

金融市場

2002.12

潮流

不透明感に覆われた明年の経済見通し …… 1

情勢判断

国内金融

厳しい2003年度の日本経済：政策転換はあるのか？ …… 2

海外経済金融

米国経済はデフレに向かっているのか？ …… 7

戦争プレミアムと需給の間で揺れる原油相場 …… 10

2003年度経済見通し

総論 ……12

金利・株価 ……17

所得・雇用環境 ……18

民間個人消費 ……19

民間設備投資 ……20

公的固定資本形成 ……21

外需 ……22

民間住宅投資 ……23

物価 ……24

構造改革の進捗 ……25

米国経済 ……26

今月の焦点

地方銀行の住宅ローン戦略－ 5 ……27

地方銀行の住宅ローン戦略－ 6 ……31

海外の話題

「ニューヨーク生活事情－ホリデイ・ショッピング」 ……35

農林中金総合研究所

潮流

不透明感に覆われた明年の経済見通し

年末が近づくと、来る年に対する期待も込めて見通し作業に入る。当総研も、今月号で2003年度の経済見通しを行い、実質成長率見通しを 0.2%と公表した。これは、公表された民間シンクタンクの予測のなかでは慎重な部類に属するが、民間シンクタンクの予測は大方が実質成長率では+1~1%内の狭いレンジに収まっていて、バラツキが小さい。しかしこれは、先行きが安定的であるとコンセンサスを示すものではなく、逆に成長力の基盤が脆弱であることを反映したものである。成長力が弱いのは、発展の基本にある「信頼感」(confidence)に動揺がみられ、また「地政学的リスク」とされるイラク情勢など計量化できない不安定なリスク要因が大きく、その成行き次第で経済が左右されるからである。

まず、わが国経済回復の頼みの綱である米国については、イラク情勢の緊迫化やテロ誘発の懸念に加え、不正会計問題に端を発する企業部門の収益への期待剥落・年金の積立て不足など財務面への信頼感に不安が払拭されず、二番底は回避されるとしても潜在成長力を下回る弱い成長とならざるを得ない。イラクへの軍事行動が開始されれば、これまで成長を支えてきた個人消費にマイナスの影響が及ぶこととなろうし、企業の収益・財務の問題は過剰設備の存在とも相俟って、新規投資回復を遅らせる要因となる。これら以外にも、株式市場の低迷長期化や大幅な経常赤字ファイナンスの懸念があり、為替相場のドル安(円高)化が、わが国のみでなく世界経済の回復に悪影響を及ぼす可能性も否定できない。

わが国経済にとっては、実体経済以上に米国の株式市場低迷が気掛かりである。米国資本の流出による日本市場の株価下落 特に銀行株低下 は、金融システム不安再燃に繋がるからである。

金融システムの安定化については、曲折を経て「金融再生プログラム」が策定され、ペイオフの2年延期と併せて、不良債権問題について主要行を対象に 当局と銀行間で食違う不良債権の査定厳格化、引当の適正化を含む自己資本の充実、 収益面などでの銀行経営のガバナンス強化、等を通じて06年度末までの解決の道筋は示された。しかし、具体的な運用は当局・関係者に委ねられており、不透明な要素を残している。不良債権の裏側のある企業サイドの再生について、同案で「産業再生機構」創設などを盛込んだのは一歩前進だが、再生企業の基準や中小企業分野を担当する整理回収機構(RCC)との線引き・機能分担など曖昧な部分も少なくない。

他方、不良債権処理加速に伴って生ずるデフレ圧力緩和についても未確定な面が多い。雇用・中小企業対策などセーフティネット整備に1.5兆円、公共事業に1.5兆円の追加支出を行う補正予算策定の大枠は決定されたが、当初政府が対策の柱としていた先行減税については、明年度予算に持ち越されたうえ、減税規模も小幅なものに止まっている。このため政策効果を疑問視する声が強く、政局と絡めて追加策を求める意見もみられる。

こうした内外の不透明な要因を考えると、弱い現在の見通しがさらに下方修正される可能性もある。こうした今求められるのは、経済システムの基本にある財務・会計等の公表内容への信頼回復とこれによる危機意識の共有、不透明なリスクが現実化した場合の臨機応変な対応によって将来への展望を拓くことであろう。

(理事研究員 荒巻浩明)

情勢判断

国内金融

厳しい 2003年度の日本経済：政策転換はあるか？

要 旨

当総研は 2003 年度マイナス成長を予想しているが、このようなデフレ環境の継続は国債買い材料となる。しかし、不良債権処理加速の政策費用増加に加え、景気刺激を求め政策転換要求など財政悪化リスクには注意したい。

株式相場は、過度な業績不安や金融不安は収まりつつあり、短期的にはリバウンドの可能性があろうが、2003 年度の業績ピークアウト観測をにらんで、需給的にも好転は期待薄であることから、株価の反発幅は限定的と見ている。

金利・為替・株価の予想水準（単位：円、%、円/ドル）

年度/月	2002年度			2003年度		
	10月（実績）	12月（予想）	3月（予想）	6月（予想）	9月（予想）	12月（予想）
無担コール 翌日物	0.002	0.001~0.01	0.001~0.01	0.001~0.01	0.001~0.01	0.001~0.01
TIBOR ユーロ円（3ヶ月）	0.0808	0.08	0.10±0.02	0.10±0.02	0.10±0.02	0.10±0.02
CD（新発3ヶ月：仲値）	0.077	-	-	-	-	-
短期プライムレート	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375
新発10年国債利回	0.985	0.95	1.15	1.15	1.10	1.00
為替（円ドル）相場	122.480	125.0	120.0	125.0	125.0	127.5
日経平均株価	8,640.480	9,000	9,250	10,000	9,500	9,000

（月末値。実績は日経新聞社調べ）

10月30日の「金融再生プログラム」発表後も大手銀行の経営をめぐる不安が止まらず、銀行株が先導する形で株価指数は下落。9月末の内閣改造以来、11月22日まで銀行業株価指数が24%下落したほか、過重債務企業が多い建設、小売、不動産、卸売・商社の下げが目立った（表1）。日経平均株価、東証一部株価指数（TOPIX）はともに最安値を更新。東証時価総額も3月末に比べて一時、66兆円の大幅減少に至った。

11月18～22日週には、ダウ平均株価が7週連続高となるなど米国株価の堅調持続、国の銀行経営への関与観測が薄れたことを受け、買い戻しが起こりようやく反発。9月中間決算の進捗状況は、非製造業、製造業ともにコスト削減効果から経常利益、当期利益が会社予想を10%前後上回っている。払拭されたわけではないが、下半期の業績失速の悲観シナリオが後退し

表1 業種別株価指数

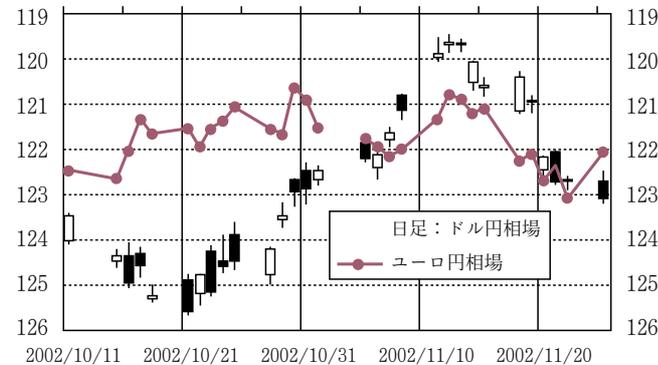
指数	9月末以来 （内閣改造以来）	前年度末比
日経平均株価	-6.7%	-19.0%
東証一部株価指数	-6.5%	-20.4%

（東証 業種別下落率上位）

銀行業	-24.0%	-18.3%
空運業	-22.0%	-33.1%
証券、商品先物業	-18.5%	-24.4%
石油・石炭製品	-16.6%	-30.4%
建設業	-14.4%	-19.2%
繊維製品	-14.3%	-22.8%
小売業	-14.0%	-13.2%
その他金融業	-13.8%	-26.9%
不動産業	-13.1%	-14.6%
鉱業	-13.1%	-23.5%
卸売業	-13.0%	-23.8%

（東証データ等から農中総研作成）

(逆日盛) 図1 ドル・円(日足)とユーロ円の為替相場推移
円/ドル
円/ユーロ



(日経NEEDS FQから農中総研作成)

国債相場は、高値安定（利回りは低位）が続いた。外国人投資家が週間で7351億円の大幅買い越しとなるなど好需給から、11月13日には新発10年国債利回りは0.95%まで低下。その後は、補正予算編成をめぐる国債発行増額の規模（上ブレ）や銀行の益だし売却の懸念から上値は重くなったが、結局、国債発行増額が5兆円規模にとどまる補正予算方針が決まり、ひとまず需給不安材料も収まって1%をはさんだ底固い動きとなっている。

為替相場は、基本的に狭いレンジの動きに終始。ドル円相場は米国経済の弱さを示す指標が一時結出したこと、米利下げ観測の台頭（FF

レート誘導水準は11月6日に 0.5%引き下げ）やファンドのドル売りやオプション絡みの動きから、10月下旬からドル売りが強まり、NY外為市場では11月12日に119円台前半まで円が上昇した。しかし、日本の通貨当局の介入警戒感も強く、折り返して123円台まで戻した。また、ユーロは堅調推移。ドルとのパリティ（1ドル=1ユーロ）を維持し、ユーロ円も11月22日には123円台に乗ったが、その後、ユーロ買いのポジション圧縮の動きが強まり、120円台に戻した（図1）。

（以上の金融証券市場や経済指標の動向は、当社HPの「Weekly 金融市場」を参照されたい）

金融市場の見通しと注目点 03年度経済見通し = マイナス成長？

2002年7～9月期GDPは前年同期比でもプラス成長（+1.7%）となったが、自律的回復には程遠い。下半期もGDPは横ばいを予想するが、テロ支援国への武力行使とそれに伴う悪影響を含め、景気加速の要素よりは減速に向かうリスクの方が大きいだろう。

さらに、当総研では2003年度のGDP成長率が再び前年度比 0.2%のマイナス成長を予測している（詳しくは、後添「経済見通し」特集を参照） 2003年4日以降に予定されている社会

表2 国内外の当面のスケジュール

時期	区分	国内		海外
		政治	経済・金融	
02年度 (H14)	10～3月		10月 デフレ総合対策発表	11月 米国中間選挙：共和勝利
			12月 「産業・企業再生基本方針」決定	// 中国共産党大会：胡锦涛主席体制へ
			3月 日銀総裁任期切れ	
03年度 (H15)	4～9月	4月 統一地方選 (知事・政令市長、道府県議選の投票日が13日。他は27日)	4月 郵政公社設立 4月～産業再生機構設立	6月 G8サミット、仏で開催
		9月 自民党総裁任期切れ		
	10～3月	9月で「テロ対策特別措置法」失効	3月 固定資産の減損会計任意適用開始	
04年度 (H16)	4～9月	6月 衆議院任期満了	9月 「銀行株式保有制限法」で銀行は保有株を基本的自己資本以内へ	5月 露大統領任期満了
		7月 参議院通常選挙		8月 アテネ夏季五輪

(農中総研作成)

保障負担の引き上げや不良債権処理の加速過程での企業整理、それに伴う失業増が景気に下方圧力を加え続けると見る。

2003年度上半期は、補正予算での公共投資追加の効果や外需の寄与で2002年度下半期比+0.2%の小幅成長となるが、下半期は、米国景気の加速、IT関連需要の回復や政府の景気てこ入れがないと、上半期比：0.7%の失速を予想している。

特に、国内民需は0.4%減と不振。民間最終消費が、雇用者報酬の減少や社会保障負担引上げなどから1997年度以来のマイナス成長(0.2%)となるとともに、民間企業設備も減少に転じ前年度比0.6%減少となる。

債券相場 = 政局波乱で政策転換リスクの可能性も残る

このように2003年度の景気については、厳しい見方をしており、デフレ環境下、運用難のもとで好需給が続くと見ているが、それとともに景気悪化への政策対応と政局の動向が債券相場のテーマとなろう。

まず、ゼロ金利政策は継続すると想定している。2003年度に消費者物価下落は縮小に向かうと予想しているものの、構造調整の圧力は強く、前述のように景気がかばかしくない状況のもとでは消費者物価がゼロ%を安定的に上回るには至らないだろう。

この短期金利の環境のもとで、時間軸の効果は続く。また、現在のところ予想されている2003年度の新規国債発行額や借換債を含む国債発行総額の増加も、金融機関の運用難と日銀の国債買い切りオペ(月額1.2兆円から増額の可能性もある)のもとで吸収され、国債の相場は堅調推移すると基本シナリオでは見ている。

しかし、前記表2のような政治日程の中で政局変動の結果、政策転換もあり得ることには注意したい。

目先は、金融再生プログラムの具体化内容が当面の注目材料だが、仮に企業再生基準を含め甘目という評価となったとしても、不良債権処

理が加速化されることは間違いない。デフレ圧力が強まるという点では、国債相場の上昇材料だが、セーフティーネット構築を含めて、不良債権処理加速の政策費用は財政悪化の材料である。

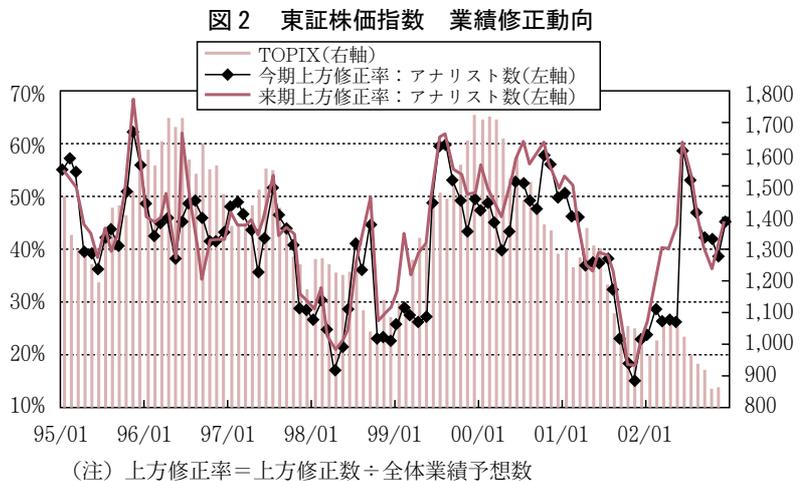
12月末に向け、2003年度当初予算編成過程で景気対策積み増しの論議が深まることは期待薄だが、2003年4月の統一地方選前後から9月の自民党総裁任期切れの間、通常国会終了をはさんで、景気回復が順調で無いならば、与党内に小泉首相に政策転換を求め財政政策出動の論議が出てくるリスクがあろう。

また、2003年3月に任期切れとなる次期日銀総裁に誰が就任し、どのような政策を打ち出すか、にも注目したい。

このように政局波乱と政策転換のリスクを債券相場の見通しの上で捨象することは出来ないと考えており、春先頃には早くも、そういった動きが出てくる可能性がある。長期金利が下放れるとは見ていないものの、政策対応の結果として、副次的に財政悪化、通貨信認上のリスク、さらには日銀が非伝統的な政策手段を採用するとへの懸念が投資家の上値買いを慎重化させ、長期金利の低下は継続しないと考えている。

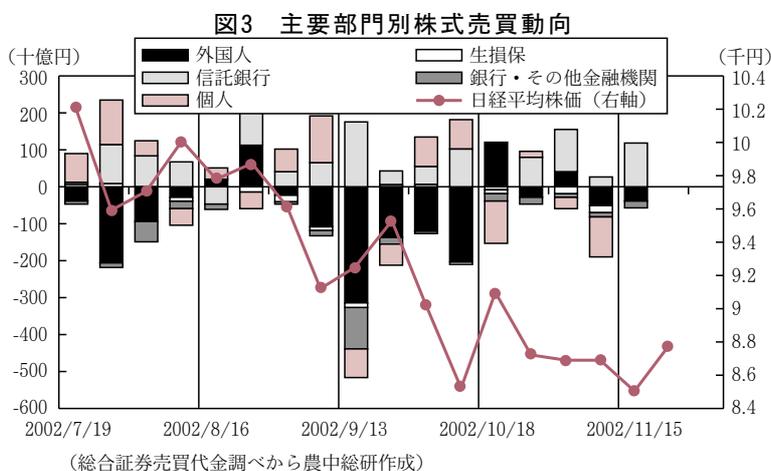
株式相場 = 03年度業績展望開けず

9月中間決算の発表が最終局面に入っているが、2002年度利益回復に関する余りにも悲観的シナリオは修正されつつある。株式アナリストの業績予想も上向いている(図2)。



クリスマス商戦や対イラク武力行使などの材料の帰趨について予断は許されないが、米国景気への見方はISM等センチメント指標などの好転などから足元で和らぎつつある。米国株価が当面、堅調推移の予想が強まっていることから、日本株も短期的には株価リバウンドが見込めよう。

しかし、株式需給の面から言って、持ち合い解消売りが継続すると見込まれる一方、外国人投資家の売りの構図が変わり、本格的に買いに入ることは期待できない(図3)。



悪材料に反応しやすい地合が変わるには、日本企業の中期的な業績展望や企業戦略構築、投資家センチメントの面から材料不足である。したがって、株価反発を予想するが、証券税制の見直しなど株式市場の活性化策が個人投資家を引き付けるほどのものになるかも、不透明であることから、反発幅は限定的と予想する。

