

変革期を迎える消費者信用業

主席研究員 鈴木博

金融の自由化、グローバル化が進むなかで、個人の消費行動にかかる金融業務にさまざまな変化がでてきている。消費者信用業務には、個別の商品・サービスの購入に使われる割賦あるいは非割賦の金融やクレジットカードショッピング、金銭そのものの貸付であるクレジットカードキャッシングや消費者ローンなどがある。また、与信行為ではないが電子マネーやデビットカードなどによる決済機能を提供する業務も行われている。

こうした金融業務における近年の変化として、次のようなものが挙げられる。第一は、銀行が事業再構築のための柱の一つとして消費者信用業務に本格的に取り組む動きをみせていることである。個人向け無担保ローン拡大を目的に、メガバンクが大手消費者金融会社と資本提携を行い、地域金融機関もこれらの会社との業務提携を進めている。また、系列クレジットカード会社も含めてカード事業を再構築する動きもみられる。こうした動きの背景には、企業取引における採算向上が依然難しいことや、消費者信用分野で大きな収益を上げている米銀のビジネスモデルの存在などがある。

日本の銀行は 80 年代後半から 90 年代始めのバブル期にも個人向け貸出を大きく伸長させたが、この時期には不動産や株式を担保にしたフリーローンの増加が中心であり、1 件当たりの貸出金額も比較的大きかった。バブル崩壊後こうした貸出が減少する一方で、消費者金融会社が、スコアリングシステムなどの新たな審査手法を基に、自動契約機などの簡便化された手続き等によって小口無担保ローンを増加させてきた。今回の銀行による消費者信用業務の取組強化は、こうした小口無担保ローンの拡大をねらいとしたものであり、消費者金融会社のノウハウ等を活用しつつ融資を増やそうとする姿勢がうかがわれる。

クレジットカード業務については、返済方法の多様化等を伴ったリボルビングの強化やデビットカードと併用が可能な銀行本体でのカード発行などの収益性向上や競争力強化をねらいとした事業再構築の動きがみられる。

第二は、こうした銀行の動きに対するノンバンク側の対応である。大手消費者金融会社は、銀行との提携では、これまでに蓄積してきたノウハウを背景に、保証業務や管理回収業務を拡大する方向で対応している。クレジットカード会社では、システム投資負担等もあり、従来一体的に行っていたカード発行などの会員向け業務と加盟店管理やデータ処理などのプロセッシング業務を見直し、比較優位な業務に集中して収益向上や生き残りを図ろうとする動きなどもでている。一方、JR 東日本などの比較的参入が新しい業者では、本業の販売促進のためだけでなく、電子マネーなどの決済機能も加えた形でカード事業を伸長させようとする動きもみられる。

このように、消費者信用業界は変革期を迎えているが、消費者信用供与額そのものが大きく増えているわけではなく、いわば、パイ全体があまり増えないなかでの競争激化といえる。消費者にとっては、競争激化による借入金利の低下やポイント制度充実などによるサービス向上が期待できるなどプラス面が多いと思われるが、それが規模拡大や業務の集中によるコスト削減、消費者信用情報の充実や債権管理技術の向上による延滞率や貸倒率の抑制に裏打ちされたものであればさらに望ましい。しかし、一方で、安易な貸出増加による過重債務者の増加は、業者・消費者双方にとって好ましくない。消費者教育の充実や過重債務者対策なども併せて進められるべきであろう。

情勢判断

国内経済金融

景気減速予想のもと長期金利安定・株価軟調見通したが・・・

わたなべ のぶとも
渡部 喜智

(要旨)

景気減速予想のもと引き続き長期金利の安定・低下要因が大きいと見る。しかし、デフレ圧力後退という認識が基本的にはあるとともに消費者物価も小幅下落にとどまると予想しており、中期的に持続可能な長期金利低下なのか慎重に考える必要がある。株価は好業績評価から小幅反発する可能性は残るが、当面は先行き景気悪化懸念から軟調展開のリスクが大きいだろう。

為替相場では、05年の年明け以降、米国経済の調整リスクの高まり、米次期政権の通貨政策スタンスなどのドル安リスクに目配りをする必要がある。

表1 金利・為替・株価の予想水準

(単位:円, %, 円/ドル)

項目	年度/月	2004年度		2005年度		
		12月 (予想)	05年3月 (予想)	05年6月 (予想)	05年9月 (予想)	12月 (予想)
無担コ-ル 翌日物		0.001 ~ 0.01	0.001 ~ 0.01	0.001 ~ 0.01	0.001 ~ 0.01	0.001 ~ 0.01
TIBORコ-ロ円(3ヶ月)		0.10 ± 0.02	0.10 ± 0.02	0.10 ± 0.02	0.10 ± 0.02	0.10 ± 0.02
短期プライムレ-ト		1.375	1.375	1.375	1.375	1.375
新発10年国債利回		1.55 ± 0.20	1.50 ± 0.25	1.50 ± 0.30	1.60 ± 0.20	1.70 ± 0.25
為替相場	円/ドル	107.5 ~ 112.5	105.0 ~ 110.0	102.5 ~ 107.5	105.0 ~ 110.0	107.5 ~ 112.5
	ユーロ/円	130.0 ~ 135.0	130.0 ~ 135.0	127.5 ~ 132.5	130.0 ~ 135.0	130.0 ~ 135.0
日経平均株価		10,750 ± 500	10,500 ± 750	10,000 ± 500	10,500 ± 750	11,000 ± 1,000

(月末値。実績は日経新聞社およびBloomberg社調べ。)

ここ1ヶ月程度の金融市場概況

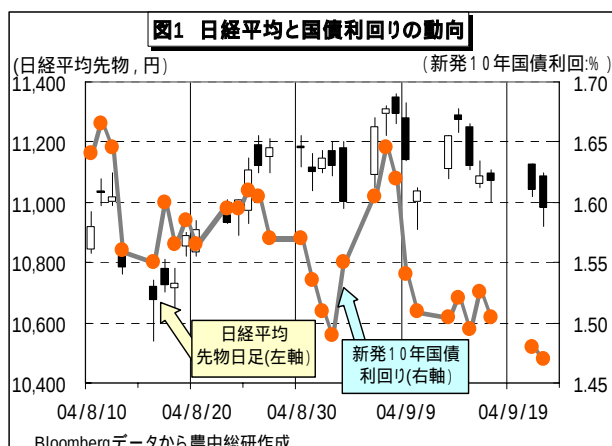
景気減速の見方が市場の中で強く、債券堅調(長期金利は低位安定)・株価低迷の展開となった。

9月上旬に発表された、米国の8月非農業部門雇用者数の盛り返し(7月の7.3万人増から14.4万人増へ)やわが国『法人企業統

計(4~6月期)』が強い内容であったことから、景気減速は一時的との見方が出て債券利回りは上昇しかけた。しかし、直後に発表となった『7月機械受注(除く電力・船舶)』の前月比二桁減少(▲11.3%減)に続き、GDP2次速報の大幅上方改定期待が外れたこと(前四半期: +0.4%から+0.3%へ▲0.1%下方修正)および米国でも景気減速観測を強める経済指標が多く、債券利回りは一転、低下をたどった。

国債の大量償還に伴う買い期待と9月中旬期末を控えた売り売りの綱引きから、金利低下のスピードは一時鈍ったが、景気悪化懸念の強まりと株価下落から、24日に新発10年国債利回りは1.41%に低下した。

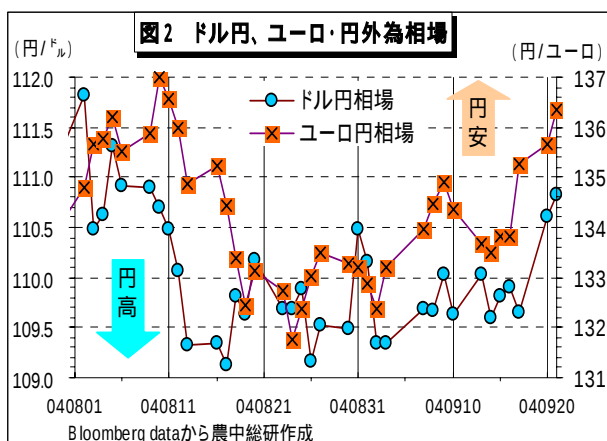
一方、株価指数は小動きに終始。日経平均



株価は8月下旬に11,000円台を回復。辛うじて11,000円を維持しているが、米国の株価下落や景気減速懸念などから、9月22日には11,000割れとなった(以上、図1)。需給的にも悪化が見られ、9月10日までの週で、個人投資家が5週連続の売り越しとなったことに加え、外国人投資家が7週ぶりに売り越しとなった。

