

潮流

JAの対応が注目される「6次産業化」

顧問 野村 一正

リーマン・ショック後のわが国経済の問題点として指摘されてきたのが、輸出偏重の経済構造。その処方箋として、地域活性化が提唱されている。とはいっても国際的な「地産地消」を進める製造業に、地域活性化を担うことを期待するという従来の手法は徐々に通じ難くなってきている。そこで注目されているのが、地域の最大資源である農林水産資源をいかに有効に活用するかであり、そのための他業種との密接な連携の推進である。「食農連携」「農商工連携」「農(林水産)業の6次産業化」などと呼ばれ、「6次産業化」は今や「戸別所得補償制度」と並ぶ新政権の農政の柱のひとつにさえなっている。

ただし現在言われている「6次産業化」は、当初のような農林水産業に由来する産物の加工、流通を農林水産業に取り戻すという、単純な構造ではなくなっている。現在取り組みが進められているのは、1次、2次、3次の各産業部門が連携することによって、各部門が単独で生み出す以上の価値を生み出す相乗効果を目指すものだ。さらに、6次産業化を進めるに際しては、農林水産業が生み出す「物」にのみ注目するのではなく、生産やサービスが生み出す「機能」にまで枠を広げる必要があると考えられるようになった。観光、健康、教育、環境といった新たな機能に着目した新産業の創出を目指そうというのである。

農産物生産のために管理された農場は美しい景観を生み、生産物の加工品やこれらを使った料理の提供は重要な観光資源となり、教育、健康の保持にも貢献する。また、バイオマスや小水力発電の活用によって再生可能エネルギーの利用に寄与し、環境への対応をアピールできる。このことによって、さらに観光、教育の場としての活用が拡大することを可能にする、といった「物」と「機能」をうまく組み合わせた新たな地域産業の創出を目指す必要があるというものだ。

こうした新産業創出に、最も重要なのが情報の収集とマッチングである。とりわけ不可欠なのが地域の生産、消費、景観、環境、教育、さらには安全など各分野のマイクロ情報。「物」と「機能」に関する供給サイドと需要サイドの情報を収集し、双方をマッチングすることによって、幅の広い全く新しい産業の創出が可能になる。

このマイクロ情報、地場情報の収集、マッチングにはすでにいくつかの地方銀行が積極的に取り組んでいるという。確実な情報とマッチングの結果に基づく新規の産業は、ファイナスの対象としても一定の魅力のある分野として考えているからと思われる。ただし、この場合生産側の情報は農協に頼っているとも聞く。これは、連携の一形態といえるかもしれないが、一方ではファイナンス機能を有する農協が自らマッチングを行い、それによって生まれる新たな産業へのファイナンスにも対応すれば、より確実に地域活性化につながるとも考えられる。全国に巨大なネットワークと総合的機能を持つJAが「6次産業化」にどう取り組むか、ますます注目される。

情勢判断

国内経済金融

二番底リスクは後退したが、デフレ脱却は見通せず

～ アジア向け輸出が牽引するわが国経済 ～

南 武志

要旨

2009年10～12月期の実質成長率は前期比年率4.6%と、3四半期連続のプラス成長となった。輸出・民間消費が底堅く推移していることに加え、民間設備投資が7四半期ぶりにプラスに転じるなど、二番底に陥るリスクが後退したと受け止められている。今後ともアジア向け輸出が主導する格好で、わが国経済の持ち直し基調は継続すると思われる。しかし、大きく崩れた需給バランスが元通りになるまでには相当程度時間がかかる見込みであり、物価下落状態は長期化する可能性が高い。

これに対し、政府はデフレ脱却の早期実現に向けて追加緩和策を期待しているが、日銀は政策金利・国債買入れ額などの現行政策が十分緩和的であるとし、一段の監査政策について消極的な姿勢を続けている。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2010年					
	2月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	0.094	0.10	0.10	0.10	0.10	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.443	0.40～0.50	0.40～0.50	0.40～0.50	0.40～0.50	
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 (%)	1.330	1.15～1.50	1.25～1.65	1.25～1.65	1.30～1.70
	5年債 (%)	0.510	0.40～0.60	0.45～0.70	0.45～0.70	0.45～0.75
為替レート	対ドル (円/ドル)	92.0	85～95	85～98	87～100	90～102
	対ユーロ (円/ユーロ)	123.9	118～128	120～133	120～137	125～140
日経平均株価 (円)	10,123	10,500±1,000	11,000±1,000	11,250±1,000	11,500±1,000	

(資料)NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成。先行きは農林中金総合研究所予想。

(注)無担保コールレート翌日物の予想値は誘導水準。実績は2010年2月19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年春に底入れをしたわが国経済は、その後も持ち直し基調を辿っている。2月15日に発表された10～12月期のGDP速報からも、実質経済成長率は前期比1.1%（同年率4.6%）と3四半期連続の堅調な伸びとなったことが判明している。

内容的には、中国などアジア新興国向けの中心に堅調に推移する輸出（前期比5.0%）と、エコカー減税や家電エコポイント制などによって刺激された民間消費

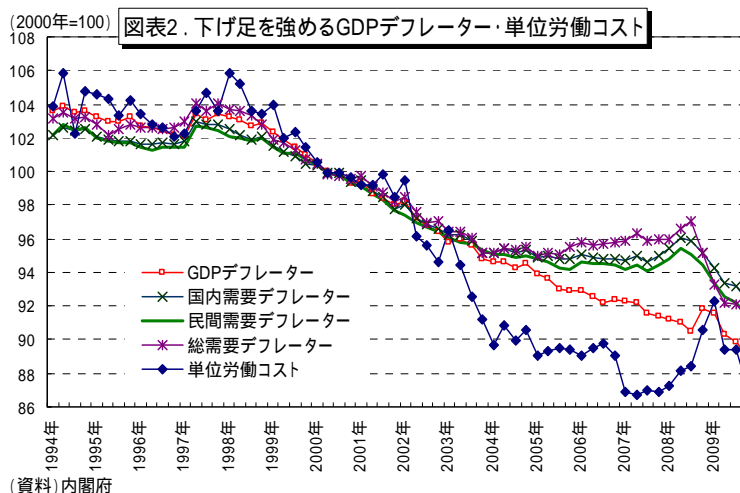
（同0.7%）が牽引するという基本的な構図には変わりはないが、これまで軟調に推移してきた民間企業設備投資（同1.0%）が7四半期ぶりにプラスに転じるなど、底入れに向けた動きも見られた。一方、単位労働コスト（実質GDP1単位を生産するための労働コスト）は同4.2%と大幅に減少（8四半期ぶり）するなど、企業部門が人件費圧縮に本腰を入れていることが見て取れる。

なお、当総研ではこのGDP発表を受け

て、経済見通しの改訂を行った。当面の景気動向としては、消費刺激策の効果一巡などもあり、底入れ後の年率3.3%（3四半期平均）という高めの成長率からの鈍化は避けられないが、中国など新興国向け輸出の堅調さなどに下支えされて、いわゆる「二番底」に陥る事態は回避できるものと思われる。10年下期以降は、欧米先進国の持ち直し基調が徐々に強まることを受けて、再び成長率を高めていく姿を予想した（詳細は後掲レポート『2009～11年度改訂経済見通し』を参照）。

一方、物価動向については、消費者物価（全国09年12月、生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）が前年比1.3%と、8月（2.4%）をボトムに下落幅の縮小が見られる。資源・エネルギー関連の物価押し下げ効果が解消した影響によるものであるが、一方でより消費財に対する需給環境を反映する「食料（除く酒類）・エネルギーを除く総合」で見ると、同1.2%と、統計開始以来最大の下落を更新。ちなみに、前述のGDP速報でも10～12月期のGDPデフレーターが前年比3.0%と過去最大の下落となっており、デフレの深刻さを再認識させられる数字となった。

10年1～3月期にかけては、石油製品価格が物価押し上げに寄与することから、コアCPIなどの下落率はさらに縮小する見込みであるが、大きく崩れた需給バランスに起因する下落圧力はなかなか解消しないものと思われる。こうしたデフレ



が、わが国経済の持ち直しにとって阻害要因にならないか、引き続き警戒が必要である。

金融政策の動向・見通し

日本銀行は、1月25～26日に開催した金融政策決定会合後に、09年10月に公表した「経済・物価情勢の展望」の中間評価を提示した。内容的には、「10年度半ば頃までは、わが国経済の持ち直しのペースは緩やかなものに止まる」その後、輸出を起点とする企業部門の好転が家計部門に波及してくるとみられるため、わが国の成長率も徐々に高まってくる」と、基本的には前回10月の見通しを踏襲した。一方、物価面については「マクロ的な需給バランスが徐々に改善することなどから、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比下落幅は縮小していく」としながらも、11年度まで下落状態が残る見通しを示した。

こうした物価見通しの一方で、日本銀行は「日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することが極めて重要な課題である」と表明しており、今後、デフレ克服に向けた政策運営が注目されている。白川日銀

総裁は、01～06年の量的緩和政策は金融システムの安定維持には大きな効果があったが、物価押し上げ効果は限定的だったとの評価を述べ、資金供給量の拡大に否定的な見解を示したほか、毎月1.8兆円の国債買入れ額に関しても現時点で増やす考えがないと述べた。基本的には、デフレの原因は需要不足にあるため、金融緩和でデフレ脱却を実現するのは困難とする反面、現在の金融政策のスタンスは十分緩和的であるとしており、その政策を粘り強く続けることにより、デフレ脱却の道筋をつけたいとの方針であるように見える。しかし、鳩山首相は施政方針演説において「デフレの克服に向け、日本銀行と一体となって、より強力かつ総合的な経済対策を進める」と述べたほか、菅財務相も「1%程度の物価上昇率を政策目標とすべき」との見解を示すなど、政府サイドは一刻も早くデフレ脱却を実現することがわが国経済の最優先課題であるとのスタンスである。このように、政府と日銀との間には政策運営に関する考え方に距離があるように思われる。

わが国経済の下振れリスクは依然として根強く、国債増発圧力が高い状況が続くなかで、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、09年12月に導入した固定金利型の新型オペ（3ヵ月、10兆円程度）の拡充や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るだろう。

市場動向:現状・見通し・注目点

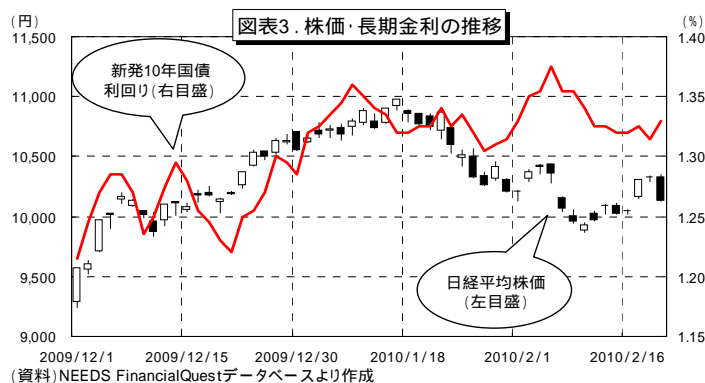
国内を見渡すと、中小企業や低格付け企業の資金繰りは依然厳しい状況であるが、金融システムそのものは概ね安定的といえる。一方、海外に目を転じると、米国の商業用不動産市場は引き続き厳しい環境下にあるほか、欧州ではギリシャなどの格下げ問題が浮上するなど、世界的に見て金融システム不安は完全に払拭されたわけではなく、依然として不安定さを伴っているといえるだろう。

以下、債券・株式・為替レート of 各市場について述べていきたい。

債券市場

鳩山内閣発足後、マニフェストに盛り込まれた経済政策の予算化や税収の減額修正見通しに伴って国債増発観測が高まり、長期金利（新発10年物国債利回り）は一時1.5%を試す展開となった。その後、首相自らが国債発行を極力抑制する姿勢を明確にしたことや、運用難に悩む

国内機関投資家の潜在的な購入ニーズが強まったことなどから、年末にかけて長期金利は1.2%台へ急低下。10年に入ってからは1.3%台でのみ合いが続いている。基本的に国内最終需要の回復に向けた動きが鈍く、物価も11年度までは下落が続くとの予想



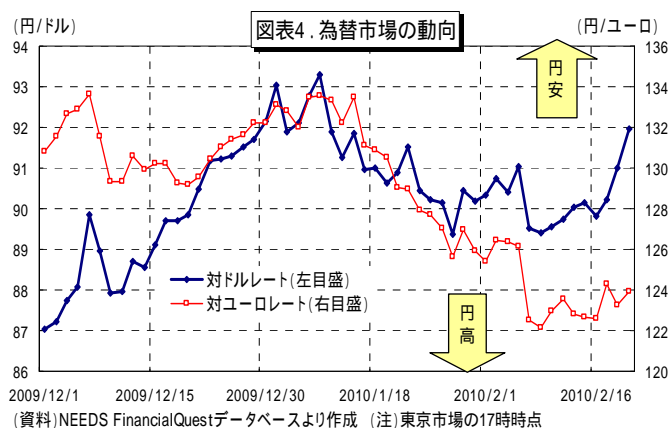
が定着していること、さらには国内機関投資家の消去法的な国債購入圧力の強さなどもあり、長期金利に対する低下圧力は根強いものがある。ただし、日本国債の格下げの可能性も含めて世界的に財政悪化に対する警戒感が根強く、折に触れて神経質に金利が変動する場面も想定していく必要があるだろう。

株式市場

相次ぐ増資の発表などによる希薄化懸念や、ドバイ・ショックに伴う円高圧力などにより、09年11月末にかけて株価は大きく下落、日経平均株価は一時9,000円割れ寸前となった。その後は、政府・日銀によるデフレ克服に向けた政策転換や、追加経済対策の策定（09年度第2次補正予算の編成）が決まったこともあり、株価は持ち直し基調を強めた。09年末以降は、米国景気の回復期待から上昇した米株価に牽引される格好で日経平均株価も1月中旬にかけて昨年来高値を更新、一時1万1,000円に迫る水準まで上昇したが、トヨタのリコール問題などが水を差す格好で2月上旬には再び1万円割れとなるなど、上値が重い展開が続いている。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ことから、順調に株価が上昇することを想定するのは困難だ。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年下期以降は米国など世界経済全体が回復基調を強めていくことへの期待感もあり、株価は一進一退を繰り返しつつも、徐々に水準を切り上げていくと予想する。

外国為替市場

09年秋以降、米FRBの金融緩和策が長期化するとの予想が強まったことから円高圧力が強まった。さらに、11月末にはドバイ・ショックが発生し、一時1ドル=84円台という約14年ぶりの水準まで円高が進んだ。その後、日銀がデフレ克服に向けて固定金利型の新型オペを導入したことに加え、年末以降、米景気に対する楽観的な見方が浮上したことで、一旦は円高が修正される場面もあった。しかし、直近では欧米諸国の景気や金融システムに対する慎重論が浮上、再び円高気味となるなど、円高圧力には根強いものがある。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、現行の低金利政策は今しばらく続くと思われるが、欧米の金融システムに対する不安も燻っていることから、円高圧力は当面残ったままでの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、特に米国経済の動向次第である上、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、逆に円安への動きが始まるものと予想する。（2010.2.22現在）