さらに、前述のようなGDPのマイナス成長見通しのもとで、2003年度の業績展望が開けな

い以上、業績ピークアウトをにらんだ慎重な投資スタンスが株価のバリエーションを上げるような上値買いを抑えるだろう。よって、2003年の景気悪化リスクをにらんで、現時点では年央以降の株価は慎重に見ておくこととしたい。為替相場については、先月作成の見通しを継続する。ドル、ユーロ、円が三すくみの状態で推移する相場力学が、大きく崩れる要素は当面小さいと考える。

三極の金融・経済が弱点をそれぞれ抱え順位付けがしにくい状況にあるとともに、為替変動がもたらすデメリットも大きい。

特に2003年前半、対イラク武力行使の可能性が無くならない状況のもとでは、3極の通貨当局は為替変動を出来るだけ抑制するスタンスであろう。

日本経済が不良債権処理の加速などによる構造調整圧力を受ける現状では、日本の通貨当局は円高に強い姿勢で臨むだろうし、米国等海外の理解も得やすい。したがって、ドル円相場は、日本の経済動向、金融システムの方向性(悪化好転)に、米国の経済状況、経

常赤字問題や米国内のドル高修正の圧力が絡んで変動するとしても、大きな変動幅にはなりにくいと考ええる。

基本的な想定レンジは、115~125円/ドルを継続するが、短期的には小幅円安方向に動く可能性を想定。しかし、130円を大きく越える円安があるとすれば、政治混乱も絡んだ日本経済の相当な悪化が生じた場合だろう。

(02.11.26 渡部)

「金融市場」2003年1月号に関するお知らせ

次回発行の「金融市場」2003年1月号では、情勢判断(国内金融・国内経済・海外経済金融)が掲載されません。2003年1月時点での最新の金利・為替・株価見通しとその説明は、(株)農林中金総合研究所のホームページ(<http://www.nochuri.co.jp>)に掲載されますので、こちらをご参照ください。

最近の金融市場関連データ一覧 (調査第二部 国内経済金融班)

	長期金利				短期金利				外国為替				内外株価指数				その他			
	新発10年物国債 利回り	債券先物 10年物 期近価格	債券先物 10年物期 近利回り	金利スワップ プレート 5年物 (円-円) 仲値	無担保 コール 翌日物	TIBOR ユーロ円 3ヵ月	LIBOR 円・ 3ヵ月	TIBOR ユーロ円 6ヵ月	円・ドル 相場 銀行 間直物 17:00	円・ドル 相場 銀行 間直物 中心値	N.Y.日 本円・終 値・仲値	N.Y.ユー ロ・終値 仲値	ロンドン・ ユーロ (米ドル) ・仲値	日経平均 (225種)	TOPIX 終値	N Y ダウ 工業株30 種 平均 終値	ナスダック 株価指数	米国財務省 証券 10年物 国債利回り	N Y 金 先物価格・ 期近	NY WTI 原油先物 価格・ 期近
02/10/1	1.130	140.70	1.371	0.35	0.002	0.0825	0.0688	0.1033	121.88	122.10	122.55	0.9830	0.985	9,162.26	903.37	7,938.79	1213.72	3.66	322.2	30.83
02/10/2	1.135	140.70	1.371	0.35	0.002	0.0825	0.0688	0.1033	123.03	122.95	122.90	0.9870	0.985	9,049.33	893.23	7,755.61	1187.30	3.61	322.8	30.49
02/10/8	1.160	140.65	1.375	0.35	0.002	0.0808	0.0700	0.1000	124.26	124.25	124.35	0.9790	0.979	8,708.90	860.79	7,501.49	1129.21	3.63	319.4	29.48
02/10/9	1.145	140.85	1.359	0.33	0.002	0.0808	0.713	0.1000	124.16	123.90	123.30	0.9895	0.987	8,539.34	844.29	7,286.27	1114.11	3.56	320.8	29.35
02/10/10	1.120	141.15	1.335	0.31	0.002	0.0808	0.0725	0.1000	123.53	123.48	123.60	0.9865	0.986	8,439.62	835.61	7,533.95	1163.37	3.65	317.4	28.97
02/10/11	1.095	141.36	1.318	0.31	0.002	0.0808	0.0713	0.1000	124.04	124.00	124.05	0.9870	0.986	8,529.61	848.43	7,750.29	1210.47	3.81	317.2	29.37
02/10/14							0.0725						0.987			7,877.40	1220.53		318.6	30.03
02/10/15	1.060	141.69	1.292	0.30	0.002	0.0808	0.0719	0.1000	124.49	124.35	124.65	0.9820	0.983	8,836.73	876.57	8,255.68	1282.44	3.99	313.4	29.72
02/10/16	1.050	141.65	1.295	0.30	0.002	0.0808	0.0719	0.1000	124.38	124.75	124.45	0.9815	0.983	8,884.87	881.45	8,036.03	1232.42	4.04	314.7	29.47
02/10/17	1.070	141.52	1.305	0.32	0.002	0.0808	0.0719	0.1000	124.29	124.35	125.05	0.9170	0.973	8,959.88	884.46	8,275.04	1272.29	4.20	312.2	29.62
02/10/18	1.085	141.37	1.317	0.32	0.002	0.0808	0.0725	0.1000	125.32	125.20	125.50	0.9720	0.972	9,086.13	893.95	8,322.40	1287.86	4.11	313.3	29.60
02/10/21	1.065	141.53	1.305	0.32	0.001	0.0808	0.0700	0.1000	124.89	124.95	124.95	0.9735	0.974	8,978.41	889.08	8,538.24	1309.67	4.25	311.5	28.37
02/10/22	1.085	141.10	1.339	0.33	0.002	0.0808	0.0706	0.1000	125.22	125.20	125.15	0.9775	0.977	8,689.39	862.54	8,450.16	1292.80	4.26	313.6	27.92
02/10/23	1.075	141.38	1.317	0.33	0.002	0.0808	0.0719	0.1000	124.28	124.30	124.60	0.9765	0.977	8,714.52	866.14	8,494.27	1320.23	4.22	312.6	28.11
02/10/24	1.070	141.40	1.315	0.33	0.002	0.0808	0.0719	0.1000	124.46	124.05	124.45	0.9780	0.974	8,614.30	859.45	8,317.34	1298.71	4.11	311.2	28.20
02/10/25	1.070	141.40	1.315	0.33	0.002	0.0808	0.0719	0.1000	123.87	124.00	124.30	0.9760	0.978	8,726.29	871.89	8,443.39	1331.13	4.09	313.9	27.05
02/10/28	1.040	141.60	1.299	0.32	0.001	0.0808	0.0731	0.1000	124.80	124.80	123.60	0.9845	0.983	8,757.51	872.13	8,368.04	1315.83	4.08	315.6	27.29
02/10/29	1.035	141.63	1.297	0.32	0.002	0.0808	0.0725	0.1000	123.57	123.55	123.15	0.9830	0.986	8,708.76	862.73	8,368.94	1300.54	3.93	318.1	26.86
02/10/30	1.030	141.58	1.301	0.32	0.002	0.0808	0.0719	0.1000	122.69	122.88	122.95	0.9835	0.984	8,756.59	870.23	8,427.41	1326.73	3.96	316.9	26.81
02/10/31	0.985	141.98	1.269	0.30	0.002	0.0808	0.0725	0.1000	122.48	122.45	122.55	0.9905	0.990	8,640.48	862.24	8,397.03	1329.75	3.89	318.4	27.22
02/11/1	0.975	141.12	1.258	0.30	0.002	0.0808	0.0750	0.1000	122.68	122.65	122.55	0.9965	0.998	8,685.72	866.89	8,517.64	1360.70	4.00	319.2	27.13
02/11/4							0.0738				122.20	0.9980	0.995			8,571.60	1396.54	4.04	318.7	26.95
02/11/5	0.955	142.15	1.255	0.30	0.002	0.0808	0.0738	0.0992	121.87	121.90	121.85	1.0000	1.001	8,937.56	885.34	8,678.27	1401.17	4.07	318.6	26.14
02/11/6	0.975	141.97	1.269	0.31	0.002	0.0792	0.0750	0.0983	122.45	122.15	121.80	1.0035	0.998	8,983.29	883.23	8,771.01	1418.99	4.03	317.9	25.77
02/11/7	1.005	141.93	1.273	0.31	0.002	0.0783	0.0725	0.0983	121.79	121.70	121.20	1.0095	1.008	8,920.44	880.57	8,586.24	1376.71	3.88	320.9	25.38
02/11/8	0.990	142.02	1.266	0.31	0.002	0.0783	0.0725	0.0983	120.82	120.95	119.80	1.0135	1.013	8,690.77	862.49	8,537.13	1359.28	3.85	321.7	25.78
02/11/11	0.955	142.26	1.247	0.30	0.002	0.0783	0.0719	0.0983	119.91	119.55			1.011	8,460.37	837.19	8,358.95	1319.19		321.6	25.94
02/11/12	0.955	142.21	1.250	0.30	0.002	0.0783	0.0681	0.0983	119.64	119.75	119.65	1.0125	1.011	8,464.77	839.62	8,386.00	1349.56	3.85	324.7	25.90
02/11/13	0.950	142.19	1.252	0.30	0.002	0.0783	0.0656	0.0983	119.69	119.77	120.10	1.0085	1.009	8,438.52	836.43	8,398.49	1361.34	3.84	318.9	25.19
02/11/14	1.010	141.75	1.287	0.32	0.002	0.0783	0.0725	0.0983	120.52	120.35	120.45	1.0045	1.005	8,303.39	823.89	8,542.13	1411.52	4.06	318.1	25.29
02/11/15	1.005	141.73	1.289	0.33	0.002	0.0783	0.0719	0.0983	120.67	120.65	120.45	1.0095	1.007	8,503.59	839.34	8,579.09	1411.14	4.03	320.9	25.51
02/11/18	1.020	141.62	1.297	0.33	0.002	0.0783	0.0731	0.0983	121.19	120.95	121.05	1.0090	1.009	8,346.01	823.84	8,486.57	1393.69	3.99	319.4	26.71
02/11/19	0.985	141.88	1.277	0.32	0.002	0.0783	0.0669	0.0983	120.99	120.95	122.30	1.0035	1.012	8,365.26	817.09	8,474.78	1374.51	3.98	318.8	26.42
02/11/20	1.000	141.78	1.285	0.33	0.002	0.0783	0.0719	0.0983	122.47	122.32	122.60	1.0020	1.004	8,459.62	830.82	8,623.01	1419.35	4.06	317.6	26.98
02/11/21	1.005	141.25	1.327	0.36	0.002	0.0783	0.0719	0.0983	122.07	122.40	122.60	1.0020	1.001	8,668.06	847.85	8,845.15	1467.55	4.15	317.6	26.35
02/11/22	1.025	141.66	1.294	0.33	0.002	0.0783	0.0694	0.0983	122.72	122.77	122.90	0.0970	0.999	8,772.56	859.05	8,804.84	1468.74	4.17	320.9	26.76
02/11/25	0.995	142.08	1.261	0.32	0.002	0.0783	0.0700	0.0983	122.72	122.62	122.15	0.9920	0.993	8,944.44	874.39	8,849.40	1481.90	4.17	317.9	26.11
02/11/26	0.975	142.32	1.242	0.31	0.002	0.0783	0.0706	0.0983	122.03	122.05	121.60	0.9935	0.993	8,823.99	864.00	8,676.42	1444.43	4.06	317.7	26.40
02/11/27	0.995	142.23	1.249	0.32	0.001	0.0783	0.0669	0.0983	121.84	121.70	122.30	0.9905	0.990	8,875.88	869.26	8,931.68	1487.94	4.26	317.8	26.89

(日経NEEDS FQから農中総研作成社ホームページ上の「weekly 金融市場」で更新されます)

※空欄は原則休場でデータなし

米国経済はデフレに向かっているのか？

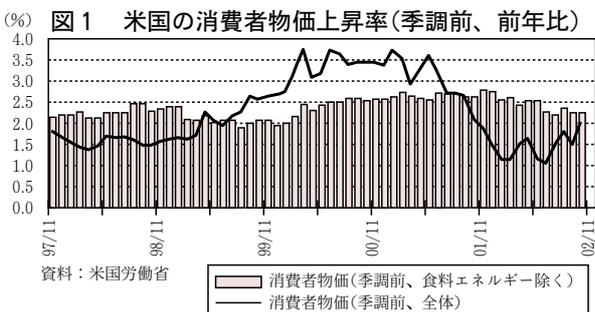
要 旨

米国でもデフレ懸念が台頭している。輸入原油価格上昇により輸入物価の下落は一段落した。しかし国内要因によるディスインフレが進行しつつある。これには、労働生産性上昇・商品やサービスの需給軟化・雇用コスト上昇率鈍化という三つの側面がある。後の二つが一層進めばデフレに陥ることになるが、その可能性は高くない。米国の需給軟化の程度が日本と比較しても軽く、また当局がデフレ回避のために最大限の措置を講じるとみられるためである。デフレを遠ざけるためには、イラク問題に関する先行き不透明感が払拭されることと、そして一刻も早く景気が回復軌道に乗ることが重要である。

物価上昇率が持続的に鈍化するディスインフレの持続を背景に、米国経済も日本のようなデフレに向かっているのではないかという懸念も台頭している。そこで、最近の物価変動に影響を及ぼす諸要因と今後の展望について整理した。

国内要因主導により進行するディスインフレ

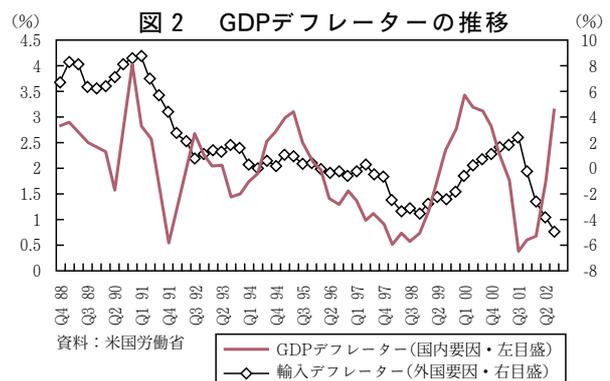
最近の消費者物価上昇率の推移は図1のとおりであり、価格変動が激しい食料とエネルギーを除いた指数の上昇率は2001年10月以降緩やかに鈍化している一方で、全体指数の上昇率が2002年7月以降やや高まっている。これは、干ばつに伴う穀物価格の上昇やイラク情勢の緊迫化による原油価格上昇を反映したものである。



物価変動は、輸入物価の変動が国内物価に影響を及ぼす外国要因と、国内の事情により変動する国内要因に分けられる。前者はGDP統計の中の輸入デフレーター、後者はGDPデフレーターから読み取ることができる。

図2によれば、2001年7-9月期を境に、それま

で下落していた輸入デフレーターが上昇に転じた。これは輸入額中約8%を占める原油価格が上昇したためである。これにより、輸入物価下落は一段落した。一方で逆に、同時期を境にGDPデフレーター上昇率が急速に鈍化した。前回の景気後退から回復初期にかけての91~92年にもGDPデフレーター上昇率鈍化がみられたが、今回の場合、前回と比較してその動きが低い水準で起きており、上昇率が前年比0パーセントにかなり近づいていることが特徴的である。このように、最近のディスインフレは国内要因主導により進行している。



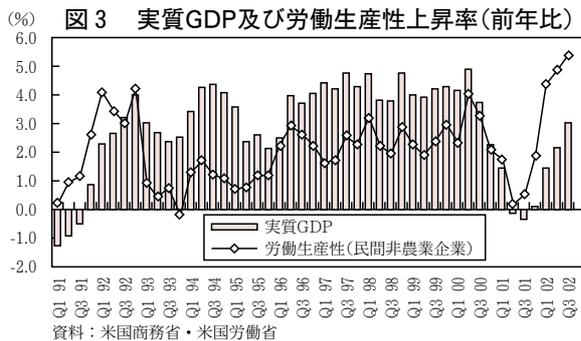
なお、資本財や消費財等の輸入物価は引き続き下落しており、中国等からの安価な輸入品が米国の消費財の市場価格に引き下げ圧力をかけているという状況は依然として続いている。しかし最近では、輸入原油価格の上昇がこれらの価格引き下げ圧力を相殺している。

ディスインフレの三つの側面

最近の国内要因によるディスインフレには、労働生産性の上昇、商品やサービスの需給軟化、雇用コスト上昇率鈍化という三つの側面がある。

労働生産性は、「生産高/労働投入量」と定義され、賃金水準を不変と仮定すれば、労働生産性の上昇は物価下落要因となる。一単位の生産に投入される労働量が減少するからである。

最近の米国経済においては、この労働生産性の急速な上昇がみられる(図3)。一般に景気が底から回復に向かう局面では、労働生産性が上昇するケースが多く、このことは91年の場合にも当てはまる。景気底入れ後暫くの間、企業は生産を増加させるにあたり雇用増加には慎重な対応をとるためである。但し、昨年来の労働生産性上昇は91年と比較してはるかに急速であり、その背景には景気循環上の特性を超えた事情がある。



