マクロ経済トピックス

月例経済報告（５月）

○「景気は、さらに弱含んでいる」と、４か月連続で下方修正　　（内閣府：５月11日発表）

５月11日に公表された月例経済報告では、企業収益の伸びが鈍化し、業況判断も製造業を中心に急速に悪化していること、アメリカ経済の減速から輸出・生産が減少し、在庫も増加していること、失業率が高水準で推移し、個人消費も概ね横ばいの状態が続いていることを取り上げた上で、景気に対する判断を、「さらに弱含んでいる」と総括し、４か月連続で下方修正した。基調判断の４か月連続の下方修正は、景気後退局面にあった97年９月から98年２月にかけての６か月連続以来となる。

個別項目毎の判断表現をみると、個人消費、住宅建設、公共投資、企業動向の項目では、ほぼ判断が据え置かれる中、生産、雇用の項目では、先月よりやや下方修正されている。

今回の結果を受け、景気後退局面入りとの判断について内閣府は、現象的には過去の景気後退局面の入り口と現況は類似しているが、どの程度続くのかという持続性についてはまだ判断できない旨コメントし、今回も当該判断を見送った。このことは、小泉首相が所信表明演説の中で示した財政再建を進めるためには、景気動向をより慎重に見極める必要があることから、もう少し日銀による量的緩和や円安の効果、また、６月上旬に公表される１－３月期GDPの結果等について、慎重に検討する時間を要するとの考えがあったためであろう。

現在、景気対策に万全を期すべく緊急経済対策の具体化作業が進んでいるが、その進捗状況からみて、当該対策の実現や効果の発現には、もうしばらく時間がかかるものと思われる。また、小泉首相の経済・財政の構造改革に係る方針もあり、補正を含む予算編成や経済政策等に係る政府の基本的なスタンスも大きく変化してこよう。さらに、当該方針の具体化のための「産業構造改革・雇用対策本部」の設置も、同11日に決定したばかりである。そのため、本報告の基調判断については、実際の文言修正の有無はともかく、今しばらくは下方修正気味に推移するものと思われる。

5月の月例経済報告の総括判断及び主要項目の比較　（前月からの変更部分に太字）

	4月　月例	5月　月例
総括判断	景気は、弱含んでいる。 ・アメリカ経済の減速から輸出が減少し、それに伴い、生産が減少している。・企業部門の自律的回復に向けた動きはなお続いているが、このところ弱まっている。設備投資は増加しているが、企業収益の伸びが鈍化し、企業の業況判断は製造業を中心に急速に悪化している。 ・失業率は高水準で推移し、個人消費はおおむね横ばいの状態が続いている。 先行きについては、アメリカ経済の減速や設備投資に鈍化の兆しなど、懸念すべき点がみられる。	景気は、**さらに**弱含んでいる。 ・アメリカ経済の減速から輸出が減少し、それに伴い、生産が減少している**中で在庫が増加している**。 ・企業部門の自律的回復に向けた動きはなお続いているが、このところ弱まっている。設備投資は増加しているが、企業収益の伸びが鈍化し、企業の業況判断は製造業を中心に急速に悪化している。 ・失業率は高水準で推移し、個人消費はおおむね横ばいの状態が続いている。 先行きについては、アメリカ経済の減速や設備投資に鈍化の兆しなど、懸念すべき点がみられる。
個人消費	一時的な要因もあって、年末に比べれば増加しているものの、おおむね横ばいの状態が続いている。	**家電リサイクル法施行前の駆け込み需要があった**ものの、おおむね横ばいの状態が続いている。
住宅建設	弱含みとなっている。	同左
設備投資	増加している。当面は堅調に推移すると見込まれるものの、先行きについては鈍化の兆しがみられる。	増加している。当面は**製造業を中心として**堅調に推移すると見込まれるものの、先行きについては鈍化の兆しがみられる。
公共投資	総じて低調に推移している。	同左
生産	減少している。	減少している**中で、在庫が増加している**。
雇用情勢	依然として厳しい。完全失業率が高水準で推移し、求人も弱含んでいる。	依然として厳しい。完全失業率が高水準で推移し、求人**や残業時間**も弱含んでいる。
企業動向	企業収益は、これまでの高い伸びが鈍化している。また、企業の業況判断は、製造業を中心に急速に悪化している。	同左
国際収支	輸出は、減少している。輸入は、伸びが鈍化している。	輸出は、減少している。輸入は、**おおむね横ばいで推移している**。
物価	国内卸売物価、消費者物価は、ともに弱含んでいる。	同左