情勢判断

海外経済金融

依然まだら模様だが、米景気の持ち直しは確か

渡部 喜智

要 旨

政策金利の早期利上げに結び付くものではないが、連銀貸出金利の引上げが発表された。米国経済のインフレ圧力は弱く、住宅や商業不動産の問題が依然残る。一方、消費や生産などで持ち直し傾向が継続し、企業業績も回復し始めた。経済ファンダメンタルズはまだら模様であり、早期利上げの青写真を描ける状況ではないが、FRBの出口戦略に踏み出した意味は無視できない。利上げのタイミングについて過度の安心は禁物だろう。

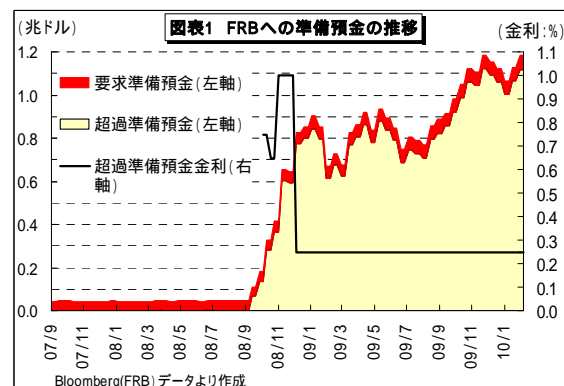
連銀貸出金利引上げを発表

連邦準備制度理事会（FRB）は2月18日に、金融機関が担保を差し入れ連銀から貸出を受ける際の条件変更を発表。健全金融機関向けプライマリー貸出レートと非健全金融機関向けセカンダリー貸出レートをそれぞれ0.25%引き上げ、0.75%と1.25%とすることとした。このほか、プライマリー貸出の期間の28日間からオーバーナイト（翌日物）への短縮（3月18日実施）なども発表した。

連銀貸出はピークだった1,120億ドルから直近は150億ドルへ減少。一方、FRBへの超過準備預金は増加基調をたどり、約1.2兆ドル（1ドル=90円換算で107兆円）にのぼる（図表1）。金融機関の資金繰り改善は明らかであり、前述の条件変更による市場金利への実態的影響は小さい。しかし、連銀貸出という金融機関の資金調達に影響しうる政策ツールを先ず調整することにより、FRBは危機対応から政策正常化の方向性を改めて明確にした。

FRBは前述の条件変更の発表文で、金融引締めへの転換や経済金融見通しの変更を意味するものではないと言明。連銀関係者も早期利上げ観測打ち消し発言を行なった。政策金利の変更までには、今後も様々な条件・状況をクリアする必

要があるが、FRBが出口戦略に踏み出している意味は無視できない。今後は市場金利に影響を与える政策ツールとして、FRBが超過準備預金の金利をどのように使うか（引上げ）が注目材料だ。



インフレ圧力の弱さを確認

10年1月の食料・エネルギーを除くコア消費者物価の発表内容は、インフレ圧力の弱さを改めて確認するものとなった。

コア消費者物価は、前月比で9年11月の横ばい、12月の同0.1%の小幅上昇後、1月分は0.1%の下落。全体的な消費者物価の上昇は前年比2%台後半であり、こちらへの目配りも必要だが、当面はコア消費者物価に注目すれば良からう。インフレが安定している限り、FRBは低金利政策を継続する判断が担保される。

景気持ち直し継続だが、懸念要因残る

09年10~12月期の米国の実質GDP

(速報)は、前期比年率 5.7%と 2 四半期連続のプラス成長。改定値では下方修正の可能性が大きいが、景気持ち直しの継続を示すものとなった(本誌後添の「経済見通し」参照)。

年明け後の経済指標も雇用関係を除けば、強めのものが少なくない。

10 年 1 月の小売売上高(全体・名目)は前月比 0.5%の増加、また変動の大きい自動車・ガソリンを除くコア売上も同 0.6%の増加となった。

鉱工業生産も回復が継続している。1 月の鉱工業生産は前月比 0.9%と 7 ヶ月連続の増加となった。

また、F R B の銀行の貸出態度調査(10 年 1 月実施)では、プライム住宅ローンやクレジットカード、零細企業向けなどで「態度厳格」の回答が大きく減るとともに、大企業向け融資では「緩和」への転換が見られる。信用逼迫の後退が景気持ち直しを後押しすることが期待される。

一方、非農業部門雇用者数は 09 年 12 月と 10 年 1 月、2 ヶ月連続で減少し雇用改善足踏みという印象を与えた。失業保険受給者は減少し、失業率もピークを打ったと思われるが、雇用改善方向が明確になるのは、少し時間がかかろう。

また、不動産市況の低迷や住宅ローン

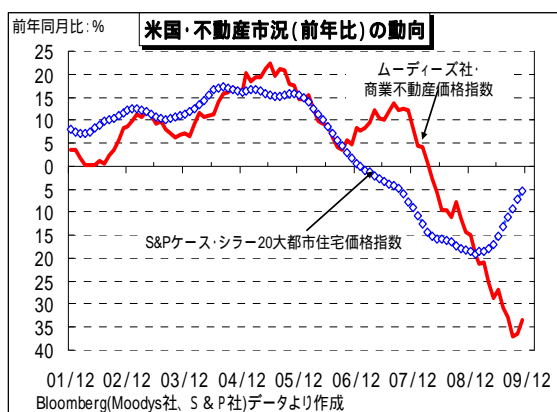
延滞率の高止まりは金融緩和の継続を必要とする要因である。住宅価格は反転基調にあるが、不安定さが消えたわけではないし、プライム住宅ローンの延滞率上昇が止っていない。商業不動産価格は底入れが見えておらず、同ローン債権の質の悪化が問題である(図表 2)。

企業業績の回復は明るい要因である。09 年第 4 四半期の業績(S & P 500 指数ベースで約 85%が発表済み)では一株利益が前年同期比 200%超の大幅増益だ。また、過去 1 ヶ月間の株式アナリストによる利益予想の上方修正も 6 割という高さであり、先行き強気の見方が目立つ。増益が続くことにより、雇用や投資など前向きな企業活動が期待できよう。

海外要因の影響にも注意

米国の金融市場は直近、二つの海外の金融要因の影響を受けた。昨年未からのギリシャ等南欧諸国の政府債務の懸念と準備預金率の 2 度の引上げを行なった中国の金融政策だ。海外要因が投資リスク回避の動きから市場を動揺させ、米国景気を持ち直しに水を差し、心理を圧迫する事態になることには注意が必要だろう。

以上から、政策金利のフェデラルファンド・レート誘導目標の引上げ時期については来年 11 年にずれ込むとの見方も増えている。経済ファンダメンタルズは依然まだら模様であり、早期利上げの青写真を描ける状況ではない。しかし、F R B の政策姿勢は緩和政策からの「出口戦略」を意識させるものとなっている。米財務省証券 10 年物利回りなど長期金利も、よほどの経済ファンダメンタルズ再悪化が表面化しない限り大きく低下しにくくなると思われる。(10.02.22 現在)



今月の情勢 ~ 経済・金融の動向 ~

原油市況

原油価格 (WTI 期近・終値・1 バレル当たり) は、北米での寒波襲来などから 1 月上旬には 83 ドル台に一時上昇。その後はユーロ安・ドル高の進行に伴い、ドル安ヘッジ目的での買いニーズが後退したことなどもあり、一時 70 ドル台割れとなったが、世界経済の懸念後退や需給逼迫の思惑などから 80 ドル近くに戻した。

米国経済

米国では、景気対策法 (総額 7,870 億ドル) に基づく財政支出や住宅減税の継続、雇用保険の支給期間の延長など景気に配慮した政策が続けられている。米連邦準備制度理事会 (FRB) は、1 月の連邦公開市場委員会 (FOMC) で、景気の認識について上方修正し、10 年の GDP 成長率は 2.8 ~ 3.5% としたものの、失業率見通しは引上げ、労働市場の改善に厳しい見通しを示した。緊急流動性対策の大部分を 2 月 1 日に終了したことに加え、同 18 日に FRB は金融市場の機能回復が進んだことを背景に公定歩合を約 3 年半ぶりに引き上げることを決定した。住宅・商業不動産などのローン債権については、劣化が進むなど、厳しい状況が続く。

国内経済

日本経済は輸出や生産面で改善の動きが続く。09 年 12 月の鉱工業生産指数 (確報値) は前月比 +1.9% と、10 ヶ月連続で上昇。1 月分、2 月分についても引続き、上昇が見込まれている。また、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) は、09 年 10 ~ 12 月分は前期比 +0.5% と、7 期ぶりのプラスとなった。雇用悪化には歯止めがかかりつつあるが、本格的な回復は時間を要するものと思われる。

金利・株価・為替

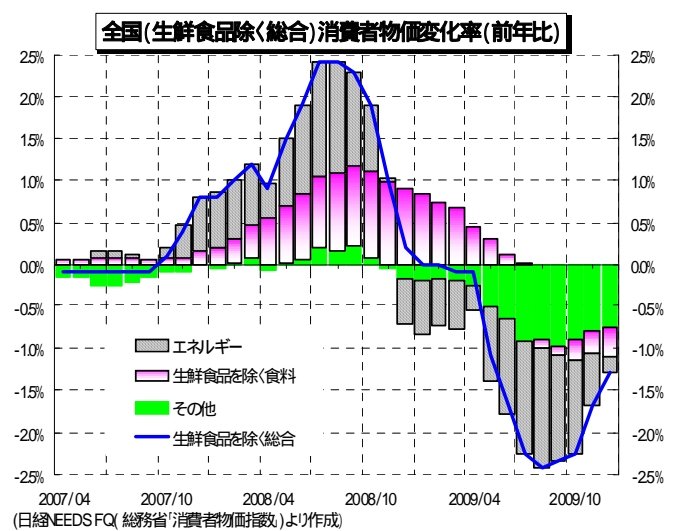
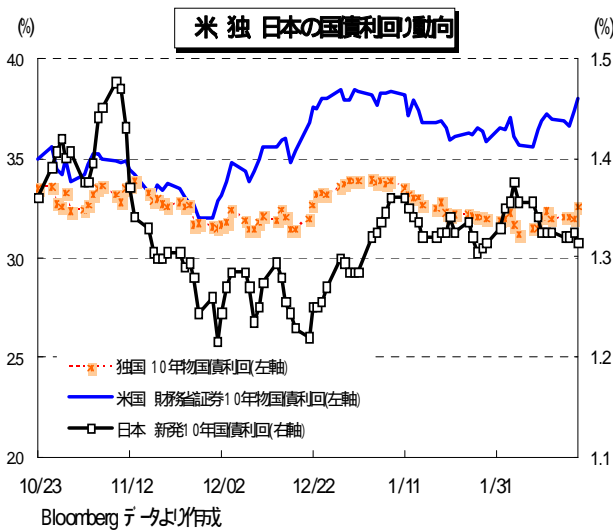
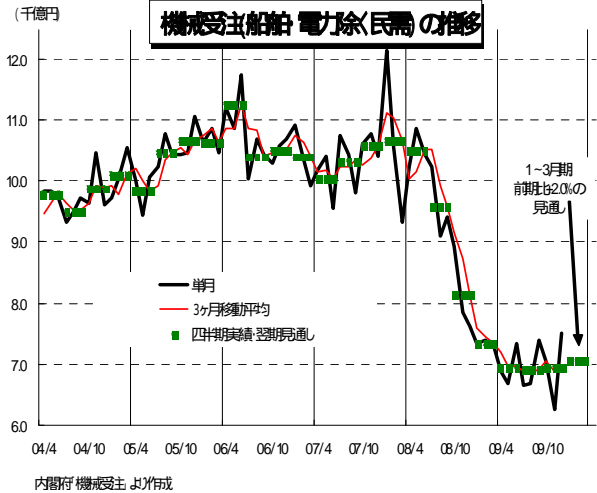
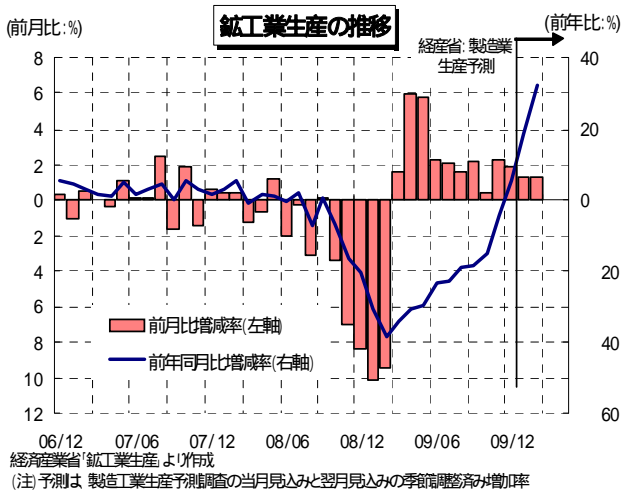
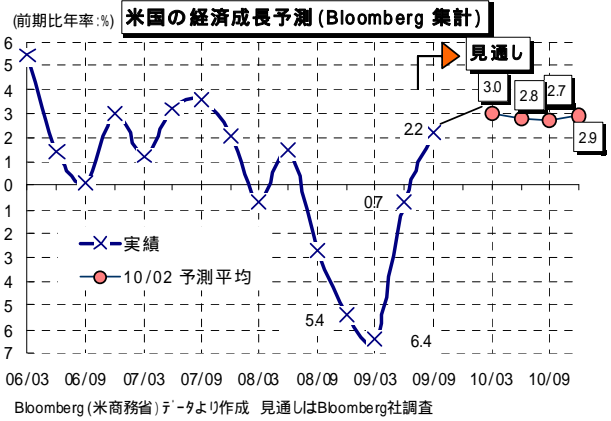
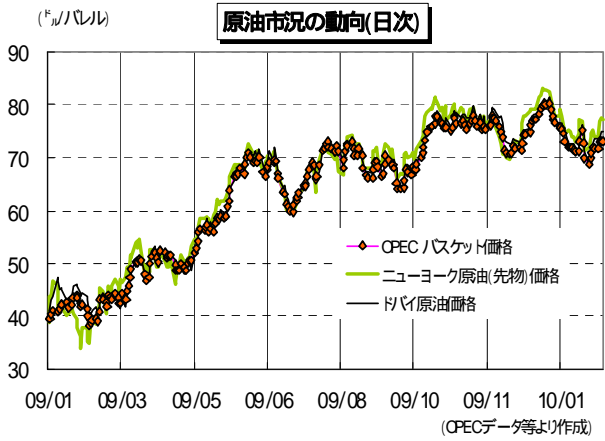
外国為替市場では、ギリシャなどの財政赤字問題が浮上し、欧州発の「質への逃避」傾向から、円が買われ、89 円台半ばまで円高ドル安が進行した。また直近は、米国の公定歩合引き上げ後は、円安ドル高の動きが見られた。日経平均株価は、円高進行や景気先行き不透明感、トヨタのリコール問題などから、2 月上旬に一時 1 万円台割れとなったが、直近は世界的な株価の復調もあり、反発している。日本の長期金利の目安である新発 10 年国債利回りは、国債発行圧力が高い中、デフレ長期化予想の定着や国内投資家の購入意欲も根強く、10 年に入ってからは 1.3% 台でのみ合いが続いた。