まず、積極的な情報化投資により情報機器設備が労働力に代替したことがあげられる。多くの企業はITの活用により情報伝達のスピードアップを図り、組織をフラット化させることで、中間管理職削減による労働生産性向上を実現した。また11月13日のFRBグリーンズパン議長証言によれば、最近の労働生産性上昇の背景として、以下の点が指摘されていた。まず90年代の長期景気拡大局面において、企業は将来ありうるだろうという意味での感覚的な利益見通しに基づき業務を多方面に拡大した。またその当時は、コスト削減により利益を向上させようという意識が希薄であった。しかし現在多くの企業は、90年代に蓄積された様々な「無駄な業務」を削減し、そこに投入されていた労働力を節約した。

こうした労働生産性上昇が導くディスインフレは、最終的には企業または労働者の実質所得上昇に結びつくものであり、経済にプラスの影響を及ぼす。従って、その意味でのディスインフレを否定的に捉えるべきではない。

次に二つ目の商品・サービスの需給軟化という側面に移る。これについては、経済活動のグローバル化に伴う外国企業との競争激化という意味での海外要因が引き金になっている面もあるが、国内での幅広い業界が需給軟化とそれに伴う価格支配力喪失に直面している。企業の購買担当は仕入先業者に対する交渉力を強め、少しでも安い価格を呈示する先を求めて仕入先を機動的に変更するようになった。インターネットの利用により商品・サービス購入に関する情報収集の選択肢が拡大したことも、この傾向を加速させている。

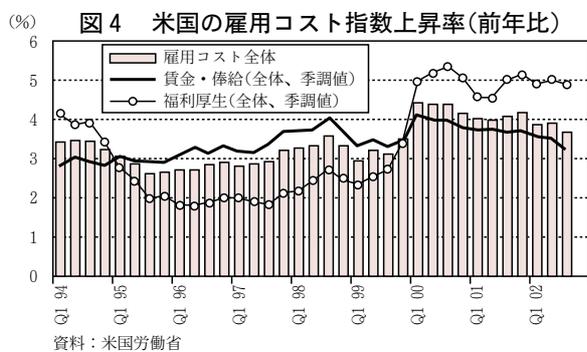
製品の需給軟化を端的に表しているのは、鋳工業の設備稼働率の低迷である。このことは、需要の弱さにより生産をあまり増加させられず、設備の多くの部分が遊休して製品供給力を十分発揮できない状態を示している。2002年10月時点の稼働率は75.2%であるが、この水準は前回景気ボトムであった91年の79%と比較しても低い。こうした需給の軟化は、昨年の景気後退及びその後の回復力の弱さと密接に関連している。

但し米国では昨年の景気減速の過程で企業の整理・淘汰が進展し、設備投資も大幅に調整されたことから、過剰供給能力がさほど大きいわけではなく、需要の増加が続けば需給は改善しやすい。その意味で米国の需給軟化は日本と比較して程度が軽い。

次に三つ目の側面である雇用コスト上昇率の鈍化は、ここ2年ほどの間にごく緩やかながら着実に進行している。前述のとおり商品・サービスの需給軟化により販売価格が低迷すれば、企業の事情によっては賃金の調整に踏み込まざるをえない場合もある。

雇用コストは賃金と福利厚生に分けられ、賃金上昇率は下り坂を描いているが、福利厚生費上昇率は殆ど鈍化していない(図4)。福利厚生費の下方硬直性は、主として医療保険コストが高い上昇率を維持しているためである(年5%弱)。しかし、雇用コストには緩やかながら着

実に引下げ圧力がかかっている。いくつかの企業で毎年の定期昇給が廃止され、昇給は基本的に個人の業務実績に基づくようになった。また労働組合の組合加盟率の低下により労働組合の力も弱まっており、労働者が経営者から提示された条件をそのまま受け入れるというケースもみられる。また下方硬直性が強かった福利厚生費にも変化の兆しがみられる。通常、米国大手企業は社員に対する医療保健コストの75～80%を負担しているが、最近これを年1～2%ずつ引き下げる企業も現れている。



物価を巡る今後の展望

仮に「商品・サービスの需給軟化 物価上昇率鈍化 雇用コスト上昇率鈍化 家計需要の減少」という展開が続くと、デフレに近づくことになる。しかし今のところ、前述のとおり需給軟化の程度がそれほど大きいわけではなく、また賃金が前年比3%以上上昇しており、その鈍化テンポも緩やかであるため、直ちにデフレ状態になることはないだろう。但し留意が必要なのは、住宅ローンを中心に家計が多額の債務を積み上げていることである。2002年6月末の家計の年間可処分所得に対する総債務残高の割合は1.03倍で、この水準は統計上さかのぼれる範囲では過去最高である。賃金上昇率が鈍化すると、所得が伸び悩むうえに、債務目減りの度合いが小さくなるため、家計支出の伸びが抑制される。

米国政策当局は、デフレを回避するため今後最大限の措置を講じるであろう。FRBは11月6日のFOMC（連邦公開市場委員会）で、FFレートの誘導目標を1.75%から1.25%へと50ベースポイント引き下げた。この利下げ幅は大方の予想を上回る大幅なものであった。さらにFRBのバーナンキ理事は11月21日に、「米国の政策金利がゼロになり、デフレが懸念される場合には、金利にこだわらずあらゆる手段を使って総需要を刺激する」旨の考えを示した。具体的には、個人的見解と断ったうえで、長期金利の上限を明示し、国債の市場金利が上限を上回る場合FRBが市場から国債を購入して流動性を供給することで、金利上昇抑制とデフレを相殺するインフレ圧力の二つの効果を狙うということである。同理事の発言は、FRBがデフレの可能性に危機感を抱いていること、そしてそれに対して全力で防止していく必要があることを示した、これまでにない踏み込んだ内容を含んでおり、大変注目される。

足下での原油価格は、イラク情勢の先行き不透明感により方向感が定まらない動きを続けている。今後仮に戦争の長期化などこれまであまり想定していない展開がみられれば、原油価格が一段と高騰する可能性もある。輸入原油価格上昇は米国から産油国への所得移転、具体的にはエネルギーにより多くの支出を余儀なくされるという意味での家計や企業の購買力低下をもたらすため、米国内では一段とデフレ圧力が強まることになる。

デフレ回避のポイントは、企業収益が増加して雇用コスト削減に歯止めがかかることであろう。そのためには、労働生産性上昇によるコスト削減が一定の成果をあげて企業収益増加に寄与することが大切である。さらにより重要な点は、イラク問題の解決の道筋がみえ、経済に関する今後の不透明感が払拭されること、そして景気が一刻も早く回復軌道に乗ることである。

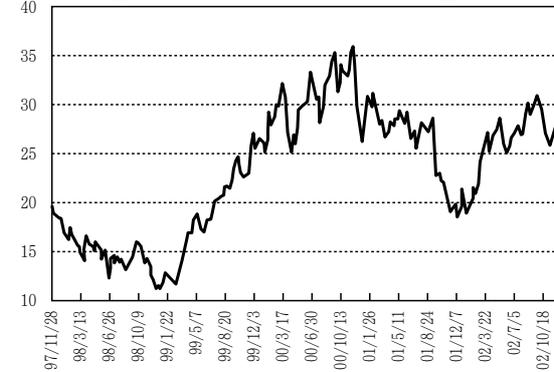
（永井 敏彦）

戦争プレミアムと需給の間で揺れる原油相場

戦争プレミアムと需給を材料に価格上昇

原油価格は、今年に入り中東不安の高まりやイラク攻撃の懸念等、いわゆる戦争プレミアムを織り込む形で騰勢が続き、8月後半から10月前半までWTI（期近物）価格は30ドル/バレル近辺で高止まっていた（図1）。

（ドル/バレル） 図1 原油価格(WTI)の推移(週次)



資料 Datastreamより作成

原油価格の高値状態は、戦争プレミアムに加えて需給面からも下支えされてきた。今年需要そのものはさほど強くなくとも、供給サイドの制約により原油市場は基本的に引き締まっているとの認識がマーケットには浸透していた。

OPEC産油国は2001年1月以来、4度の協調減産を実施し生産枠を500万バレル（日量）削減し2,170万バレルと91年以来の低水準に維持されている。今年9月大阪でのOPEC総会においても、増産論を抑え現行枠を年内まで延長、引き続き22～28ドルを目標価格帯（中東7種平均バスケット価格）とし市場を監視していく方針が確認された。

需給の基本的タイトさをサポートしてきたのが、OECD加盟国の原油在庫の推移、特に米国の指標である（図2）。米国の在庫水準は、春先までは過去平均レンジの上限近くにあったが、以後それをピークに急激に低下、特に9月には過去20年間で最低水準まで落ち込んでいた。

生産枠超過を市場が注視

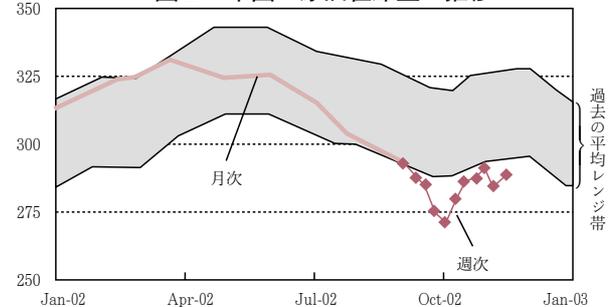
しかし、10月後半にイラク情勢の緊張緩和を契機に市況は軟化、11/13にイラクが査察を求める国連決議受入れを表明したことで更に弱含んだ。WTI価格はファンド筋の手じまいに主導され25ドル程度まで下落、OPECのバスケット価格でも22ドル台まで下げ、目標価格帯の下限に近づいた。

ここにきての原油価格の下落は、戦争プレミアムの後退だけでなく、OPECの生産枠が順守されておらず大規模な超過増産があるとの見方がマーケットに広がり、タイトな需給という構図が揺らいだためだ。

国際エネルギー機関（IEA）の11月「石油市場月報」では、OPECの10月生産量は生産枠を約250万バレル上回っていると推定している。マーケットの見方としては、2,170万バレルの生産枠に対し約300万バレル程度の超過増産分があるとみている。

OPECの各国生産枠は紳士協定をベースにしているだけに、各国それぞれの利害に走りがちで、特に高価格時には枠を超えた増産意欲が高まる。既に非OPEC産油国、なかでもロシアの増産が目立っており、OPECの超過生産はその対抗の意味合いも強い。

（百万バレル） 図2 米国の原油在庫量の推移



資料 米国エネルギー省

足下米国の在庫水準が、依然過去レンジを下回っているにもかかわらず、原油価格が下落したのは超過生産問題が解消し難いと市場が読んでいるためでもある。

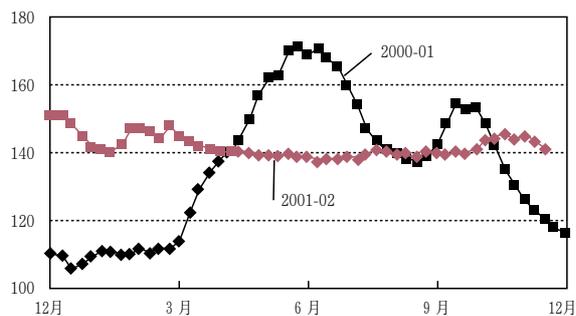
在庫減少のメカニズム

例年と異なる今年の米国の原油在庫パターンも、需給の直接的な引締まりを示しているというよりは、精製業者の行動を反映している面が強いといえる。

一般的に石油マーケットの価格形成は、急激に現物価格が上昇する局面では「現物高、先物安」に傾き易い。実際、今夏場以降の価格上昇期においても、期先ほど価格が低い右下がりの価格カーブにあった。先安感が強い状態では、当然精製業者は原油在庫を出来るだけ削減しようとするインセンティブが働くことになる。

また、米国では原油在庫と異なり製品在庫水準は十分あり、かつ需要も強くなかったことから製品価格は安定していた。例えば、ガソリン小売価格は、通常は上昇する夏場のドライブシーズンにおいても非常に落ち着いていた(図3)。

(セント/ガロン) 図3 米国のレギュラーガソリン価格の推移



資料 米国エネルギー省

こうした状態で高値の原油を手当てすれば、精製業者は精製マージンがごく薄くなるため、在庫積み増しを控えた。更には、9月末から10月初めのメキシコ湾岸での悪天候による輸送障害も、在庫手当ての遅れにつながった。

以上のような要因は、ここにきての原油価格低下とともに相当解消されてきており、米国の原油在庫も10月半ば以降持ち直しがみられる。

今後の見通し

当面の原油相場については、市場は超過生産問題よりは、イラクでの査察作業の本格化を注視する形で、やや強含みで推移すると予想される。ただし、依然有力なシナリオである「米国のイラク攻撃は早晚実施されるが短期間で終結する」と仮定すれば、一時的にイラクの原油輸出が全量途絶しても(約240万バレル)、他のOPEC等による増産や米国の戦略原油備蓄(SPR)の取崩しがあれば、原油価格の高騰は短期的に収束するとみられる。

需給ファンダメンタル的には、既に供給過剰状態にあり、現行価格には5~6ドルの戦争プレミアムが含まれているとされる。IEAの直近の見通しでは、2003年の世界石油需要量も今年比+100万バレル増の7,770万バレルに止まる。来年は北半球の気温が例年より低いと予測されるものの、景気回復が遅れるため需要全体の伸びは小さいとの予想である。

したがって、当面イラク情勢の推移にマーケットは引きずられ神経質な動きとなるものの、イラク情勢が短期に落ち着けば、再び需給要因がクローズアップされ、生産超過問題等に実効ある対応がない場合、原油相場は大きく軟化する可能性があるだろう。(室屋有宏)

2003年度経済見通し(2002年11月)

総論

デフレ的政策メニューの圧迫強し、マイナス成長へ

～ 2002年度下半期にピークアウト。

2003年度はデフレ的政策メニューの負の影響に加え循環的下降リスクあり～

2002年度下半期見通し = 加速せず成長止って、景気ピークアウト

2002年度上半期のGDPは、前年同期比でも+0.4%のプラス成長に転じた。しかし、その成長内容は民間最終消費がプラス成長を継続しているとはいっても、外需増加と民間在庫の復元の寄与が大きく、この2者で前半期比)+1.5%増の成長率の3分の2を占めており、回復感は乏しい。

内外ともに先行き懸念が大きいことから、本来ならば循環的な景気回復局面の牽引役となる民間設備投資の増額修正は小さいまま推移し、2002年度下半期も上半期に比べてわずかのプラス(+1.5%増)にとどまる。一方、輸出が減少する半面で輸入は小幅ながら増加すると予想される結果、外需はマイナス寄与に転じる。

また、補正予算で公共事業等需要創出策が講じられると想定するが、2002年度当初予算の大幅圧縮の影響等から、公的固定資本形成(公共投資)は落ち込みが継続する。

民間最終消費は数字上、2002年度下半期も+0.4%増のプラス成長を予想しているが、消費実態は悪い。基本給等所定内賃金は下げ止まってきたが、冬季賞与等特別給与は前年比マイナスが続く。これらの賃金減少に就業者減少が加わり、雇用報酬の減少が消費の大きな圧迫要因となろうが、消費性向の高止まりが下支え役を果たし、底割れは無いと予想する。

2003年度見通し = 通年では 0.2%のマイナス成長を予想

上半期：デフレ的政策メニューが消費圧迫し、停滞感強い

予定されている一連の社会保険の負担増や公共事業の縮減継続などデフレ的政策メニューが方針どおりに実施されれば、不良債権処理の加速に伴う企業整理の影響も加わり、家計等の民間最終消費のマイナス転化は避けられまい。2002年度下半期比： 0.3%減を予想している。

また、民間設備投資が企業マインドの悪化と財務改善優先のスタンスから、短期間に早くも減少に転じ、2002年度下半期比： 0.4%減となると予想。

これらの結果、民間需要は2002年度下半期比： 0.4%減となるものの、外需好転と02年度補正予算での公共事業追加等の寄与から、GDP全体はかろうじて+0.2%増となると予想。しかし、景気停滞の圧迫感は強く意識されるだろう。

下半期：不良債権処理加速に循環的下降リスクの恐れ

2003年度下半期にIT関連需要の回復や政府の景気テコ入れが無いと、不良債権処理加速が景気を下押しするとともに循環的な景気下降のリスクが顕在化する。

民間設備投資の減少が継続し、減少率も拡大(前半期比： 1.9%)するとともに、民間在庫投資が減少に転じると予想する。また、国の03年度当初予算で公共投資関係費が現状方針どおり 3%減の減額予算となり、2003年度中の補正予算を想定しないとすれば、公的固定資本形成の減少率は、上半期比： 6.4%減と予想する。これらの結果、前半期比： 0.7%減(前年同期比： 0.4%減)のマイナス成長を予想。

デフレ = 2003年度も消費者物価のゼロ%超過は予想せず

国際商品市況の反発などから現地通貨建て輸入物価は反転、景気好転も加わって財(モノ)価格は下げ止まっている。しかし、景気の再悪化が予想されるもとで、構造的需給ギャップ(当社推定：GDPの約 5%)や規制緩和での競争圧力、技術革新の成果が重なって、デフレ環境は残り、2003年度中も消費者物価が安定的にゼロ%を上回る局面までには至らないと見ている。また、原油を含む国際商品市況の上昇も、消費者物価の最終段階まで届きにくい状況が続こう。したがって、ゼロ金利政策の変更は無いと予想している。

表 2002・2003年度 国内経済見通し
(前期比)