（参考）

月例経済報告総括判断の推移

年　月	総　　括　　判　　断
12年１月	景気は、民間需要の回復力が弱く、厳しい状況をなお脱していないが、各種の政策効果やアジア経済の回復などの影響で、緩やかな改善が続いている。
２月	我が国経済は、民間需要の回復力が弱く、厳しい状況をなお脱していない。また、年末には需要がやや低迷した。しかし、各種の政策効果やアジア経済の回復などの影響に加え、企業行動に前向きの動きもみられ、景気は、緩やかな改善が続いている。
３月～４月	我が国経済は、全体として需要の回復が弱く、厳しい状況をなお脱していない。しかし、各種の政策効果やアジア経済の回復などの影響から、景気は、緩やかな改善が続いている。企業の活動に積極性もみられるようになるなど、自律的回復に向けた動きが徐々に現れている。
５月	我が国経済は、全体として需要の回復が弱く、厳しい状況をなお脱していない。しかし、各種の政策効果やアジア経済の回復などの影響に加え、企業部門を中心に自律的回復に向けた動きも徐々に現れており、景気は、緩やかな改善が続いている。
６月～７月	景気は、厳しい状況をなお脱していないが、緩やかな改善が続いている。各種の政策効果やアジア経済の回復などの影響に加え、企業部門を中心に自律的回復に向けた動きが徐々に強まってきている。
８月～９月	景気は、厳しい状況をなお脱していないが、緩やかな改善が続いている。各種の政策効果やアジア経済の回復などの影響に加え、企業部門を中心に自律的回復に向けた動きが続いている。
10月	景気は、厳しい状況をなお脱していないが、緩やかな改善が続いている。各種の政策効果やアジア経済の回復などの影響はやや薄らいでいるものの、企業部門を中心に自律的回復に向けた動きが続いている。
11月～ 13年１月	景気は、家計部門の改善が遅れるなど、厳しい状況をなお脱していないが、企業部門を中心に自律的回復に向けた動きが継続し、全体としては、緩やかな改善が続いている。
２月	景気の改善は、そのテンポがより緩やかになっている。 ・アメリカ経済の減速から輸出が弱含み、それに伴い生産の増加テンポも緩やかになっている。 ・個人消費はおおむね横ばいであり、失業率は高水準で推移するなど、景気は厳しい状況をなお脱していない。 ・企業収益や整備投資は増加しており、自律的回復に向けた動きは続いている。 先行きについては、アメリカ経済の減速など、懸念すべき点がみられる。
３月	景気の改善に、足踏みがみられる。 ・アメリカ経済の減速から輸出が減少し、それに伴い、生産がこのところ弱含んでいる。 ・失業率はこれまでの高水準で推移し、個人消費はおおむね横ばいの状態が続いている。 ・企業収益や整備投資は増加しており、自律的回復に向けた動きは続いている。 先行きについては、アメリカ経済の減速や設備投資に鈍化の兆しなど、懸念すべき点がみられる。
４月	景気は、弱含んでいる。 ・アメリカ経済の減速から輸出が減少し、それに伴い、生産が減少している。 ・企業部門の自律的回復に向けた動きはなお続いているが、このところ弱まっている。設備投資は増加しているが、企業収益の伸びが鈍化し、企業の業況判断は製造業を中心に急速に悪化している。 ・失業率は高水準で推移し、個人消費はおおむね横ばいの状態が続いている。 先行きについては、アメリカ経済の減速や設備投資に鈍化の兆しなど、懸念すべき点がみられる。
５月	景気は、さらに弱含んでいる。 ・アメリカ経済の減速から輸出が減少し、それに伴い、生産が減少している中で在庫が増加している。 ・企業部門の自律的回復に向けた動きはなお続いているが、このところ弱まっている。設備投資は増加しているが、企業収益の伸びが鈍化し、企業の業況判断は製造業を中心に急速に悪化している。 ・失業率は高水準で推移し、個人消費はおおむね横ばいの状態が続いている。 先行きについては、アメリカ経済の減速や設備投資に鈍化の兆しなど、懸念すべき点がみられる。

（資料）内閣府

日銀政策委員会・金融政策決定会合：「経済・物価の将来展望とリスク評価」

日銀は４月26日、４月25日の政策委員会・金融政策決定会合で決定された「経済・物価情勢の将来展望とリスク評価」を公表した。

「経済・物価情勢の将来展望とリスク評価」（以下「展望」）は、昨年10月に発表した「物価の安定についての考え方」の、「5. 経済・物価の将来展望とリスク評価の公表について」に基づいて公表されることになったもので、４月と10月の年２回、政策委員会メンバーの経済や物価についての見通しを数値のかたちで公表し、金融政策運営の透明性を向上させる措置である。

従来から政策委員会は「経済金融月報」において、毎月経済金融情勢に関する「基本的見解」を公表し、そこにおいても先行きの見通しに触れてきたが、「経済・物価情勢の将来展望とリスク評価」と「基本的見解」は次の２点で性格が異なる。⑴「基本的見解」は数ヶ月先という短期的な時間軸を想定しているが、「展望」は長めの期間を想定、⑵「基本的見解」は蓋然性の高い見通しに焦点を合わせているのに対し、「展望」は蓋然性は低いが潜在的な影響が大きいリスクも視野に入れている。

今次「展望」においては、今年度から来年度の経済について「上期中は海外経済の減速のもとで輸出や生産は減少を続け景気は全体として調整色の強い展開をたどる可能性が高い」との見方を示した。この上で今年度下期以降は「海外経済の先行きについてはなお不確実性が大きい」としながらも、米国経済の緩やかな回復が実現すれば「わが国の輸出や生産への下押し圧力は徐々に減衰することが見込まれる」と指摘している。こうした展望に対するリスク要因として、⑴米国など海外経済や情報技術（ＩＴ）関連分野の動向　⑵株価や地価など資産価格の動向　⑶不良債権処理や過剰債務削減といった構造改革がもたらす影響　⑷家計の支出に影響する国民の将来不安、を挙げている。