為替相場では、ドル円が110円/ドルを挟み狭い範囲で方向感に乏しい動きが続いた。ユーロ・ドル相場も1ユーロ = 1.20ドル台 ~ 1.23ドル前半の狭いレンジの動きであった(図2)。

なお、ニューヨーク原油先物(WTI)は8月19日に48.70ドル/バレルの最高値をつけた後、9月初めにかけ42ドル台前半まで下落したが、足元で再上昇し22日には1バレル = 48ドル台に乗った。わが国の輸入原油の価格指標となる中東ドバイ産原油価格も36ドル/バレル台に戻しており、前年比では5割高の上昇である。他の国際商品市況については、上昇をたどって来た石油化学製品がようやく上昇一服。穀物も下落基調を継続しているが、工業用金属



市況が中国等アジア地域での需給タイト観測から高止まりし、金など貴金属もインフレ懸念を背景に反発基調を持続している。

(金融市場や経済指標の解説などについては、当総研HP:「Weekly 金融市場」も参照されたい。)

金融市場の見通しと注目点

債券相場 =

長期金利の低下余地はあるが・・・

当総研は、GDP 2次速報を受けた経済見通し改定でも基本となる考え方は変えておらず、04年度下半期以降の景気の先行きに対して慎重な見方を持っている。

わが国の実質GDP成長率は、04年度上半期の前年同期比: +4.3%から下半期には同: +2.4%に低下すると予測。さらに05年度には一段と成長率が低下(年度通算で+1.3%)すると見ている(後添P. 7:「経済見通し」参照)。

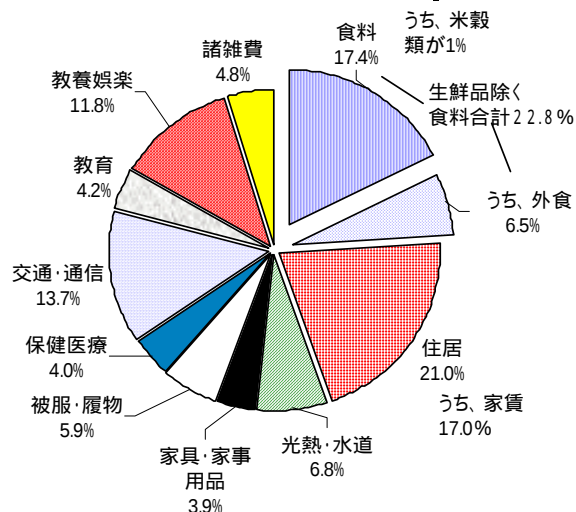
また、消費者物価について、04年10~12月期に米価など03年度中の押し上げ要因が剥落する半面、原油高騰に伴う価格転嫁などから一時的にプラスに浮上すると可能性があると考えているが、その後は小幅な下落基調が続くと見込んでおり、05年度消費者物価変化率は▲0.2%の下落を予想している。

消費者物価指数の構成品目のなかで下落品目が依然多く、物価の押し下げ圧力は大きい(図3)。たとえば、指数の約17%のウエイトを占める家賃は賃貸住宅の需給緩和傾向などから小幅な下落基調にある。また、規制緩和に伴う競争などを背景に、合理化利益の利用者還元への電力料金値下げが、東電に続き中電、九電で発表されている¹。固定電話通信用料も料金競争が予想される。

技術革新・生産性向上効果が大きいエレクトロニクス関連では、テレビ、パソコン、AVなどの教養娯楽用耐久財は二桁台(約▲12%)の下落、冷蔵庫や洗濯機などの家庭用耐久

¹東電は04年10月から5.21%値下げ。
『燃料費調整制度』による引き上げ分(約1%)を差し引いた約4%が実質値下げ分となる。

図3 生鮮食品を除く消費者物価指数の構成比



(注) 耐久消費財のウエイトは5.7%、石油製品(ガソリン、灯油)は2.2%
総務省「消費者物価統計指数月報」より農中総研作成

財も▲4%弱の値下がりが続いている。

原油等国際商品市況の動向次第で今後も多少のブレはあるだろうが、消費者物価が上昇する状況にはない、と言うことが出来よう。なお、10月末発表の日銀政策委員による「経済・物価情勢の展望」の05年度の消費者物価(大勢)見通しについて、金融市場関係者の間ではマイナス予想が多くなっていると思われる。

以上、景気の減速化(成長率の低下)と消費者物価の小幅下落を前提に、実質長期金利の平均水準^{注1}も加味して考えて、この先1年程度の新発10年国債利回りの中心レンジを1.5～1.6%と予想する。

なお、今後、実際に景気下降が明らかになれば、中期債ゾーンと長期債ゾーンのイールドスプレッドの平坦化(利回り差縮小)などから、前述の長期金利の予想レンジから▲0.

注1 デフレが深まった90年代後半以降、現在までの実質長期金利(=新発10年国債利回り-消費者物価前年同月比)は平均1.8%程度。標準偏差(σ)=0.4%である。

4%前後、利回りが下ブレする可能性もありえよう。

とはいえ、マクロ的需給ギャップの縮小、世界的な一次産品・素材需給の引き締め傾向などから、デフレ圧力は後退しているという認識を持っている。次の景気上昇局面におけるデフレ脱却の可能性は十分にある。したがって、来年にかけて長期金利が相当幅で低下することがあっても、中期的な観点では持続可能な(低)利回り水準ではないと考える。

株式相場

= 05年度の増益シナリオを 現在は織り込みにくい

10月下旬から本格化する9月中間決算では、自社予想を上回る好業績会社が続出しよう。これらの業績好調銘柄を中心に、買い直される可能性がある。したがって超短期的に一定の株価反発もありえるが、上値は引き続き慎重に見ている。

まず、景気モメンタムが今後、後退する可能性と、比較される03年度のベースが高くなっていることから、04年度後半の増益ペースはかなり鈍化することを視野に置くべきだろう。

表2 日経平均構成銘柄の業績予想 (前年度比%)

年度		03年度	4年度	5年度
区分	銀行・証券除く日経平均構成	2.1	2.9	2.5
	うち製造業	2.6	5.1	2.9
経常利益増減率	銀行・証券除く日経平均構成	26.5	17.9	3.3
	うち製造業	28.5	19.3	9.7

Bloomberg(東洋経済収益予想)データから農中総研作成

(注) 銀行・証券を除く

さらに、05年度の業績予想(『東洋経済新報社・四季報』の予想集計)では全体で+3.3%、製造業では二桁近い経常増益予想とな

っている²。しかし、前述の05年度の経済見通し・成長率予測に照らして、このような05年度の増益シナリオが現状では描き切れず、投資家心理を前向きにする条件は整っていない。

このような状態で、株価反発局面の主役であった外国人投資家および個人投資家の買い意欲が急回復することは見通しにくい。むしろ、年末にかけて、内外景気の悪化兆候が一段と鮮明になれば、下落リスクが高まることもありえよう。景気好転材料に乏しい現状では、年末から05年前半にかけて軟調な相場展開を予想する。

為替相場

= 05年年明け以降の動きを警戒

米国の大統領選前には為替相場の変動幅が縮小する傾向があるが、大統領選(投票日は11月2日)が終るまでは材料も乏しく、為替市場参加者がポジションを傾けにくい状況が続くと思われる(図4)。