	単 位	2001年度	2002年度			2003年度		
			通 期	上半期	下半期	通 期	上半期	下半期
実質GDP	%	▲1.4	0.9	1.5	▲0.1	▲0.2	0.2	▲0.7
国内民間需委	%	▲1.2	▲0.5	1.2	0.7	▲0.4	▲0.4	▲0.6
民間最終消費支出	%	1.5	1.5	1.2	0.4	▲0.2	▲0.3	▲0.1
民間住宅	%	▲8.2	▲3.0	▲2.0	▲1.9	▲1.8	▲0.7	▲0.5
民間企業設備	%	▲4.8	▲3.5	▲1.0	1.5	▲0.6	▲0.4	▲1.9
国内公的需要		▲0.2	▲0.1	0.3	▲1.7	0.0	1.6	▲1.2
政府最終消費支出	%	2.2	1.9	1.3	0.1	1.8	1.5	0.5
公的固定資本形成	%	▲5.3	▲5.9	▲2.6	▲6.9	▲5.1	1.7	▲6.4
財貨サービスの純輸出	10億円	10476.4	13279.9	13796.4	12763.5	13895.4	13707.9	14083.0
輸 出	%	▲7.9	7.6	8.6	▲1.0	2.3	1.2	3.2
輸 入	%	▲4.8	2.8	4.3	0.9	1.7	▲0.4	3.4

(前年同期比)

	単 位	2001年度	2002年度			2003年度		
			通 期	上半期	下半期	通 期	上半期	下半期
実質GDP	%	▲1.4	0.9	0.4	1.4	▲0.2	0.1	▲0.4
国内民間需委	%	▲1.2	0.5	▲0.8	1.9	▲0.4	0.2	▲1.0
民間最終消費支出	%	1.5	1.5	1.5	1.6	▲0.2	0.1	▲0.4
民間住宅	%	▲8.2	▲3.0	▲2.3	▲3.8	▲1.8	▲2.5	▲1.1
民間企業設備	%	▲4.8	▲3.5	▲7.2	0.5	▲0.6	1.1	▲2.3
国内公的需要		▲0.2	▲0.1	1.2	▲1.4	0.0	▲0.2	0.3
政府最終消費支出	%	2.2	1.9	2.5	1.4	1.8	1.6	2.0
公的固定資本形成	%	▲5.3	▲5.9	▲2.6	▲9.3	▲5.1	▲5.3	▲4.8
財貨サービスの純輸出	10億円	10476.4	13279.9	13796.4	12763.5	13895.4	13707.9	14083.0
輸 出	%	▲7.9	7.6	7.6	7.5	2.3	0.2	4.5
輸 入	%	▲4.8	2.8	0.4	5.2	1.7	0.4	2.9

国内卸売物価 (前年比)	%	▲1.1	▲0.7	▲1.1	▲0.3	▲0.3	▲0.2	▲0.3
総合消費者物価 (")	%	▲0.8	▲0.8	▲0.9	▲0.7	▲0.4	▲0.4	▲0.4
経常収支	兆円	11.9	14.0	7.2	6.8	14.1	6.9	7.2
貿易収支	兆円	9.1	11.3	6.0	5.3	12.1	5.9	6.2
為替レート	ドル/円	125.1	123.4	123.1	123.8	126.3	125.0	127.5
通関輸入原油価格	ドル/バレル	23.7	26.4	25.8	27.0	25.0	25.0	25.0

(注) 消費者物価は生鮮食品を除く全国。2001年度と02年度上半期は実績。予測値は当総研による。

1. 財政金融政策の前提

財 政

年明け通常国会に提出される2002年度補正予算編成において、公共事業の追加等需要創出策の可否・規模等は当見通しでは地方等を含め真水2兆円規模（02年度内の執行は、その1割強）を想定。

また、2003年度の公共投資関係費は02年度対比 3%減の削減を前提とする。税制改革によって法人税等の先行減税によって投資促進効果が期待される一方、配偶者特別控除や特定扶養控除の廃止等の増税策が打ち出されており、社会保険制度改革での負担増と併せ、家計への圧迫が懸念される。

政府消費支出については、2002年度に続き03年度も人事院勧告で給与単価・期末手当等の削減が実施されるとともに、医療費抑制（自己負担引き上げによる受診減少等）、一般経費削減の政府方針および公共投資減少に伴う公的資本減耗の低迷に基づき、2002年度に続き2003年度も伸びの低下を見込む。

金融政策

ゼロ金利政策は2003年度を通じて継続。また、国債買い切りオペの増額（現状 月額1.2兆円）等の緩和追加はありえようが、外債やETF（指数連動型株式投信）の日銀購入などの非伝統的金融手段への取り組みは想定しない。

不良債権処理

11月に作成された「金融再生プログラム」の作業工程表の具体化に伴って、資産査定厳格化と税効果等自己資本の両面から、銀行経営の実態が問題視される可能性がある。その結果、経営悪化が明らかとなった銀行の処理（公的資金の再注入等）の可能性もある。

2. 米国経済見通しとIT関連需要の基本的考え方

米国経済

対イラク武力行使の戦闘はおこなわれるとしても局地戦にとどまり、戦時的緊迫感も限定的と想定。したがって、消費者心理への悪影響は短期に終了。

個人消費や住宅投資を中心に低金利効果は鈍化し、2003年の両者の成長率は低下しようが、減税拡大等が一定程度、消費を下支えすると考える。

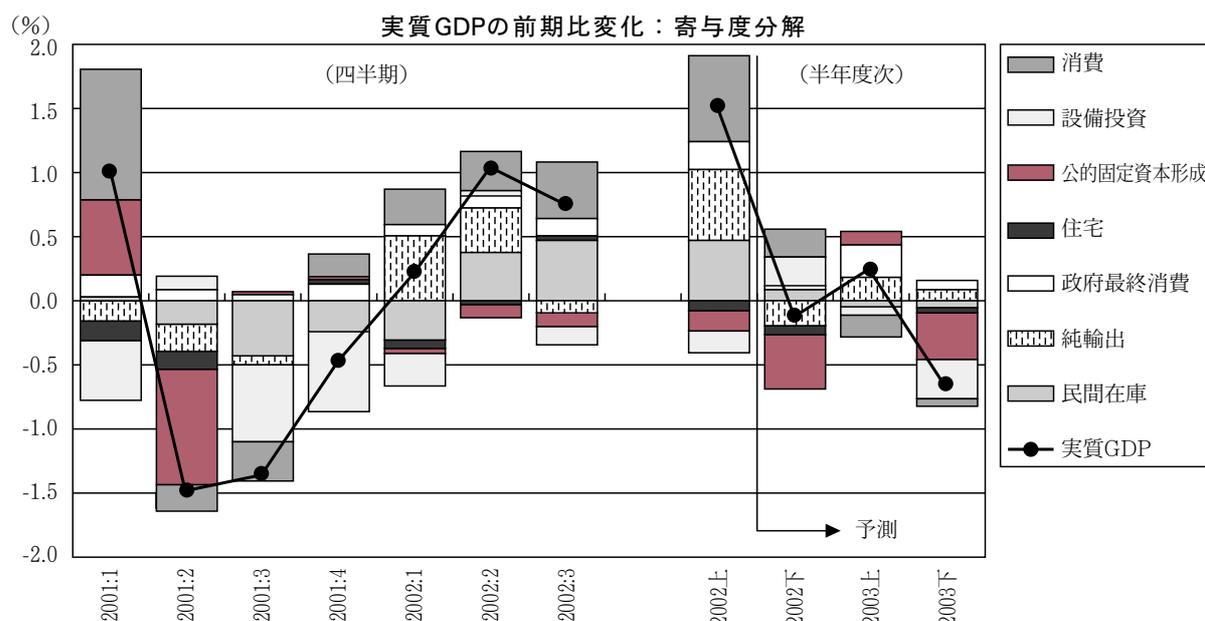
慎重な企業行動は継続するが、企業設備投資は底打ちから緩やかな回復軌道に乗る。これらから米国経済は2003年中、2%台後半の成長を継続し、通年では前年比：+2.0%の巡航速度の成長を予想する。

IT関連需要

PC生産は、世界全体で2002年の前年比微増の横ばい水準から、2003年も一ケタ台後半の出荷台数増にとどまると予想され、低迷を脱しきれない。

携帯電話は2002年第2四半期の前年比プラス転化から緩やかな回復をたどり、2003年もカラー液晶端末やモバイル・データ技術採用の新機種投入によって着実な生産増加を見せる、と専門調査機関は予想している。これによって、わが国企業への部材等製品需要が増加すると見込まれる。

米国のIT関連投資について資本支出は微増となる見込みが報告されているが、サービス関連支出は削減が予定されており、決して楽観できない。IT関連投資の本格回復は2004年に持ち越される公算が大きい。



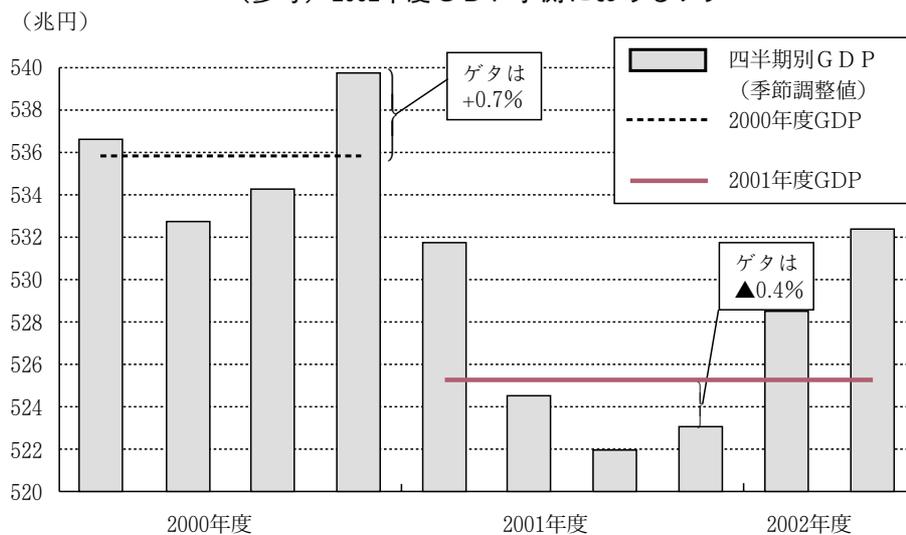
2002・2003年度 国内経済見通し総括表

	単 位	01年度 実 績	通 期	2002年度		通 期	2003年度	
				上半期	下半期		上半期	下半期
名目GDP	%	▲2.5	▲0.1	▲0.8	0.7	▲0.8	▲0.5	▲1.0
実質GDP	%	▲1.4	0.9	1.5	▲0.1	▲0.2	0.2	▲0.7
国内民間需要	%	▲1.2	0.5	1.2	0.7	▲0.4	▲0.4	▲0.6
民間最終消費支出	%	1.5	1.5	1.2	0.4	▲0.2	▲0.3	▲0.1
民間住宅	%	▲8.2	▲3.0	▲2.0	▲1.9	▲1.8	▲0.7	▲0.5
民間企業設備	%	▲4.8	▲3.5	▲1.0	1.5	▲0.6	▲0.4	▲1.9
民間在庫増加	10億円	▲2194.6	▲4393.6	▲4150.0	▲4150.0	▲4575.0	▲4400.0	▲4750.0
国内公的需要	%	▲0.2	▲0.1	0.3	▲1.7	0.0	1.6	▲1.2
政府最終消費支出	%	2.2	1.9	1.3	▲1.4	1.8	▲0.2	0.3
公的固定資本形成	%	▲5.3	▲5.9	▲2.6	▲6.9	▲5.1	1.7	▲6.4
財貨サービスの純輸出	10億円	10476.4	13279.9	13796.4	12763.5	13895.4	13707.9	14083.0
輸出	%	▲7.9	7.6	8.6	▲1.0	2.3	1.2	3.2
輸入	%	▲4.8	2.8	4.3	0.9	1.7	▲0.4	3.4
内需寄与度 (前期比)	%	▲1.3	0.4	1.0	0.1	▲0.3	0.1	▲0.7
民間需要 (")	%	▲1.2	0.4	0.9	0.5	▲0.3	▲0.3	▲0.4
公的需要 (")	%	▲0.1	▲0.0	0.1	▲0.4	0.0	0.4	▲0.3
外需寄与度	%	▲0.5	0.6	0.5	▲0.2	0.1	0.2	0.1
デフレーター (前年比)	%	▲1.1	▲1.0	▲1.3	▲0.7	▲0.6	▲0.6	▲0.6
国内却売物価 (")	%	▲1.1	▲0.7	▲1.1	▲0.3	▲0.3	▲0.2	▲0.3
総合消費者物価 (")	%	▲0.8	▲0.8	▲0.9	▲0.7	▲0.4	▲0.4	▲0.4
経常収支	兆円	11.9	14.0	7.2	6.8	14.1	6.9	7.2
貿易収支	兆円	9.1	11.3	6.0	5.3	12.1	5.9	6.2

(注) 1. 単位%のものは前年(期)比、斜数字は前年同期比。実績値は内閣府「四半期別GDP速報」。
消費者物価は全国の生鮮食品を除く総合。予測値は当総研による。前提は以下の通り。

	単 位	01年度 実 績	通 期	2002年度		通 期	2003年度	
				上半期	下半期		上半期	下半期
為替レート	ドル/円	125.1	123.4	123.1	123.8	126.3	125.0	127.5
通関輸入原油価格	ドル/バレル	23.7	26.4	25.8	27.0	25.0	25.0	25.0

(参考) 2002年度GDP予測におけるゲタ



(内閣府：国民経済計算から農中総研作成)

(注) 2002年度のGDP成長率のゲタは▲0.4%。2002年4～6月期が前期比：+1.0%、7～9月期が前期比：+0.7%のプラス成長となったことから、ここから残り2四半期が平均横ばいで+1.0%の成長となる。

金利・株価

低下余地探る債券利回りと下値不安引きずる株価 ～ デフレ残りゼロ金利政策継続 ～

デフレ的環境は2003年度中も残り、消費者物価前年比が安定的にゼロ%を上回るには至らないと見ており、ゼロ金利政策が継続されると想定。

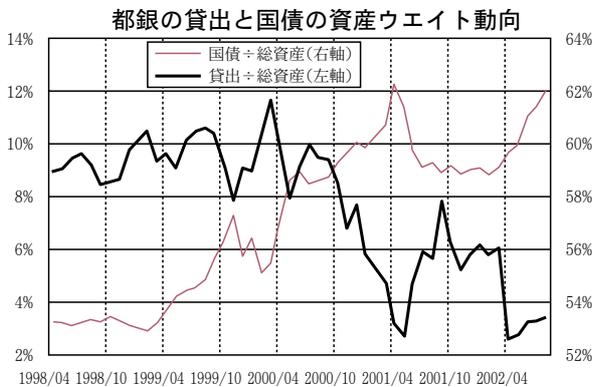
このような環境のもとで、貸出減少等運用難からの消去法的投資や日銀の国債買い切りオペによる市場からの吸収が、国債の需給面の安定要因となっている。国債相場は当面、堅調推移し、10年国債利回りは低下余地を探る展開を見せよう。しかし、デフレ対策の結果、副次的に財政赤字の増大、マネタイゼーション（日銀券増発・国債買い切りオペによる財政赤字調達）の長期的な通貨信認上の問題などが投資家の上値買いを慎重化させ、長期金利の低下は継続しない、と考えている。

利益回復や景気対策を見て株式には見直し買いが入ると見ているが、持ち合い解消の受け皿づくりとなる株式市場活性化策は内容的に不透明であり、本格的な需給の好転は期待薄。反発幅は限定的だろう。また、2003年度の景気下降リスクをにらんだ業績ピークアウト観測が投資スタンスを慎重化させる。2003年年央からの株価には再下落リスクを注意したい。

金利・為替・株価の予想水準（単位：円、%、円/ドル）

年度/月	2002年度			2003年度		
	10月(実績)	12月(予想)	3月(予想)	6月(予想)	9月(予想)	12月(予想)
無担コール 翌日物	0.002	0.001~0.01	0.001~0.01	0.001~0.01	0.001~0.01	0.001~0.01
TIBOR ユーロ円(3ヶ月)	0.0808	0.08	0.10±0.02	0.10±0.02	0.10±0.02	0.10±0.02
CD(新発3ヶ月:仲値)	0.077	-	-	-	-	-
短期プライムレート	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375
新発10年国債利回	0.985	0.95	1.15	1.15	1.10	1.00
為替(円ドル)相場	122.480	125.0	120.0	125.0	125.0	127.5
日経平均株価	8,640.480	9,000	9,250	10,000	9,500	9,000

(月末値。実績は日経新聞社調べ)