政府の月例経済報告は５月まで４ヶ月連続で景気に対する判断を下方修正しているが、「展望」においても先行きの景気情勢が厳しいとの見方を示している。政策委員の大勢は今年度の消費者物価指数（除く生鮮食品）について前年度比－０.８～－０.４％、実質GDP成長率は前年度比＋０.３～＋０.８％と見込んでいる。

こうした認識を金融政策運営との関係で考えれば次の通りとなろう。日銀は、昨年８月のゼロ金利解除後、２月９日（公定歩合０.５％→０.35％の利下げ、ロンバード貸し出しの導入）、２月28日（公定歩合０.35％→０.25％、Ｏ／Ｎ無担保コール０.25％→０.15％の利下げ）、３月19日（日銀当預残高を４兆円→５兆円との量的緩和、長期国債買い切りオペの増額）の３回にわたり金融緩和を実施し、足下では事実上ゼロ金利政策へ回帰している。

しかし、昨年８月までのゼロ金利政策では「デフレ懸念の払拭が展望できるまで」との時間軸を設定しており、いわば forward looking な金融政策運営が実施されていたが、３月19日の金融政策決定においては、「新しい金融市場調節方式は、消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比上昇率が安定的にゼロ％以上となるまで継続」という backward looking の時間軸へと変化している。上記の通り、政策委員の大勢は今年度の消費者物価指数（除く生鮮食品）について前年度比－０.８～－０.４％と見込んでいるため、かなりの期間にわたって実質ゼロ金利政策が継続される可能性が極めて高い（尚、日銀

がゼロ金利政策と表明していないのは、ゼロ金利と指せば打ち止め感が醸成されてしまうためと思われる)。今後、７月の参議院選挙を控えて更に景気が悪化した際には更なる対応を求められる可能性もあるが、そうした将来対応も考慮して、３月19日の決定会合で操作目標を金利誘導から量的緩和へ変更したものと思われる。日銀当預残高の増加、及び長期国債の買い切りオペの増額で対応されることになろう。

ー経済・物価情勢の将来展望とリスク評価（要点抜粋）ー

（経済・物価情勢の将来展望）

昨年度の日本経済を振り返ると、景気は、2000年中は緩やかな回復傾向を辿った。しかしながら、同年秋以降の米国をはじめとする海外経済の減速を受けて、年末頃から景気回復のテンポが鈍化し、最近では調整局面に至っている。

本年度から来年度初めにかけての経済の姿を展望すると、まず、本年度上期中は、海外経済の減速のもとで、輸出や生産は減少を続け、景気は全体として調整色の強い展開を辿る可能性が高い。

本年度下期以降をみると、海外経済の先行きについてはなお不確実性が大きいが、米国経済の調整進捗に伴い緩やかな回復に転じるとみれば、この面からのわが国の輸出や生産への下押し圧力は、徐々に減衰することが見込まれる。さらに、2000年秋以降の為替円安も、輸出や企業収益にプラス方向に作用すると考えられる。

しかしながら、日本経済には、企業の過剰債務問題や、それと表裏の関係にある金融機関の不良債権問題をはじめ、様々な構造調整圧力が残っており、民間企業も、雇用や設備投資の拡大には、基本的に慎重な姿勢を維持するとみられる。このため、年度下期には海外経済の減速による調整圧力は緩和されるものの、景気が明確に回復するにはなお時間を要するものとみられる。このような実体経済動向のもとで、物価は、需要・供給両面からの低下圧力を受け、本年度中は弱含みで推移することが見込まれる。

（経済・物価情勢の将来展望に関するリスク評価）

金融政策運営に当たっては、上記のような標準的なシナリオを、先行きの経済・物価動向についての最も蓋然性が高い姿として想定しているが、これとの比較で下振れないし上振れとなる可能性（リスク要因）も、十分に念頭に置いておく必要がある。

①第１は米国をはじめとする海外経済や、ＩＴ関連分野の動向。

②第２のリスク要因としては、資産価格の動向。

③第３のリスク要因としては、構造調整の影響。

④第４のリスク要因としては、国民の将来に対する不安感。

（政策委員の大勢見通し）　（対前年度比、％）

	実質GDP	国内卸売物価指数	消費者物価指数（除く生鮮食品）
2001年度	+0.3～+0.8	-0.9～-0.6	-0.8～-0.4

（政策委員全員の見通し幅）　（対前年度比、％）

	実質GDP	国内卸売物価指数	消費者物価指数（除く生鮮食品）
2001年度	-0.1～+1.0	-1.5～-0.5	-1.0～-0.3

平成12年度の家計調査（全世帯）結果

○平成12年度の消費支出（１世帯あたり）は対前年度比－0.５％と５年連続の実質減少

総務省は５月８日、平成12年度平均の家計調査（全世帯）を発表した。同調査によると、実質消費支出は１世帯あたり317,267円と対前年度比－0.５％の減少となった。減少となるのは平成８年度以降５年連続であり、消費の低迷が未だ続いていることを示している。ただし、減少幅については平成９年度の－2.１％をボトムとして毎年縮小しており、「交通・通信」費が大幅に増加するなど家計の消費行動にも変化がみられる。