本誌発行時には終了しているが、10月1日のG7財務相・中銀総裁会議でも為替は主

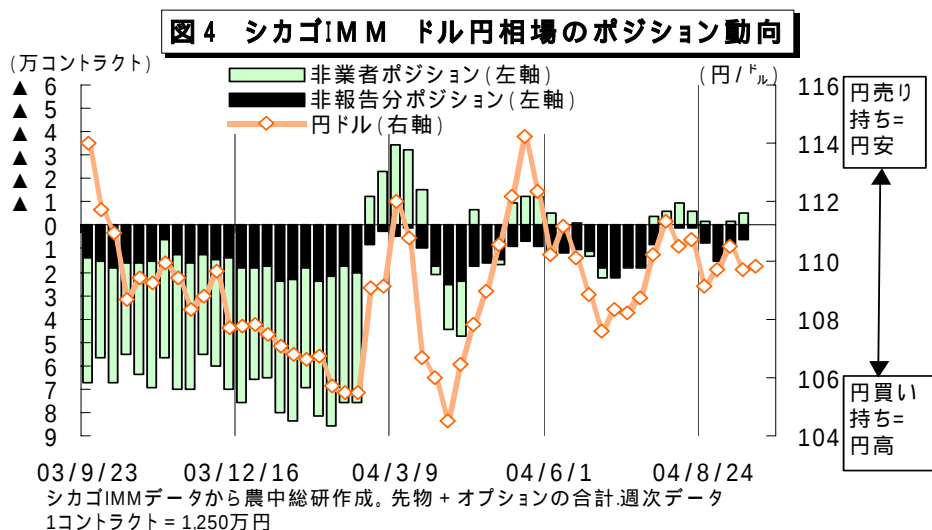
要議題とならないだろう。

今回も大統領選が終り、主要政権スタッフのあらましが決まる年末頃まではレンジ相場の動きが続く、と予想する。

大統領選の帰趨は予断を許さないが、民主党ケリー・エドワーズ陣営の通商強硬、為替介入への否定的スタンスから為替政策的にはドル安政策として受け止められることに留意しておきたい。また、米国の政策金利引き上げが終局に入ったという見方が強まるなかで、日米金利差の拡大期待というドル下支え材料は小さくなる。

05年年明け以降、ドル安・円高に動く可能性を警戒する必要があると思われる。

(04.09.24)



² 通信、海運の減益予想が足を引っ張り非製造業全体の利益が減益となる予想だが、それを除く個社ベースでは増益持続の予想となっている。

内外金融市場データ

(農中総研 調査第二部 国内経済金融班作成)

日付	長期金利				短期金利					外国為替			内外株価指数				海外金利			その他		
	新発10年国債利回	債先10年物期近価格	みずほコーポ新発5年金融債利回	金・利スワップレート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	金利先物(利回り)中心限月	円ドル・スポットレート東京17:00現在	ユーロ・ドル・スポットレート	ユーロ・円・スポットレート東京17:00現在	日経平均(225種)	TOPIX終値	NYダウ工業株30種平均	ナスダック総合	米国財務省証券10年物国債利回	LIBORドル3ヵ月	独国10年物国債利回	NY金先物・期近	WTI期近	OPECバスケット価格
04/08/02	1.880	133.38	1.042	1.034	0.001	0.0892	0.051	0.103	0.310	110.96	1.203	133.14	11,222.24	1,135.64	10,179.16	1,892.09	4.449	1.69	4.200	391.70	43.82	39.04
04/08/03	1.845	133.52	1.040	1.023	0.001	0.0892	0.051	0.101	0.305	110.92	1.206	133.34	11,140.57	1,127.03	10,120.24	1,859.42	4.424	1.70	4.191	394.00	44.15	39.33
04/08/04	1.785	134.19	0.982	0.966	0.001	0.0892	0.053	0.100	0.280	111.32	1.205	133.91	11,010.02	1,114.76	10,126.51	1,855.06	4.418	1.70	4.178	392.20	42.83	39.29
04/08/05	1.730	134.69	0.946	0.939	0.001	0.0892	0.051	0.100	0.275	111.04	1.205	134.79	11,060.89	1,116.85	9,963.03	1,821.63	4.400	1.71	4.152	392.30	44.41	39.55
04/08/06	1.685	135.13	0.903	0.910	0.002	0.0892	0.051	0.100	0.260	111.62	1.228	135.65	10,972.57	1,107.12	9,815.33	1,776.89	4.220	1.71	4.074	399.80	43.95	39.67
04/08/09	1.630	135.61	0.873	0.867	0.002	0.0892	0.050	0.100	0.240	110.38	1.227	135.76	10,908.70	1,101.57	9,814.66	1,774.64	4.256	1.67	4.079	400.70	44.84	40.04
04/08/10	1.640	135.65	0.878	0.872	0.001	0.0892	0.051	0.100	0.240	110.63	1.224	136.22	10,953.55	1,105.02	9,944.67	1,808.70	4.289	1.68	4.065	400.00	44.52	40.00
04/08/11	1.665	135.30	0.918	0.903	▲ 0.002	0.0892	0.050	0.100	0.250	111.25	1.222	135.51	11,049.46	1,121.11	9,938.32	1,782.42	4.271	1.71	4.093	395.50	44.80	40.08
04/08/12	1.645	135.56	0.893	0.879	0.002	0.0892	0.050	0.100	0.250	110.63	1.225	135.87	11,028.07	1,117.22	9,814.59	1,752.49	4.254	1.71	4.072	394.30	45.50	40.76
04/08/13	1.560	136.17	0.851	0.826	0.001	0.0892	0.051	0.100	0.220	111.94	1.237	136.99	10,757.20	1,096.81	9,825.35	1,757.22	4.227	1.72	4.047	398.90	46.58	41.33
04/08/16	1.550	136.37	0.828	0.807	0.001	0.0892	0.053	0.100	0.210	110.92	1.236	136.58	10,687.81	1,084.64	9,954.55	1,782.84	4.262	1.72	4.089	402.90	46.05	41.70
04/08/17	1.600	135.97	0.862	0.836	0.001	0.0892	0.051	0.100	0.210	110.36	1.235	135.99	10,725.97	1,089.93	9,972.83	1,795.25	4.190	1.73	4.068	404.40	46.75	41.75
04/08/18	1.565	136.21	0.838	0.814	0.001	0.0892	0.050	0.100	0.210	109.93	1.234	134.85	10,774.26	1,094.88	10,083.15	1,831.37	4.236	1.73	4.082	404.30	47.27	42.07
04/08/19	1.585	135.94	0.859	0.840	0.002	0.0892	0.051	0.100	0.220	109.51	1.236	135.23	10,903.53	1,107.48	10,040.82	1,819.89	4.213	1.74	4.074	407.10	48.70	42.60
04/08/20	1.565	136.13	0.845	0.829	0.001	0.0892	0.053	0.100	0.215	109.12	1.232	134.44	10,889.14	1,109.84	10,110.14	1,838.02	4.232	1.74	4.063	413.20	47.86	43.16
04/08/23	1.595	135.84	0.872	0.850	0.002	0.0892	0.053	0.100	0.225	109.36	1.214	133.38	10,960.97	1,114.24	10,073.05	1,838.70	4.283	1.75	4.116	410.50	46.55	42.27
04/08/24	1.595	135.94	0.870	0.847	0.002	0.0892	0.053	0.100	0.225	109.81	1.208	132.45	10,985.33	1,116.60	10,098.63	1,836.89	4.271	1.76	4.115	403.00	45.59	41.43
04/08/25	1.610	135.66	0.897	0.870	0.001	0.0892	0.051	0.100	0.230	109.72	1.208	133.13	11,130.02	1,128.92	10,181.74	1,860.72	4.261	1.77	4.078	407.90	43.47	40.45
04/08/26	1.605	135.83	0.883	0.855	0.001	0.0892	0.052	0.100	0.225	110.11	1.210	132.72	11,129.33	1,130.06	10,173.41	1,852.92	4.209	1.78	4.068	407.40	43.10	39.02
04/08/27	1.570	136.24	0.849	0.824	0.001	0.0892	0.052	0.100	0.200	109.44	1.201	131.75	11,209.59	1,137.78	10,195.01	1,862.09	4.227	1.79	4.071	403.30	43.18	39.05
04/08/30	1.570	136.25	0.842	0.821	0.002	0.0867	休場	0.098	0.195	110.14	1.205	132.37	11,184.53	1,138.02	10,122.52	1,836.49	4.176	休場	4.065	408.40	42.28	38.48
04/08/31	1.535	136.60	0.808	0.789	0.001	0.0850	0.052	0.098	0.185	109.86	1.218	133.01	11,081.79	1,129.55	10,173.92	1,838.10	4.117	1.80	4.023	410.90	42.12	38.15
04/09/01	1.510	136.81	0.791	0.768	0.002	0.0842	0.052	0.098	0.170	109.43	1.219	133.51	11,127.35	1,135.62	10,168.46	1,850.41	4.113	1.80	4.040	409.30	44.00	38.81
04/09/02	1.490	136.90	0.793	0.759	0.001	0.0842	0.052	0.098	0.170	109.43	1.218	133.27	11,152.75	1,137.59	10,290.28	1,873.43	4.213	1.81	4.071	406.50	44.06	39.68
04/09/03	1.550	136.77	0.808	0.774	0.001	0.0842	0.052	0.098	0.180	109.63	1.206	133.21	11,022.49	1,124.65	10,260.20	1,844.48	4.295	1.82	4.148	401.00	43.99	39.12
04/09/06	1.605	136.34	0.850	0.818	0.002	0.0842	0.052	0.098	0.190	110.11	1.206	132.88	11,244.37	1,143.04	休場	休場	4.291	1.85	4.136	休場	休場	38.66
04/09/07	1.645	136.01	0.870	0.842	0.002	0.0842	0.052	0.098	0.190	109.74	1.211	132.39	11,298.94	1,144.70	10,342.79	1,858.56	4.238	1.86	4.142	397.90	43.31	38.13
04/09/08	1.620	136.13	0.854	0.833	0.001	0.0842	0.051	0.098	0.185	109.49	1.218	133.19	11,279.19	1,144.13	10,313.36	1,850.64	4.159	1.86	4.136	399.90	42.77	38.19
04/09/09	1.540	136.83	0.797	0.779	0.001	0.0833	0.051	0.098	0.170	109.60	1.221	133.95	11,170.96	1,133.12	10,289.10	1,869.65	4.195	1.87	4.080	398.90	44.61	38.74
04/09/10	1.510	137.15	0.778	0.758	0.001	0.0817	0.052	0.098	0.160	110.09	1.226	134.46	11,083.23	1,126.36	10,313.07	1,894.31	4.186	1.87	4.057	402.30	42.81	38.82
04/09/13	1.505	137.26	0.782	0.759	0.001	0.0800	0.053	0.098	0.160	109.62	1.226	134.90	11,253.11	1,138.84	10,314.76	1,910.38	4.135	1.88	4.071	404.50	43.87	38.30
04/09/14	1.520	137.21	0.789	0.768	0.001	0.0792	0.053	0.098	0.235	109.76	1.225	134.36	11,295.58	1,141.70	10,318.16	1,915.40	4.124	1.88	4.058	406.00	44.39	39.07
04/09/15	1.495	137.37	0.770	0.746	0.001	0.0792	0.052	0.098	0.220	109.46	1.215	133.67	11,158.58	1,128.43	10,231.36	1,896.52	4.164	1.89	4.063	405.30	43.58	39.02
04/09/16	1.525	137.18	0.782	0.760	0.001	0.0792	0.052	0.098	0.225	109.72	1.218	133.50	11,139.36	1,122.01	10,244.49	1,904.08	4.072	1.91	4.053	405.00	43.88	38.44
04/09/17	1.505	137.46	0.759	0.736	0.001	0.0792	0.052	0.098	0.215	109.75	1.219	133.83	11,082.49	1,118.55	10,284.46	1,910.09	4.106	1.91	4.025	406.10	45.59	39.50
04/09/20	休場	休場	休場	休場	休場	休場	0.053	休場	休場	休場	1.218	休場	休場	休場	10,204.89	1,908.07	4.056	1.92	4.010	405.50	46.35	40.20
04/09/21	1.480	137.73	0.742	0.721	0.002	0.0792	0.053	0.098	0.215	109.97	1.234	135.27	11,080.87	1,116.02	10,244.93	1,921.18	4.035	1.93	4.017	408.50	47.10	40.71
04/09/22	1.470	137.90	0.732	0.711	0.001	0.0792	0.053	0.098	0.220	110.03	1.227	135.67	11,019.41	1,114.08	10,109.18	1,885.71	3.978	1.94	3.979	407.40	48.35	41.75
04/09/23	休場	休場	休場	休場	休場	休場	0.053	休場	休場	休場	1.227	休場	休場	休場	10,038.90	1,886.43	4.016	1.95	3.948	411.00	48.36	N.A.
04/09/24	1.410	138.29							0.215	110.68	1.227	135.79	10,895.16	1,102.37			4.008		3.964			N.A.

