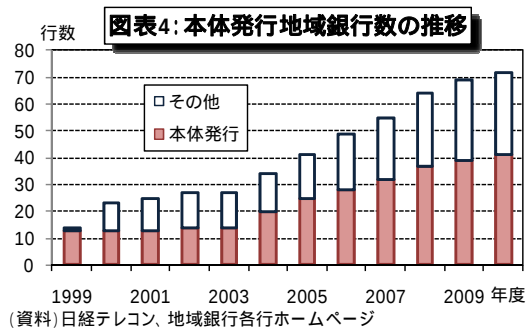
このように、80年代初頭に地域銀行の一体型本体発行が行われた後、90年代は目立った動きは見られなかったが、2000年代に入ってから、貸出低迷にともなう収益低下もあって、再び、一体型を志向する動きが見られるようになった。この他、以下にあげる外的要因も一体型の本体発行を後押しした。

1つ目がICキャッシュカードの登場である。スキミングや盗難被害時の対策として、2000年代初頭に磁気ストライプ式カードに代わって、ICキャッシュカードが導入された。このICキャッシュカードへの切り替え推進に併せて一体型カード推進を行う地域銀行が見られた。

2つ目が04年の割賦販売法改正である。これによって、本体発行カードへのローン機能付加が認められ、カード関連会社を活用するメリットが少なくなった。

3つ目が05年の個人情報保護法施行である。これにより個人情報の管理が厳しくなり、カード関連会社の持つ情報を銀行本体で活用することが難しくなった。

図表4には一体型カードのうち、本体発行



と、それ以外の発行形態を取る地域銀行数の推移を示した。これを見ると、04 年以降、本体発行をする地域銀行が急速に伸びてきていることが分かる。

本体発行のメリットと課題

このように本体発行を推進する背景には蓄積したカード情報の、他の商品推進への活用が期待されることがある。例えばカード情報を利用して分析することにより、顧客の傾向をつかみ、推進する商品を変えるようなことが可能になる。

また、カード関連会社が行っていた業務を銀行本体に移すことで、業績管理を行いやすくなり、渉外担当者の推進意欲向上につながる。

その反面、課題も多い。本体発行には銀行のシステム更新や、カード事務といったコストが発生する。これについては、事務部門をカード関連会社に委託したり、ブランド提供を受けているカード会社に事務やシステムを委託して、コスト軽減を図る地域銀行もある。

また 10 年 12 月には改正割賦販売法が完全施行される。これによってカード発行会社に対して、過剰与信防止義務が課せられる。従来はカード申込者が自己申告した年収を基に発行会社が信用供与枠を設定していたが、今後は所得証明書を受領し、個人信用情報機関に過去の支払履歴等を照会したうえで支払可能見込額が算定され、信用

供与枠が決まるようになる。このように審査の厳格化が義務付けられる結果、カード推進が難しくなるうえ、審査事務が煩雑になる。ただし例外があり、専業主婦のように自らの所得が低い者に対しては、世帯収入を年収とみなしてよいことや、信用供与枠が 30 万円以下のカード発行や、ショッピング機能については除外とされる。そのため実際は軽微な影響に留まるという指摘もされている。

おわりに

以上のように、近年、一体型カードの本体発行を行う地域銀行が増えてきている。しかし、10 年 3 月期決算で見ると、経常利益に占めるカード関連利益の割合は 1.2%^(注 4)に留まっている。また、有価証券報告書のセグメント情報にカード業務を別記載している地域銀行がないことから、カード業務の規模が依然小さいことが分かる。今後、どのように収益源の 1 つにしていくのか、各地域銀行の戦略が注視される。

(注 1)09 年 12 月の改正割賦販売法施行以前は、ローンの定義が「契約時から 2 ヶ月を超えかつ 3 回以上に分割して支払うこと」だったため、2 回払いとボーナス一括払いはかつてショッピングだった。

(注 2)予め月の支払限度額を設定しておき、超過分は翌月以降に繰り越される支払方法。

(注 3)金融財政事業研究会「2009 年版クレジット産業白書」

(注 4) 全国銀行協会「全国銀行財務諸表分析」、金融財政事業研究会「2009 年版クレジット産業白書」

<参考文献>

経済産業省(2010)「割賦販売法について(後払い)」
日本クレジット産業協会(1992)「わが国クレジットの半世紀」日本クレジット産業協会
水上宏明(2007)「クレジットカードの知識第 3 版」日本経済新聞出版社

分析レポート

国内経済金融

若年層との金融取引

田口 さつき

はじめに

少子化をはじめ、厳しい雇用環境など様々な要因から、金融機関にとって若年層の獲得が困難になってきている。しかし、ローンやクレジットカードのターゲットとして、金融機関が若年層へ寄せる期待は従来から変わらない。