所得・雇用環境

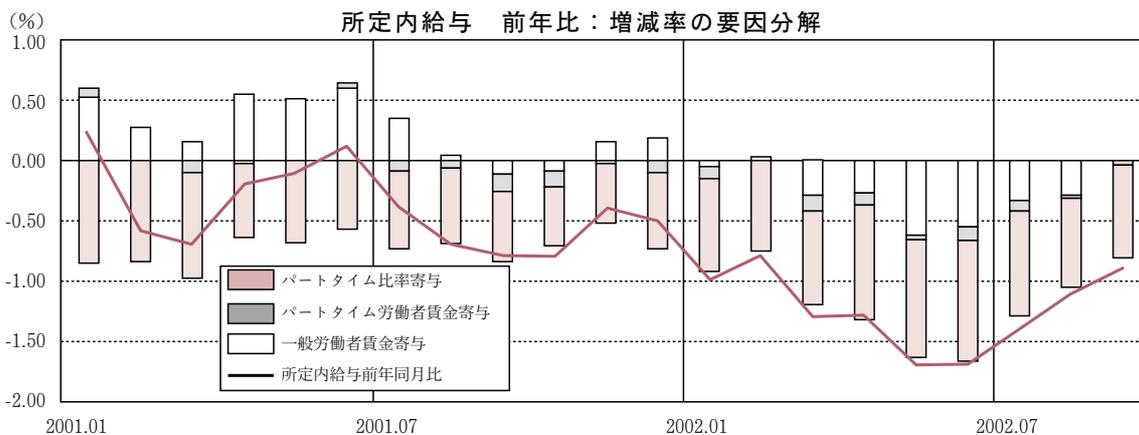
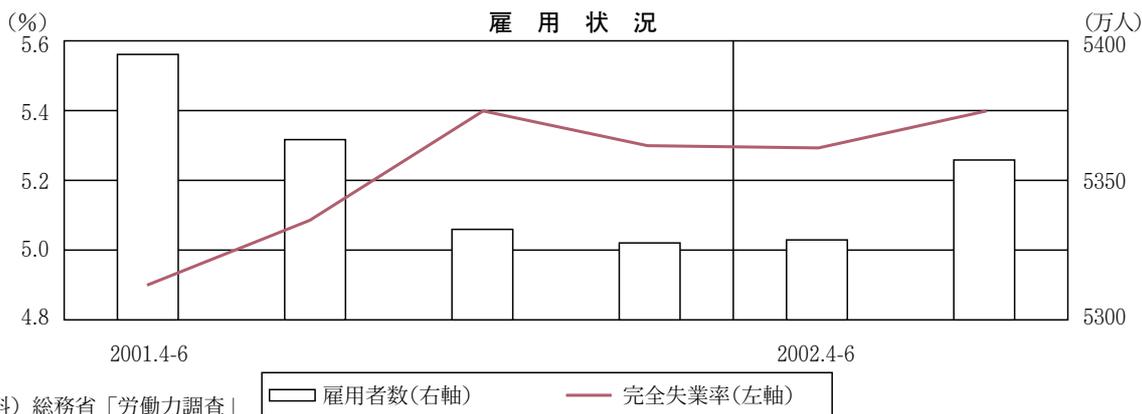
再び悪化する雇用環境

～ 雇用吸収の決定打なし ～

2002年9月現在、雇用者数は対前年で 2万人減と下げ止まりが見られてきた。雇用の先行指標である新規求人件数(7～9月期)は前期比+1.7%増と2四半期連続で前四半期比プラスだった。しかし、4～6月期(同+6.1%増)と比べて、増勢は鈍化している。また、10月の完全失業率は5.5%と高水準である。今後、景気のピークアウト感が高まる中で雇用吸収力が弱まるとともに、不良債権処理の加速化に伴い、失業者数が増加するのは避けられないであろう。

企業の正社員数を抑制しながら、時給の低いパートタイム労働者を活用することで人件費を削減するスタンスには変化がない。パートの有効求人倍率(7～9月期)が1.36に対し、正社員は0.55と厳しい。心ならずもパートを選ぶ労働者も見られる。今後も、求職者にとっては、低賃金や社会保険に加入できないなどの厳しい雇用形態が提示されると思われる。

賃金に関しては、基本給を中心とする所定内給与が6月から下げ止まっている。しかし、冬季賞与は、削減または支給なしという観測が高まっており、日本経団連調査(10月30日現在夏冬の企業等133社対象)で前年比 2.4%減という回答であった。所定内給与が下げ止まっても所得の減少は続く見込みである。2003年度は、リストラに加え、企業収益の悪化の可能性があり、その場合、賃下げ圧力がかけやすくなる。



要因分解は以下の式による。

$$\Delta H_a / H_a = \Delta H_n / H_a \{ (1-r) + (1-r-\Delta r) / 2 \} + \Delta H_p / H_a \{ (r) + (r+\Delta r) / 2 \} + \Delta r / H_a \{ (H_p + (H_p + \Delta H_p) - H_n - (H_n + \Delta H_n)) / 2 \}$$

(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計調査」より農中総研作成
 (注1) H：所定内給与(添え字aは労働者全体、nは一般労働者、pはパートタイム労働者を表す)
 r：パートタイム労働者の構成比
 (注2) パートタイム労働者構成比が上昇した場合、給与水準が一般労働者より低いことから全体として所定内給与を引き下げる
 (注3) 2002年から標本事業所の抽出替えが行われており、データの連続性が保たれていない可能性がある

民間個人消費

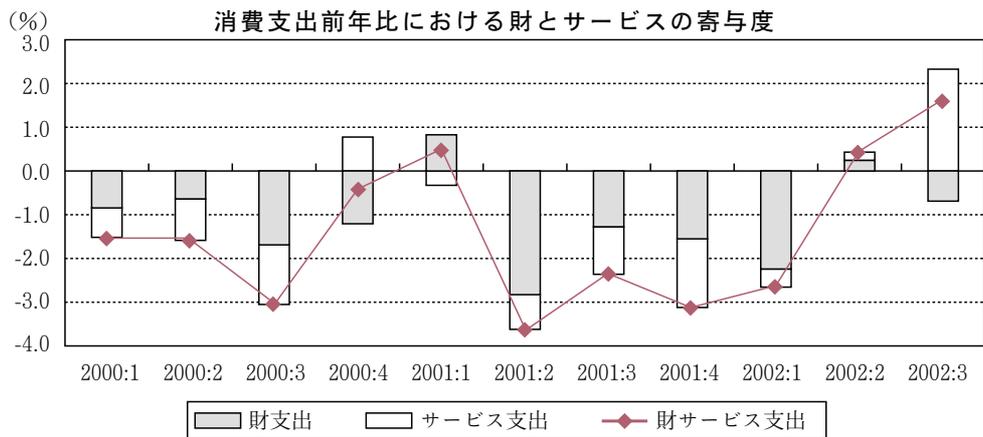
2003年度は6年ぶりの減少に

～ 社会保障費など家計の負担増加と雇用情勢悪化で～

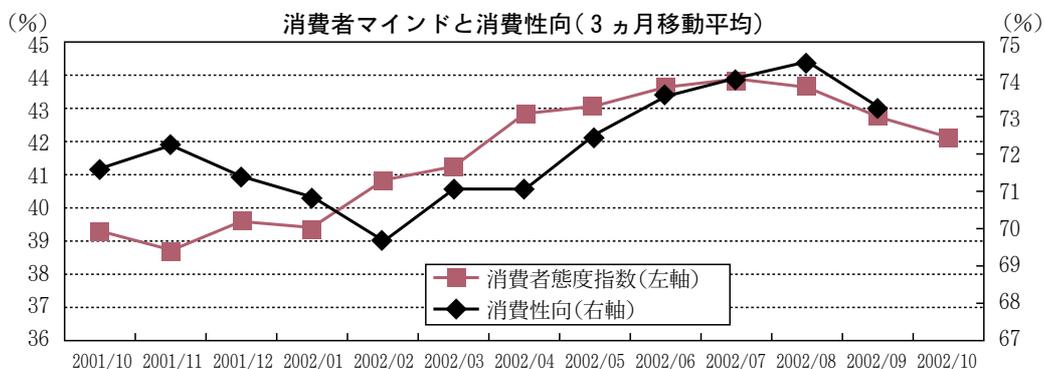
2002年度7～9月期の民間個人消費は、4期連続の実質増加となる前期比+0.8%増で、6期ぶりの高い伸び率となった。8月に猛暑が続いたことに加え、9月に3連休が2回あったことなどで消費支出が増加した。7～9月期の家計調査全世帯の消費支出前年比内訳をみると、財支出は減少しているが、通信費、宿泊費、交際費などのサービス支出の増加が個人消費を押し上げている。

7～9月期の実質賃金は前年比 2.6%減と賃金の低下は続いており、失業率も10月で5.5%と雇用情勢は決してよくない。このような状況で、消費者信頼感指数などに示されるように消費者マインドが改善し、それにともなって消費性向が高水準となっていることが消費堅調の背景にある。ただし、足元先行き経済の不透明感の高まりで消費者信頼感指数や消費性向はやや伸び悩む傾向を見せており、冬のボーナスも6年連続で前年を割り込む可能性が高く、02年度下半期の個人消費は前期比の伸び率を縮小させるとみる。

2003年度は家計に対する社会保障負担増加等が見込まれ、さらに不良債権処理に伴う破綻企業の増加で、雇用情勢の悪化や賃金・ボーナスの回復の遅れが予想される。このため、上、下半期ともに前期比でマイナスとなり、03年度通期では 0.2%減と1997年度以来の減少になるとみる。



総務省「家計調査」より農中総研作成
財サービス支出は消費支出からこづかい、贈与金、仕送り金、他の交際費を除いたもの



総務省「家計調査」、内閣府「消費動向調査」より農中総研作成
消費者態度指数は東京都。消費性向＝消費支出÷可処分所得

民間設備投資

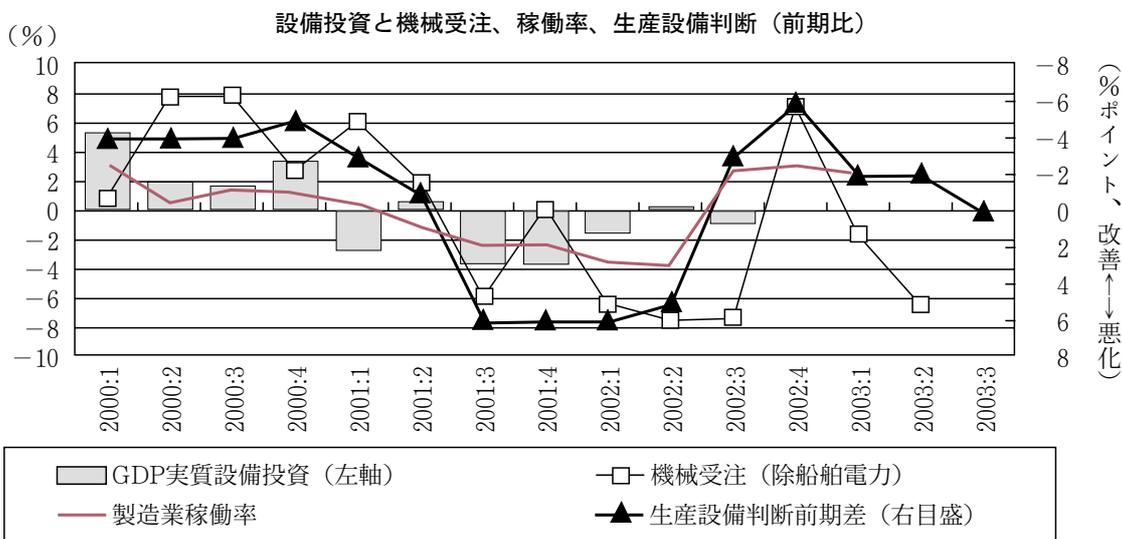
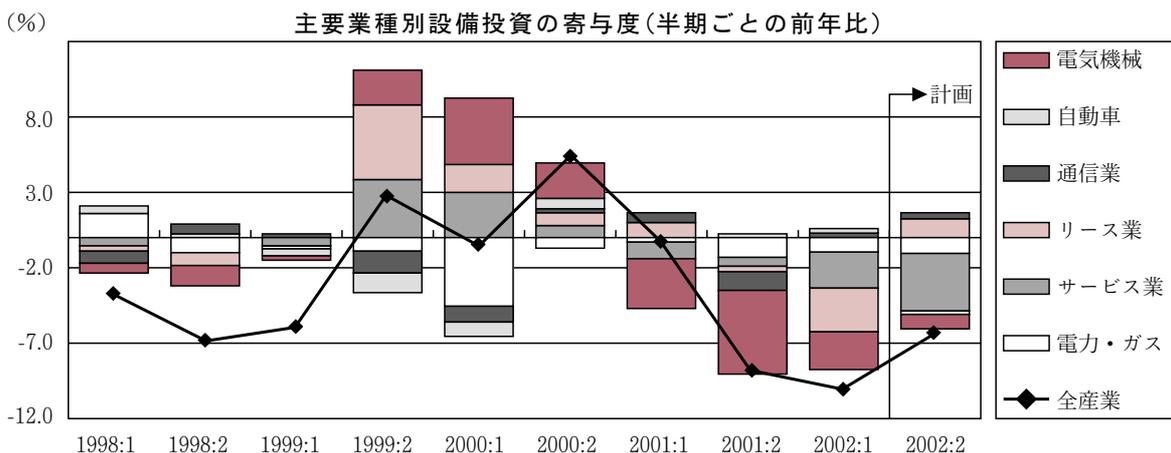
不良債権処理の加速等で設備投資抑制継続

～ 3年連続に減少に ～

2002年度7～9月期の設備投資は、前期比 0.9%減と2期ぶりに前期を割り込み、企業の設備投資意欲が依然低調であることを示した。主力の電気機械や情報通信をめぐる状況は一時期より明るさが増してきているものの、米国景気の低迷など再び先行き不透明感が高まってきているため、企業はこれまで先延ばししてきた設備投資に依然慎重になっている。

「法人企業動向調査」の02年度下半期全産業設備投資計画は、前年比 6.3%減と4期連続で前年を割り込んだが、減少幅は縮小している。特に非製造業のリース業、運輸業、通信業、卸売業、金融・保険業は前年比増加を計画している。機械受注や稼働率などの先行指標も一時的な回復傾向を示しており、企業の合理化・効率化投資を中心として02年度下半期の設備投資はわずかながら前期比増加に転じるとみる。

しかし、設備投資の先行指標である機械受注は02年度10～12月期に前期比 6.5%減と大幅な減少が見込まれ、同じく先行指標の稼働率や企業の生産設備判断は足元で伸び悩みはじめている。設備投資減税の下支えが想定されるものの、景気の再悪化や不良債権処理の加速に加えて、生産拠点の海外移転も続き、国内設備投資減少は03年度も継続すると予想する。



公的固定資本形成

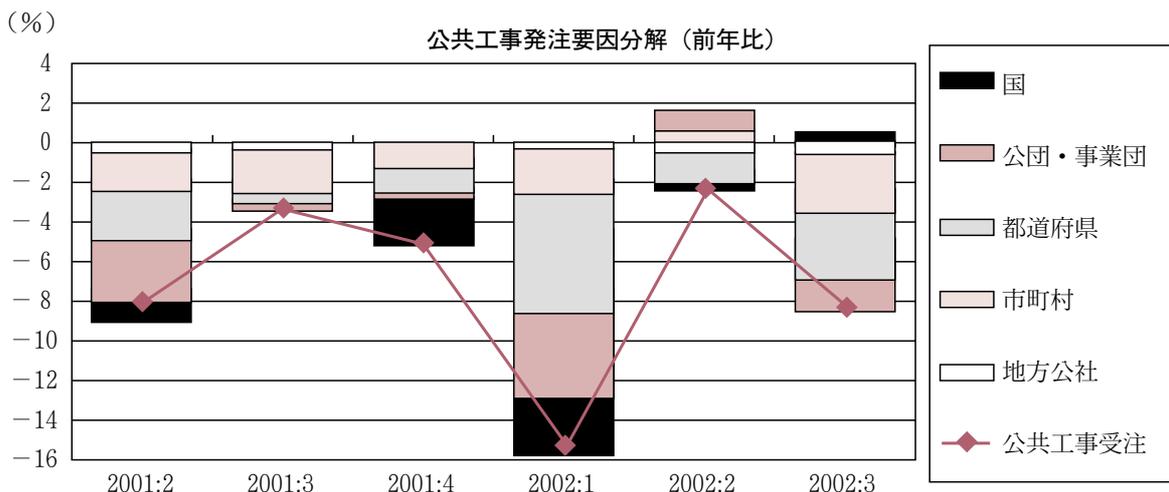
地方と公団・事業団の公共事業抑制が顕著

～ 5年連続前年割れに ～

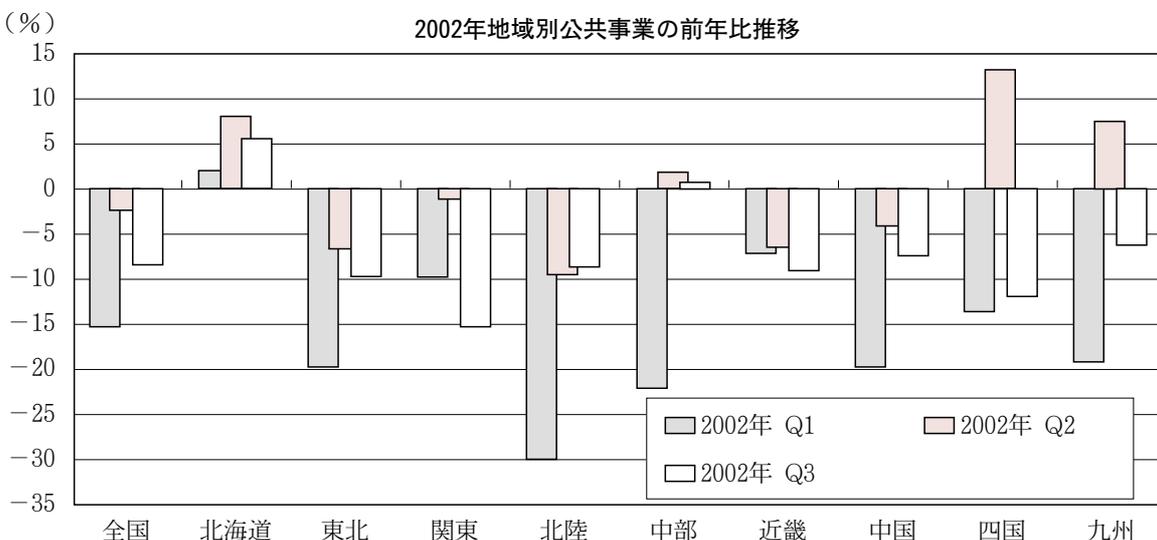
2001年度後半の2度にわたる政府補正の効果に加わっているにもかかわらず、2002年7～9月期の公的固定資本形成は、前期比 1.6%減で3四半期連続のマイナスとなった。7～9月期の公共事業発注をみると、国の発注は前年比+3.9%増と4期ぶりにプラスに転じたものの、都道府県、市町村ともに前年を割り込み、公団・事業団、地方公社とも前年比二桁のマイナスとなっている。このように財政の厳しさが増している地方自治体、地方公社と、公団・事業団が公共事業を抑制していると考えられる。