(Bloomberg データから作成)

最終日(為替レート)は15:30現在。

情勢判断

国内経済金融

2004・2005 年度経済見通し

～ 4 ～ 6 月期 GDP 2 次速報を受けて ～

国内経済金融班

9月10日に発表された4～6月期のGDP2次速報値は、1次速報値から▲0.1%ポイント下方修正され、前期比+0.3%となった。民間企業設備、民間住宅が上方修正されたが、公的固定資本形成のマイナス幅拡大と民間在庫の増加幅縮小が引き下げ要因となった。

この結果と最近発表された経済指標から当社は以下のように経済見通しを修正したが、基本的な見通しの考え方に変化はない。

04年7～9月期以降の主な修正点は、民間設

備投資の下方修正、民間住宅の上方修正、公的固定資本形成の上方修正である。については、機械受注の減少や経済の先行き不透明感が高まっていることを考慮した。は、最近発表された住宅着工統計などから一定量の住宅投資が見込めると判断した。については、公共工事の発注のズレ込みや災害復旧工事を勘案した。

実質GDP成長率は前回発表と変わらず、04年度は前年比3.2%、05年度は同+1.3%である。

2004・2005 年度 国内経済見通し総括表（前年比）

	単位	2003年度 通期	2004年度 通期	2005年度 通期
名目GDP	%	0.8	1.3	0.4
実質GDP	%	3.2	3.2	1.3
国内民間需要	%	4.0	3.6	1.3
民間最終消費支出	%	1.4	2.4	1.4
民間住宅	%	0.3	0.8	▲ 0.9
民間企業設備	%	12.2	8.7	2.0
民間在庫増加	10億円	1,430.2	649.7	125.0
国内公的需要	%	▲ 2.5	▲ 0.8	1.0
政府最終消費支出	%	1.0	1.7	1.8
公的固定資本形成	%	▲ 12.1	▲ 8.8	▲ 2.2
財貨・サービスの純輸出	10億円	18,765.8	22,427.0	23,281.7
輸出	%	11.0	10.6	2.0
輸入	%	4.9	7.3	1.2
内需寄与度（前年比）	%	2.4	2.5	1.2
民間需要（"）	%	3.0	2.7	1.0
公的需要（"）	%	▲ 0.6	▲ 0.2	0.2
外需寄与度（"）	%	0.8	0.7	0.1
デフレーター（前年比）	%	▲ 2.3	▲ 1.8	▲ 0.9
国内企業物価（"）	%	▲ 0.5	1.2	0.0
総合消費者物価（"）	%	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.2
完全失業率	%	5.1	4.6	4.6
経常収支	兆円	17.3	17.6	17.3
貿易収支	兆円	13.3	15.1	15.5

（注）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	2003年度 通期	2004年度 通期	2005年度 通期
為替レート	ドル/円	113.0	109.3	106.3
通関輸入原油価格	ドル/バレル	29.5	37.5	33.8

2004・2005年度 国内経済見通し
(前期比)