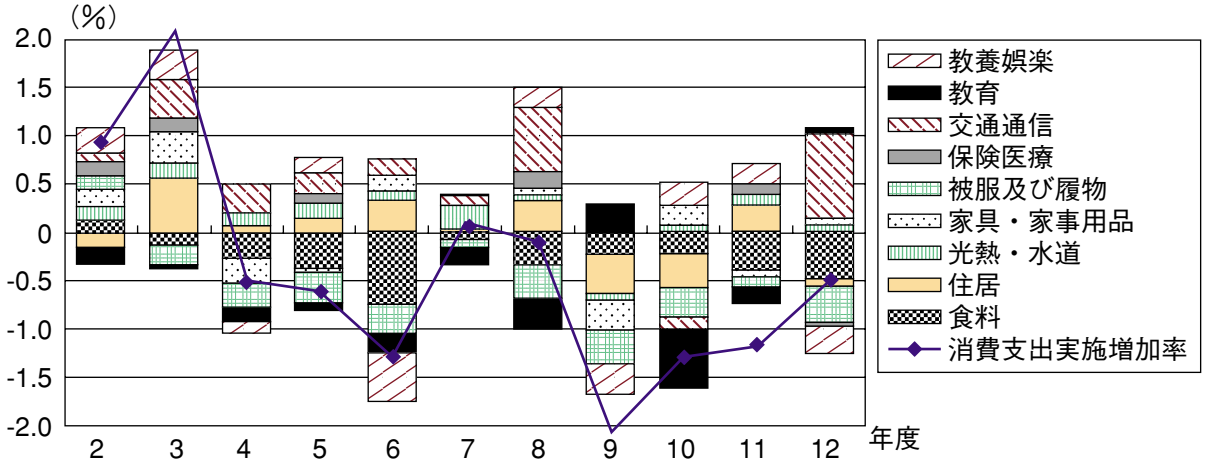
項目別にみると、「食料」「被服及び履物」「教養娯楽」「住居」「保健医療」が実質減少となっている。この内、「食料」「被服及び履物」については10年連続の実質減少となっているが、これは消費者の低価格志向がより強まっている結果である。

一方、「交通・通信」「家具・家事用品」「光熱・水道」「教育」は実質増加となっている。この内、「交通・通信」の消費支出実質増加率に対する寄与度は＋0.88％と増加分の大部分を占めている。これは、「カローラ」等の新車効果による自動車購入費及びインターネット・携帯電話の普及に伴う通信費が大幅に伸びたことによるものである。

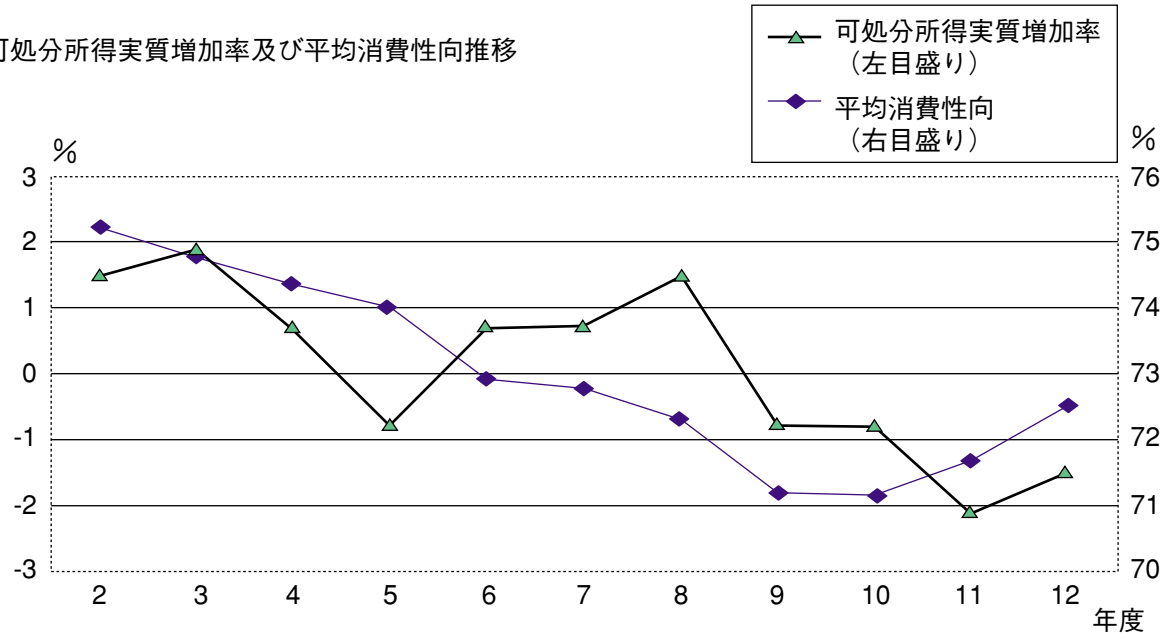
一方、勤労者世帯の可処分所得は１世帯あたり470,902円と対前年度比－1.５％の実質減少となった。可処分所得は、平成９年度以降４年連続の実質減少となっており、企業の人件費削減により、家計の所得が長期間低迷していることを示している。この可処分所得の減少が、消費低迷の最大の要因となっている。ただし、この間、平均消費性向（＝消費支出÷可処分所得）は一貫して上昇しており、平成12年度は72.5%となっている。