政府・日銀の景況判断と金融政策

政府は、11 月の月例経済報告でデフレを宣言した。これに続き、日銀は、12 月 1 日の臨時金融政策決定会合で、国債、社債、CP を担保に 10 兆円程度資金供給する、新しい資金供給手段の導入を決定した。なお、12 月 18 日の金融政策決定会合では、デフレを容認しない姿勢を示したが、今後更なる対応がなされるか、注目される。また、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。なお、菅副総理・財務相は、2 月 16 日の衆院予算委員会で、物価上昇率に関し、1% 程度を目標にすべきと述べた。

(10.2.19 現在)

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)



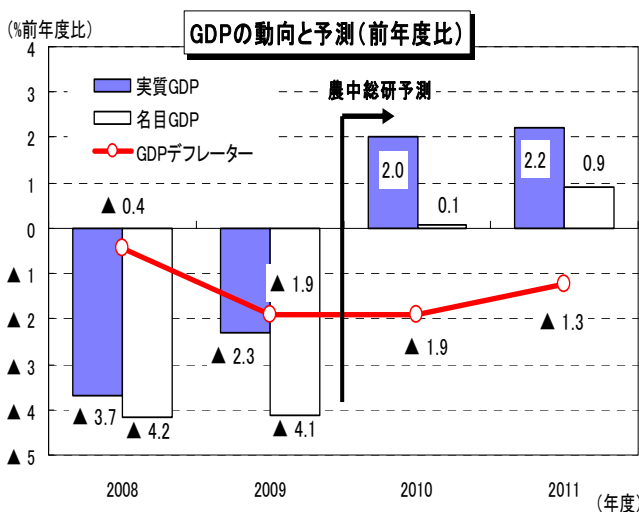
2009～11年度改訂経済見通し

景気持ち直しは継続するが、デフレ状態は解消せず

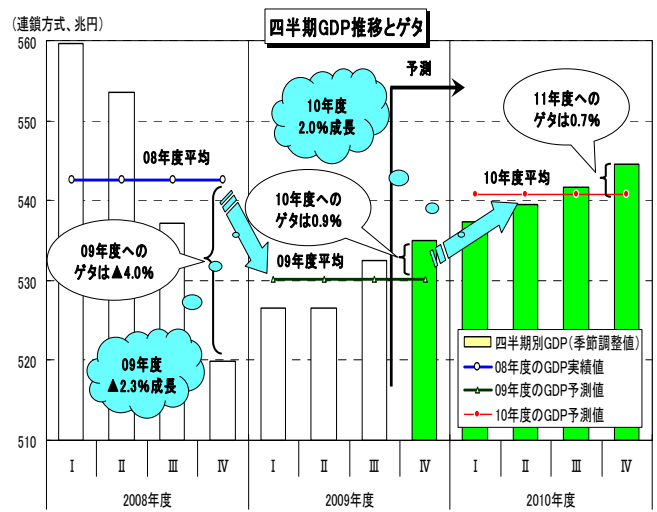
～2009年度:▲2.3%、10年度:2.0%、11年度:2.2%～

2009年春以降、わが国の景気は中国などアジア新興国向けの輸出増やエコカー減税・購入補助金、家電エコポイント制などの消費刺激策により、持ち直し基調を続けている。しかし、世界同時不況によって落ち込んだ需要水準は回復できておらず、マクロ的な需給バランスは大幅に崩れたままである。そのため、企業設備投資や雇用関連の指標改善は遅れているほか、それに伴う物価下落圧力が強まるなど、デフレ色の強い状態が続いている。先行きを見通すと、引き続き中国など近隣アジア諸国の景気回復に牽引される格好で輸出増の継続が見込まれるほか、10年度後半には欧米先進国の回復力も高まると思われる。また、「子ども手当」の支給開始など各種の政策効果も期待されることから、わが国経済は二番底に陥ることなく、景気回復基調を継続させていくと予想される。ただし、物価面では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だろう。

日本銀行は09年11月には現状の物価情勢をデフレと認定、政府と一体となってデフレ脱却を実現する姿勢を明確にし、12月に固定金利型の新型オペを導入した。ただし、デフレの早期脱却のために、今後もう一段の緩和策が求められる可能性がある。



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」から農中総研作成・予測



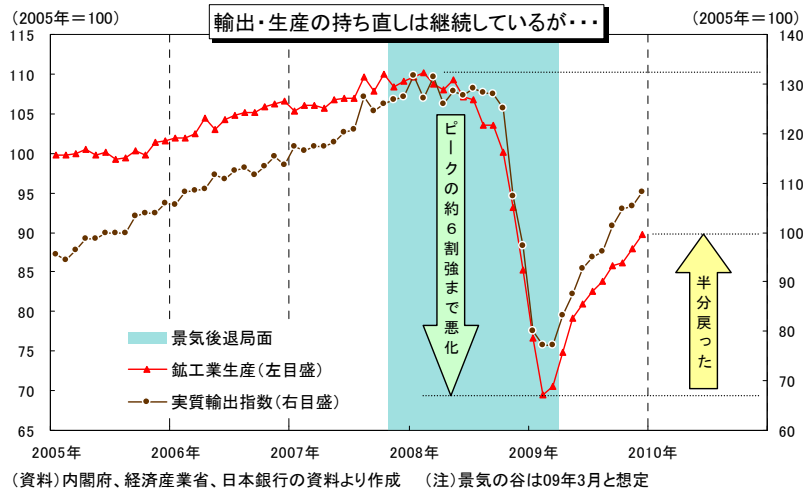
(資料)内閣府「GDP速報」より作成 (注)2009年10～12月期までは実績、それ以降は当総研予測

1. 景気の現状:

(1) 日本経済の現状 ～ 緩やかな景気回復が継続

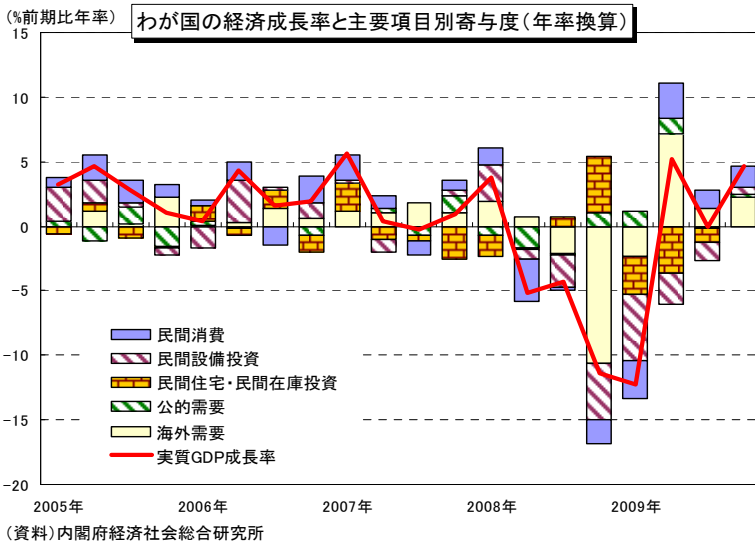
2009年春に底入れた国内景気は、その後も輸出や民間消費が底堅く推移していることにより、順調な推移を続けている。輸出(日本銀行:実質輸出指数)、生産(鉱工業生産指数)といった経済指標は、リーマン・ショック(08年9月)を契機に勃発したグローバルな金融危機や世界同時不況によって落ち込んだ分の約半分近くを既に「取り戻した」。落ち込み方も激しかったが、そこからの立ち直り方も予想以上に早かったといえる。

しかしながら、その直前の景気の落ち込み幅が大きかったこともあり、大幅に崩れた需給バランスがなかなか均衡化しないのも実際のところである。そのため、景気が回復しているにもかかわらず、企業サイドでは設備・雇用の過剰感を強く意識しており、設備投資や雇用関連指標の回復が後ズレしている。さらに、09年夏場に強まった資源価格要因による物価押し下げ圧力はほぼ解消しているにもかかわらず、需給要因に伴う下落圧力はむしろ強まるなど、デフレ経済の深刻さが再認識されている。



(2) 3 四半期連続のプラス成長となった 09年 10～12月期 GDP

こうしたなか、2月15日に公表された10～12月期のGDP第1次速報によれば、実質GDP成長率は前期比1.1%、同年率換算4.6%と、3四半期連続のプラス成長となった。この年率4.6%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が、同時に7～9月期が前期比横ばいへ下方修正されており、数字を均してみるべきであろう。このように堅調な成長となった要因として、民間消費と輸出が政策効果によって引き続き底堅く推移したことのほか、民間企業設備投資が7四半期ぶりにプラスに転じたことも挙げられる。しかし、民間消費については、その裏づけとなる所得(雇用者報酬など)は弱含むなど、その持続性は疑問視されるほか、輸出もやや減速傾向にあることも懸念される。さらに、公共投資が2四半期連続で前期比マイナスとなるなど、すでに政策効果に息切れが発生している点も気になるところだ。



一方、名目GDPは前期比0.2%(同年率0.9%)と、7四半期ぶりのプラス成長となり、

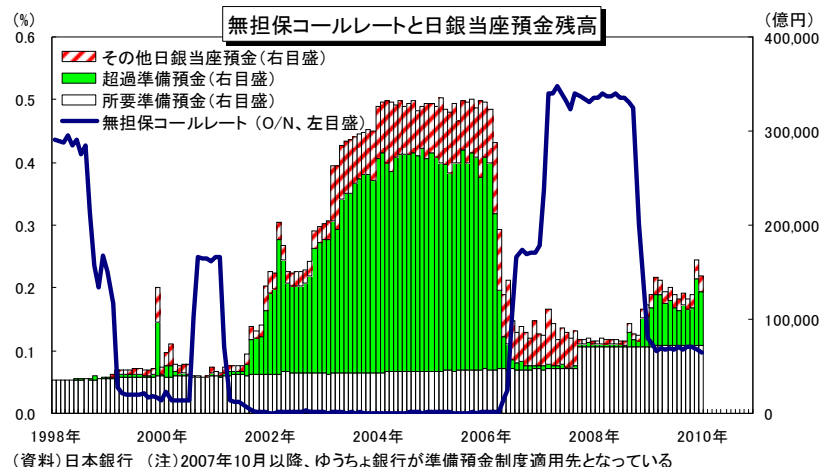
わが国の表面上の経済規模の縮小傾向に一旦歯止めがかかったことが示された。しかし、一国のホームメイドインフレを表す GDP デフレーターは、需給バランスが依然として大きく崩れていることを反映し、前年比 ▲3.0%と統計開始以来の最大の下落を更新した(3 四半期連続のマイナス)。輸入原材料価格の大幅下落状態(前年比ベース)は解消されつつあるが、民間消費、民間設備投資など主要なデフレーターは大幅下落を続けるなど、付加価値生産セクターにおける価格転嫁が進まなかったことが背景にある(国内需要デフレーターは同 ▲2.9%、うち民間需要デフレーターは同 ▲3.1%)。ちなみに、季節調整後の前期比では ▲0.9%と 4 四半期連続のマイナスである。また、注目の単位労働コストは前年比 ▲4.2%と 8 四半期ぶり、かつ大幅なマイナスとなった。企業は雇用コストの圧縮に本腰を入れている様子が見て取れるが、これまでの需要の落ち込み幅に比べれば雇用コストの削減度合いは不十分であることから、人件費圧縮傾向は当面の間続くだろう。

(3)デフレを容認しない姿勢を打ち出した日本銀行

08 年秋以降の大幅な景気悪化や金融システムの不安定化を受けて、日本銀行は政策金利(無担保コールレート翌日物)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、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、09 年度に入り、景気が底入れし金融システム不安が解消してきたことなどにより、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。そのため、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)。

しかし、こうしたなかでも、需給要因による物価下落圧力は解消されるどころか、逆に強まる傾向を見せた。09 年 11 月の月例経済報告では、物価の現状について「緩やかなデフレ状況にある」との認識を明記し、デフレ宣言を行った。一方、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、進行するデフレに対して楽観的な姿勢をとり続けてきた。しかし、ドバイ・ショックにより円高が加速したことで、日銀への政策対応の要請が強まり、11 月 30 日に白川日銀総裁がデフレ認定を行うとともに、デフレ克服に取り組む姿勢を表明した。さらに翌 12 月 1 日には臨時の金融政策決定会合を開催し、「新しい資金供給手段の導入によって、やや長めの金利のさらなる低下を促すことを通じ、金融緩和の一段の強化を図る」ことが決定された。この新型オペは「金利:固定(0.1%)、期間:3 ヶ月、担保:全ての日銀適格担保、供給額:10 兆円程度」というスキームであるが、この導入によりターム物金利が低下し、イールドカーブ全体が押し下げられる効果が期待されている。

このように、政府と協調してデフレ克服を目指す姿勢を打ち出したことを踏まえれば、状況次第ではさらなる緩和措置が採られる可能性もあるということであろう。逆に、物価下落が完全に止まるまでは利上げは不可能となったといえるだろう。

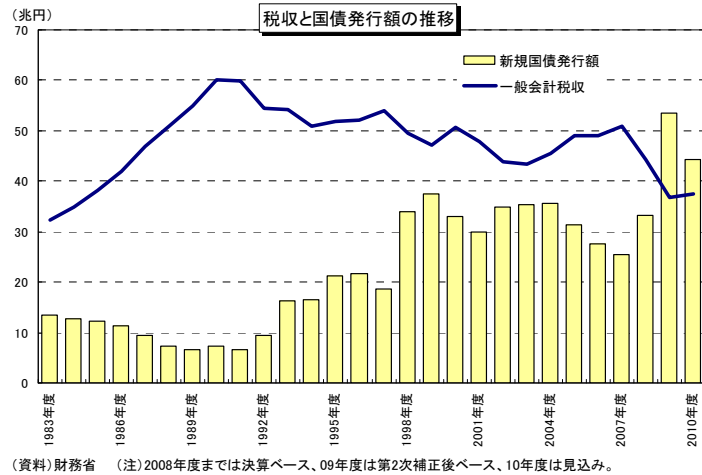




2. 予測の前提条件:

(1) 経済・財政政策

鳩山内閣が編成した2010年度予算は、「コンクリートから人へ」をキャッチフレーズに、公共事業関係費を前年度当初比▲18.3%の大幅削減をした反面、これまで極力抑制されてきた社会保障関係費を同9.8%とし、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(11年度以降は2.6万円へ)、総給付費は約2.3兆円、うち国負担は約1.7兆円)、農業の個別所得補償(約0.6兆円)、高校実質無償化(約0.4兆円)など、総額3.1兆円の「マニフェスト予算」を取り込んだことから、総額92.3兆円という過去最高の規模にまで膨らんだ。しかし、景気低迷の下、税収は37.4兆円しか見込めず、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、さらに行政刷新会議による事業仕分けによって約2兆円の財源確保をしたものの、新規国債発行額は44.3兆円と当初予算としては過去最高にまで膨らんだ。