	単位	2004年度					2005年度				
		通期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	通期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期
実質GDP	%	3.2	0.3	0.5	0.5	0.3	1.3	0.6	▲ 0.1	0.2	0.4
国内民間需要	%	3.6	0.4	0.5	0.5	0.3	1.3	0.7	▲ 0.2	0.1	0.3
民間最終消費支出	%	2.4	0.6	0.4	0.2	0.2	1.4	0.4	0.6	0.3	0.4
民間住宅	%	0.8	0.4	0.2	▲ 0.5	▲ 0.9	▲ 0.9	0.0	0.1	▲ 0.1	▲ 0.2
民間企業設備	%	8.7	1.2	1.9	2.0	1.1	2.0	0.6	▲ 0.5	▲ 0.6	▲ 0.3
国内公的需要	%	▲ 0.8	▲ 1.3	1.1	0.6	0.2	1.0	0.1	0.2	0.0	▲ 0.1
政府最終消費支出	%	1.7	0.3	0.4	0.4	0.4	1.8	0.4	0.6	0.3	0.4
公的固定資本形成	%	▲ 8.8	▲ 7.0	3.2	1.2	▲ 0.4	▲ 2.2	▲ 1.1	▲ 1.2	▲ 1.6	▲ 1.9
財貨・サービスの純輸出	10億円	22427.0	22925.0	22183.7	22250.3	22349.0	23281.7	22655.6	22637.6	23400.9	24432.8
輸出	%	10.6	3.5	▲ 0.2	0.3	0.2	2.0	0.4	0.4	1.2	1.6
輸入	%	7.3	1.9	1.1	0.3	0.1	1.2	0.0	0.6	0.3	0.4
国内企業物価 (前年比)	%	1.2	0.9	1.8	1.2	0.9	0.0	0.4	0.2	▲ 0.2	▲ 0.3
総合消費者物価 (")	%	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.1	0.1	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2
完全失業率	%	4.6	4.6	4.6	4.5	4.5	4.6	4.5	4.5	4.6	4.7
経常収支(季節調整値)	兆円	17.6	4.8	4.2	4.4	4.3	17.3	4.2	4.1	4.3	4.6
貿易収支(季節調整値)	兆円	15.1	3.9	3.8	3.8	3.7	15.5	3.8	3.8	3.9	4.1
為替レート(前提)	ドル/円	109.3	109.7	110.0	110.0	107.5	106.3	107.5	107.5	105.0	105.0
通関輸入原由価格(前提)	ドル/バレル	37.5	34.9	37.5	40.0	37.5	33.8	35.0	35.0	32.5	32.5

中小企業金融を中心とする銀行貸出を巡る動向

南 武志

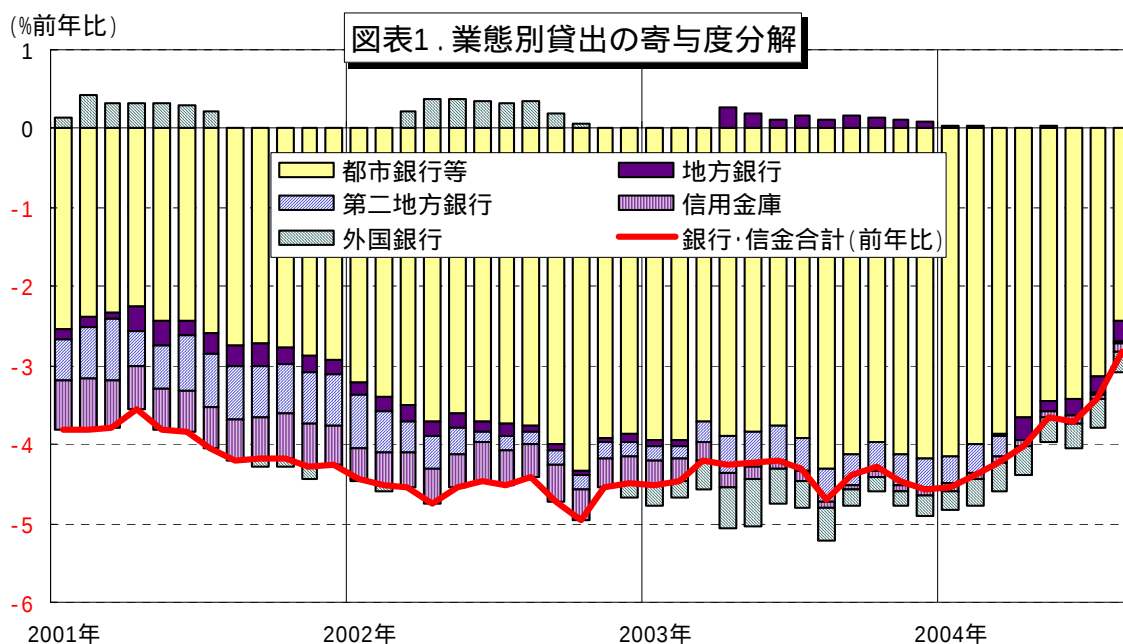
銀行貸出は1997年以降減少傾向にあるが、2004年に入ってからその減少率の縮小が目立ち始めている。この背景を分析するとともに、現在銀行が注力している中小企業金融に関する新しい動きがどのように影響するのか展望してみる。

減少率が縮小した銀行貸出

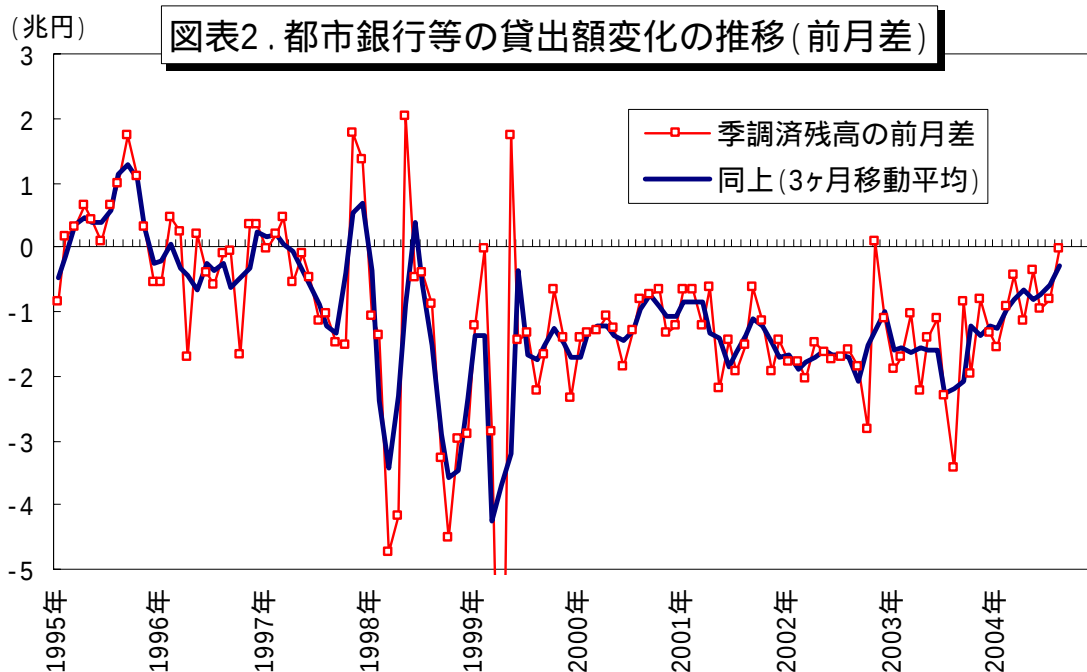
8月の「貸出・資金吸収動向(速報)」によると、銀行・信金の貸出額合計は前年比▲2.8%と、2004年に入ってから減少幅が目立って縮小し始めている。内訳を見ると、都銀等(旧来の都銀・長信銀・信託銀行)の減少率の縮小が顕著であり、2003年12月には前年比▲8.3%であったものが、04年8月には同▲4.9%となっている。03年度中は概ね貸出残高が増加していた地銀や、04年4~6月期は増

加に転じていた第二地銀は足許では再び前年比マイナスで推移している。また、信金・外国銀行についても減少率にあまり変化が見られないことから、貸出減少率の縮小に貢献したのは都銀等であることがわかる。業態別の寄与度分解からも同様の結論が出る(図表1)。