今後については、個別ではインターネット・携帯電話等の普及が一段と進むことから、通信費は堅調に増加が見込まれる。また、自動車購入費についてもバブル期から10年が経過し、大量販売された車両の買替え需要が見込まれる。一方、「家具・家事用品」については、平成12年度は家電リサイクル法施行前の駆け込み需要が消費支出の増加に寄与したことから、その反動がどの程度消費に影響を及ぼすか注目される。所得が低迷している割に消費は健闘しているとの見方もとれるが、いずれにせよ、所得が本格的に回復しない間は、消費の回復感は乏しいであろう。

消費支出実質増加率への各費用の寄与度



可処分所得実質増加率及び平均消費性向推移



平成12年度平均家計調査概要

1.10　大費目の内訳（全世帯）

項　目	金　額（円）	対前年度増加率（%）		実質増加率への寄与度（%）	摘　　要
		名　目	実　質		
消費支出	317,267	-1.2	-0.5	-0.5	５年連続の実質減少
食　料	73,385	-3.4	-2.1	-0.50	10年連続の実質減少
住　居	20,816	-1.3	-0.9	-0.06	
光熱・水道	21,596	2.7	0.9	0.06	３年連続の実質増加
家具・家事用品	11,383	-1.1	2.1	0.07	
被服及び履物	15,918	-8.3	-7.0	-0.38	10年連続の実質減少
保健医療	11,323	-1.0	-1.0	-0.04	
交通・通信	37,262	8.3	8.2	0.88	
教　育	13,884	2.4	1.3	0.05	３年ぶりの実質増加
教養娯楽	31,945	-3.7	-2.7	-0.28	３年ぶりの実質減少
その他の消費支出	79,756	-2.4	―	―	３年連続の減少

２．収入及び支出の内訳（勤労者世帯）

項　目	金　額（円）	対前年度増加率（%）		実質増加率への寄与度（%）	摘　　要
		名　目	実　質		
実収入	558,424	-2.2	-1.5	-1.5	４年連続の実質減少
非消費支出	87,522	-1.9	―	―	３年連続の減少
可処分所得	470,902	-2.2	-1.5	―	４年連続の実質減少
消費支出	341,335	-1.1	-0.4	-0.4	４年連続の実質減少
平均消費性向（%）	72.5	―	―	―	

（総務省５月８日発表）

長期金利差と景気の動向

景気と金利には密接な関係がある。当然、金融政策も景気の動向と無縁ではなく、長引く景気の低迷を反映して、金利は低水準の推移が続いている。しかし、景気に対する先行性という点では、長短金利の水準そのものや動向よりも、その差（長短金利差）の方が先行性を持つと言われている。

表１は、70年第３四半期以降の景気循環（第６循環以降）における長短金利差を見たものである。この間、７回の景気後退期の長短金利差は平均で－0.05%、６回の景気拡大期及び直近までの長短金利差の平均は1.31%となっている。77年第１四半期～77年第３四半期や97年第１四半期～99年第１四半期のように、景気後退期でありながら長短金利差が１%を上回るなど、金利差の水準そのものはその時々によって異なるものの、その後の景気拡大期における長短金利差と比較すると、景気後退期の長短金利差は相対的に小さい。