政府は、この10年度予算を09年度内に成立させ、財政支出規模7.2兆円の追加経済対策を盛り込んだ09年度第2次補正予算と一体的に執行することで、わが国経済が二番底に陥るのを回避させ、持続的な安定成長経路に回帰させる心積もりである。ただし、夏の参院選を前に、景気が減速するようなことになれば、経済対策を求める声に呼応して、補正予算編成を行う可能性もあり、国債発行額はさらに膨らむ可能性がある点には十分注意したい。

一方、すべての先進国について当てはまることであるが、08年秋に勃発した世界同時不況に対して、大規模な財政出動を行っている(同時に、税収の大幅減に直面)こともあり、財政バランスが大きく悪化している。しかし、民間需要の自律的な動きがまだ見られぬ中、財政面からの景気下支えは不可欠であり、出口戦略に踏み切るのはまだ難しいといわざるを得ない。しかし、長期金利の無用な跳ね上がりを抑えるためにも、中期的な財政健全化に向けた道筋を示すことは重要である。鳩山内閣で新設された国家戦略室では、10年前半にも複数年度を視野に入れた中期財政フレームを作るとともに、中長期的な財政規律のあり方を含む「財政運営戦略」を策定する方針である。一方、菅財務相(兼副総理)は、消費税率引上げを含む抜本的な税制改革について、10年度予算成立直後の3月にも始めたいとの意向を示した。もちろん、鳩山内閣は次期総選挙までの4年間、消費税率の引上げを行わないとの公約を掲げているため、この間の消費税増税はないと想定するが、今後の財政再建に向けては、①成長率底上げ、②デフレ脱却、③税制改革(増税)、の3方向からの同時アプローチになるものと思われる。

(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、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。

こうしたなかで、直近で世界の経済金融の懸念要因となったのは、①ギリシャなど南欧諸国の政府債務不安とそれによる共通通貨「ユーロ」の不安定化への思惑、②中国の金融緩和政策の修整をはじめとする「出口戦略」の動き、③米国においてボルカー経済再生諮問会議議長（元 FRB 議長）によって提起された米国の金融機関規制案である。

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 09 年 10～12 月期の実質国内総生産（GDP）成長率は、前四半期（前期比年率：2.2%）に続き、前期比年率 5.7%と 2 四半期連続のプラス成長となった。また、民間需要も同 6.3%という高い伸びとなった。内容的には、個人消費が同 2.0%という緩やかな伸びにとどまったものの、在庫投資が積み戻され大きな寄与を示すとともに、住宅投資が 2 四半期連続の増加となり、設備投資も 1 年半ぶりに増加に転じたことが貢献した。

個人消費の重要なバックボーンとなる雇用の悪化は底入れしたと思われる。非農業部門雇用者は 09 年 11 月には 23 ヶ月ぶりに前月比 6.4 万人の増加となった。その後、12 月（前月比 ▲15.0 万人）と 10 年 1 月（同 ▲2.0 万人）は減少となったが、雇用削減者数は減少傾向にあり、失業率も 9%台へ低下した。雇用回復の道筋は明確ではなく「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、政府の景気刺激策が雇用改善を後押し、求人数が増えてくれば、10 年年央には力強さには欠けるものの、雇用者の増加基調が現れてこよう。このため、10 年前半の個人消費の回復は緩やかなものにとどまるが、米国の景気持ち直し継続とともに、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。

住宅投資は緩やかながら持ち直し傾向を続けると見込むが、今後も極めて回復の足取りは弱いだらう。値ごろ感からの住宅（中古）取得は期待されるところもあるが、住宅市場の下支えのためには住宅取得減税の再継続も課題とならう。

2009-11年 米国経済見通し（10年2月15日改訂）

	単位	2008年	2009年		2010年			2011年		
		通期 実績	通期 予想	上半期 (1～6月) 実績	下半期 (7～12月) 予想	通期 予想	上半期 (1～6月) 予想	下半期 (7～12月) 予想	通期 予想	
実質GDP	%	0.4	▲ 2.4	▲ 4.8	2.3	2.8	3.1	2.9	3.0	
個人消費	%	▲ 0.2	▲ 0.6	▲ 0.7	1.7	1.6	1.4	2.0	2.2	
設備投資	%	1.6	▲ 17.9	▲ 28.0	▲ 4.7	2.8	5.4	5.8	6.0	
住宅投資	%	▲ 22.9	▲ 20.4	▲ 31.1	3.4	2.9	2.6	3.0	1.2	
在庫投資	寄与度	▲ 0.3	▲ 0.6	▲ 1.6	0.8	0.9	1.2	0.5	0.3	
純輸出	寄与度	1.2	1.1	1.8	0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	
輸出等	%	5.4	▲ 9.9	▲ 21.6	12.0	9.8	9.6	7.9	6.5	
輸入等	%	▲ 3.2	▲ 14.2	▲ 26.8	8.5	8.2	8.7	6.9	5.5	
政府支出	%	3.1	1.9	0.6	2.9	2.4	2.2	2.1	2.4	
参考	コアPCEデフレーター	%	2.4	1.5	1.7	1.3	1.5	1.4	1.7	1.9
	GDPデフレーター	%	2.1	1.2	1.8	0.6	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	0～0.25	0.50	1.50
	10年国債利回り	%	3.64	3.24	3.00	3.48	3.84	3.73	3.95	4.40
	完全失業率	%	5.83	9.28	8.75	9.80	9.25	9.50	9.00	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. 予測策定時点は2010年2月15日。09年10～12月期については速報値。

2. 通期は前年比増減率、半期は前半期比年率増減率（半期の増減率を年率換算したもの）

3. 在庫投資と純輸出は年率換算寄与度、デフレーターは前年同期比

4. PCEデフレーターは期中平均前年比



民間企業設備投資は、09年10～12月期に前期比年率2.9%の小幅増となった。先行きも増加が継続するかについて不透明感が残るが、企業の利益が増加に転じるとともに、景況感は受注面などでも改善しており前向きな投資姿勢が出ている。生産能力などの面でストック調整も進捗して先行指標である資本財受注も反転した。また、IT(情報)関連投資も復元に向かいつつある。したがって、設備投資は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、09年10～12月期が大きくプラス(寄与度:3.3%pt)に寄与した。景気の持ち直しで企業売上が反転するなかで、在庫水準を復元させる動きが今後も続くと思込む。

以上、米国経済の持ち直し傾向は10年に入っても継続することが見込まれる。雇用悪化が止まり10年半ばには改善基調が現れることから、個人消費の足取りも確かなものになると見込まれること、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、住宅投資は低位ながら緩やかに底打ちしたと見られること、および輸出等の堅調さが続くことなどから、GDPは10年上半期が前半期年率3.1%、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2.0%、4～6月期は同2.6%、7～9月期は同3.0%、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2.8%となる。

なお、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、雇用改善も進行することから景気の腰砕けリスクは小さいと考える。米国経済はプラス成長を継続し、GDPは前年比3.0%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、賃金上昇圧力の弱さ、および米国ドルの安定などが、低位安定の要因となっている。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・デフレーターは先行き1年程度の間、1.5%前後で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、コアPCEデフレーターよりも低位な水準にとどまろう。

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、米国の金融不安の火種は残る。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。非伝統的(量的)緩和政策として実施してきた流動性資金供給を連邦準備制度理事会(FRB)は着実に削減していくと考えるが、その削減の進捗度合いは慎重に判断されて行くこととなる。

ボルカー経済再生諮問会議議長は金融規制案はオバマ大統領の賛意のもとで公表された。中央銀行などの当局者や学者からは概ね支持の声が強いが、直後からトーンダウンしている傾向も見受けられる。昨年来審議されてきた金融改革法案自体も審議が難航している状態であり、実際に規制案がどのような形で法案化されるかなど不透明だ。規制見直しの必要性は理解されるものの、短期的には金融市場への悪影響は免れない。

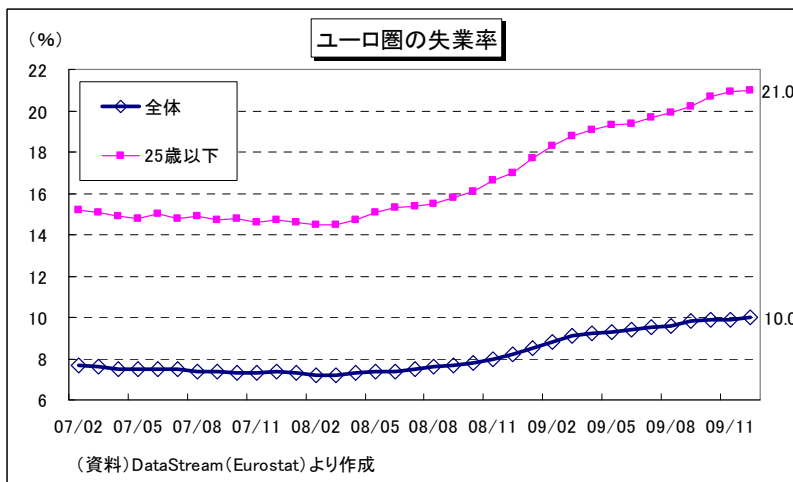
政策金利であるフェデラル・ファンド・レート(FFレート)の誘導目標は08年12月16日に0～0.25%へ引き下げられ、現在は0.1%前半で推移している。10年後半までは少なくとも現在の政策金利が維持されると予測するが、景気実体(回復ペースの遅さ)や貸出の延滞の状況、および低いインフレなどの経済金融情勢を斟酌し、FRBは一定期間(for extended period)にわたり現行の政策金利を維持する姿勢を打ち出しており、現在の異例

に低い政策金利の修正に動き出す時期は後ずれする可能性も小さくない。

② 欧州経済

ユーロ圏(16カ国)の09年10~12月期の実質GDP成長率速報値は、前期比0.1%の増加(年率換算0.4%)となり、2四半期連続のプラス成長となったものの、成長率は7~9月期(同0.4%)よりも鈍化した。主要国の内訳は、ドイツが前期比0.0%、フランスが同0.6%、イタリアが同▲0.2%、スペインが同▲0.1%などであった。フランスの成長率が7~9月期(0.2%)より上昇した一方で、イタリアは7~9月期のプラス成長(0.2%)から再びマイナス成長に陥るなど、回復過程は一様ではなく全体としての力強さに欠ける。一方、ユーロ圏以外ではイギリスが同0.1%で、7四半期ぶりにかろうじてプラス成長となった。

欧州では、金融危機と景気後退への対応から各国の財政負担が高まったことが、欧州の結束と安定的な成長を乱しかねないリスク要因として認識され、特に10年に入ってから



は国際金融市場にも大きな影響を与えている。特にギリシャは、欧州連合(EU)にも促されて、増税・歳出カットの実施を余儀なくされるに至り、これに反発する国民によりゼネストが実施されるなど、社会情勢は混迷の色を深めている。2月11日のEU臨時首脳会議ではギリシャ支援の方針が打ち出されたが、支援計画の詳細策定は持ち越された。ギリシャの財政赤字削減目標達成を危ぶむ見方も強い。

ユーロ圏の経済指標を見ると、まず雇用情勢の悪化は継続している。12月のユーロ圏失業率は10.0%となり、依然として頭打ちの気配は見えない。消費面でも、12月のユーロ圏実質小売売上が前月比0.0%で、依然として消費の弱さを示している。一方、生産面を見ると、11月のユーロ圏鉱工業生産指数は前月比2.7%で、回復基調が鮮明となってきているが、生産水準は依然として低い。

10年のユーロ圏成長率について、欧州中央銀行(ECB)10年2月月報に掲載された専門家調査(四半期ごと)の10年の予測平均は1.2%であり、前回からは0.2%ptの上方修正となった。また11年の予測平均は1.6%で、前回と同じであった。ここから見えてくるユーロ圏経済の今後の回復過程は、米国や日本と比べて穏やかに進行するというものである。しかし、ギリシャ財政問題というリスクを抱えて、先行き不透明感が高まった状況にある。

物価と金融政策について、1月のユーロ圏消費者物価指数(HICP速報値)は前年同月比1.0%となり、09年5月以降半年続いた物価下落局面からはほぼ完全に脱却した。足下のインフレ率が抑制されていることは、ユーロ圏経済にとって数少ない好材料である。しかし、各国財

欧州中央銀行の専門家調査結果(10年2月公表)			
	2010年	2011年	2014年までの長期予測
ユーロ圏インフレ率(HICP)	1.3%	1.5%	1.9%
前回からの見直し幅	プラス0.1P	マイナス0.1P	前回と同じ
ユーロ圏実質GDP成長率	1.2%	1.6%	1.8%
前回からの見直し幅	プラス0.2P	前回と同じ	マイナス0.1P
ユーロ圏失業率	10.5%	10.5%	8.6%
前回からの見直し幅	マイナス0.1P	プラス0.1P	プラス0.1P

【出所】ECB Survey of Professional Forecasts, 前回調査は09年11月公表



政や依然として不透明感が漂う域内金融システムの問題について、ECB はその権能を超える役割を期待されている感も拭えない。出口政策に向けた ECB の舵取りは難しさを増しつつあるようだ。

③中国経済

中国の実質経済成長率は09年10～12月期に前年同期比10.7%となり、6四半期ぶりの二桁台の成長となった。また、09年を通じての成長率は8.7%となり、中国政府が掲げる8%成長「保八」の目標を達成し、短期間でのV字型回復を成し遂げた。

09年を通じて財政・金融一体の政策が投資を刺激し続け、09年の固定資産投資は前年比30.1%の大幅増となった。産業別に見ると、製造業への固定資産投資は09年を通じて前年比20%台後半の水準を維持した。一方、不動産業に対する投資は、09年初頭に大きく落ち込んだ後急速に回復しつつある。主要70都市・住宅価格指数は1月には前年同月比9.5%まで8ヵ月連続で上昇、不動産市況の急速な過熱ぶりが、中国経済のリスク要因として再び認識されるに至っている。

不動産市況の加熱を引き起こした緩和的な金融環境の下で、金融機関融資総額の対前年同月比伸び率が09年5月以降30%を超えて推移しており、マネーサプライ(M2)増加率も2割台後半で推移するなど、インフレ刺激的な状況が続いている。もっとも、1月の消費者物価指数は前年同月比1.5%の上昇と比較的落ち着いており、資産バブルが一般消費者物価の高騰を招く事態には至っていない。中国人民銀行(中央銀行)は1月から預金準備率の引上げなどの措置を実施しており、こうした微調整による金融引締めが今後も継続されると見られる。

中国の内需は堅調さを維持している。実質ベースの小売売上高は前年同月比16%台で高止まっている。また、自動車販売の急増は続いており、09年12月の乗用車販売は、前月に引き続き前年同期比9割増となった。

内需の回復に続いて、外需も急速に回復し始めている。輸出は12月に前年同月比増加に転じ、11月に増加に転じた輸入を上回る速度で拡大している。内外需両面の回復に牽引されて、12月の中国の鉱工業生産(付加価値・不変価格)は前年同月比18.5%となり、7ヵ月連続の二桁増となった。