2002年度には政府により真水2兆円の補正予算が組まれると想定する。このうち10%強が02年度内に執行され、下半期の公的固定資本形成を+2%程度押し上げるとみる。

02年度の補正予算の効果で、03年度上半期は小幅ながら前期比プラスに転じる。しかし、政府は概算要求に沿って2003年度も公共事業抑制の方針を継続すると考え、03年度下半期の補正予算も想定しない。公団・事業団や地方自治体は、歳出抑制や収収の落ち込み、景気の悪化で一層公共事業を抑制する可能性が高く、03年度下半期は再び大幅な減少に転じると予想する。



保証事業会社協会「公共工事前払金保証統計」より農中総研作成



保証事業会社協会「公共工事前払金保証統計」より農中総研作成

外 需

2003年度の輸出等は+2.3%の緩やかな増加

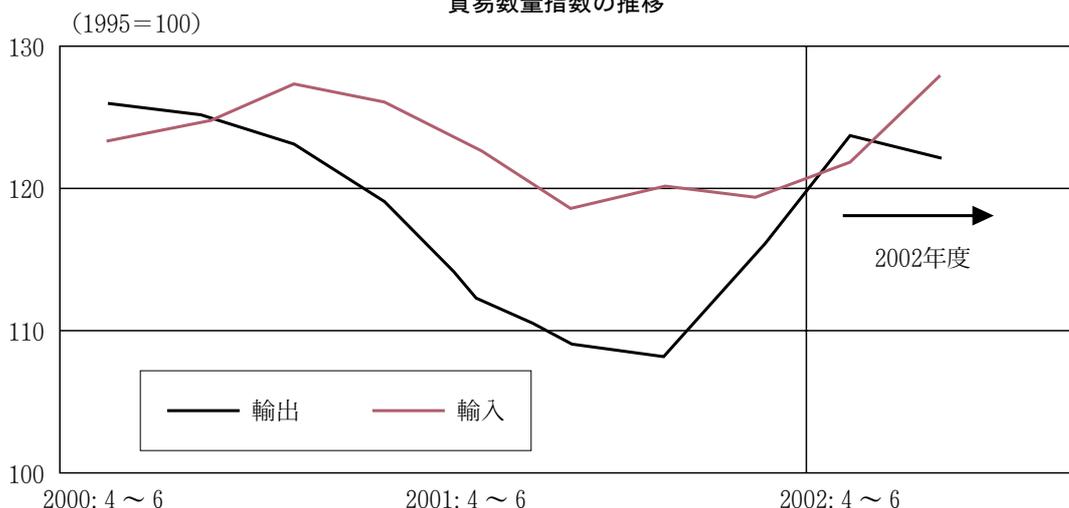
～輸入は前年比+1.7%増加～

2002年7～9月期の財・サービスの輸出は前四半期比+0.5%増と3四半期連続して前四半期を上回った。しかし、7月からの急激な円高と米国経済の変調から、輸出数量ベースでは、前四半期比 1.4%減と3期ぶりに前四半期比マイナスとなった。輸入は数量ベースで前四半期比+5.1%増となった。

全米供給管理協会（ISM）指数や消費者信頼感指数などの米国の企業や消費者のセンチメントを示す指数が弱含み、欧州に関してドイツを中心に経済低迷が懸念されている。アジアへの輸出は素材を中心に比較的堅調であるが、アジア経済においても景況感の悪化が見られる。このように世界的な景況感の悪化に加え、イラクへの武力行使が現実化する可能性があり、03年度上半期まで輸出は一時的に伸び悩む。

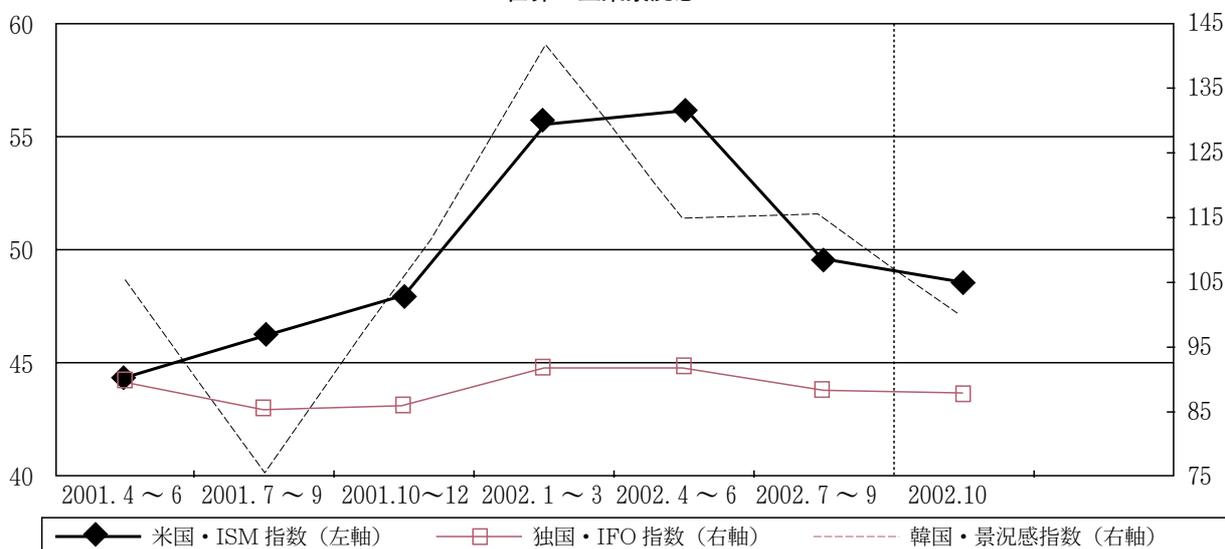
2003年度は、米国経済の年率2%増という緩やかな回復により、世界経済が立ち直り、輸出は年度後半にかけて伸び率が高まり、前年比+2.3%の増加となると考える。また、輸入は前年比+1.7%増加を予測する。

貿易数量指数の推移



(資料) 財務省「貿易統計」より農中総研作成

世界の企業景況感



資料 Bloomberg よりデータ取得

民間住宅投資

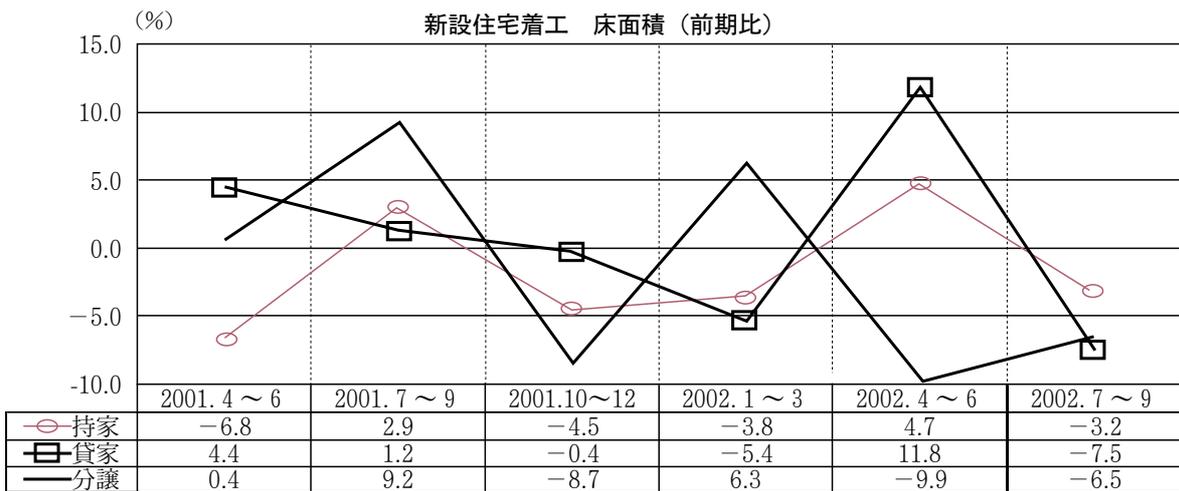
先細りの民間住宅投資

～ 所得・雇用不安が下押し要因 ～

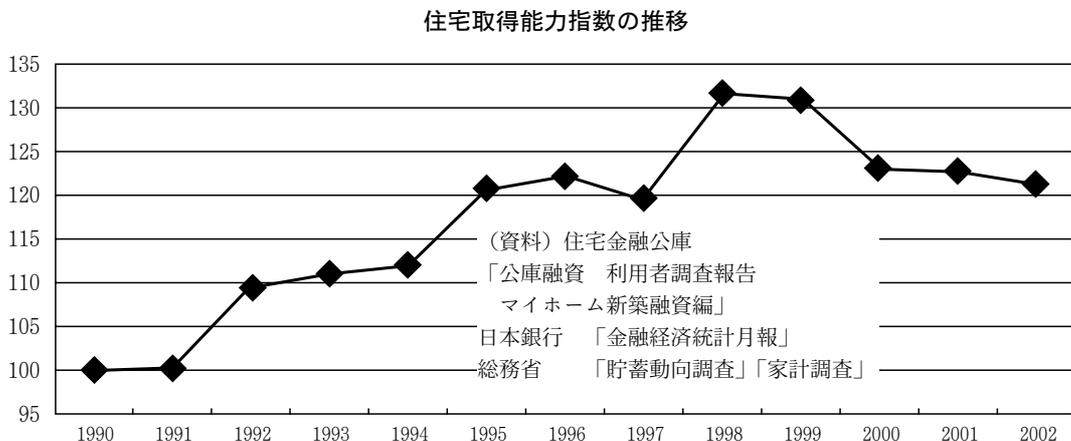
2002年7～9月期の民間住宅の成長率は前四半期比 0.2減%、前年同月比では 2.3%減。住宅着工床面積（7～9月期）は、持家が前四半期比 3.2%減（以下、農中総研試算）、貸家が同 7.5%減、分譲が同 6.5%減で、全体としては同 3.9%の減少となった。

住宅取得能力指数は、歴史的に見て決して低水準ではないものの、1998年をピークに低下傾向であり、雇用・所得の先行き不安により指数が示す以上に持家や戸建て住宅の買い控えが助長されていると思われる。また一次取得の対象となる層では、所得減少に加え、住宅・土地以外の負債が家計に負担を与えており、住宅ローン返済能力が低下してきている。持家・分譲住宅は減少傾向にあり、2003年度も継続しよう。貸家は横ばいであるが、緩やかに減速することもありうる。

2002年度は、下半期について、前期比 1.9%、通期で前年比 3.0%を見込んでいる。また2003年度は、登録免許税や不動産取得税の軽減、住宅取得資金贈与の非課税枠拡大などが行われると思われるが、雇用環境の悪化による買い控えを打ち消すほどの効果はなく、前年比 1.8%、新設住宅着工戸数112万戸を予測する。



(資料) 国土交通省「住宅着工統計」から農中総研試算・作成



(注1) 住宅取得能力指数は(資金調達可能額/住宅価格)×100を1990年度=100として指数化したもの。

(注2) 資金調達可能額=貯蓄額+公庫融資平均借入額+民間ローン借入額

(注3) 民間ローン借入額 =
$$\frac{\text{勤労者年間収入} \times \text{返済負担率} (0.25) - \text{公庫融資平均借入額} \times \text{公庫ローン年賦率}}{\text{民間住宅ローン年賦率}}$$

物 価

輸入増大による財の値下がり幅は縮小

～ 03年度は電力値下げの一巡でさらに物価下落幅縮小へ ～

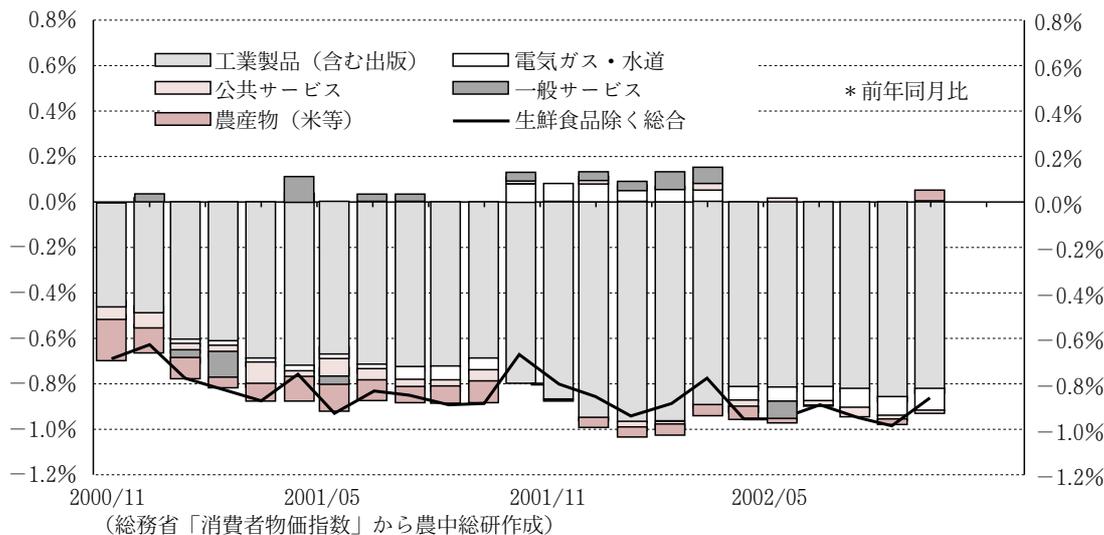
10月の全国の消費者物価指数（生鮮食品を除く、CPI）は、前年同月比 0.9%低下となり、02年1月以降ほぼ同水準で推移している。このうち財（商品）は今年1月よりも下落幅を1.1%ポイント縮小した。

また10月の国内卸売物価指数（WPI）は前年比 0.5%低下で、年初よりも1.0%ポイント下落幅を縮小し、このうち、工業製品は年初より1.4%ポイント下落幅を縮小している。

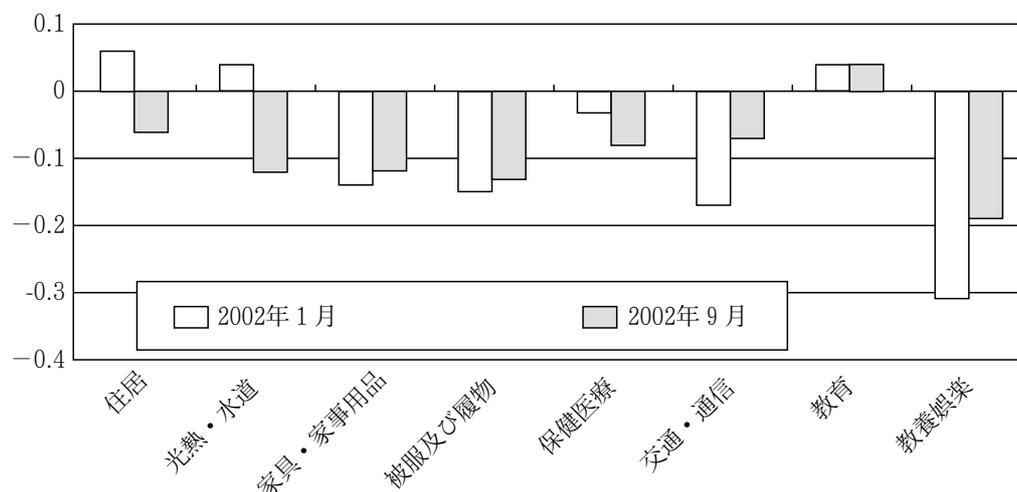
CPI、WPIとも原油の値上がりによる石油製品価格の上昇が物価下落幅を縮小させている。耐久財や原材料が下落幅を縮小したり、輸入物価が前年比+5.2%上昇となるなど、輸入品の増加等による財の値下がりは一巡しつつあり、02年度下半期はCPI、WPIとも下落幅がわずかに縮小すると予想する。