そこで、若年層における各取引の実態をフロー（入金、決済）ストック（金融資産・金融負債の残高）を軸に統計などから考えてみたい。

なお、本レポートでは、主に最新の総務省「消費実態調査」（2009年）（以下、実態調査）の単身世帯分を用いて若年層の動向を探る。同調査は、5年毎に行われるもので、調査項目が多く、他の類似統計では把握できない内容がわかる（例えば、総務省「家計調査」にはない決済手段がわかる）、調査対象が広い（調査世帯は単身世帯について、実態調査が4402世帯、家計調査が約700世帯）といった特徴がある。ところで、実態調査においては、年齢層の区切りは、30歳未満とその上の世代の10歳刻みとなっているため、本レポートでは、「30歳未満」と「30歳代」を若年層として扱うことにする。

若年層の給与振込

若年層の獲得の入り口として金融機関が重要視しているのが、給与振込口座の獲得である。

その動向を追うために、まず、給与振込口座数を総務省「労働力調査」の雇用者数で代用し、その推移を図表1の示した。これによると、20歳代では09年は99年比で大幅減となっている。一方、団塊世代ジュニアが含まれる30歳代は増加している。ただし、今後は、団塊ジュニアの効果が消え、減少に向かうことが確実な状況である。

1ヶ月当たりの入金額に関しては、厚生労働省「賃金構造基本統計調査」の基本給に残業手当などの各種手当を含めた「現金給与額」を使った。図表1の示す通り、20歳代前半で約21万円、20歳代後半で約25万円、30歳代前半で約29万円、30歳代後半で約32万円と年齢に近い額となっており、ここ10年で30歳代を中心に減少している。さらに、同調査による「年間賞与その他特別給与額」は、20歳代前半で約36万円、20歳代後半で約60万円、30歳代前半で約77万円、30歳代後半で約94万円であり、09年は99年比で約2割減となっている。

図表1 若年層の給与振込に関する指標

	雇用者数(万人)			きまって支給する現金給与額(万円)			年間賞与その他特別給与額(万円)		
	1999年	2009年	対99年比	1999年	2009年	対99年比	1999年	2009年	対99年比
20～24歳	573	426	-25.7	21.4	21.4	0.0	46.8	35.5	-24.1
25～29歳	723	580	-19.8	26.1	25.4	-2.5	76.9	60.2	-21.8
30～34歳	577	628	8.8	31.8	29.3	-7.8	101.8	76.6	-24.8
35～39歳	536	692	29.1	35.7	33.0	-7.7	122.2	94.2	-22.9

は総務省「労働力調査」、は厚生労働省「賃金構造基本統計調査」より作成

(図表1の)

以上のように、金融機関の資金調達源としては、若年層の給与振込は、口座数、入金額ともに細っている。さらに先行きも若年層での人口減少は続くことを考えると、この傾向は強まっていくと思われる。しかし、顧客の年齢層の分散化を図るとともに若年層のローン需要等を取り込むための入り口として、若年層の給与振込口座の獲得の重要性は一層増し、金融機関間の競争は激化することが見込まれる。

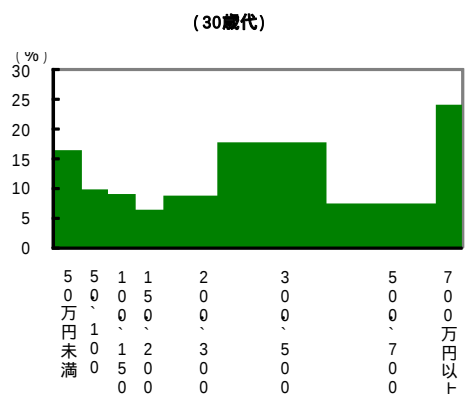
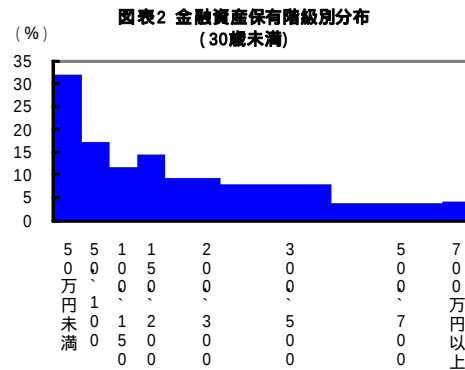
若年層の金融資産残高

若年層の金融資産残高は、09年の実態調査によると、30歳未満が男性で151万円(99年は172.8万円)、女性が198万円(同155.7万円)である。これに対し、30歳代は、男性で542万円(同517.4万円)、女性が418万円(同420.6万円)である。前述の現金給与額の減少傾向を考えると、若年層が金融資産を積み上げていくのが難しい状況が続いていたと考えられるが、30歳未満男性を除き、大きな減少は見られない。