実際に、都銀等の貸出額の推移を見ると、減少傾向は依然として続いているものの、このところ急速に減少が止まりつつあることがわかる(図表2)。全般的に見れば、依然として不良債権処理に追われる金融機関が多いも事実であるが、一方でいち早くそれに目処をつけた大手銀行では、収益力強化に向けて中小企業向け金融や個人向け住宅ローンなどのリテール戦略を強化し始めている。貸出額の変化とは、既存貸出債権を回収・償却した



(資料) 日本銀行



(資料) 日本銀行 (注) 季節調整(X-12-ARIMA)は当社による

額と、新たに貸出を行った額との差額である。かねてから金融システム正常化に向けた貸出債権整理の動きと、景気回復下での新規貸出増加の動きとが共存していることが指摘されていたが、最近になってようやく後者の動きが統計の上で明確に出てきたものと考えられる。仮に、先行きも景気回復が持続するのであれば、貸出額の減少幅はかなり縮小する可能性が高いと思われる。

中小企業金融が直面してきた壁

以下では、当面の民間向け貸出の主力を担うと考えられる中小企業向け貸出に絞って、その課題と展望を述べていこう。

バブル期とその後のバブル崩壊、それに続く90年代以降を通じて、中小企業金融を巡る環境は大きな変化を遂げた。以前から中小企業を取り巻く金融環境は大企業と比較して厳しいと捉えられてきたが、それは大企業を優先する信用割当・人為的低金利政策などの他に、中小企業の脆弱な財務力や収益性など、

借り手企業そのものに起因する問題もあった。現状では景気回復が進展し、不良債権問題も大手銀行に関しては概ね峠を越したと考えられるが、中小企業金融を取り巻く情勢は決して緩くなったわけではない。

金融市場には「情報の非対称性」という問題が常に存在するが、それは特に中小企業向け金融において顕著に現れる。中小企業は大企業(上場企業)と比較すると、財務ディスクロージャーが十分ではなく、かつ規模の経済性が働きやすい金融業では中小企業向け貸出に伴う情報生産コストは必然的に高くなる。そのため、中小企業向け貸出金利は、調達コストに対してそうした情報生産コストや信用リスクなどを上乗せしていくと自ずと高くなることは不可避である。

一方で、日本では家計が元本・利払いが保証されている預貯金保有志向が依然として高い^(注1)ことを背景にオーババンキング(銀行部門が過剰である状態)が持続している。また、金融自由化の流れの中で、銀行業に対する

競争制限的規制(いわゆる護送船団方式の金融行政)が緩和していく一方で、銀行業に対する自己資本比率規制など、健全なバランスシートや銀行経営を義務づける新たな規制がうまく機能しない空白の時期が発生した。そのような状況下では過度な貸出競争が働きやすく、中小企業向けの貸出金利は当該企業の信用リスクに応じた金利設定がされにくかった面がある。このことは景気後退が金融機関経営に悪影響を及ぼしている場合や金融逼迫時には、中小企業向けの貸出が抑制されやすい原因にもなっている。実際に、金融システム不安が顕在化した1990年代後半には「貸し渋り(クレジット・クランチ)」、「貸し剥がし」という言葉に象徴されるように、中小企業向け金融は大きく圧迫されたことは記憶に新しい。

(注1)なお、最近のデフレ経済下では、預金の実質金利が相対的に高く、株式市場のパフォーマンスが低かったことを考慮すれば、決して非合理的な資産選択行動であったというわけではない、との意見も指摘されている。

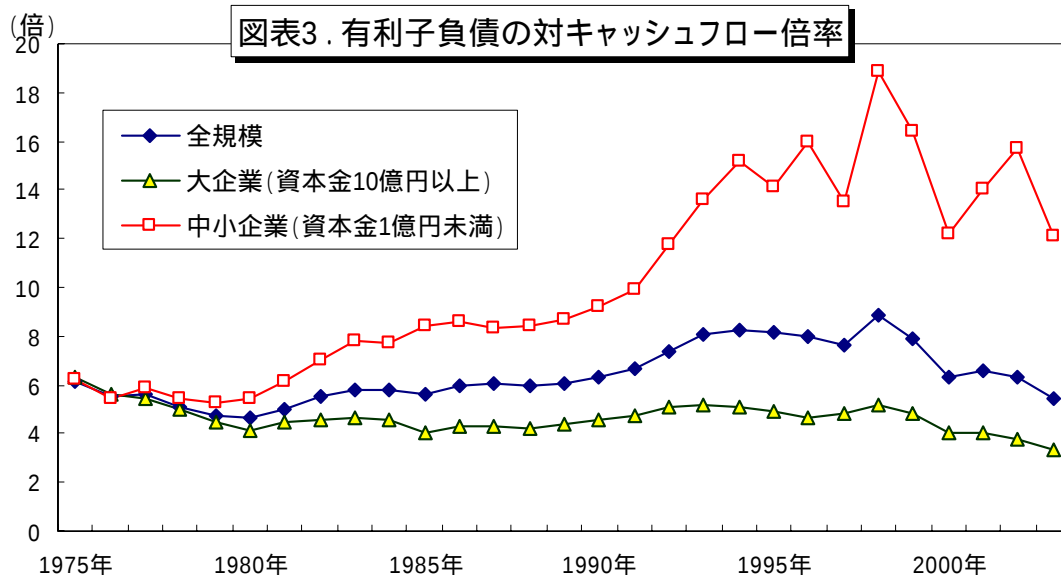
中小企業金融の新たな展開

こうした状況に対して、この数年、中小企業金融に関する新しい動きが出てきている。これは、大企業の資金調達が多様化して銀行依存度が低下している中で、中小企業・個人向けの貸出などいわゆるリテール金融を収益の柱とする経営方針を多くの金融機関が採用していることが背景にある。その代表的な取り組みとしては、各都道府県の信用保証協会が保有する企業信用情報データベースを活用したクレジット・スコアリング、シンジケート・ローンの活用、中小企業向け貸出債権を担保とす

る証券化、無担保・第三者保証不要のビジネス向けローンの展開などを挙げることができる。こうした動きによって、信用リスクに応じた適正なスプレッドを反映した金利設定への動きが本格化しようとしている。

特に、証券化の動きに関しては、史上稀に見る金融緩和を採用したにも関わらず、実態経済への波及効果があまりないことに悩む日本銀行によって全面的にサポートされている。日銀は時限的ながら中堅・中小企業関連資産を主たる裏付資産とする資産担保証券の買入れオペをすることで、マーケット規模の拡大を目指している。こうしたことを通じて、これまで抜け落ちていたミドルリスク部分の価格付けを行う市場を構築して、これを通じた金融政策の効果を高めたいとの狙いもある。

一般的には、証券化を活用することによって、企業・家計は新たな資金調達チャネルを得ることができる一方で、投資家もリスク選好に応じたポートフォリオをより柔軟に構築することが可能となる。また、証券化市場の活性化は、貸出を含む金融取引についてリスクに見合ったリターンの実現に寄与し、新しいビジネスや金融先端分野の発展との相乗効果により金融機関を活性化させることに貢献することも期待されている。さらに、金融機関の貸出を補完するかたちで信用仲介チャネルが多様化すれば、金融システムのリスク耐性を高めることも期待できる。日銀はこのような意識の下で、証券化市場の発展を図るために市場関係者とともに「証券化市場フォーラム」を開催し、具体的な課題や解決の方向性について議論を行うなど、全面的な支援を行っている。



(資料) 財務省「法人企業統計年報」

(注) 有利子負債 = 短期・長期借入金 + 社債、キャッシュフロー = 社内留保金 + 減価償却費 + 引当金

克服すべき課題

このように、現在、多くの銀行がこぞって注力する中小企業向け融資ではあるが、課題すべき点も抱えたままであることには変わりがない。断るまでもなく、中小企業金融とは中小企業の資金調達がその中心的課題である。その際に、彼らが真に必要としているのは貸出という返済義務のある「負債性資金 (debt)」なのか、それとも返済の必要が薄い「資本性資金 (capital)」なのか、をもう一度考える必要がある。