一方、CPI、WPIともに下落に大きく寄与しているのは電力やガスの料金値下げであり、このまま推移すれば値下げが一巡する2003年度からは物価下落寄与が解消し、03年度の物価の下落幅はさらに縮小していくとみる。しかし内需が弱く、為替レートもレンジ内の動きとなることから、03年度中にデフレ解消にはいたらず、わずかな物価下落が続き、ゼロ金利政策も継続すると予想する。

生鮮食品除く総合（財・サービス別）消費者物価の変化率



消費者物価指数前年比の寄与度



構造改革の進捗

小泉構造改革の歩みと課題

～ 一步前進だが、デフレ進行に後手 ～

構造改革論議の展開には一時不透明感が強まったが、「日本郵政公社法」と郵便事業に民間参入を認める信書便法など郵政関連法が成立し、10月からの設立会議において経営計画策定に着手した。しかし、全国規模であらゆる郵便物を扱える「一般信書便事業者」は参入条件が厳しく、現在、参入を表明した民間企業はない。また、「郵政三事業の在り方について考える懇談会」は、完全民営化を軸に三案を最終報告したが、時期は明示しなかった。

また、道路関係4公団民営化推進委員会が集中審議を進め、高速道路建設の凍結・見直しを含む再検討をおこなった上、債務の返済については民間への債権放棄を求めず債務を返済していくという内容の中間整理をまとめた。最終報告は02年中におこなわれる。税制改革も、政府税調などで鋭意論議がおこなわれ、贈与税・相続税の見直しによる非課税枠拡大や研究開発・投資減税などが取り上げられているが、先行減税の最終的な詰めは年末に持ち越されている。地方分権改革推進会議では、補助の廃止・縮減と税財源の配分見直しの方向性を示した。このように小泉内閣の構造改革は一步前進と評価できようが、デフレ進行と景気不安に遅れをとっており、構造調整の痛みに耐えられる限界も問題視されつつある。

また、2003年度当初予算では、不良債権処理の加速化や産業・企業再生のための諸施策の資金手当などによって、財政赤字が増加し、公約であった新規国債発行額が30兆円を大きく上回る可能性が大きい。

2002年の小泉構造改革の動向

月	一般	特殊法人	郵政	その他
1月	「構造改革と経済財政の中期展望」決定			
2月				第一次デフレ対策
6月	政府、「経済財政運営と構造改革に関する基本方針」(骨太方針第二弾)	道路関係四公団民営化推進委が初会合		第二次デフレ対策
7月	総合規制改革会議、第二次答申の中間とりまとめ	石油公団廃止関連法成立	郵政改革関連法成立	
8月	概算要求基準、閣議了解	道路四公団民営化委、中間報告		
	首相私的懇談会「首相公選制を考える懇談会」、最終報告		郵政公社初代総裁に商船三井会長の生田正治氏内定	
9月	政府税調、あるべき税制の中間整理		郵政3事業懇談会、郵政民営化に関する最終報告	
	日米首脳会談で不良債権問題の早期処理を公約			
10月	地方分権改革推進会議、「事業事務の在り方に関する意見」(最終報告)提出		郵政公社設立会議	・ベイオフ2年延期 ・改革加速のための総合対応策(総合デフレ対策)と金融再生プログラム

(官庁資料、新聞から農中総研作成)

米国経済

地政学的リスクにより不透明感が続く

～ 景気回復力は弱いが年後半にはやや持ち直し ～

緩やかな回復基調にあった米国景気の方向感に変化がみられる。現状では企業の在庫水準が売上に対して低いため、足下での鉱工業生産の減少が直ちに景気腰折れにつながるとは断定できないが、今後の景気に関する不透明感がやや強まっている。その背景の一つは、地政学的リスク即ち米国のイラクに対する武力行使の可能性が高まっていることである。仮に戦争が開始されてもそれは短期の局地戦にとどまる公算が高いが、ある一定の戦果が得られるまでは原油価格上昇のリスクは排除できず、家計の消費マインドは低下し、企業も設備投資には二の足を踏む。また欧州・中南米等米国の主要貿易相手国における景気の足取りが弱く、輸出を一層伸ばすことが難しくなっている。

2003年の実質GDP成長率を2.0%と予測する。年全体を通じて回復力は弱いだが、年後半は前半と比較して持ち直しもみられよう。

個人消費と住宅投資は2003年の一年間を通して目立った回復をみせないであろう。2001年から2002年前半にかけて家計需要（個人消費や住宅投資）を下支えしてきた三つの要因が力を失いつつある。第一に、2002年に入ってからの原油価格上昇が家計の購買力を削いでいる。第二に、所得税を中心とした大型減税の効果が既に相当効果を発揮しており、今後仮に追加景気対策が実施されても、その経済効果は限定的とみられる。第三に、11月6日にFRBがFFレート誘導水準を1.75%から1.25%へと50ベースポイント引き下げ、利下げにも一段落感が出てきた。これらの下支え要因が弱まることに加え、雇用情勢にもやや陰りがみえ、住宅ローンをはじめとする債務の重みが増しており、株価下落による逆資産効果が現れている。またこれまでの金利低下による住宅投資活発化や、新車購入にかかるゼロ金利ローン適用に伴う好調な自動車販売の反動が今後起きることも予想される。なおこれまでの住宅価格上昇は、ホームエクイティローンの拡大を通じて消費増加に一定の貢献をしてきたが、その意味でも今後の住宅価格動向には留意が必要である。

設備投資は、通信産業等設備過剰感が強い部門を除き、イラク問題解決の道筋がみえてくれば、緩やかながら回復に向かうであろう。通信産業においては、通信サービス需給バランスの悪化が改善されておらず、設備投資の調整がなお続くと予想される。しかしながら、これ以外の多くの業界では、2001年から2002年前半にかけて行われた大幅な設備ストック調整の結果、設備投資は循環的な回復局面にさしかかっている。各企業が競争力確保のためにある程度IT等の投資を行わざるをえないという側面もあり、コンピュータ・周辺機器やソフトウェアを中心に設備投資は緩やかに回復していくであろう。また在庫もごく緩やかながら積み増しに向かうであろう。

2002-2003年米国経済見通し（概要）

	単位	2001年 実績	2002年 通期 予想		2003年 通期 予想			
			上半期 (1～6月) 実績	下半期 (7～12月) 予想	上半期 (1～6月) 予想	下半期 (7～12月) 予想		
実質GDP	%	0.3	2.2	3.5	1.8	2.0	1.7	2.8
個人消費	%	2.5	3.1	3.5	3.0	1.9	1.3	2.1
設備投資	%	▲5.2	▲5.6	▲6.3	0.2	2.0	2.1	3.6
住宅投資	%	0.3	3.1	6.7	0.2	▲0.6	▲1.1	▲0.3
在庫投資	10億ドル	▲61.4	▲4.5	▲12.0	3.0	15.3	9.0	21.5
純輸出	10億ドル	▲415.9	▲479.3	▲467.0	▲491.6	▲488.5	▲484.0	▲493.0
輸出	%	▲5.4	▲1.1	2.6	6.4	4.2	0.9	8.7
輸入	%	▲2.9	3.5	8.1	7.8	3.5	▲0.3	7.2
政府支出	%	3.7	4.3	5.7	2.5	4.3	5.1	4.5

(注)1.単位が%のものは、前年比増加率または前半期比年率増加率（半期の増減率を年率換算したもの）
2.在庫投資と純輸出は実額の年率換算値

今月の焦点

地方銀行の住宅ローン戦略 - 5

～ 個人リテールで多様な業務スタイルを模索する E 銀行 ～

要 旨

個人リテールビジネスは、相対（あいたい）関係を基調とする法人向けの貸出ビジネスとは異なる面も多い。そこでは銀行がローン組成から保有、管理回収の全てを丸抱えするという従来型スタイルだけでなく、様々な業務スタイルの可能性があるが、E行では取り得る選択肢をきちんと展望した上で、個人リテール業務の拡大に歩を進めている。

わが国商業銀行が、過去数年間、規模や経営資源の如何にかかわらず、個人リテールに積極進出していることは改めて指摘するまでもないが、個人リテールビジネスは、相対（あいたい）関係を基調とする法人向けの貸出ビジネスとは異なる面を持つ。個人リテール部門を強化しつつ、法人向けビジネスとは異なる難しさを指摘する地銀 E 行の個人リテール取組を紹介する。

個人リテールビジネス取組体制強化

E 行も他の銀行同様、法人融資中心の業務体制であったが、平成5～6年度頃に住宅金融公庫融資の借換（肩代わり）ローンが増加したことをきっかけに、個人ローン業務に対する注目度が高まり、法人向け融資の鈍化の中で、次第に個人が重要であるという見方が組織内でも高まってきたという。平成11年に個人ローンやクレジットカードビジネス戦略立案のためのプロジェクトチームが設置され、平成12年6月に、個人ローン推進の中核として、営業統括部に個人ローン室が設置された。個人ローン室は、企画、営業店支援、リスク管理、ダイレクトチャネル、延滞督促等、個人ローン関連のほぼすべての部署を統括するセクションであり、系列の保証会社の管理も行っている。個人ローンに関わるビジネスだけで、派遣社員も含めれば総勢百数十名を擁している。

ただしマーケット別に個人・法人と分ける組織編成と、機能別に企画、営業推進等と分ける

組織編成とでは一長一短あり、同じ企画担当でも法人企画担当、個人企画担当が別々の部署に属することで、情報交流が不足する面もあるとのことだ。また将来的には、収益性も考慮するとローン事務を外部委託する等のアウトソーシングも考えられるという。

個人リテールビジネスの難しさ

個人ローン業務は、個別相対（あいたい）交渉の余地がほとんど無く、貸出競争激化の中で、消費者が供給条件を決めている点が、法人向けローンと異なる難しさであるという。また法人顧客であれば、一旦取引関係ができれば、それを維持していくことのメリットが通常は大きく、顧客の定着率も高いが、個人顧客はそれに比べれば定着率が低く、一旦融資を行っても、民間銀行間で他行に借換られることも多いという。

超低金利が持続する中で、今年前半でも新規融資と借換融資とでは比率が半々程度であったという。地域によって差もあろうが、住宅ローン市場の成熟化と金利競争激化が、銀行間での既存融資の取り合いのような様相を呈している感がある。

現在年間で既存住宅ローン残高の1割強が減少していくが、約定弁済分はその半分程度であり、他行への借換や一括返済等が残りを占めている。E行でも他行ローンからの借換を行っているものの、全体としては相互に借換が行われる中で、採算性の悪化につながっている面があ

るといふ。

またデフレ環境長期化の中で、負債返済が最良の資産運用という考えから、繰り上げ返済も多く、その事務だけでも専門の担当者を7～8人程度配置しているという。

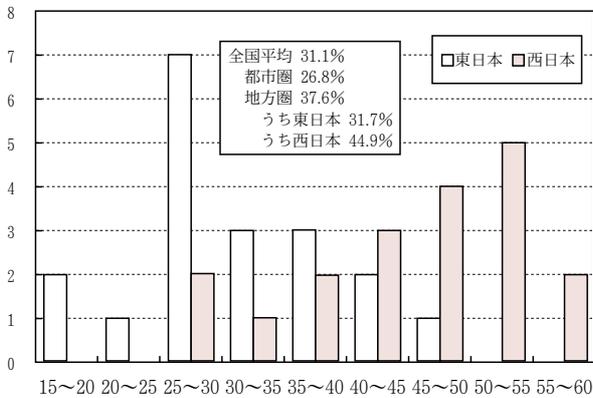
住宅金融公庫の代理貸付は重要

E行のあるV県は、全国的にみると住宅金融公庫（以下住宅公庫）の利用率が依然高い県であり、13年度実績でも、個人住宅（持家、分譲）着工件数に占める住宅公庫利用件数の比率は5割弱を占めている（全国平均では31.1%、地方圏平均は37.6%）。

足元の住宅公庫利用率は「西高東低」の傾向が顕著であり、V県も西日本に属するが、V県の公庫利用率は西日本の県の平均をも上回っているから、やはり住宅公庫利用度合いの高い県といえる（図）。

図 新築住宅に占める住宅公庫融資住宅戸数比率の県別分布（地方圏の持家・分譲）

(県数)



(%)

資料 国土交通省 住宅着工統計、平成13年度
 (注)都市圏は、東京都、埼玉県、千葉県、神奈川県、愛知県、京都府、大阪府、兵庫県、福岡県。地方圏はそれ以外の地域。
 東西の分け方は、日銀金融経済統計月報分類の北海道、東北、関東、北陸、中部を東日本にし、それ以外を西日本とした（都市圏除く）。平均値の東日本、西日本は各県の比率の単純平均値。その他は集計値の平均値。

住宅公庫利用率が「西高東低」になっている原因が、ローン供給側にあるのか需要側にあるのかは明確にしにくい。E行が必ずしも長期固定ローン商品を全く投入していないというわけではなく、10年固定では2%半ばの低金利ローン商品を出しており、他県に比べて10年固定ゾー

ンでの民間金利が高いわけではない。

その点からすれば、V県では住宅ローンに関して、「全期間固定」や「品質検査」といった住宅金融公庫ローンに対するニーズが依然強いことは確かなようだ。

このように、民間金融機関の個人リテール推進の環境としては厳しい中でも、E行は地銀平均と比べても高い住宅ローン増加率を実績として残している（表）が、住宅公庫との間では連絡を密にして制度変更等に的確に対応するようにしているという。

表 E行の住宅ローン残高増加率と関連指数 (%)

	12年度	13年度
V県の持家・分譲着工戸数増加率	2.9	-15.6
V県の公庫利用持家・分譲着工戸数増加率	-11.8	-20.0
E行の住宅ローン残高増加率	10.0	12.5
地方圏の持家・分譲着工戸数増加率	-6.4	-12.6
地方圏の公庫利用持家・分譲着工戸数増加率	-22.3	-36.1
地銀平均の住宅ローン残高増加率	7.4	10.5

資料 全国地方銀行協会HPの各行別経営状況。原資料は単体ベースの決算短信
 国土交通省 住宅着工統計
 (注)地銀平均はE行を含み、合併による影響のみられる近畿大阪銀行を除く。前年比。ここでの地方圏は、図の(注)にあげた都市圏を除く地域。

V県での住宅公庫代理貸付実行件数中、E行は実に6割を占めているが、この実績は重視しており、維持していきたいという。住宅公庫の代理貸付業務は基本的には事務代行であるために、銀行ごとに貸出条件に差は無いが、事務処理の正確さや迅速性、顧客対応の丁寧さ等で差別化可能であり、住宅公庫利用意向のある顧客に対しては、業者にもE行を紹介してもらえるようにしてきたこれまでの実績は大事にしたいとのことである。都銀の中には、住宅公庫の代理貸付は収益性が低いとして積極的に取り組んでいない銀行もあるように見受けられるが、地域に根付いた金融機関としては、住宅公庫の代理貸付でも、地域顧客の支持を得ているという実績は大事だという。

住宅公庫利用顧客に対しても積極的に取り込む体制になっているためか、いわゆる「住公後残」融資（住宅公庫融資で不足する分を民間で補う部分）も多く、平均的な融資実行額は1000万円程度だという（プロパー融資だけならば、2000万円以上）。

住宅ローン商品開発の経緯

E行では、平成10年度に、借換専用であるが、担保評価額を一定程度上回っても融資可能なローンの提供を開始している。これは借換ブームが一巡する中で、金利差だけでは借換顧客を獲得できなくなり、担保条件を緩和し、担保割れ層にも対応できるようにしたものである。競合他行も同様の商品を提供し、「担保評価額を上回る融資可能額」を競うような感もあったという。借換顧客の場合は、ある程度返済履歴を確認できるため、一定の返済履歴があれば、データ上もデフォルト率は低いとの分析に基づき、系列保証会社と交渉して、実現させたとのことである。

平成11年度には10万件の住宅ローンデータから返済能力審査のシステムを導入。その成果を踏まえて、必要資金の100%まで融資可能なローンの提供を開始した。ただしこのシステムは無担保ローン審査用の簡便なソフトを利用したもので、本来は有担保ローンで担保評価額の変化や回収可能額を織り込めるようなモデルを利用する必要があり、いずれ更新しなければならないと考えている。

ただし、仮に、より精緻なシステムを構築したとしても、最長35年にわたる個人のデフォルト確率を正確に判定することは困難なのではないかという考えは否定できないという。個人から得られるデータは過去2年程度の所得データや、雇用者であれば企業の規模や勤続年数等の限られたものであり、住宅ローン以外の負債データ等、バランスシートに関連する部分は把握できない。かなり広いグレーゾーンを抱えた中で、一定の基準でローンを素早く審査していくわけであり、相当程度の割り切りが必要な世界といえる。

E銀行では新規顧客に対して、LTV（融資実行額/担保評価額）に応じて、保証料に差をつけている（0.2%～0.5%）。返済能力に応じた審査をしている以上、保証料も延滞リスク等に応じたものにすべきだが、やはり個人の場合、データの問題もあって信用力の正確な把握は難しい

との判断からの信用補完措置であり、系列保証会社との交渉の中で設定されてきたものだという。

住宅関連業者の中には、この条件がコスト高として敬遠する業者もあるようだが、保証料は住宅購入時にその他諸費用と一括払いとなっているため、住宅購入者にとっては、必ずしもその負担が問題とされるわけでは無いという。

住宅購入層も、年収条件等で、融資が可能かどうか重要な層と、融資を受けられることは明らかで、融資条件（金利、保証料等）が重要な層（高所得層）とに分かれつつあるようだが、このような信用補完措置は、前者の顧客に対するものとして位置付けられるものであろう。