次に金融資産保有の分布は、30歳未満の層については、50万円未満が最も多く、200万円以下の部分に偏っている(図表2)。それに対し、30歳代は約4割が200万円未満であるが、700万円以上や300～500万円の層も多く、ばらつきがみられる。

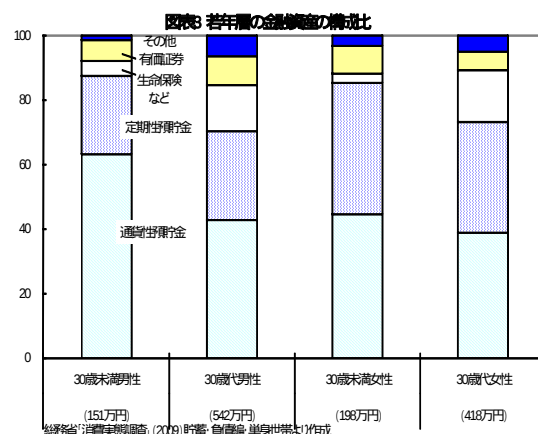
金融資産の構成は、30歳未満の男女とも、金融資産が少額であることもあり、80%以上が預貯金である。特に30歳未満の男性においては、その6割が通貨性預貯金である。

一方、30歳代においては、預貯金の占める割合が70%以上と多いものの、10%



総務省「消費実態調査」(2009)貯蓄・負債編・単身世帯より作成

程度が生命保険などで保有されるなど、30歳未満より資産構成が多様化する(図表3)。若年層が30歳近くになるに当たり、生命保険などの金融商品についての相談ニーズが増すとみられる。ただし、図表2で30歳台にばらつきが大きかったことを考慮すると、金融機関は年齢だけでなく、貯蓄行動などから相談ニーズの



高そうな顧客を見つけ、適切なアプローチをすることが大切だろう。

若年層の決済

若年層の物やサービスの支払いの際の金額や決済手段を実態調査から見ると、1ヶ月当たりの消費に支出する金額は、30歳未満では17万円強で、過去と比べて大きな変化はない(図表4)。一方、30歳代では22万円近くで推移してきたものが、09年には20万円割れとなった。

決済手段別には、30歳未満、30歳代

手段として「電子マネー」という項目が加わったが、支出に占める割合は1%前後となっている。専ら交通に関する支払いでの利用が主であるが、コンビニエンスストアでの利用も徐々に広がっているとみられ、今後の動向が注目される。

なお、図表5は男女別の「クレジットカード、月賦、掛買い」による決済の割合(以下、掛払割合)の推移を見たものである。基本的には、掛払割合が高いのは、男性よりも女性、30歳未満より30

図表4 若年層の決済状況

		1ヶ月当たりの消費支出金額(円)			支出割合(%)		
		1999年	2004年	2009年	1999年	2004年	2009年
30歳未満	消費支出	177,411	174,909	176,590	100.0	100.0	100.0
	現金	167,257	161,930	154,269	94.3	92.6	87.4
	クレジットカード、月賦、掛買い	10,154	12,979	20,968	5.7	7.4	11.9
	電子マネー			1,353			0.8
30～39歳	消費支出	223,557	222,792	193,681	100.0	100.0	100.0
	現金	198,516	205,425	163,283	88.8	92.2	84.3
	クレジットカード、月賦、掛買い	25,041	17,367	28,354	11.2	7.8	14.6
	電子マネー			2,044			1.1

総務省「消費実態調査」(1999)(2004)(2009)貯蓄・負債編・単身世帯より作成

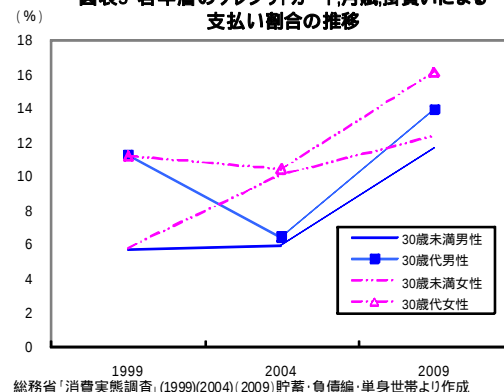
ともに09年において、「現金」による決済額が減少している。その一方、「クレジットカード、月賦、掛買い」による決済額が増加している。特に30歳未満においては、99年の約1万円から約2倍となっている。