法人企業統計年報によれば、大企業の有利子負債の対キャッシュフロー倍率は足許 03 年度で 3 倍超となっており、中期的に見ても緩やかな低下基調にある。一方で、中小企業についてはピーク時 (1998 年度の 18.9 倍) から比べると大きく低下しているものの、03 年度の段階でも 12.1 倍あり、キャッシュフローをすべて返済に充てたとしても 10 年超もかかる、という姿になっている (図表 3)。このように長期間にわたって返済されない貸出は、融資の回収可能性という問題に直面する銀行として対応しづらいのは事実であるし、中小企業にとって本当に必要なものは返済義務のない資本性資金であろう。そうであるならば、「貸し付けて、

後に回収する」ということを前提とした中小企業向け融資には何らかの工夫が求められることが予想される。こうした面を考えると、中小企業向け融資を専門とする新銀行を創設するより、シーズ・エンジェル向けの資金供給の強化やベンチャー・キャピタルやプライベート・エクイティなどといった形態による中小企業・中堅企業向けの資金供給手法の発展が望ましいだろう。

また、上述のように、証券化市場が発展することの意義は非常に大きい、その本格的な発展に向けても課題は依然として多い。これは、日本の証券化市場の規模が 90 年代後半以降着実に増大しているものの、公募形式での発行市場が小さいため、ディスクローズが限定的であり、流通市場の取引があまり活発化していない点にも現れている。また、債権譲渡や倒産隔離に関する法制度面での環境整備もやや遅れ気味であり、証券化に関するコスト引き下げ寄与のために急ぐ必要がある。

なお、前述した通り、日本の金融環境としてはオーバーバンキングの状況が続いており、その修正には資金の本源のかつ最終的な出し手である家計部門が保有する金融資産が、銀行セクターを通じない形で直接的なリスクマ

ネーへと変化していく必要があるだろう。これが実現していない状況では、所詮銀行部門内だけでリスクが移転するに留まることから、証券化がもたらすはずの真のメリットを享受するには限界があるように思われる。

これからの住宅需要を考える (1)

～ 団塊ジュニア世代の動向が住宅需要決定のポイント～

わたなべ のぶとも
渡部 喜智

(要 旨)

平成15年におこなわれた総務省『住宅・土地統計調査』によれば、空き家率は上昇をたどっており、貸家を含め住戸数の面に限れば充足から余剰化の可能性もうかがわれる。

中期的には、人口ボリュームの大きい団塊ジュニアの自己住宅取得が住宅投資の底上げ要因になると期待される。その半面、新成人人口が2010年には2000年に比べ年間40万人程度減少することが予測されるなど、若年人口の減少から借家需要の減少が懸念される。少子化を伴いながら人口減少時代に入っていく中で、地域における借家需要見通し、借家立地の優劣度などを踏まえ、より投資採算を重視した借家経営が重要になると思われる

住 宅 の 国 勢 調 査

平成15(2003)年10月におこなわれた『住宅・土地統計調査¹』の公表が始まった。同調査は、総務省が昭和23(1948)年から5年ごとに調査を実施。全国の約400万世帯を抽出し、調査票を配布。調査員が実地調査をおこない、その結果を集計し、全数推計したもの。こうした全国的な住宅の居住状態、所有・借家の区分および建築状態などを調査するのは同調査が唯一であり、住宅の国勢調査というべきものである。

最終的には市町単位の数値まで発表され、地域の住宅事情まで分析が可能となるが、とりあえず、21世紀初めの、わが国のマクロ的な住宅事情のあらましを見ることがしたい。

空き家率は上昇継続

平成15年10月の全国の総住戸数は5,387万戸。これに対し、総世帯数は4,722万世帯。一時的現住者等を除く居住世帯が4,684万世帯である。前回(平成10年、以下同じ)に比べ、居住世帯数が292万戸増加したが、住宅数はそれを上回る362万戸増えた(以下、表1)。

その結果、空き家は、前回に比べ83万戸増加し、約660万戸になっている。計算上、「空き家÷総住戸数=空き家比率」は11.5%から12.2%に上昇した。ちなみに、空き家のうち、賃貸・売却目的住宅は398万戸(そのうち賃貸目的の空き家は368万戸)であり、同空き家比率=「空き家÷(借家世帯数+空き家)」は18.8%に高まっている。

ただし、当調査には空き家に関する建築年数や設備等の情報がないので、設備・居住性などから実際に居住可能な借家などの位あるのか、疑問点も残る。実地調

¹ 下記で解説。データ等を見ることが出来る
<http://www.stat.go.jp/data/jyutaku/index.htm>

表1 わが国の住宅事情推移

(万戸, %)

項目 年次	総住宅数	空き家住宅		うち、賃貸・売却用住宅		うち、別荘等 2次的住宅	居住 世帯数	うち、持ち家		うち、借家
	戸数	戸数	空き家 比率	戸数	同空き 家比率	戸数	戸数	戸数	持ち家 比率	戸数
昭和48(1973)	3,106	172	5.5	-	-	-	2,873	1,701	59.2	1,172
昭和53(1978)	3,545	268	7.6	157	11.0	14	3,219	1,943	60.4	1,269
昭和58(1983)	3,861	330	8.6	183	12.4	22	3,471	2,165	62.4	1,295
昭和63(1988)	4,201	394	9.4	234	14.3	30	3,741	2,295	61.3	1,401
平成5(1993)	4,588	448	9.8	262	14.3	37	4,077	2,438	59.8	1,569
平成10(1998)	5,025	576	11.5	352	17.4	42	4,392	2,647	60.3	1,673
平成15(2003)	5,387	660	12.2	398	18.8	50	4,684	2,866	61.2	1,716

総務省「住宅・土地統計調査」から農中総研作成

(注) 空き家率 = 空き家 ÷ 総住宅戸数

賃貸・売却用住宅空き家率 = 賃貸・売却用住宅空き家 ÷ (借家世帯数 + 賃貸・売却用住宅空き家)

持ち家率 = 持ち家 ÷ 居住世帯数

総住宅数 - (空き家 + 居住世帯数) の差は、一時的現住者および建築中住宅

査での誤謬、さらには推計上の誤差も当然ある。

しかし、この空き家率の高さなどから見て、わが国の住宅事情が、少なくとも住戸数の面に限れば余剰時代に入ってきていることを否定できない。

人口減少に向かうなかで、空き家の中古住宅の増加が予想される。この中古住宅の活用・流通促進に目を向けたビジネスや政策支援が重要になって来ている、と思われる。

また、この居住住宅を所有関係別に見ると、戸数ベースでは、自己住宅、借家ともに増えているが、自己住宅(持ち家)世帯比率が前回の60.3%から61.2%に上昇する一方、借家世帯比率が39.7%から38.2%へ低下した。

1990年代末からのデフレの深刻化、IT不況への突入に伴う名目賃金の低迷、失業率の上昇など就業・所得環境は悪化した。それにもかかわらず、不動産価格の下落継続や低金利を追い風に、個人の住宅取得能力は高止まりしたことから、持ち家取得の基調は変わらなかったと言えよう(以上、表1)。

人口構成変化と住宅需要

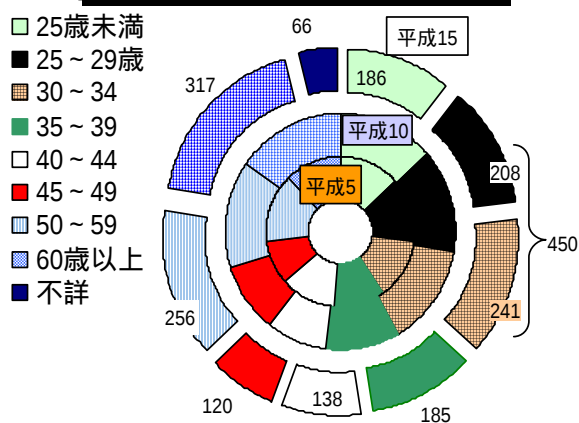
次に、この先、2015年ごろまで予想さ

れる人口構成変化を踏まえると、住宅需要にはどのような展望が考えられるだろうか。

まず、若年人口の中で、人口ボリュームが大きい30～34歳の団塊²ジュニアと呼ばれる世代層の動きが一つのポイントとなるだろう。

前述の『住宅・土地統計調査』によれば、主な家計の担い手が30～34歳層である借家世帯が241万戸。25～29歳層を合

図2 家計の担い手年齢別借家世帯



総務省「住宅・土地統計調査」から農中総研作成

わせると、平成15年現在、合計450万世帯が借家に居住している。これは、現在の

² 「団塊」は堺屋太一氏の著書(『団塊の世代』1976年)がその由来とされる。終戦後、民生が安定し始めた1947年～51年にかけて出生した世代。団塊ジュニアはその子どもたち。限定的には1970年代前半に生まれた現在30～35歳層を指すことが多いと思われる。