以上のような中国経済の好調さは今年も維持され、日本を抜いて世界第二位の経済大国となることが見込まれる。しかし、国際経済における急速なプレゼンスの高まりは、様々な摩擦を引き起こすことにもつながり、ひいては中国など新興国の成長力を牽引車とする世界経済回復シナリオにも影響をきたしかねないため、中国の対外関係には特に注意が必要となろう。

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、年初をピークに緩やかなジリ安傾向を示した。

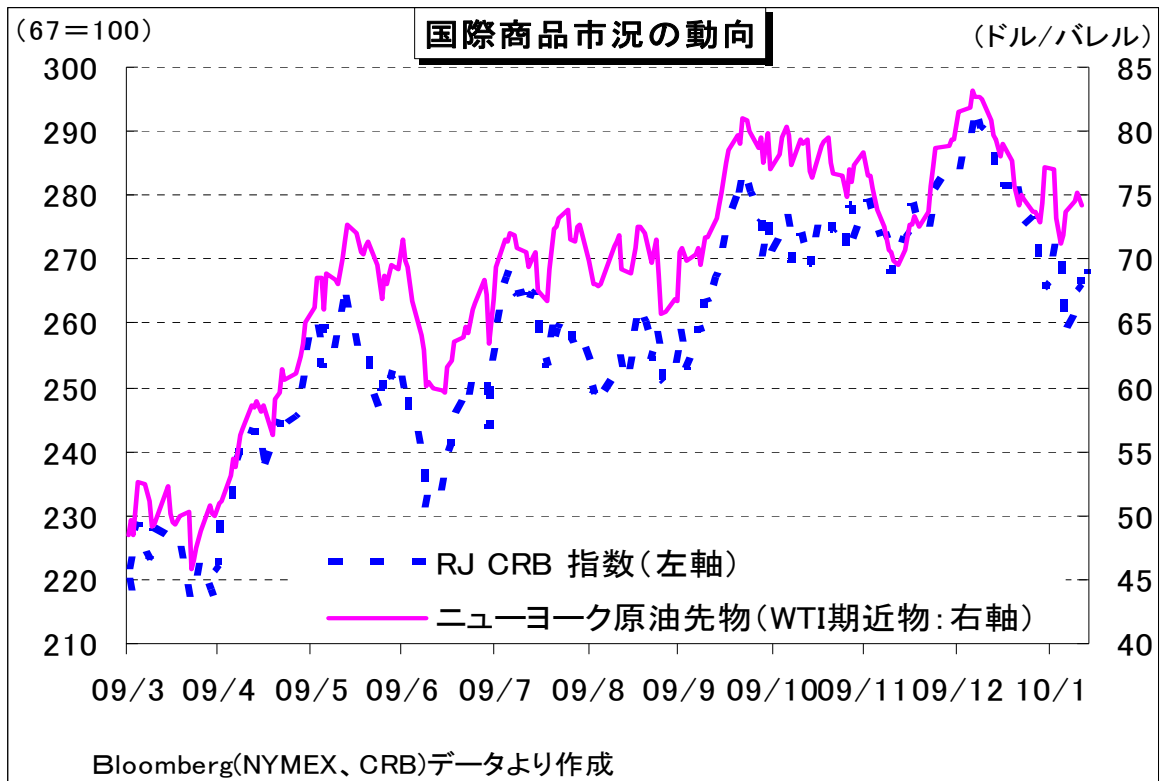
世界経済の持ち直しシナリオは崩れているわけではないものの、南欧諸国の政府債務不安や各国の金融緩和政策の「出口戦略」への警戒感などから投資リスクを抑制する動きが見られるとともに、ユーロ安・米ドル上昇によるドル安ヘッジ買いニーズが後退していることなどが、直近の商品価格の軟調要因としてあげられよう。非鉄など工業品材料や金の価格が比較的堅調なのに対し、原油の反落幅は大きい。

原油市況(WTI先物の期近物・終値、1バレル当たり)は、10年1月上旬には80ドル台に乗ったが、直近は70ドル台前半で推移している。石油需要について、国際エネルギー機関(IEA)は10年の世界原油需要見通しを小幅ながら上方修正する傾向にあり、前年比



1.7%増の86.3百万バレルと予測している。先進国の需要は横ばいながら、中国やインドなどの途上国の4%の堅調な伸びとなるのが、需要増加の内容である。しかし、先進国の景気持ち直しには不透明感があることに加え、中国金融当局の景気過熱・バブルの抑止姿勢により金融緩和が調整されていくことにより、中国の成長鈍化への警戒感も出ている。

今後の米国ドル相場の動向にも関係するが、原油市況は年間平均では85ドルをはさみ上下10ドルが中心レンジとなると予想する。なお、供給面では、石油輸出国機構(OPEC)が生産を増やすことが予想されることから需給タイト感が大きくならないと考える。一方、ドルが今後も堅調(上昇)推移するならば、原油相場の安定要因となる。



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	%	▲ 4.2	▲ 4.1	0.1	0.9
実質GDP	%	▲ 3.7	▲ 2.3	2.0	2.2
民間需要	%	▲ 3.0	▲ 4.1	1.5	1.9
民間最終消費支出	%	▲ 1.8	0.5	1.4	1.1
民間住宅	%	▲ 3.7	▲ 18.4	▲ 2.2	3.6
民間企業設備	%	▲ 6.8	▲ 16.0	1.1	4.6
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 0.1	▲ 0.4	0.0	0.1
公的需要	%	▲ 1.3	2.6	▲ 0.2	0.7
政府最終消費支出	%	▲ 0.1	1.8	0.8	1.3
公的固定資本形成	%	▲ 6.6	7.0	▲ 5.1	▲ 2.2
輸出	%	▲ 10.4	▲ 10.7	15.9	10.2
輸入	%	▲ 4.2	▲ 12.0	10.2	8.5
国内需要寄与度	%pt	▲ 2.5	▲ 2.5	0.9	1.5
民間需要寄与度	%pt	▲ 2.3	▲ 3.0	1.0	1.4
公的需要寄与度	%pt	▲ 0.3	0.6	▲ 0.0	0.2
海外需要寄与度	%pt	▲ 1.2	0.3	1.1	0.7
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 0.4	▲ 1.9	▲ 1.9	▲ 1.3
国内企業物価 (前年比)	%	3.2	▲ 5.2	▲ 0.6	▲ 0.4
全国消費者物価 (")	%	1.2	▲ 1.6	▲ 1.0	▲ 0.7
完全失業率	%	4.1	5.3	5.7	5.3
鉱工業生産 (前年比)	%	▲ 12.8	▲ 10.1	7.1	5.8
経常収支(季節調整値)	兆円	13.0	15.4	16.3	17.1
名目GDP比率	%	2.6	3.3	3.4	3.6
為替レート(前提)	円/ドル	100.5	92.8	92.8	97.5
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	1.35	1.48	1.60
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	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)

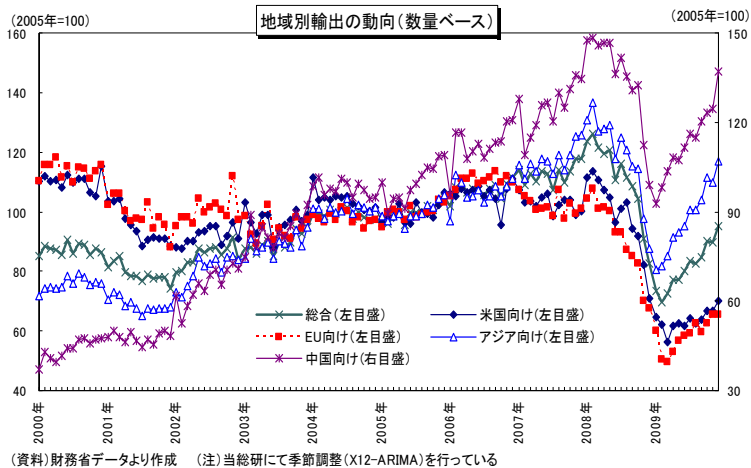
	単位	2009年				2010年				2011年				2012年
		1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期
名目GDP	%	▲ 3.4	▲ 0.1	▲ 0.5	0.2	0.0	▲ 0.0	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2	0.5	0.4
実質GDP	%	▲ 3.2	1.3	0.0	1.1	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6	0.5	0.7	0.7
(年率換算)	%	▲ 12.3	5.2	0.0	4.6	1.9	1.7	1.5	1.7	2.1	2.4	2.1	2.7	2.7
民間需要	%	▲ 3.7	▲ 1.0	▲ 0.4	0.7	0.6	0.3	0.3	0.3	0.5	0.5	0.4	0.6	0.6
民間最終消費支出	%	▲ 1.3	1.1	0.6	0.7	0.3	0.3	0.3	0.3	0.6	0.1	0.3	0.3	0.4
民間住宅	%	▲ 6.5	▲ 9.4	▲ 7.8	▲ 3.4	0.4	0.5	0.5	0.5	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
民間企業設備	%	▲ 8.7	▲ 4.2	▲ 2.5	1.0	0.4	0.3	0.4	0.5	0.6	1.5	1.5	1.5	1.5
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	▲ 0.1	0.0	0.0
公的需要	%	1.2	1.4	▲ 0.2	0.4	▲ 0.5	▲ 0.0	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
政府最終消費支出	%	0.8	0.3	0.1	0.8	▲ 0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
公的固定資本形成	%	3.6	6.4	▲ 1.6	▲ 1.6	▲ 1.6	▲ 1.5	▲ 1.0	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5
輸出	%	▲ 23.8	9.2	8.4	5.0	4.5	3.5	2.5	2.6	2.5	2.4	2.3	2.6	2.5
輸入	%	▲ 17.6	▲ 3.9	5.4	1.3	2.9	2.5	2.0	2.2	2.5	1.8	1.8	2.2	2.2
国内需要寄与度	%pt	▲ 2.6	▲ 0.5	▲ 0.3	0.6	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3	0.5	0.5
民間需要寄与度	%pt	▲ 2.9	▲ 0.8	▲ 0.3	0.5	0.4	0.2	0.2	0.2	0.4	0.4	0.3	0.4	0.5
公的需要寄与度	%pt	0.3	0.3	▲ 0.1	0.1	▲ 0.2	▲ 0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
海外需要寄与度	%pt	▲ 0.6	1.8	0.3	0.5	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
GDPデフレーター(前年比)	%	0.3	▲ 0.7	▲ 0.7	▲ 3.0	▲ 3.2	▲ 2.3	▲ 2.2	▲ 1.6	▲ 1.5	▲ 1.4	▲ 1.3	▲ 1.2	▲ 1.1
国内企業物価 (前年比)	%	▲ 1.9	▲ 5.5	▲ 8.3	▲ 5.2	▲ 1.7	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.3
全国消費者物価 (")	%	▲ 0.1	▲ 1.0	▲ 2.3	▲ 1.8	▲ 1.1	▲ 1.0	▲ 1.1	▲ 1.0	▲ 0.9	▲ 0.8	▲ 0.7	▲ 0.6	▲ 0.5
完全失業率	%	4.4	5.2	5.5	5.1	5.5	5.8	5.7	5.6	5.5	5.4	5.3	5.2	5.2
鉱工業生産 (前期比)	%	▲ 32.0	8.3	7.4	4.6	1.5	0.0	0.8	1.5	1.8	1.2	1.5	1.2	1.8
経常収支(季節調整値)	兆円	1.8	4.0	3.8	3.8	3.9	4.0	4.1	4.1	4.1	4.2	4.2	4.3	4.4
名目GDP比率	%	1.5	3.3	3.2	3.2	3.3	3.4	3.5	3.5	3.4	3.5	3.5	3.6	3.7
為替レート(前提)	円/ドル	93.6	97.3	93.6	89.7	90.7	91.0	92.5	92.5	95.0	95.0	97.5	97.5	100.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.10	0.10	0.10	0.10	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(%)	%	1.28	1.45	1.34	1.31	1.30	1.50	1.45	1.45	1.50	1.60	1.55	1.60	1.65
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	43.7	53.1	70.9	74.7	80.0	82.5	85.0	90.0	90.0	90.0	90.0	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。

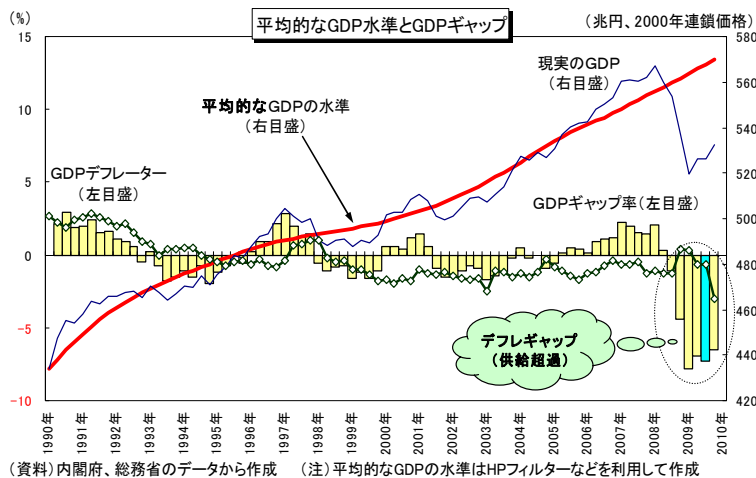
3. 2009～11年度の日本経済・物価見通し:

(1) 当面のリスク要因

冒頭でも触れたように、わが国経済は中国を中心とするアジア新興国向けの輸出やエコカー減税・購入補助金や家電エコポイント制など耐久消費財に対する購入支援策に牽引される格好で、持ち直し基調を続けている。わが国はリーマン・ショックの原因となったサブプライム問題による金融的被害は相対的に小さかったものの、08年秋以降の世界同時不況の影響を、先進国の中で最も受けたといえるだろう。このように景気の落ち込み度合いは激しかったが、底入れのタイミングやその後の成長率は年率3.3%(3四半期平均)と概ね順調な回復を続けるなど、良くも悪くも輸出依存型の成長パターンを続けていることが改めて確認できる。OECDやIMFでは、2010年は新興国経済主導での景気回復となるとの見通しを発表しており、それを前提とすればわが国経済も底堅く推移する可能性が高いといえる。しかし、以下に述べるように、リスクも少なくない。



世界経済全体としては既に底入れしているものの、その内実は財政支出に専ら頼ったままであり、民間部門の自律的な動きは依然としてあまり見られない。一方で、一部で財政バランスの大幅悪化が問題視され始めてきている。仮に、主要国が財政支出を伴う景気下支え策の手を弱めることがあれば、景気の本格回復は先送りされることは避けられないと思われる。さらに、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、2年間で4兆元(約54兆円)という財政支出は続けられる見込みであるが、金融政策に関しては徐々に金融引締めに向けており、それが予期せぬ悪影響を発生しないか、非常に気掛かりである。中国経済の減速が、日本からの輸出全体を減少させてしまう可能性には十分注意しなければならない。