割合でみても、30歳未満ではここ10年を通じて「現金」の割合が低下している。そして、「クレジットカード、月賦、掛買い」による決済の割合が上昇傾向にある。

30歳代も04年に「現金」の割合が上昇したものの、09年は低下し、「クレジットカード、月賦、掛買い」の割合が上昇している。

なお、09年の実態調査から新しい決済

図表5 若年層のクレジットカード、月賦、掛買いによる支払い割合の推移



歳代である。最も同割合が高いのは、30歳代女性であり、金融機関だけでなく小売業界などがその決済サービスの獲得を目指している層である。ただ、09年においては、男性も掛払割合の上昇が著しいのが注目される。

以上見てきたように若年層ではクレジットカードや電子マネーといった決済手段の多様化が進んでおり、金融機関はこの状況とどう関わるかが課題となるだろう。

若年層のローンの利用

若年層の金融負債残高は、男女差がある。まず、男性は30歳未満で46万円(99年は73.1万円)、30歳代で205万円(同350.4万円)であるのに対し、女性は30歳未満で15万円(同18.2万円)、30歳代で115万円(130.1万円)と低めであ

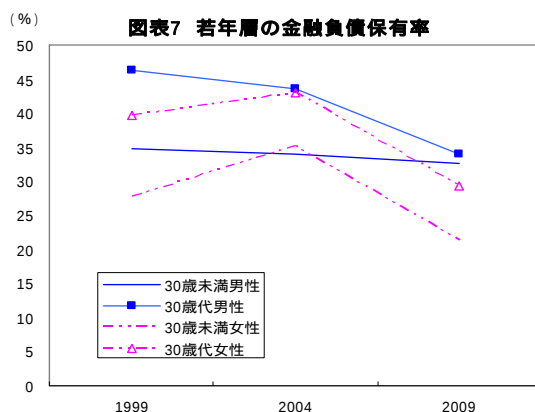
金融負債は残高が減少するだけでなく、保有率も低下している(図表7)。30歳代では、現金給与額が減少する中、負債を増加させず、貯蓄している様子が見える。

しかし、その中で30歳未満男性の保有率は横ばいで推移しており、「クレジットカード、月賦、掛払い」による掛払割合が上昇していることも一因にある可能性がある。このように、無担保ローンの動向を考える上でも、負債について、前述の「クレジットカード、月賦、掛払い」と関連性を見ていくことが必要だろう。

図表6 若年層の負債

	男性			女性		
	平均	30歳未満	30～39	平均	30歳未満	30～39
負債現在高(万円)	235	46	205	69	15	115
住宅・土地のための負債	179	11	170	52	-	105
住宅・土地以外の負債	43	22	18	14	6	5
月賦・年賦	13	14	16	4	9	5
負債保有率(%)	32.1	32.7	33.9	18.1	21.2	29.2
うち住宅・土地のための負債(再掲)	13.1	0.8	9.0	5.2	-	7.7
20万円以上の負債	29.0	27.9	31.6	12.3	12.1	18.9

総務省「消費実態調査」(2009)貯蓄・負債編・単身世帯より作成



総務省「消費実態調査」(2009)貯蓄・負債編・単身世帯より作成

る(図表6)。また、過去と比べて残高が減少している。

負債の内訳は、月賦・年賦の残高が比較的大きい傾向にあるが、住宅・土地のための負債はほとんどない。負債の保有率は男性では約3割、女性では約2割となっている。

おわりに

各種統計の分析から、若年層を対象とした金融取引は、人口減少に加えて、若者をめぐる雇用環境の厳しさから難しい状況にあることが改めて浮き彫りとなった。若年層をめぐる金融機関の競争は一層激化すると見られる。また、既存の若年顧客との取引拡大を推し進める金融機関にとって、若年層の中でも30歳未満と30歳代、男女といった属性による違いは大きいことに留意したほうがよいだろう。顧客の属性や行動に基づいた適切なマーケティングが必要である。

分析レポート

海外経済金融

外部からはうかがい難いユーロ通貨圏の強みとは？

～12月EUサミットでの恒久的支援制度等の検討に向けて～

山口 勝義

要 旨

ECBトリシェ総裁は、英紙インタビューで、ユーロ圏には外部からはうかがい難い強みがあると指摘している。この強みとは何なのか、それは十分頑健と評価できるものなのか。

12月のEUサミットでは、財政悪化国に対する債務リストラを伴う恒久的な支援制度の創設も含め、財政危機の再発防止策等の具体的な検討が実施される予定であるが、こうした強みが実効的に機能するかどうかを評価するひとつの重要な機会になるものと考えられる。

はじめに

英紙 Financial Times (以下 FT) が掲載した欧州中央銀行 (ECB) トリシェ総裁に対する財政危機に関するインタビュー記事^(注1)において、同総裁は、「2010年5月にユーロ通貨圏は破局にどの程度近づいていたと考えるか」との問いに対し、次の内容の回答を行なっている。