（表１）景気後退期と景気拡大期の長短金利差

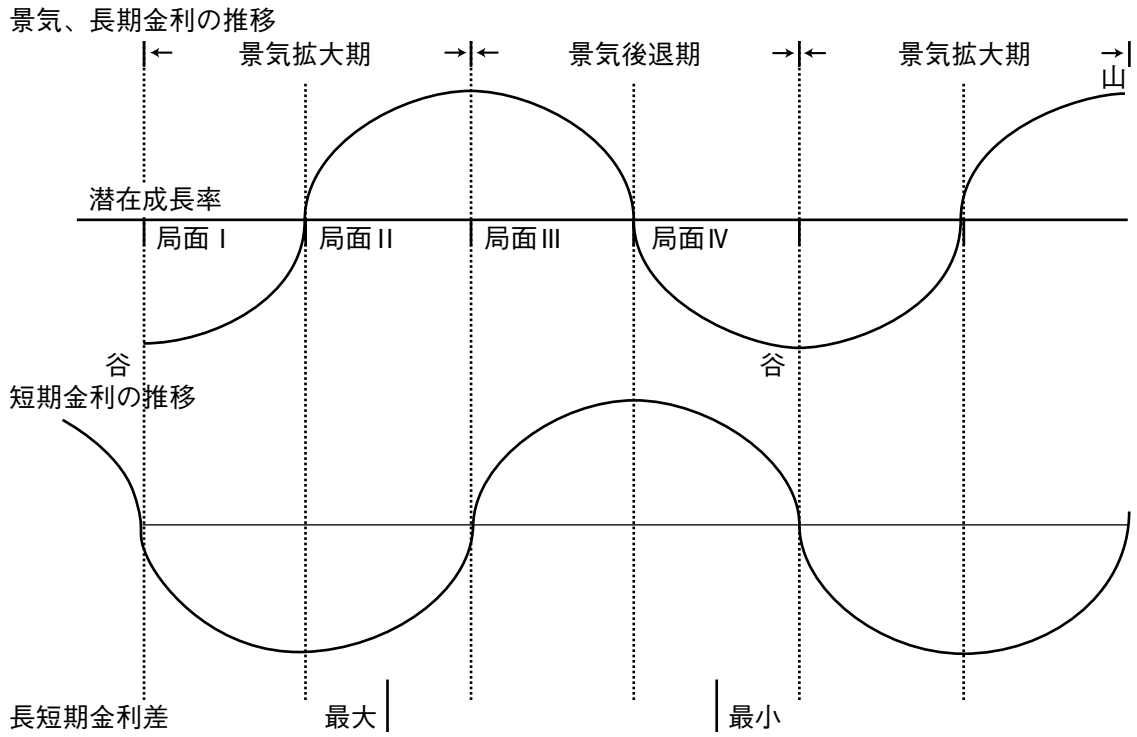
景気後退期		景気拡大期	
70年III～71年III	-0.26	71年IV～73年III	1.52
73年IV～74年IV	-3.79	75年Ⅰ～76年IV	-0.30
77年Ⅰ～77年III	1.74	77年IV～79年IV	2.19
80年Ⅰ～82年IV	0.02	83年Ⅰ～85年Ⅰ	1.20
85年Ⅱ～86年III	0.16	86年IV～90年IV	0.60
91年Ⅰ～93年III	0.19	93年IV～96年IV	2.28
97年Ⅰ～99年Ⅰ	1.58	99年Ⅱ～01年Ⅰ	1.65
平均	-0.05	平均	1.31

（注）長短金利差は、10年物国債利回り一翌日物コールレート
10年物国債は、82年までは上場国債の10年近傍利回り、83年以降は10年パーイールド
翌日物コールレートは、85年Ⅱまでは有担保、85年III以降無担保

一般的に、市場性の高い長期金利は先行性を持つと言われている。景気が回復期に入ると、将来のインフレ懸念や先々の金融引締めを警戒して上昇トレンドに入る。逆に、景気後退期は将来の金融緩和を期待して低下する。一方、短期金利は金融政策の影響を受けやすい。景気回復期であっても、当局による低金利維持政策が採られれば、短期金利は上昇しない。図１は、景気と長短金利の推移をイメージ的に示したものである。局面Ⅰでは景気は谷を脱し拡大期に入っているものの、まだ成長率は潜在成長率を下回っており、一段の景気回復を促すために短期金利（　政策金利）は低めに誘導され金融緩和期が継続する。その一方で、長期金利は景気動向を反映し、既に上昇期に入っている。局面Ⅱのように、実際の成長率が潜在成長率を上回るようになってきて初めて金融政策が引き締めに転じ、短期金利も上昇を始める。局面IIIでは景気は山を過ぎ、長期金利はピークを迎えるが、成長率は依然として潜在成長率を上回っており、一段の景気の減速を図りインフレを生じさせないように、引続き金融は引き締められ

短期金利は低下しない。局面Ⅳのように、実際の成長率が潜在成長率を下回って初めて金融も緩和に転じることとなる。もちろん以上はあくまでイメージであり、実際の金利の動向はその他の要因も複雑に重なり合って必ずしも上記の様に推移するとは限らないが、概ね上記のような金利変動が期待される。