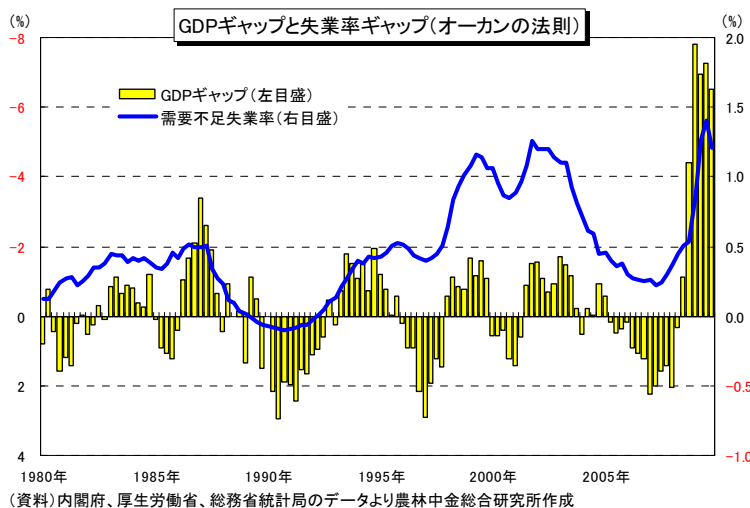
国内に目を転じて、耐久消費財支出は堅調に推移している(09年度に入ってから前期比8~10%台の増加が継続)が、それ以外(半耐久財・非耐久財・サービス)は弱含むなど、明らかに耐久消費財の購入促進策に依存している。世界同時不況の過程では、内外の自動車や電化製品に対する需要が大幅に落ち込み、それが国内製造業に大打撃を与えたことを考慮すれば、そこに的を絞った政策は短期的に見れば的確かつ有効であったといえる。しかし、こうした耐久消費財への刺激策は、需要の先食いといった側面が強く、政策終了後にはその反動減が懸念されるのは言うまでもない。また、景気は持ち直している

れ感も若干散見されつつある。なお、前述の企業設備投資にも牽引役を期待するのは難しいばかりか、1月に成立した09年度第2次補正予算に伴う景気下支え効果は10年度入り後になると見られる。その結果、1～3月期の実質経済成長率は前期比0.5%（同年率1.9%）と、潜在成長率は上回るものの、10～12月期（同1.1%、同年率4.6%）から減速すると予測する。

この結果、09年度の実質GDP成長率は前年度比▲2.3%（前回予測（12月時点、以下同じ）は▲2.9%で、0.6%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、年度内はプラス成長を維持するものの、成長率のゲタが大幅なマイナス（▲4.0%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としては、今回発表の10～12月期GDPが想定以上に強く、10年年明け前後以降に想定していた一時的な景気失速は回避できる可能性が強まったことが挙げられる。一方、名目GDP成長率も同▲4.1%（前回予測は▲4.6%）と、2年連続のマイナス成長を予測する。08年度の名目成長率が同▲4.2%だったことを考慮すれば、わが国の表面上の経済規模は2年で8%近く縮小することになる。また、GDPデフレーターは前年度比▲1.9%（前回予測は同▲1.8%）と、11年連続の下落（消費税率引上げ要因を除けば16年連続）と予測する。

10年度に関しても、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。年度上期中は欧米経済の回復力はあまり伴わず、中国、インド、ブラジルなど新興国経済主導での景気回復が続くが、年度下期には先進諸国内での調整が終了に近づき、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、民間最終需要にも徐々に自律的な動きが始まると思われる。また、一連の消費刺激策の効果は次第に低下していくものの、「子ども手当」の支給開始が新たな消費下支え役として機能することも期待できる。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することは困難であろう。年度を通じては、実質GDP成長率が同2.0%（前回予測は1.4%）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、年内は年率1%台後半と回復局面では落ち着いたものに留まるが、年度末に向けては世界経済の本格回復開始とともに成長率を高めていき、徐々に景況感の改善につながっていくと思われる。また、名目GDP成長率は0.1%（前回予測は0.3%）と、3年ぶりのプラスと予測するが、経済規模の縮小に歯止めがようやくかかる程度の伸びである。一方、GDPデフレーターは前年度比▲1.9%と下落状態が続くだろう。

11年度についても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」は引き続き乏しいものにとどまるだろう。実質GDP成長率で同2.2%（前回予測は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0.9%（前回予測は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▲1.3%とマイナスが続くと思われる。

一方、09年後半にかけては



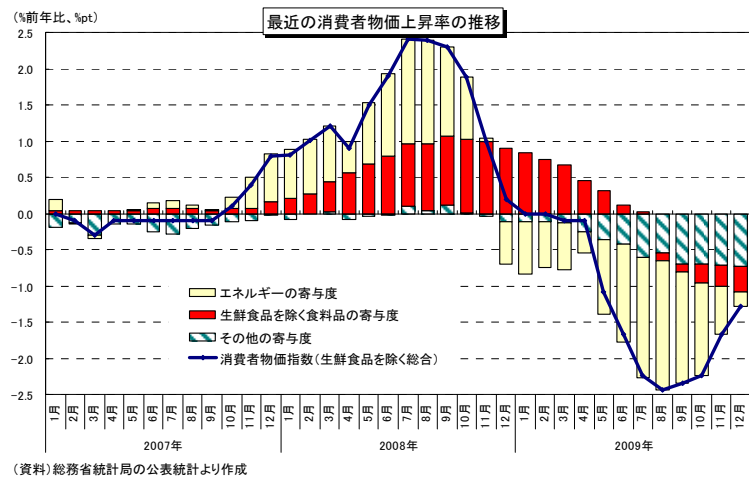
失業率や有効求人倍率など、代表的な雇用関連指標の改善も見られるが、まだまだ安心できる状況にはない。単位労働コストが大幅に低下しているように、企業は目の前の需要水準に合わせる格好で雇用コストの圧縮に努力している。なお、今春の大学卒業予定者の就職内定率は73.1%（厚生労働省・文部科学省調べ、12月1日現在、前年同期差▲7.4%pt）と、1996年の統計開始以来の最低を記録している。非内定者のすべてが4月以降に「失業者」としてカウントされるわけではないが、一旦は改善に向かった失業率や有効求人倍率などが再度悪化する可能性は高いだろう。当面は雇用過剰感が解消するほどの高成長が見込めないこともあり、雇用調整圧力が高いまま推移するなど、雇用回復のペースは鈍いままであろう。

(3)物価見通し

09年夏には、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などの主要な物価指標は、いずれも統計開始以来の最大の下落率を更新したが、秋以降は原油など資源価格の物価押下げ効果が急速に剥落したことで、物価下落率の縮小が続いている。

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8月には同▲2.4%まで下落率を拡大させたが、その後は下落率が縮小に転じ、12月には同▲1.3%となった。エネルギー（電気・ガス料金、石油製品）の寄与度は、8月の▲1.71%ptから、12月には▲0.19%ptまで縮小し、指数全体の下落沈静化に結びついたものの、食料品や耐久消費財などを筆頭に、ほとんどの財・サービスではむしろ下落圧力が強まっているのも実際のところである。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、12月には前年比▲1.2%と、統計開始以来最大の下落を更新している。

1～3月にかけては、前年の石油製品価格が低いこともあり、同製品価格の前年比が高まることで物価全体の下落率の縮小が続くと見られるが、需給要因に伴う物価下落圧力が根強いことから、縮小幅は限定的なものに留まるだろう。



なお、海外経済の回復に伴い、再び原油などの資源価格が緩やかに上昇する可能性もあるが、需給バランスが大きく崩れた日本国内においてはそれが引き金となって物価全体が上昇に転じるという可能性は極めて薄いと思われる。

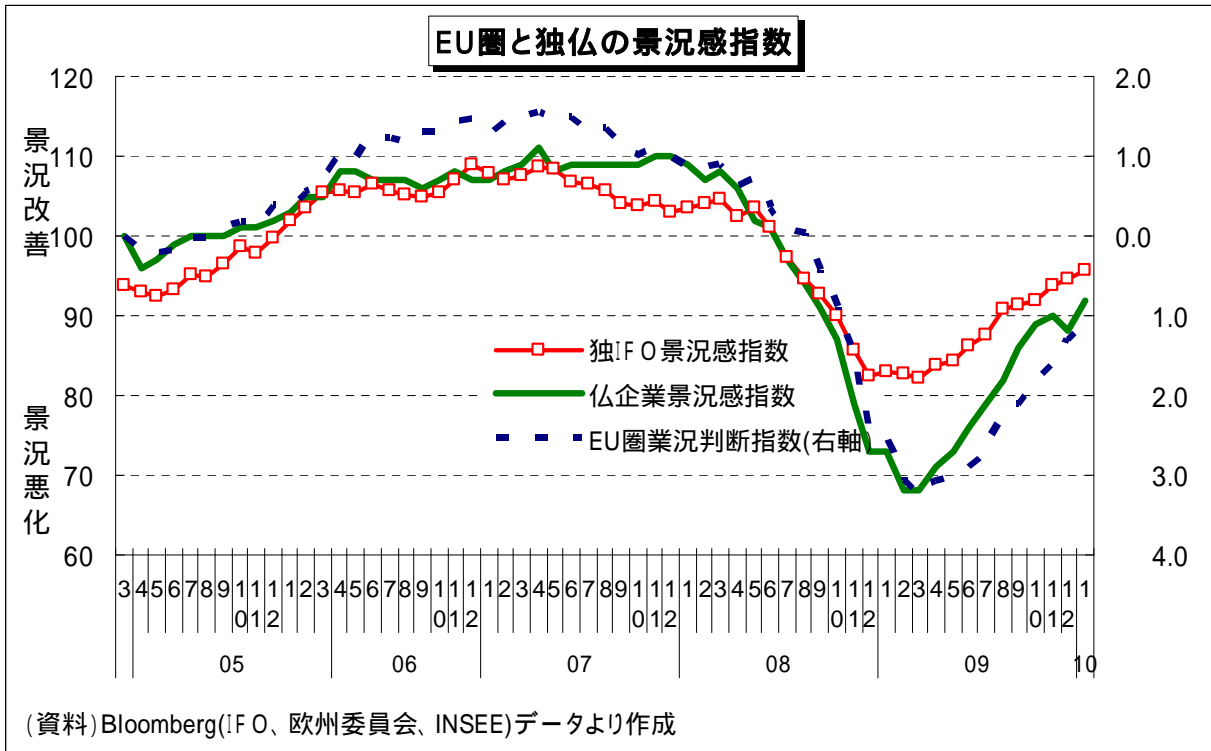
以上から、09年度の消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合）は前年度比▲1.6%と5年ぶりの下落、10年度も同▲1.0%、11年度も同▲0.7%と、下落状態が続くものと予想。また、国内企業物価についても、同様に09、10、11年度と3年連続での下落（▲5.2%、▲0.6%、▲0.4%）が予想される。

欧州経済の状況(予測の前提)

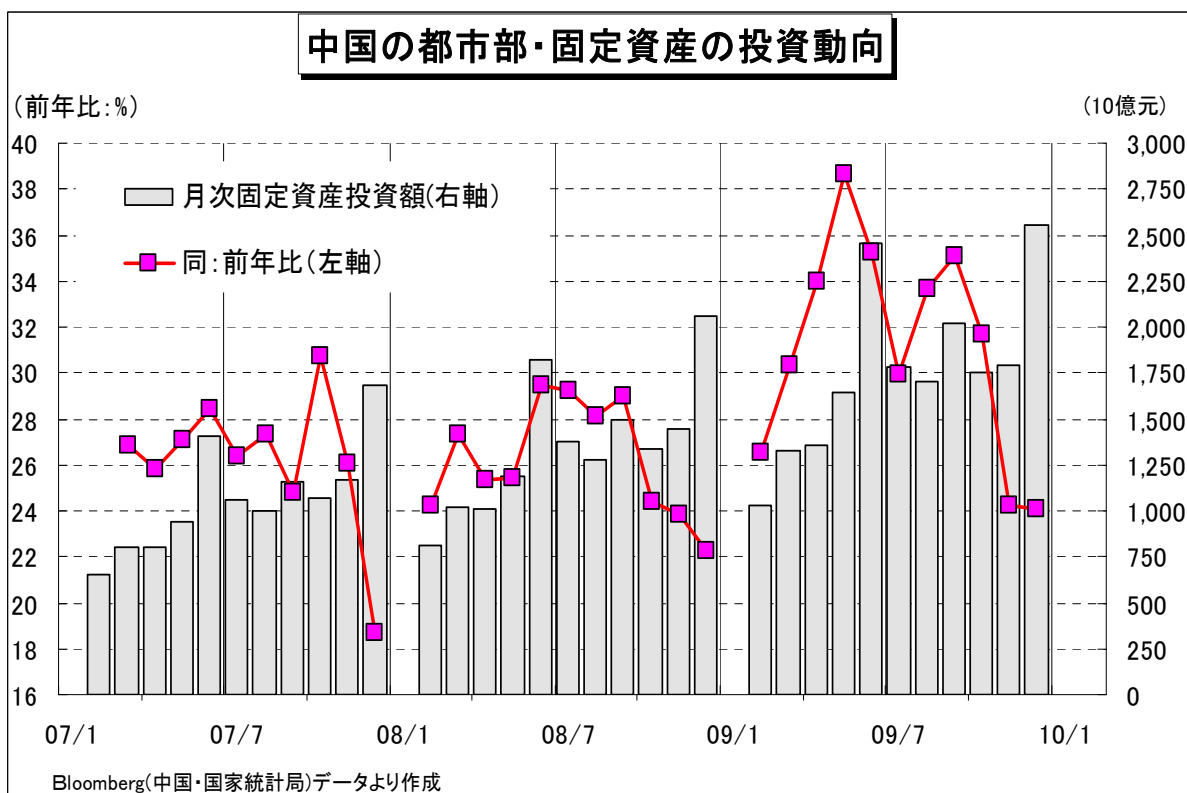
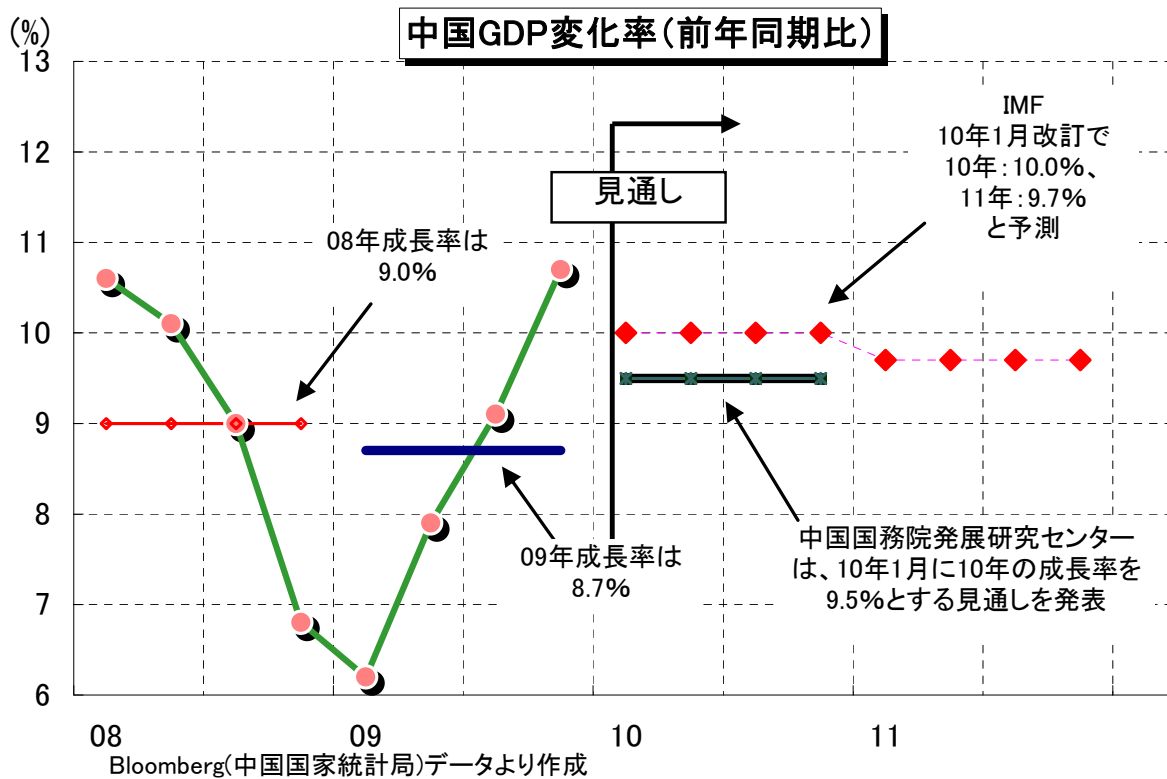
主要国の実質GDP成長率の実績と見通し 見通し (前年比:%)