- 内部の者の目から見れば、ユーロ通貨圏が破局に追い詰められていたなどということは決してない。私には欧州がいかに機能するかがよくわかる。一方、外部からは例外的な困難に対処する欧州の能力を正確に判断し分析することは常に難しいものである。
- ECBは、ユーロ通貨圏各国の経済情勢の統合を推進し、またユーロ通貨圏の地域的拡大について監督する機能を担っている。財政問題に起因する混乱は依然継続しているが、これは単に従来からある複雑性が幾分増したというほどのものである。

インタビューの回答では、外部からはうかがい難いユーロ圏の強みについて「通貨同盟をひとつに結びつける力」と言い換えてはいるが、これ以上の具体的な説明はない。それはどのような内容なのか、十分頑健と評価できるものなのだろうか。

外部からはうかがい難い強みとは？

欧州では、以下の様々な側面において、こうした力が働き強みとなっていることが考えられる。

・文化史・政治史面

欧州は古代ギリシャの自由と民主主義、ローマ法による社会規範、キリスト教の文化等の伝統的共通基盤を持ち、ゲルマン民族の生活習慣による日常面での一体感等により、いわゆるヨーロッパ・アイデンティティが培われている点が指摘されている。さらに、11世紀の十字軍や、国民国家形成に至るまでの近世の複合国家的統治の歴史を経て、19世紀の帝国主義による植民地に対する優越的な差異感覚の中で、欧州がひとつの纏まりとして意識されるに至ったと言われている。危機に際しては、こうした共通感覚や一体感が各国の緊密な連携と迅速な対応に結びつくことが考えられる。

・統合の歴史面

欧州統合は、歴史的に、欧州が主戦場となった第一次世界大戦終了後まもなく具体的な検討が開始されており、1952年の欧州石炭鉄鋼共同体 (ECSC) の設立以降でも既に60年近い年数が経過している (図表1参照)。この間、トリシェ総裁が当事者ともなった1992・93年の通貨危

図表1 EUにかかる主要な動き

1918 年	第一次世界大戦終結
1923 年	カレルギー（オーストリア）が「パン・ヨーロッパ運動」を開始 ～ 欧州の地位低下への危機感から、独仏を中心とした統合の必要性を主張
1929 年	世界恐慌勃発
1945 年	第二次世界大戦終結
1950 年	シューマン（仏外相）がシューマン・プランを発表 ～ 欧州諸国が参加する合同機関による西独・仏の石炭・鉄鋼産業の共同管理を提唱
1951 年	欧州石炭鉄鋼共同体（ECSC）設立条約に調印（1952 年設立） ～ 西独、仏、伊、ベルギー、オランダ、ルクセンブルクの 6 カ国が参加
1957 年	欧州共同体（EEC）設立条約調印（ECSC 加盟 6 カ国で構成、1958 年設立）
1960 年	欧州自由貿易連合（EFTA）設立 ～ 英国主導で、スウェーデン、ノルウェー、デンマーク、オーストリア、スイス、ポルトガルの 7 カ国が参加
1967 年	ECSC、EEC、EAEC（欧州原子力共同体）を欧州共同体（EC）と総称
1968 年	EC 内で 関税同盟完成
1973 年	英国、アイルランド、デンマークの 3 カ国が EC に加盟し EC は 9 カ国に（第 1 次拡大）
1990 年	欧州経済通貨同盟（EMU）第一段階開始 東西独統一
1991 年	ソ連崩壊
1993 年	域内市場統合完成、 単一市場発足 マーストリヒト条約発効により欧州連合（EU）創設（EEC→EC→EU と変遷）
1999 年	統一通貨「ユーロ」導入
2002 年	ユーロ流通開始

（出所）欧州連合（EU）のホームページ等から農中総研作成

機の経験も含め、様々な交渉経緯を経て各国間の紐帯の強さが形成されてきたことが考えられる。

・ 態勢面

欧州理事会、EU 理事会、欧州議会、欧州委員会、ECB 等、欧州連合（EU）内の諸機構による問題対処のためのガバナンス態勢は継続的に拡充されてきている。また、今般の財政リスクの顕在化への反省から、財政規律の強化が図られるとともに財政悪化国への支援制度の恒久化が検討されるなど、リスク管理態勢の充実が図られつつある。

・ 経済効果面

EU 域内の関税の撤廃、共通した通商政策の採用、為替変動リスクの排除等により享受し得る経済的メリットによって、加盟国間で現行の仕組みを保持しようとする強いインセンティブが働き、これが各国の連携を強化していることが考えられる。