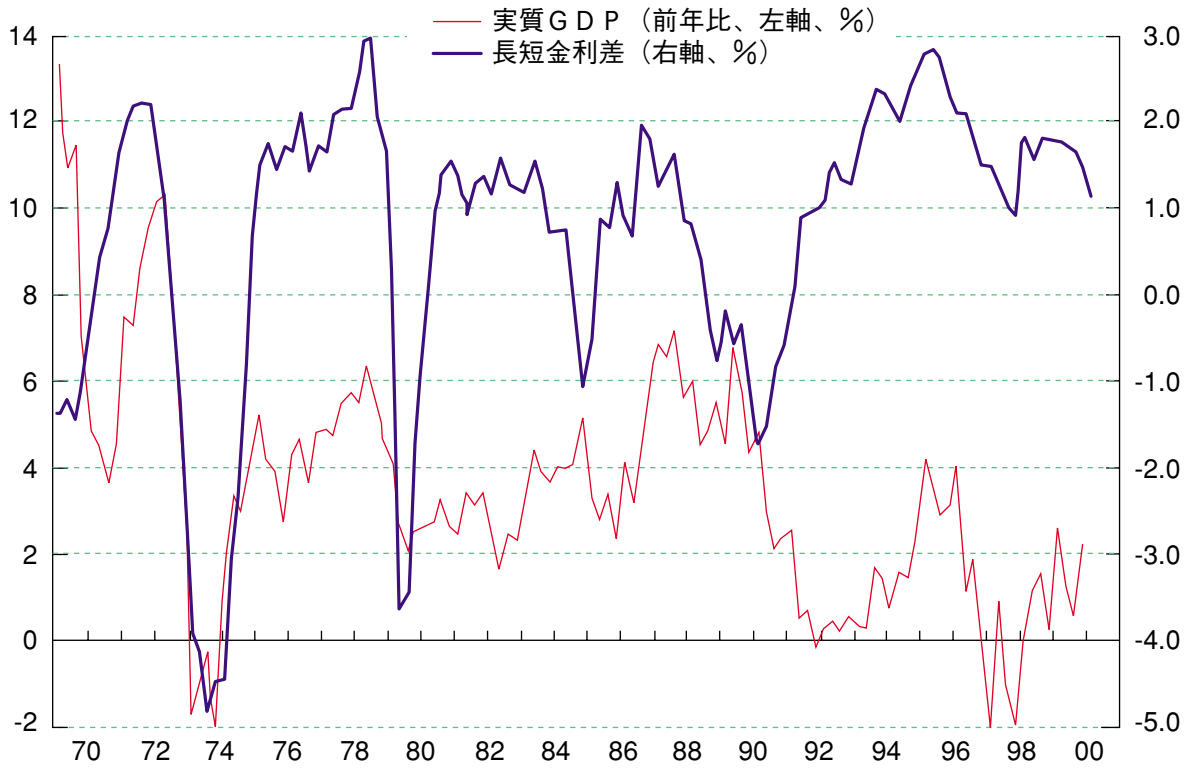
（図１）景気、長期金利、短期金利の推移のイメージ



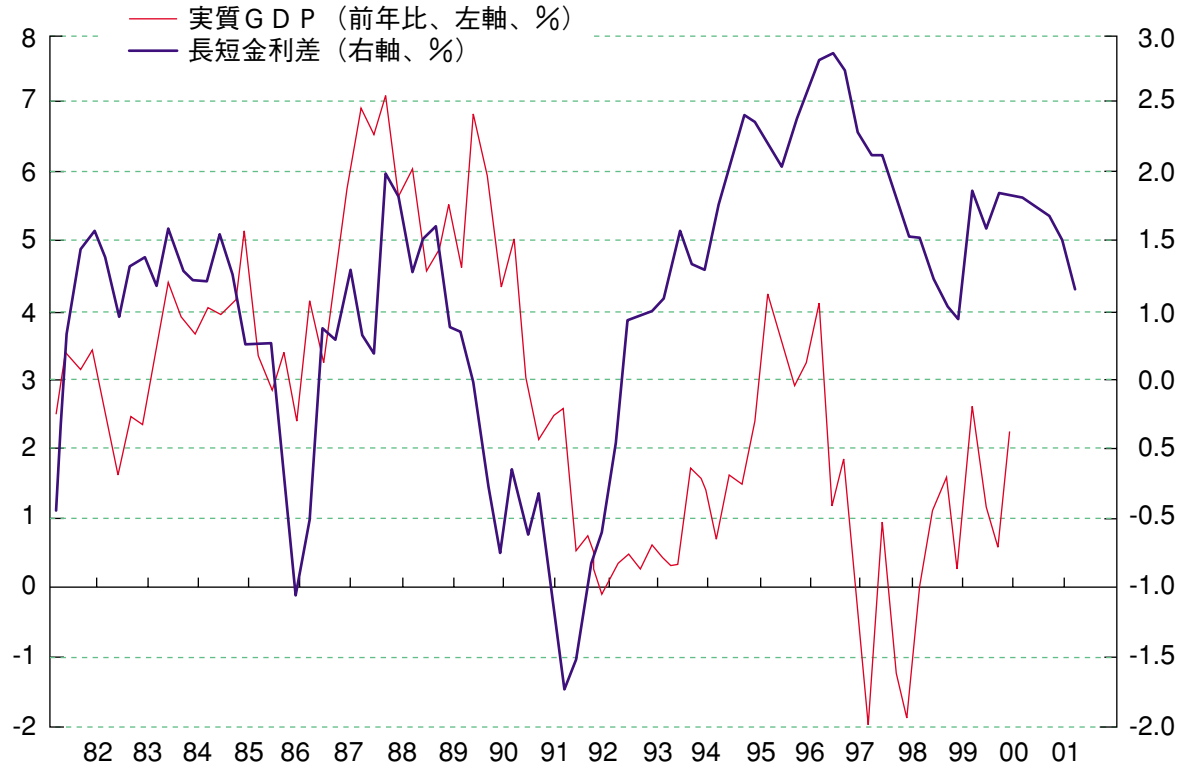
ところで、景気と金利が上記のような関係において推移すると、長短金利差は景気の山の少し手前で最大になり、景気の谷の少し手前で最小になる。すなわち景気に対し先行性を持つことが期待される。70年以降の実質GDP成長率と長短金利差の推移を見たものが以下の図２である。成長率が高い時には長短金利差が拡大し、成長率が低くなると長短金利差が縮小する関係は窺えるが、70年代はほぼ同一の軌跡を辿り、長短金利差の先行性は見出しにくい。しかし80年代以降は長短金利差が先行する形で推移している。図３は、図２と同様に実質GDPと長短金利差の推移を見たものであるが、長短金利差を１年先行させてある。80年代は１年先行させた長短金利差と成長率が似たような推移を辿るが、90年代に入り長短金利差の先行性が一段と増しているようにも見える。