		2007	2008	2009	2010	2011
ユーロ・ゾーン		2.6	0.5	3.8	1.3	1.6
	ドイツ	2.5	1.2	4.8	1.8	1.6
	フランス	2.3	0.3	2.2	1.4	1.6
	イタリア	1.5	1.0	4.8	0.9	1.2
英国		2.6	0.5	4.5	1.5	2.2
BRICS	中国	11.9	9.0	8.5	9.7	9.1
	ロシア	8.1	5.6	7.9	4.1	4.5
	インド	9.5	7.4	6.6	6.8	7.8
	ブラジル	6.1	5.1	0.1	5.4	4.5
南アフリカ		5.5	3.8	2.0	2.7	3.7

実績、見通しともDatastream (Consensus Economics) のデータより作成(10.2.15現在)



中国経済の状況(予測の前提)



常陽銀行の個人顧客メイン化への取り組み

田口 さつき

はじめに

地域金融機関にとって、人口減少時代へ突入する中、顧客満足度の向上を図り、営業基盤の深堀をすることがますます重要になっている。

このような状況の下、茨城県など関東において高い知名度と安定した顧客基盤を持つ常陽銀行（以下、同行）は、顧客との関係を改めて見つめ直し、積極的に競争に立ち向かおうとしている。

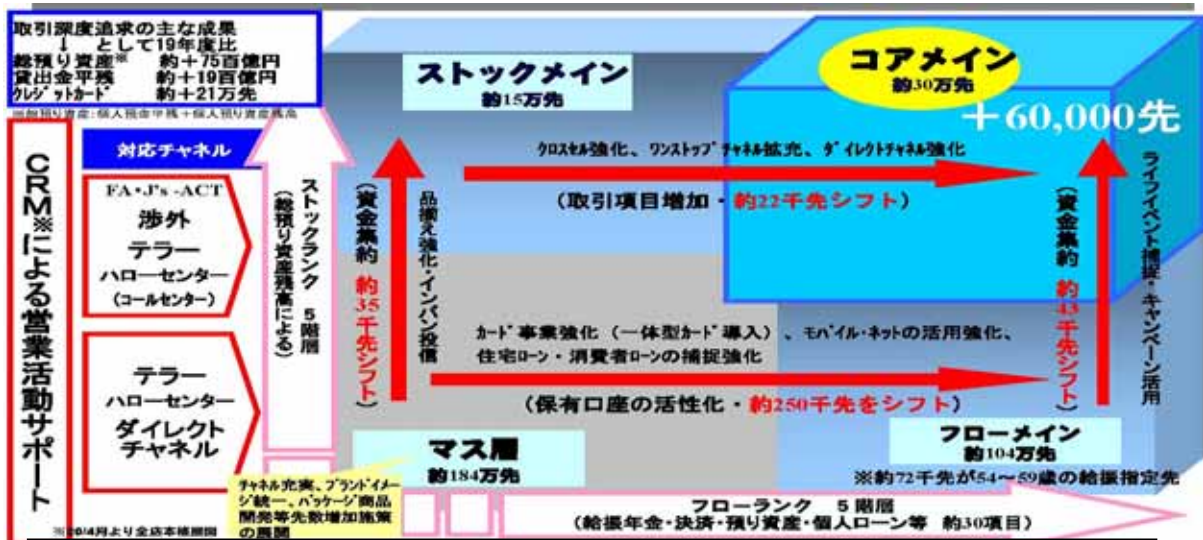
家計のメイン化の定義の特徴

同行は、顧客との取引深度を深め、連結収益力の強化を図るため、CRM（Customer Relationship Management、顧客関係の構築、強化）システムの導入を2年かけて検討した。その際、既存の個人顧客との取引状況を把握し、以下のような独自の家計のメイン化の捉え方を新たに構築した（図表1）。

まず同行は、「フロー（給振・決済等の取引項目）の合計点（後述）」を横軸に、「ストック（預金や金融商品などの総預

り資産残高）」を縦軸にとり、顧客との関係を可視化した。そして、その中で、大きくは マス層（フローもストックも小さい）、フロー・メイン層（フローは多いが、ストックは少ない）、ストック・メイン層（ストックは多いが、フローは少ない）、コア・メイン層（フローもストックも大きい）と4つの層に分けた（図表1、注1）。その上で、同行の第10次中期経営計画（2008～09年度）では、コア・メイン層を6万先増加（07年度比+20%）させることを目指している。

なお、同行では、各取引をウェイト付けして数値化しており、その合計点を基にマス層とフロー・メイン層を分けている。また、マス層とストック・メイン層の線引きを総預り資産残高で行っている。線引きの金額は未公表であるが、世帯主および世帯主以外の家族取引、他金融機関への預け入れ分という潜在的な資産も考慮して、より広範囲な対象にメイン化を進めようと意図している。



図表1 第10次中期経営計画の概要 - 金融新時代のベストパートナーを目指して -

同行は、この4つの層に属している顧客数をプロットするとともに、顧客がどのように移動していくかを分析した。

すると、マス層からコア・メイン層への直接の移動はまれであること、そして、マス層からストック・メイン層への移動は退職などライフ・イベントに伴って起こる傾向にあることがわかった。一方、マス層からフロー・メイン層へは営業活動で推進できる可能性が高いと判断した。(注1)同行はさらに顧客を25層(フローランク5層×ストックランク5層)にセグメント分けしている。

メイン化への取り組み

ここで同行の個人顧客へのメイン化推進の中でも、特に マス層、50歳代の顧客に焦点を絞ってみたい。

同行は、マス層について、主に学生、若年の社会人など金融取引を新たに始める顧客や取引関係がこれまで浅く強化の余地のある顧客と想定している。

この層に対し、同行はまず生活口座の取り込みを目指している。そのためには、決済の際の使い勝手のよさが大切と認識した。その主たる推進策としては、茨城県内などの主力営業エリアにおいて自行ATMと提携ATMの両面からなるキャッシュポイントの拡充に加え、インターネットバンキングなどのチャネルも整備した。

また、本体発行クレジットカード・カード「JOYO CARD Plus」を戦略的な商品としている。同行は、銀行の個人顧客への金融サービスの基本的な役割は決済サービスであると考えている。そして営業時間や営業エリアを越えた取引を可能とするクレジットカードの商品性により、家計の支出という決済の取り込みが果たせると考えている。

なお、法人取引にも強みのある同行では、職域でちらしを配るなど営業推進も大切にしている。このような取り組みを通じ、「ローン」へのニーズが生じたら真っ先に相談してもらえような関係を築いていくことを目指している。

同行は、50歳代などの中高年層は、退職後の生活設計に関する金融サービスへのニーズが高まる年齢層と捉えている。この層に対し、顧客相談をきめ細かく行うことを心がけている。そのために、各拠点で年金相談を開催している。これに加えて、「年金センター」を設け、窓口やフリーダイヤルにて相談を受けている。また、退職金などの運用として、「大口定期預金」「投資信託」など、多彩な商品を用意している。さらに、同行の口座で年金受給している顧客に対し、「ポイントクラブ(シルバー)」の会員として提携施設の利用割引や定期預金の金利上乘せなどの特典を提供している。

おわりに

以上、常陽銀行の個人顧客への取り組みを紹介したが、その基盤には、図表1のような優れたマーケティング分析がある。これにより、同行は顧客の取引状況を可視化し、動きを捕捉した上、今後のあるべき方向性をも非常に分かり易く示している。同行は、メイン化基準を適宜見直し、顧客のセグメントを精緻化していくことも検討している。このほか、営業エリアごとに図表1のような分析をすることで、地域性を反映して顧客の把握ができるなど、様々な可能性を持つと思われる。地域金融機関において営業基盤の深堀のための非常に参考になる方法である。

非伝統的金融政策と中央銀行バランスシート

矢島 格

各国中銀による非伝統的金融政策

07年夏発生したサブプライム危機に端を発した今次金融危機に対して、主要中央銀行は、政策金利引下げのほか、金融市場の安定性確保などを目的として、多様な金融調節手段や資金供給拡大策をとってきた。

これらのうち、中央銀行が買入れる資産の範囲と規模を従来以上に拡充させる政策は、一般的に非伝統的金融政策と呼ばれており、伝統的金融政策が十分に効果を発揮しない状況においてとられる政策と考えられている。

例えば、Bernanke and Reinhart (2004) は、政策金利が0%近くなり、更なる政策金利引下げがとれない状態での非伝統的金融政策として、市場が期待する将来の金利水準に影響を与えることに加えて、中央銀行のバランスシートの規模拡大や資産構成の変更を説明している。

この説明によれば、非伝統的金融政策の対応実績は、中央銀行のバランスシートの動向から、一定程度確認できることになるだろう。

中央銀行バランスシートの動向

主要中央銀行のバランスシートの規模（総資産額）の動向をみると図表1のとおりである。主要中央銀行は、今次金融危機に対応するため、バランスシートの規模の拡大を進めてきた。とりわけ、金融市場の資金仲介機能が正常に働かなかった緊急事態も示現したリーマンショック発生以降は、流動性リスク顕在化等への対処のため、主要中央銀行によるバランスシートの規模拡大のペースはより強まった。

ここで、特筆すべきは、日銀のバランスシートの動向である。欧米の各中央銀行に比べて、規模拡大はきわめてマイルドな水準に留まっている。

図表1 主要中央銀行の総資産額増加の状況

	07年8月のサブプライム危機発生直前 (A)	08年9月のリーマンショック発生直前 (B)	昨年末時点 (C)	増加状況		
				(A) < (B) ÷ (A) >	(B) < (C) ÷ (B) >	(A) < (C) ÷ (A) >
日本銀行	07/7/31 現在 107.7 兆円	08/8/29 現在 109.9 兆円	09/12/30 現在 122.5 兆円	1.02 倍	1.11 倍	1.14 倍
米国連邦準備理事会	07/7/25 現在 8,677 億ドル (78.3 兆円)	08/8/27 現在 9,090 億ドル (82.1 兆円)	09/12/30 現在 22,373 億ドル (202.0 兆円)	1.05 倍	2.46 倍	2.58 倍
欧州中央銀行	07/7/27 現在 12,126 億ユーロ (151.7 兆円)	08/8/29 現在 14,491 億ユーロ (181.3 兆円)	09/12/25 現在 18,525 億ユーロ (231.8 兆円)	1.20 倍	1.28 倍	1.53 倍
英イングランド銀行	07/7/25 現在 803 億ポンド (11.6 兆円)	08/8/27 現在 932 億ポンド (13.5 兆円)	09/12/30 現在 2,377 億ポンド (34.3 兆円)	1.16 倍	2.55 倍	2.96 倍

(資料) 日本銀行『金融経済統計月報』, Board of Governors of the Federal Reserve System *Factors Affecting Reserve Balances*, European Central Bank *Monthly Bulletin* および Bank of England *Bank Return* より作成

注: 括弧内は、10年1月末の為替相場終値で円換算した数値。

次に、中央銀行のバランスシートの資産構成の動向についてであるが、この点でも、欧米の各中央銀行の場合は金融危機の前後で大きく変化させている。けれども、日銀のバランスシートの資産構成にはほとんど変化がない。

米国連邦準備理事会を例にとると、リーマンショック発生前には保有していなかったエージェンシー債^(注1)とエージェンシーMBS^(注2)の保有残高が、昨年末時点では総資産額の48% (10,681億ドル)を占めるまでに至っている。この急激な変化は、住宅市況と金融市場の改善を目的として08年11月から導入されたエージェンシー債とエージェンシーMBSを対象にした買取プログラムの遂行によって、もたらされた結果である。

以上から、今次金融危機に対応した非伝統的金融政策を、欧米の各中央銀行は積極的に行ってきたが、日銀は、欧米の各中央銀行に比べると、それほど積極的には取り組んでこなかったことが読み取れよう。

- (注1) ファニーメイ、フレディマックなどの政府がスポンサーになっている企業(エージェンシー)が発行する債券。
 (注2) エージェンシーによって発行されるモーゲージ担保債券。

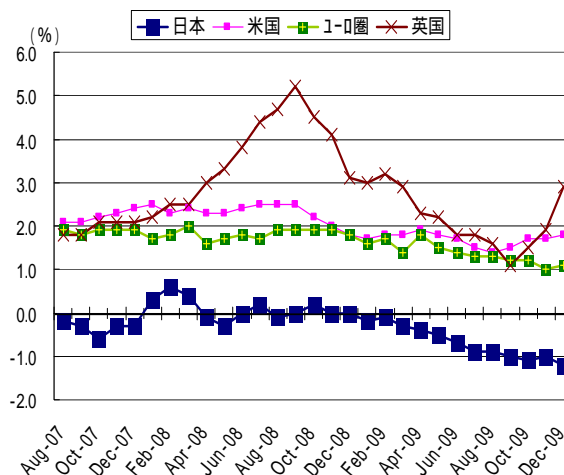
注目される日銀の政策スタンス

白塚(2009)が指摘するように、中央銀行のバランスシートの規模拡大や資産構成の変更には、民間部門の資源配分を歪めるといった問題があるほか、大幅なインフレの進行につながる可能性も内包していることに留意しなくてはならない。

しかし、消費者物価(コアベース)の状況を見ると、図表2のとおり、欧米の消費者物価指数が前年同月比でプラスを維持しているなかで、日本の同指数は1

年間も前年同月比でマイナスが続いている。つまり、日本のみが深刻なデフレ状態に陥っていると言える。

図表2 各国消費者物価指数(前年同月比)の推移



(資料) Bloomberg より作成
 注: いずれの消費者物価指数も、食料・エネルギー等を除くコアベース。

このような現状認識に立つと、岩田(2009)らによる主張、すなわち欧米の各中央銀行が行っているような積極的な非伝統的金融政策を日銀もとるべきであるという主張にも、一定の説得力があるのではなかろうか。