一方、十分頑健とは考え難い点

一方、今般の欧州における財政リスクの顕在化に際しては、加盟各国の財政規律の遵守状況をモニタリングする監視メカニズムの実効性に課題が認められたほか、単一通貨・単一金融政策自体にも域内の経済を不安定化させる恐れのある根源的な問題点が内在している点が指摘される^{（注2）}。また、マーストリヒト条約では経済・通貨同盟に加え外交・安全保障政策や司法・内務協力にかかる政府間協力等についても取組みを進めることとされたが、これを超えた一層の政治的な協調は将来的な検討課題として残されている。

さらに、上記の FT インタビュー記事の全体からは英紙と ECB 総裁間にやや距離を置いたやり取りが感じられ、そこにはユーロ通貨圏に加わらない英国の傍観者的な立場が象徴的に浮き彫りにされているようにも思われるが、現実に EU とユーロ通貨圏の二重化の現状がある。また、今春のギリシャ支援等の決定までの足並

みの乱れに現れているように EU 加盟国各国での意見対立が迅速な対応を阻害している事実が認められる。

以下に、EU 内の主要国であるフランス・ドイツ・英国について、背景となるその立場・姿勢の違いを含め、こうした意見対立の実態を概観する。

・ 欧州統合にあたって

第一次世界大戦後具体的な動きとして政治的な運動に発展していった欧州統合の背景には、帝国の解体・米国の台頭の中での大戦で疲弊した欧州の地盤低下の危機感やソ連への対抗のほか、主としてフランスによるドイツの覇権回復への牽制の意図があったと見られている。

一方、英国は、世界最大の帝国主義国であった歴史を背景に「栄光ある孤立」を維持し、また米国との二国間関係を重視するなど、欧州の中では特殊な地位にあった^(注3)。しかし、20 世紀に入るとその力の衰えが顕著となり、同盟を結ぶなど他国との連携を進めることとなったが、1952 年の欧州石炭鉄鋼共同体 (ECSC) の設立に際しては、フランス主導に対する懸念や超国家機関の設立による国家主権の制約の可能性を嫌って不参加とした。

しかしながら、英国も、ECSC 加盟 6 カ国による新たな貿易ブロックとして成功しつつある欧州共同体 (EEC) に対して交渉力維持を図らざるを得ず、その後 1960 年に主導的に欧州自由貿易連合 (EFTA) を設立するに至ったが、これは実力面で EEC に対抗し得るものとはならず、結局英国は 1961 年に EEC への加盟申請を行なうこととなった。これに対しフランスは 2 度にわたり申請を拒否し、英国の EEC 加盟が実現するのは 1973 年になってからであった。

英国については、現在に至っても、国家主権を尊重し欧州統合の深化に対しては消極的な姿勢を維持している点が大きな特徴として指摘できる^(注4)。

一方、社会主義の伝統が強く雇用確保や経済成長促進を重視するフランスに対し、ハイパーインフレの経験から通貨価値の安定を最重視するドイツの対比はしばしば指摘される点である。これは、財政規律の維持に関して、通貨価値を重視し厳格な制裁措置の適用を求めるドイツと、経済成長を重視し制裁を決める過程に政治的裁量の余地を求めるフランスの間に対立が生じた 1996 年の「安定成長協定」の議論や、ドイツがマルク売り介入や利下げを拒んだ 1992・93 年の通貨危機時の対応に象徴的に現れている。

・ ギリシャ支援にあたって

ギリシャで 2009 年 10 月総選挙による政権交代を機に表面化した財政問題は、他の周辺国を巻き込んで深刻の度を深めた。EU 内では支援策構築の必要性が認識されたものの、2010 年 2 月の EU サミットではドイツ・フランスの対立が表面化し、ギリシャのデフォルトがいよいよ現実味を帯びた 4 月、5 月に至るまでその最終合意は得られず、市場の混乱が高まることとなった。ここでのドイツ・フランス間の主な対立は、EU 内での支援を禁ずる条約の規定等を尊重するドイツに対し^(注5)、フランスは柔軟な支援体制を主張する点にあった。その交渉経緯は主要紙の特集記事^(注6)が臨場感をもって伝えているように、欧州支援パッケージ^(注7)の具体的な内容等について 5 月 EU サミット最終日の 7 日 (金) までに詰めきれず、市場の混乱を回避するため翌週アジア市場が開くまでの決着を目指したもののシド

ニー市場には間に合わず、東京市場が開く直前のブリュッセル時間 10 日（月）早朝に至りようやく合意に達するという経緯をたどった。

以上のように、主要国の意見対立がしばしば健全な牽制関係の維持以上に、むしろ意思決定遅延をもたらしているように見られるが、こうした現状が、はたしてトリシェ総裁の言うユーロ圏の強みに結びつくのかどうか疑問なしとしない。