ローン残高を増加させなければならないことは言うまでもないが、「ローン元利払いが賃貸住宅家賃並み」との宣伝文句で顧客にアピールする住宅販売業者にリードされて銀行が融資競争を激化させている現状は、将来的には住宅ローンにおけるクレジットコスト増加につながるリスクもあると考えている。

この4月から、10年間については住宅公庫より金利の低い10年固定特約のローンを扱っているが、優良顧客囲い込みという狙いで返済負担率の条件等を厳しくしたところ、伸び悩み状況にあるという。固定金利であれば全期間固定（住宅公庫）変動金利特約であれば、目先金利の下限の3年固定特約あたりの需要が高く、商品としても二極化が進んでいるようにみられる。

営業推進、審査体制

E行は、住宅ローンセンター（本部直属、前述の個人ローン室が統括）を県内5か所に展開している。過去5年程度で次第に増やしてきたとのことだが、住宅ローンセンターの行員は、基本的には住宅ローン業務専担であるため、一定の住宅ローン実行が期待できる、人口が多く業者も集中しているところにしかローンセンターは設置できない。ローンセンター以外では営業店が推進窓口となるが、ローンセンター経由と営業店経由は半々程度であるという。

職域推進では、金利優遇等の措置が必要になるが、現状では他の優遇措置も増やしており、職域が特別優遇されているわけでもないといった事情や、企業規模によっては、従業員の中でも、融資できる場合とできない場合が出てしまう等の問題もあり、あまり広げられないという。

審査は前述の審査システムによる審査だが、やはりスピードが重要ということで、原則2営業日以内の回答となっている。また審査スピードを少しでも速めるために、事前相談制度をこの4月から導入。自己申告に基づくデータで物件が明確に固まる前でも審査し(これも2営業日以内に回答)物件が固まってからの審査期間短縮につなげている。

住宅ローンの収益性

E行は過去2年間連続で住宅ローン残高を10%以上増加させる等、ローン残高でみれば、右肩上がりの実績を挙げている。しかし、金利競争激化と、平均実行額が相対的に小さい融資を数多く行っていることによる人件費・物件費等の諸コスト負担もあり、収益性は必ずしも高くはないという。

加えて、現状増えている住宅ローンは3年固定特約等が多いため、いずれ条件変更等の事務コスト負担が加わることや、他行への借換によるプリペイメントのコスト(機会費用)等、中長期に保有した場合のトータルな収益性については、今後分析していかなければならない課題であるとする。

企業向け融資と比べれば小口分散が進んでいるからクレジットコストが小さい資産であることは確かだが、採算改善のためには、定型的な事務処理は外注化するようなことも将来的には考えられるとする。

住宅ローンは顧客との長期的関係を築くことができるという側面を利用することによって、クロスセル等を通じて収益性を確保していくしかないのではないかとみているが、個人顧客

の定着率を高めるのに決め手はいまのところ無いようだ。金融サービス利用度に応じてポイントで優遇することも行っているが、どこでも同じようなポイント制度を導入して、余り差が無くなっている。

住宅ローンの証券化等への対応

住宅ローンの証券化については、住宅公庫が「長期固定金融を民間金融機関が行う場合、証券化が不可欠」という論理で、長期固定ローンの買取証券化等を通じて進めていくことは明らかであるし、住宅公庫の直接融資が縮小する中でも、顧客ニーズが「住宅公庫買取前提の全期間固定ローン」に対して向かうのであれば、システム投資負担等は必要にはなるが、それに対応していくのは当然であると考えている。

しかし、住宅公庫主導の買取、証券化では民間金融機関のフィーがさほど高くなるとは考えられないから、場合によっては、独自に証券化(ないし流動化)を考えるようなこともあり得るのではないかという。そのためにも、自行住宅ローンポートの属性把握等のデータベース化を、今後とも充実させていきたいとしている。

E行は地域的に競合しない他の地銀との間でシステム共同化を推進している(同様の試みはいくつかの地銀グループで展開されている)等、銀行業界の将来を見据えて、構想力のある事業展開を行っている。個人リテール業務でも住宅公庫との関係や保証会社との関係、その他の外部企業との提携やアウトソースの可能性等、柔軟かつ幅広く可能性を探っていることが感じられる。規制緩和や諸制度(SPC等)の整備の中で、これからは融資業務も、銀行が「組成から保有、管理回収の全てを丸抱えする」という業務スタイルだけでなく、様々な業務スタイルの可能性が広がっていることは確かである。E行も、そのような選択肢をきちんと展望した上で、個人リテール業務の拡大に歩を進めているとの印象を持った。(小野沢 康晴)

地方銀行の住宅ローン戦略 - 6

～ メガバンクと直接競合する地銀F行のリテール展開～

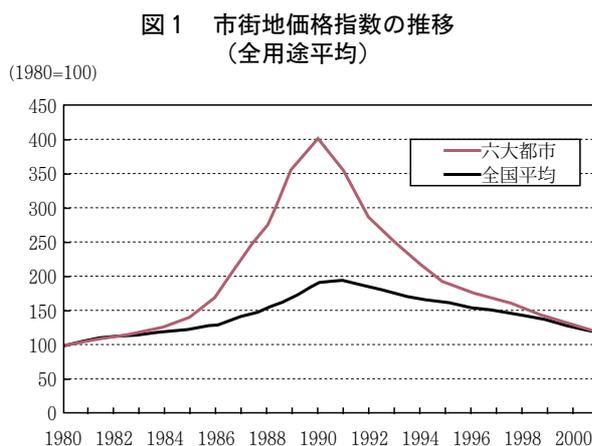
要 旨

都市部の地銀はバブル崩壊の影響が大きかったことに加え、競合する都銀各行がリテール業務に本格進出するという厳しい経営環境を抱えている。F行は、都銀との競合度合いの最も高いエリアに立地するが、地域の中小企業・個人リテール営業に特化した銀行というビジョンに向けて、経営革新を続けている。

難しい局面の続く「都市部の地銀」

都市部の地銀では経営悪化から再編を余儀なくされている銀行が多い。例えば、大阪銀行は第二地銀の近畿銀行と合併、近畿大阪銀行となって大和銀行グループ（現りそなグループ）傘下に入っているし、泉州銀行（大阪）、千葉興業銀行（千葉）も資本増強のため都市銀行の出費を受けている。

都市部地銀の経営悪化の最大の要因は、言うまでも無くバブルとその崩壊の影響が地方圏の地銀に比べて大きかったことだ（図1）。



資料 日本不動産研究所

(注) 1990年3月末=100の指数を80年=100に変換。
商業地、工業地、住宅地の平均。六大都市は東京都区部、横浜、名古屋、京都、大阪、神戸。

その意味では都市部に基盤のある都銀メガバンクが、不良債権の処理をめぐって依然として

困難な局面を脱しきれていないのと同様の問題を、都市部の地銀も抱えている。

加えて、都市部の地銀にとって経営環境を厳しくしているのは、都銀メガバンクのリテール業務本格進出による、個人リテール分野における競争激化である。

地方銀行の住宅ローン戦略について、いくつかの地銀の例を紹介してきたが、これまでヒアリングした地銀では、地方圏としては比較的大きな都市に拠点を置いている場合でも、競争相手として最も意識されていたのは地元の第二地銀や近隣地銀、労金等、地元の金融機関であり、都銀メガバンクのプレゼンスがさほど大きいという感触は得られなかった。

都銀メガバンクの住宅ローン推進は「住宅ローンセンターを住宅・不動産業者の多い地点（支店内あるいは支店の近く）に出店し、業者に対して働きかけの中で紹介案件を獲得する」というルートを中心としている。そして現時点まででは、都銀メガバンクも地方圏の都市に関しては、本格的に住宅ローンセンターを出店しているわけではない。そのことが、地方圏においては、県庁所在地であっても、住宅ローンに対する都銀のプレゼンスがさほど高くないことにつながっているとみられる。

しかし今回取り上げる地銀は、都銀と最も競合する都市部に立地している。都銀の個人リテール本格進出の中で、それと直接に対抗せざるを得ない経営環境にある地銀F行の住宅ローンへの取組を紹介する。

個人リテール重視への転換は5年ほど前

F行が個人リテールを重視し始めたのは5年前くらいからとのことである。当初は経営スタンスの変化を行内に強くアピールするため、個人部門の企画セクションに強力な人材を投入し、当時としては先進的なCRM構想等を立ち上げたが、営業現場とのギャップも大きく、根付くまでには至らなかったという。

その後、企業向け債権の劣化、自己資本比率低下の中で、F行は不良債権処理加速のために公的資金を導入、その際経営健全化計画にかかげた、地域の中小企業・個人リテール営業に特化した銀行というビジョンに向けて、経営の再構築を図っている途上である。

ただし、現状のような景気低迷、デフレ長期化の中では、収益性向上とともに中小企業向け融資残高の増加も求められる経営健全化計画は、二律背反的な課題を迫られているという面もあり、極めて厳しいものであることは否定できない。特に中小企業向け貸出残高の達成が難しく、様々な施策を打ち出して増加を図っている。それに比べれば個人リテール業務は計画を上回る融資実績をあげている分野という。

経営健全化計画中、自行独自でできる経費削減等については計画以上のスピードで行っている。本部人員は大幅に減らして、かつて3人で行っていた仕事を一人でこなしているような状況という。

将来的にも個人リテールのウエイト上昇

現在個人向け貸出は貸出資産の3割を占めているが、長期的にはこれを5割程度まで高めていく考えもあるという。次第に個人リテール部門で人材が育ちつつある状況で、エリアFA（行内資格）やFP資格を取得する行員が増えて、専門性ある人材が営業店に配属されるようになってきている。

ただしエリアFAは、当初プライベートバン

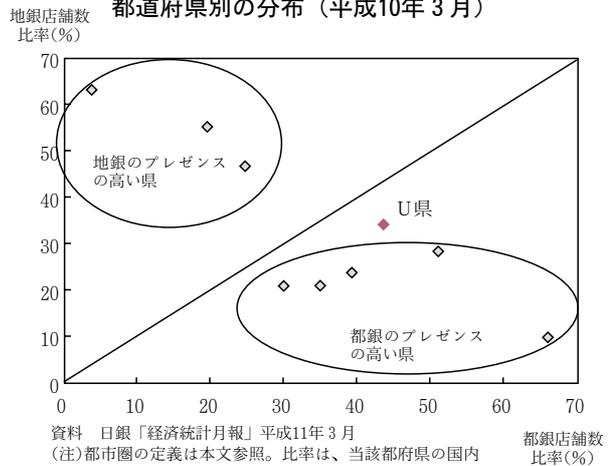
ク（PB）機能も期待されていたが、わが国の家計の状況では、PB業務の拡大はなかなか難しいとのことである。

最大の競合相手は都銀

他の多くの地銀と異なり、F行の最大の競合相手は都銀である。そもそも都銀の店舗構成は、都市圏（本稿では、東京都、埼玉県、千葉県、神奈川県、愛知県、大阪府、京都府、兵庫県、福岡県の9都府県を都市圏としている）に、9割強の店舗を保有するという地域的な偏りがある（データ取得の制約もあって平成10年3月末実績に基づく。ただし北海道を除く）。地方圏では都銀の店舗は県内数店～十店内外（一行ではなく全体として）と地元地銀との格差は歴然としている。

都市圏は更に、地銀的な位置付けを兼ねる都銀の存在のために都銀のウエイトが格段に高い地域と、都銀店舗も多いが地銀のウエイトが相対的に高い地域に分けることが可能だが、F行のあるU県は、都銀の店舗数比率（都銀店舗数/銀行店舗数計）と地銀の店舗数比率（地銀店舗数/銀行店舗数計）が拮抗し、まさに都銀と地銀が直接的に競合関係に立っているといえる（図2）。（銀行店舗数の県別データは平成11年度以降統計が取れないが、大きな傾向は変わっていないとみられる）

図2 都市圏における都銀店舗比率と地銀店舗比率の都道府県別の分布（平成10年3月）



資料 日銀「経済統計月報」平成11年3月
 (注)都市圏の定義は本文参照。比率は、当該都府県の国内銀行（信金等協同組合系金融機関は含まない）本支店店舗数に占める当該業態の店舗数比率。店舗には出張所含む。地銀店舗比率に第二地銀は含まない。

このような競争環境になった背景としては、鉄道網の整備度合いの差が大きいという。U県は三大都市圏（東京、大阪、名古屋）を除けば鉄道網が最も発達した県であり、鉄道沿線に住宅地・人口稠密地帯が広がるが、鉄道の駅前にF行支店と都銀の支店が競合しているというのが一般的パターンであるという。

都市的な県であっても、鉄道網の整備されていない部分は都銀の店舗が少なく地元地銀のシェアが高いということだが、U県の場合はそのようなエリアが相対的に小さいために、都銀地銀間の競争が熾烈なものになっているとのことである。

都銀との競合関係は、メガバンク統合によっても大きく変化した訳ではないが、法人顧客の中には取引先銀行数の減少やシェア集中という事態に際し、F行との取引を拡大する行動もみられるとのことである。

信金になると、一部の有力な信金を除けば、顧客セグメントが重ならないという認識であり、個人リテールでの競合度合いはさほど高くないようだ。

営業店舗網の再編と住宅ローン推進体制

F行は、店舗ごとの特徴を明確にして経営資源を集中すべく、営業店網をエリアに分けた体制を敷いている。エリア内では中核店舗に渉外担当者を集中させて情報蓄積や競争意識を高め、担当者の能力向上、より高いレベルでの金融サービス提供を可能とするとともに、それ以外の店舗は預金専門店として軽量・効率化している。

住宅ローン推進については、各エリアに1つの住宅ローンセンターを設置、住宅ローンの営業や審査、実行機能を住宅ローンセンターに集中させることで、能力向上や効率的な営業推進を図っている。

F行では、一定金額以下の住宅ローンについては住宅ローンセンター長に決定権限をもたせ、審査のスピードアップを図っているが、それに加え、かつては住宅ローンセンターでの審査後

に保証会社審査という順序であったものを、一定の条件を満たすものについてはローンセンター長審査段階で顧客に回答できるような仕方に變更し、回答までの時間を更に短縮化させている。

都銀の場合、住宅ローンセンター職員は営業に特化して、審査は本部等で集中して行うパターンが多かったが、F行では、審査から実行まで住宅ローンセンターが一括して行っている。F行のスタイルは、責任の所在が明確になるとともに、住宅ローンのトータルコストについての意識が、現場レベルでおのずから高まるのではないかと考えられる。

都銀との金利競争

都銀の一部で3年固定1%というキャンペーン金利が設定されて以来、金利引下げ競争に拍車がかかってきたが、都銀との競合の厳しいF行でも今年前半には同様の低金利キャンペーンを行っていたという。

しかし、「低金利だから伸びる」というのでは営業力向上につながらないことや、収益面での配慮もあり、現在ではキャンペーンを止めているわけではないし、金利だけでなく審査スピードや利便性等を強調することで住宅ローンを伸ばせる担当者もいるということだ。基本的に業者からの紹介がローン案件の中心（8割強）となるため、業者が顧客から「なぜ金利の低い銀行を紹介しないのか」と聞かれた際に、それに答えられるような内容を、こちらから業者向けに提供していくが必要になる。

審査スタイル、収益性評価

審査は返済負担率等のいくつかの項目をチェックする従来型の審査スタイルであるが、将来的にはスコアリングの導入等も展望している。

住宅ローンの収益性は表面的にはさほど高いものではないが、クレジットコストが低く抑えられていることが収益性に貢献している。個人リテールは売上があがってもコストも割高で収

益性が低いという見方があるが、これはコストの割振り方次第という面が大きいという。もともと銀行のインフラは小口個人預金を集めて企業向けに融資するようになっており、どうしても個人向けのインフラが多くなるが、法人融資は、そのようなインフラを利用することで可能になっている面もある。営業店舗の軽量化やパート労働力へのシフトによる効率化はこれまでも徹底して行ってきたという。

コスト削減による収益改善から次の局面へ

F行は、地銀としては最大級の住宅ローン実行額、残高ではあるものの、年間1兆円以上の実行規模である都銀メガバンクに比べれば、量的な面での差は大きい。都銀メガバンクと直接に対抗せざるを得ないF行にとって、住宅ローンの実行や管理に関する規模の経済性という問題は、容易には克服できない壁といえる。

その意味では、単純な価格競争、体力勝負ではなく、何らかの質の違いをアピールしていけ

るかどうかが、今後とも個人リテール業務のかぎを握る。都銀と異なる「地域に根付いた銀行」というビジョンも、親しみ易さにはつながっているが、それを更に、個人リテールにおける高い付加価値や収益性につなげていくのはこれからの課題ともみられる。

個人向け無担保ローン商品を、信販会社等との提携で提供する銀行が増える中で、F行の個人向け無担保ローン商品は同行独自に開発した商品であり、その意味で個人リテールに取り組むポテンシャルには高いものがある。またF行は、支店長公募制を導入して若手行員のインセンティブを引き出す等、経営革新においても大胆な手を打っている。

様々な施策を講ずる一方で、F行のコスト効率化による収益改善の余地は次第に小さくなっているという面もあり、個人リテール業務において、前向きな収益拡大戦略、都銀との差別化戦略を明確にすべき、岐路に差し掛かかっているといえよう。

(小野沢 康晴)