短期金利は、昨年８月のゼロ金利政策の解除と今年３月の再度のゼロ金利政策への回帰を経て変動が見られるものの、趨勢的な長期金利の低下により、足許の長短金利差は縮小傾向にある。これは、当面景気が弱含みで推移することを示唆しており、本格的な景気の回復にはもう少し時間を要しよう。

（図２）実質GDPと長短金利差の推移長短金利差の推移



（図３）82年以降の実質GDPと長短金利差の推移



平成12年度全国消費者物価指数

○平成12年度の全国消費者物価指数は前年度比－0.5％、コアで－0.4％

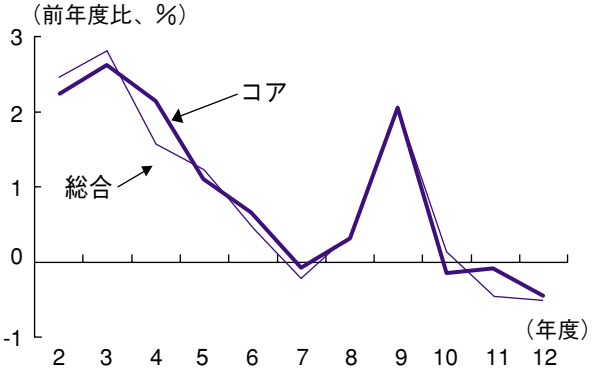
４月27日総務省統計局より、平成12年度の全国消費者物価指数が発表された。
平成７年を100とした総合指数は101.5となり、前年度に比べ0.5％の下落となった。
耐久消費財、繊維製品などの工業製品、生鮮食品等の農水畜産物の下落が主因である。また、生鮮食品を除く総合指数（コア）は101.7となり、前年度に比べ0.4％の下落になった。
なお、総合指数が２年連続、コアが３年連続で前年度の水準を下回ったのは、比較可能な昭和46年度以降初めてである。

消費者物価指数（CPI）の最近の動向を商品・サービス分類別にみると、サービスが安定的に推移しているのに対し、商品はぶれが大きく、マイナスに寄与している。商品のうち工業製品が耐久消費財、繊維製品、食料工業製品とも総じてマイナス寄与が続いており、これがCPI下落の大きな要因となっている。

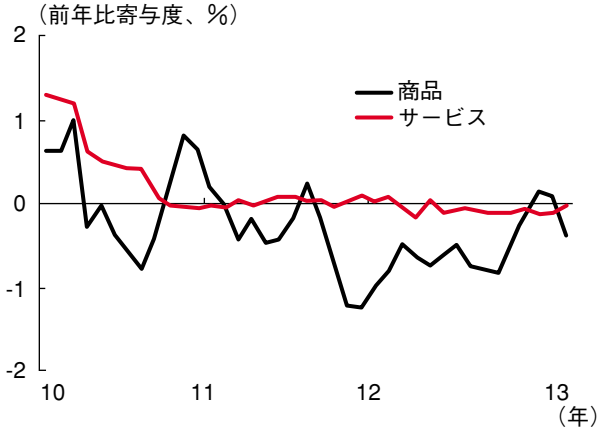
原油価格高騰の影響も剥落している現状では、今後工業製品が高騰することは考えずらく、今後とも下落傾向は続くものと思われる。

３月の月例経済報告で「持続的な物価下落」をデフレと定義し、現在、日本経済はデフレであるとした。中国で生産し、日本で販売する「ユニクロ」方式の影響もあろうが、こうした「相対価格」の下落にとどまらず「価格全体」に波及した場合、デフレ色が更に強まる懸念もあろう。

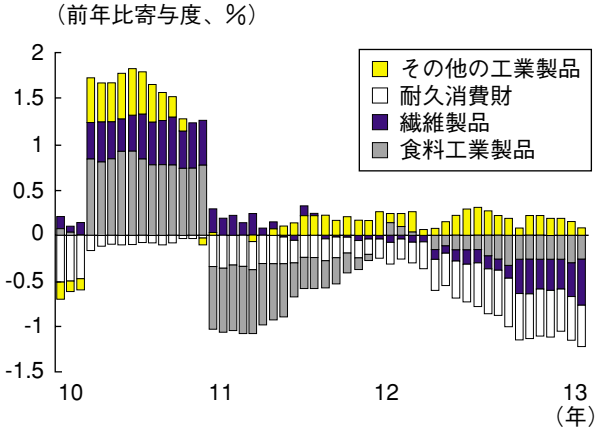
年度平均CPIの推移



商品・サービス分類別寄与度の推移



工業製品寄与度の推移



（出所）総務省統計局資料より郵政研究所作成