今後の注目点

10 月 28、29 日に実施された EU サミットでは、新たなマクロ経済監視の仕組みの創設や財政規律違反国への制裁強化とともに、ドイツが提案した EU における財政悪化国に対する恒久的な支援制度の創設が合意された。これらは 1999 年のユーロ導入以来の抜本的改革と言われているが、次回の 12 月 EU サミットでその具体的検討が実施されることになっている。

このうち恒久的な支援制度は 3 カ年の期限を有する現行制度を引き継ぐ仕組みであるが、被支援国の債務リストラはない現行の仕組みに対しこれを含むものへの転換が想定されている^(注 8)。これを受け、周辺国の国債利回り上昇に止まらずアイルランド問題がクローズアップされるなどの動きが急速に現れてきており、特に今後の交渉内容が注目されるものである。

この 10 月 EU サミットに先立つ段階で、財政規律違反国への厳格な制裁適用を求めるドイツが判断の余地のある柔軟な運用を主張するフランスと対立したものの、独仏二国間協議により上記の恒久的な制度の創設面でフランスの協力を得る見返りに制裁制度についてはドイツが譲歩を行ったことや、こうした独仏二大国の他

国の意向を軽視した専横的な取進めに対して他国からの強い反発が出ていることが報道されている。

このようなことから、12 月からの交渉過程では各国の思惑・利害の様々な対立が予想されるが、トリシェ総裁が言うユーロ圏の強みが実効的に機能するかどうかを評価する重要な機会になるものとも考えられ、その動向に注意を払いたい。

（2010 年 11 月 22 日現在）

^(注 1) “Trenchant on trouble”, FT, 2010/09/11 による。

^(注 2) 山口 (2010)「通貨ユーロを巡る構造的な問題点～財政分権主義と単一通貨・金融政策について～」(『金融市場』2010 年 10 月号)を参照。

^(注 3) こうした点は、首相就任以前ではあるがチャーチルの次の発言に具体的に反映されている。「われわれは欧州とともにあるが、その一部ではない。われわれとも関連はあるが、妥協はしない。われわれも興味を持ち連携はするが、巻き込まれることはない」(米誌 “The Saturday Evening Post”, 1930/2/15)

^(注 4) 英国は、現在、経済通貨同盟 (EMU) の第 3 段階 (単一通貨の導入等) には進まないこととされているが、合わせて EU 条約に関し、過剰な財政赤字にかかる規定の適用を受けないこと等特別の取扱いを受けている。詳細は、“United Kingdom: EMU opt-out clause”, EU を参照。

^(注 5) EU 機能条約第 125 条で、一定の例外を除き EU は国、地方政府等の支援を禁ずる旨規定している。合わせて、ギリシャ等への支援策はソブリン・デフォルトがなく民間債権者は保護される一方納税者に負担を負わせるものであり、これらから、ドイツの憲法裁判所が同支援策を違憲と判断する可能性があり、議会からも強い反発があるとされている。

^(注 6) 次の特集記事を参照。

- 2010/09/27 および 09/28 の The Wall Street Journal (アジア版) の記事

- 2010/10/11、10/12 および 10/13 の Financial Times の記事

また、ギリシャ危機対応については、次に時系列的経緯が整理されている。

- “The Economic Adjustment Programme for Greece”, pp. 8–9, European Commission, 2010/05

^(注 7) 最終的に欧州金融安定化メカニズム (600 億ユーロ)、欧州金融安定化ファシリティー (4,400 億ユーロ)、IMF によるファンディング (2,500 億ユーロ) から構成された財政危機国への支援の仕組み。

^(注 8) 同恒久的制度は、ドイツの主張では、EU 加盟国への支援を禁じている現行の EU の条約の規定内容を見直すとともに、納税者の負担のみに頼らず民間債権者の負担も含めたモラルハザードを防止する秩序ある債務リストラの手順を含むものとされている。

連載

中国経済・金融を読む＜第8回＞

中国農業発展銀行の貸出金動向

王 雷 軒

唯一の農業政策金融機関として

中国国内でも中国農業銀行の認知度は高いが、中国農業発展銀行（以下では、「発展銀行」という）を知っている人は意外と少ない。

発展銀行は、1994年6月に設立された唯一の農業政策金融機関である。中国農業銀行と中国工商銀行が実施していた農業政策金融の業務を引き継ぎ、国有食糧企業に対する食糧買付・備蓄資金の融資を中心的業務として発足した。融資先は食糧関連企業が大半であり、農家への融資は行われていない。

図表1 発展銀行の概況（単位 億元）

	2009年末	2008年末	2007年末
総資産	16,577	13,554	10,676
貸出残高	14,513	12,193	10,224
総負債	16,315	13,319	10,447
借入金	3,652	3,659	3,659
債券発行	8,109	6,497	4,663
預貯金	2,096	1,293	1,125
資本金	253	229	231
純利益	22	17	15