今後、追加的な金融緩和等に関する日銀への圧力が、政府をはじめ各方面から一層強まっていくことが予想される。日銀の政策スタンスとそれを反映したバランスシートの動向に、引続き注視していきたい。

【参考文献】

- ・岩田規久男(2009)「日本銀行の金融政策の評価」全国銀行協会『金融』11月号: 3-11。
- ・白塚重典(2009)「わが国の量的緩和政策の経験: 中央銀行バランスシートの規模と構成を巡る再検証」IMES Discussion Paper Series 2009-J-22。
- ・Bernanke, B., and V. Reinhart(2004)「Conducting Monetary Policy at Very Low Short-term Interest Rates,」*American Economic Review* 94(2): 85-90。

ギリシャ財政問題の動向

荒木 謙一

ギリシャの財政問題への強まる懸念

09年末頃から、金融危機と景気後退への対策で膨れ上がった南欧諸国等の財政に対する懸念が広まっている。特に、ギリシャの財政問題は、欧州連合(EU)の結束および共通通貨「ユーロ」の通貨価値に対して、計り知れない影響を有すると言う点で最も注視されている。

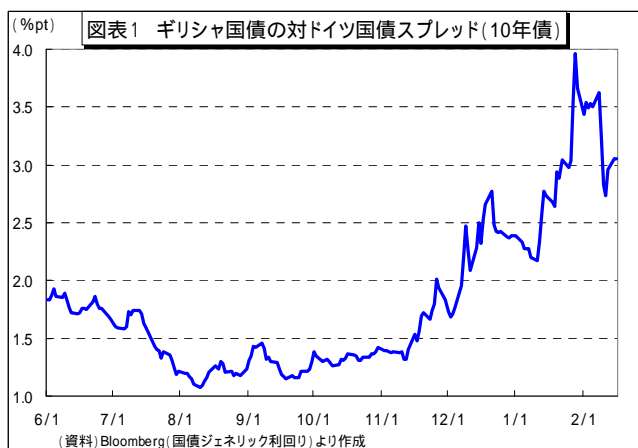
09年10月のギリシャ総選挙では、左派政党が勝利。新政権発足後の10年予算案策定過程で、09年の財政赤字が前政権による欧州委員会への報告値よりも格段に増大することが判明した。このことから、ギリシャの財政問題が顕在化した。

09年11月には、EUの行政機関である欧州委員会が、ギリシャ政府の財政赤字削減努力は不十分であるとの判定を下した。これに対し、ギリシャ政府は社会保障費の10%カットなど一連の緊急財政措置を発表し、新政権に対する欧州委員会の信頼を何とか繋ぎとめた。その後も、ギリシャ政府は、欧州委員会の要請を受け入れ追加的な施策を打ち出し、今年2月に欧州委員会はこれらを承認した。2月11日にEUは臨時首脳会議を開催し、ギリシャ政府に赤字

削減のための徹底的な措置を講じるよう改めて要請するとともに、支援する用意があることを表明した。EUとしての支援姿勢は、2月16日のEU財務相理事会でも確認された。

ところで、09年4月の段階ではGDP比3.7%とされていた09年財政赤字の前政権による見通しの規模が、新政権発足後の計算で12.7%まで急拡大した原因は、景気後退が急速に進んだことも一因である。しかし、欧州委員会はギリシャの財政統計の信頼性に対して疑問を投げかけている。このため、ギリシャの財政赤字の規模そのものよりも、財政の不透明性を問題とする見方が、金融市場で急速に広まった。

ギリシャを含むユーロ圏の16カ国は、単年度の財政赤字をGDP比3%の基準値以内に抑える義務を負っており、ユーロ圏以外のEU加盟国にとっては、同基準を充たすことがユーロ導入の条件の一つとなっている。仮に、同基準を充たさなければ、EU法に基づく制裁措置を受ける可能性もあり、これが誘因となって前政権が粉飾的な報告をおこなった疑いが持たれている。



金融市場へのインパクト

ギリシャ財政問題への懸念が強まるにつれて、ギリシャ国債の対ドイツ国債スプレッドが拡大した(図表1)。同様に財政の懸念があるとされるポルトガル等の国債スプレッドも、これに追随する動きを見せた。

欧州国債市場におけるこのような動向は、株式市場にも波及し、1月中旬以降の世界的な株価急落の主要

な背景となった。また、外国為替市場ではユーロが他の主要通貨に対して売り込まれている(図表2)。

ユーロの信任問題にも波及

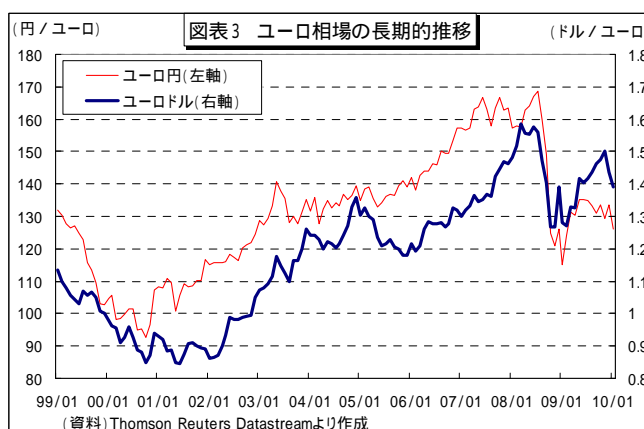
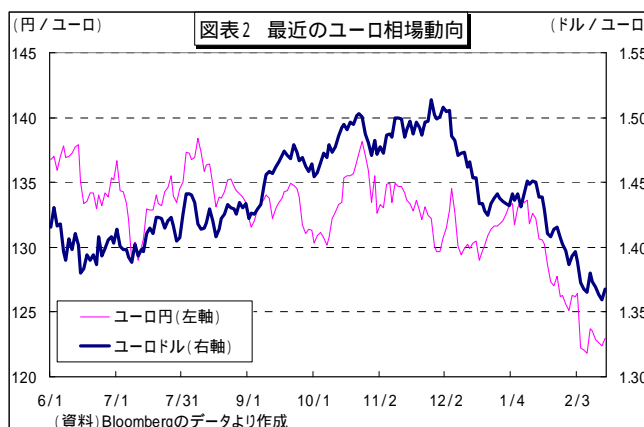
以上の金融市場の動きのなかでは、国債スプレッドの拡大が当該国の国債発行条件悪化を通じて財政をより困難にする一方、外国為替市場におけるユーロ相場下落は、ユーロ圏経済の回復に有利に作用する面もある。

しかし、現在のユーロ相場下落は、ユーロの通貨価値に対する信任の低下を反映しているとも言えよう。この状況が長期化すれば、ユーロ圏経済の土台を揺るがしかねないほどの重大な結果をもたらす可能性がある。

ユーロの対ドル相場は、99年の導入当初から下落の一途を辿ったが、2000年10月を底に反転し、今次の金融危機直前には1ユーロ=1.6ドルを超える水準まで上昇していた。しかし、金融危機の深まりとともにユーロの通貨価値は再び下落、09年11月には1ユーロ=1.5ドルを超える水準まで回復したものの、その後再び急落している(図表3)。

金融危機発生直後のユーロ相場下落は、ユーロ圏の金融システムの安定性に対する市場の懸念を反映したものであった。これに対して、現在下落局面は、ユーロ圏の国家財政に対する懸念を背景にしたものである。

金融システムが抱えた損失が国家に移転したため財政が悪化したものとして因果関係を論ずる向きもある。しかし、ギリシャの場合は、同国の財政統計の正確性の問題



に加えて、貿易収支・経常収支の恒常的赤字体質や、硬直的で保護された労働市場など、構造的かつ多岐に渡る原因が根底にあり、金融システム安定化のための政府保証や資本注入の規模は、他の欧州諸国よりも相対的に小さかったことが、欧州委員会により指摘されている。

ギリシャの財政問題は、同国の自助努力的な解決が第一とされなければならないが、ユーロの通貨価値を守るためには、EUによる強力な支援も必要になるだろう。国際通貨基金(IMF)はギリシャ支援の意思があることを表明しているが、ユーロの通貨価値は、まず欧州諸国の結束により守られなければならない。それが不可能となれば、金融市場はユーロの通貨価値の拠り所を見失い、ユーロは更なる下落圧力にさらされることになるだろう。(2010.2.17現在)

コーポレート・ガバナンスと内部統制報告制度

矢島 格

内部統制報告制度を論じる際、コーポレート・ガバナンスとの関係が引き合いに出されることが少なくない。内部統制報告制度とコーポレート・ガバナンスには、どういう関係・関連があるのであろうか？ この点に関しては、一般的な見解が定着しない状況が未だに続いているようである。

これまで、コーポレート・ガバナンスを巡って、各方面で多種多様な議論がなされており、その定義についても多くの考え方が提唱されている。こうしたなか、老平(2009)は、日本における代表的な先行研究で主張されている諸定義を整理・類型化したうえで、コーポレート・ガバナンスについて、「経営者が、企業不祥事の発生を抑制し企業競争力を促進するための経営を行うように、企業と利害関係者との関係を明確にし、経営者による企業経営を監視・牽制すること」という包括的な定義をしている。

この定義によれば、「企業不祥事の発生抑制」と「企業競争力促進」という目的のために、「利害関係者との関係の明確化」と「経営者への監視・牽制」を行なっていくのが、コーポレート・ガバナンスであると理解できよう。そして、「利害関係者との関係の明確化」とは、株主、債権者、顧客、従業員、地域住民などの利害関係者間の利害を調整し、それぞれの利害関係者の適切な経営への関与を図っていくことであり、「経営者への監視・牽制」とは、利害関係者が、監視・牽制を通じて経営者を規律づけていくことであると解釈できる。

さらに、「利害関係者との関係の明確化」と「経営者への監視・牽制」を、十分に実施させるためには、経営内容を利害関係者が適正に把握できるようにしておくことが必要になる。経営がどういう状況になっており、どのように行われているのかを利害関係者が知らなければ、利害関係者間の利害は調整できないし、経営者の規律づけにつながるような監視・牽制もできないのは、説明するまでもなからう。

ところで、経営内容に関する情報については、経営者に比べて利害関係者の方が劣後していることを忘れてはならない。いわゆる「情報の非対称性」の問題が、経営者と利害関係者との間では起きているのである。この問題に対処するため、経営内容を利害関係者に対して適正に伝える機能が求められており、財務諸表等の財務報告がその機能を担っている。つまり、信頼できる財務報告が確保されてこそ、利害関係者は、経営内容を適正に把握できるようになり、「利害関係者との関係の明確化」と「経営者への監視・牽制」を通じて、「企業不祥事発生の抑制」と「企業競争力促進」が目指せるのである。換言すれば、財務報告の信頼性が、コーポレート・ガバナンスの前提であると言えよう。

この財務報告の信頼性を目的とする制度が、内部統制報告制度である。従って、内部統制報告制度はコーポレート・ガバナンスを支える制度であり、内部統制報告制度への取組みは、望ましいコーポレート・ガバナンスの実現にとっても不可欠なのである。

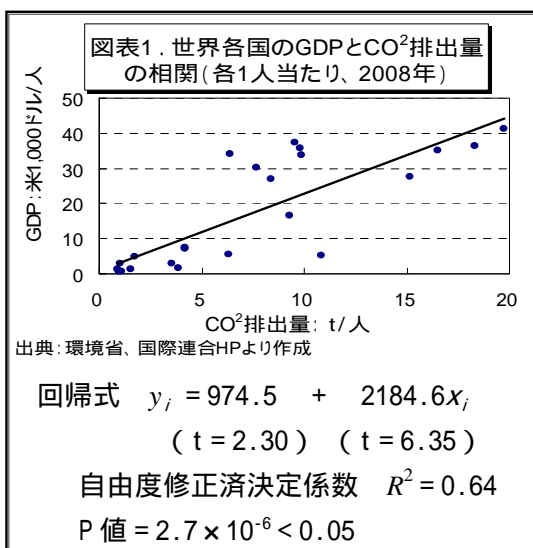
【参考文献】

八田進二・町田祥弘(2007)『内部統制基準を考える』同文館出版。

老平崇了(2009)『日本型コーポレート・ガバナンスの展望と課題』『オイコノミカ』第46巻第1号、pp.39-51。

相関と回帰について ~ 回帰式の精度と有意性の見方 ~

寺林 暁良



今回は、前回例示した図表を用いて、回帰式の精度と有意性の見方を説明する。

回帰式は、 x (y) に数値を当てはめることで、もう一方の y (x) が予測するための式であり、 $y = ax + b$ となるような一次方程式で表される(図表1)。ただし、回帰式は、基本的にどんなに相関の低い数値の間でも作ることができてしまうため、精度や有意性をみることが非常に重要となる。 ~ は、それを判断するための情報である。

決定係数で回帰式の精度を確認

の自由度修正済決定係数(寄与率)は、回帰式の精度を表す指標で、前回紹介した相関係数を2乗したものを標本数に考慮して修正した値である。決定係数は、0 R^2 1 の範囲で示され、1 に近いほど強い相関がある、すなわち、回帰式の精度が高いということになる。

この決定係数がどれくらいあればよいかという厳密な基準はないが、社会事象の場合には、0.5 以上であれば概ね精度が高く、0.8 以上であれば非常に精度が高いといえる。上記の $R^2 = 0.64$ は、「概ね精度が高い」といえる水準である。

t 値、 P 値の検定

の t 値は、個々の係数の有意性(偶然との考えにくさ)を調べるための値である。例えば、回帰式の「傾き」(x の係数、ここでは2184.6)が0と仮定すると、 $y = 974.5 + 0 \times x$ となり、 x に関係なく y が決まることになる(つまり x と y には相関が無いことになる)。そのため、「仮説検定」を行って相関があることを証明する必要がある。

仮説検定は、「傾き = 0」という「帰無仮説」を立て、この帰無仮説が成り立つ可能性が低いことを示す(棄却する)ことで、 x と y には相関があるという「対立仮説」を支持するという順序で行われる。

検定の詳細な理屈は難しいが、覚えて欲しいのは、t 値の場合、だいたい2以上(あるいは-2以下)となった場合に、有意水準5%(統計的にそうなる確率が5%以下となる水準で、偶然とは考えにくい)を満たすといえることである。ただし、有意水準をいくつで満たすかは、標本数に応じて2から多少前後するため、インターネットなどで「t 分布表」を参照する必要がある。ちなみに には、どちらの t 値も有意水準を上回っており、有意であるといえる。

また、EXCEL の分析ツールを用いた場合、回帰式全体の有意性を示す F 値を加工した P 値(有意 F と表示される)が求められる。P 値は、0.05 よりも小さい場合に有意水準5%を満たし、式の係数が0であるとする帰無仮説が棄却される。の P 値は 2.7×10^{-6} (= 0.0000027) と 0.05 より小さいため、有意であるといえる。

以上のように、回帰式は、精度と有意性の条件を満たして、はじめて有効性が確認される。