（資料）「発展銀行統計年鑑」2010年などより作成

09年末の貸出金残高は1.45兆元（約18兆円）資本金は253億元であった（図表1）。北京本店の下に30の省レベルの支店があり、その下に303の市レベルの支店、さらに末端組織1,618の県レベルの支店がある。

なお、同行は正規職員約5万人を有しており、國務院（内閣府に相当）の直轄機関で、業務上、中国人民銀行（中央銀行）及び中国銀行業監督管理委員会の指導や監督を受けていることになる。

発展銀行の主な業務について

発足時には、同行の業務内容は、穀物・綿

花・植物油といった主要農産物の買付・加工、流通と備蓄などに関する資金の貸出業務及び農業生産性の向上と貧困地域の農業発展を促進するための農業総合開発融資と貧困扶助融資の業務からなっていた。その中で、国有食糧企業の食糧・綿花等の買付に必要な資金の貸出が主な業務であった。

98年3月に、発展銀行は、融資業務のなかの農業総合開発融資と貧困扶助融資を国有商業銀行に引き渡し、国有食糧企業への融資を行うことだけに特化した。

04年から、発展銀行は、国有食糧企業以外の民間食糧企業や農村企業向けにも融資を行うようになるなど、業務範囲が拡大し始めた。07年1月には農業・農村インフラ整備の融資も実施できるようになった。

農業・農村インフラ向けの融資増加

発展銀行の国有食糧企業向けの食糧買付・備蓄資金の貸付（政策的貸付）はあまり拡大しないなかで、農業・農村インフラ整備や農村企業向けの貸付残高（商業的貸付）は09年末に5,295億元（約6.5兆円）へと増大し、貸出金残高全体に占める割合が36.5%となっている（図表2）。発展銀行は、中国の農業・農村の振興という農業政策金融機関として果たすべき役割を発揮しつつあると言える。

図表2 貸出金の内訳（単位 億元）

	2009年末	前年比増減額
政策的貸付	9,218	222
備蓄向け貸出	2,508	158
買付向け貸出	2,980	296
その他	3,730	-232
商業的貸付	5,295	2,098
短期貸付	1,833	516
中長期貸付	3,462	1,582
合計	14,513	2,320

（資料）「発展銀行統計年鑑」2010年の4頁より作成

連 載

経済・統計の基礎知識 < 第 20 回 >

景気の先行指標 中小企業売上げ見通し D.I.

岡山 正雄

企業業績を見る指標

企業業績の中でも、中小企業の業績は景気の動向に敏感に反応する。これを見る指標の 1 つに中小企業売上げ見通し D.I.(以下「見通し D.I.」という)がある。

この指標は日本政策金融公庫が公表する「中小企業景況調査」に含まれるものである。この調査では中小企業に対して、売上げや仕入価格など企業の業績に関する項目について質問をする。この中で、今後 3 ヶ月間の売上見通しについて、「増加」、「横ばい」、「減少」の 3 択で回答する項目がある。この結果をもとに、「増加」と回答した割合から「減少」と回答した割合を引いたものが見通し D.I.である。見通し D.I.は名前の通り、今後の売上げ見通しを指数化したものなので、企業業績に対し先行性を持つとされ、景気動向指数でも先行指標に採用されている。

なお、見通し D.I.は回答者全員が「増加」と答えれば 100、全員が「減少」と答えれば -100 となるが、景気動向に関係なく一貫して 40～50%が「横ばい」と答えている。そのため残り 50～60%の回答が見通し D.I.の変動要因となっている。

見通し D.I.のメリットと留意点

見通し D.I.のほか、企業業績を見る統計としては、法人企業統計調査や日銀短観がある。しかし、見通し D.I.が月次調査であるのに対して、これら 2 つの調査は四半期調査である。そのため、見通し D.I.の方が速報性の点で優れている。

ただ見通し D.I.を利用するに当たっては留意点が 2 つある。

まず、1 つ目が調査対象の問題である。対象となる中小企業は、日本政策金融公庫取引先のうち、三大都市圏の 900 社に限られる。そのため、母集団が国内の中小企業と一致していないうえ、対象数が他の調査と比べて少ない。

2 つ目が質問票回収の問題である。回収率は約 60%とこちらも他の調査に比べて低い。

なお、上述の法人企業統計調査が全国の約 30,000 社を対象として、回収率が約 70%、日銀短観が全国の約 12,000 社を対象として、回収率が約 100%なので、統計の信頼性という点では、これら 2 つの調査の方が優れている。

売上げ D.I.に対する先行性

図表 1 には売上げの現状を示す売上げ D.I.と、見通し D.I.の推移を示した。図表 1 を見る限り、両指標はほぼ同時に動いており、見通し D.I.の売上げ D.I.に対する先行性は確認できない。