借家世帯の4分の1に当たる(図2)。

借家の7割強を占める民営借家においては、28.2%とさらにウエイトが高く、この世代層の貸家需要に占めるボリュームは大きい。

このため、中期的に、人口ウエイトが大きい団塊ジュニアの人々が、加齢とともに分譲マンションや建売住宅を含めた自己住宅取得に動くことにより、住宅着工など民間住宅投資増加と新規住宅ローン需要の底上げが期待される。

また、高度成長期以降に生まれた団塊ジュニアは、それ以前の世代に比べ、物的要求水準の高い「こだわり世代」とも呼ばれる。同時に、意外に堅実な貯蓄指向も指摘されており、住宅の大きさ、設備仕様などの面でも、住宅投資の堅調要因となる期待がある。

団塊ジュニアが借家を去った後

これに対して、団塊ジュニアが自己住宅を取得した後の、借家の空室の穴埋めは決して楽観できるものではない。

団塊ジュニアの5年後(2008年)の自己住宅比率が03年の3割から5割超に上昇すれば、単純計算で借家需要は48万戸減る。

一方、団塊ジュニア以降の若年人口の減少は、借家需要にとって厳しい要因とな

ろう。

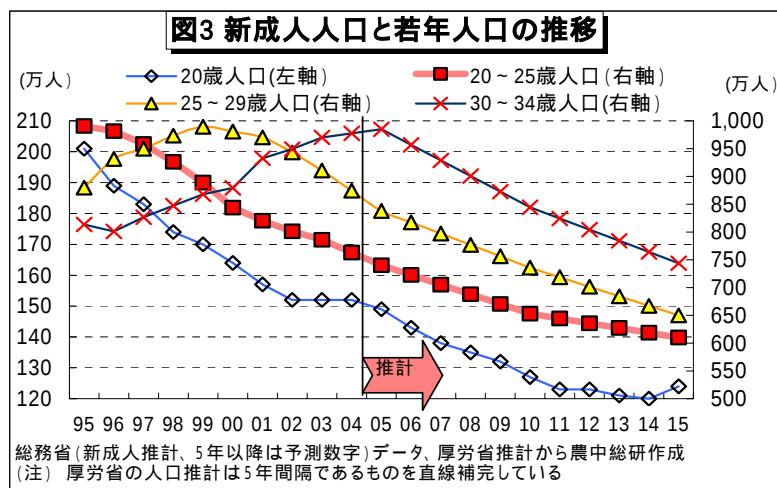
新たな借家居住対象なると20歳・新成人人口を例にとれば、2000年の164万人から2010年前後には120万人台前半に減少する。年間約40万人の人口減少である(以上、図3)。この新成人人口の減少は2015年近辺まで続く。

加えて、進学・就職の地元志向が強まる中で、住所移転を伴う人口移動率の低下傾向も生じている。

これらが複合的に、借家需要減少、特に単身者世帯向けアパート・マンションの賃貸需要減少に作用することは避けられないだろう。

これに対して、高齢借家世帯は今後も増加傾向をたどり、賃貸期間の長期化等借家管理は難しさを増すことが予想される。

少子・高齢化を伴いながら人口減少時代に入っていく中で、地域における借家需要見通し、借家立地の優劣度などを踏まえ、借家の設備ニーズ高度化と改修コストを睨みながら、より投資採算リスクを重視した借家経営が重要になると思われる。



収益性改善の真価が試される製造業

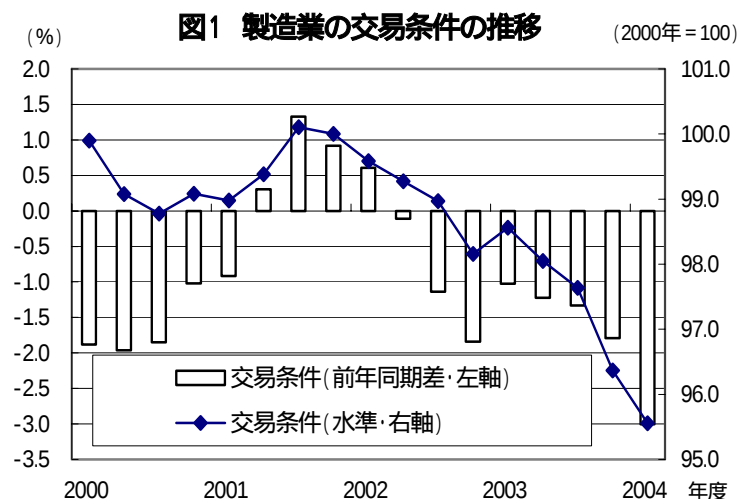
田口さつき

製造業において、販売価格（産出価格）を原材料・中間財の価格（投入価格）で割って算出される指標である交易条件の低下（悪化）が続いている。

製造業の営業利益は、売上高から売上原価と販売費及び一般管理費を引いて産出される。売上原価は、材料費、労務費、製造経費から成る。交易条件はこの中でも製品1単位当たりの材料費と販売価格というモノの価格のみで収益性をとらえたものである。

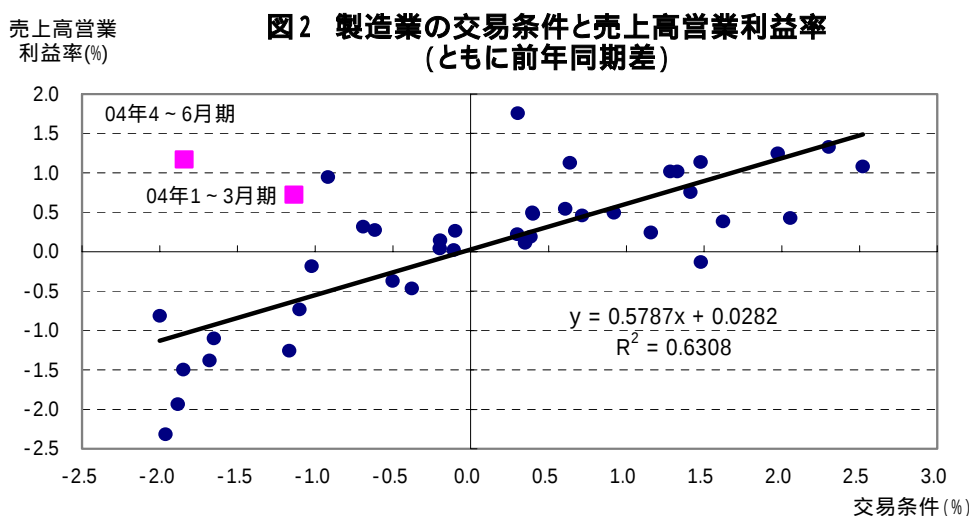
交易条件の変化が営業利益に影響を与えるまでには時間がかかる。過去の経験からいうと、交易条件は営業利益に5四半期（1年3ヶ月）先行して動く。つまり、交易条件が悪化すれば、5四半期後の営業利益が低下する。図2は、5四半期先行させた交易条件と売上高・営業利益率の関係を見たものである。

交易条件は、図1に示すとおり02年7～9月期から前年同月を下回っている。直近の04年4～6月期の



日本銀行「製造業部門別投入・産出物価指数」、財務省「法人企業統計」より農中総研作成

交易条件は、前年同期から▲3ポイントも下落し95.6となった。原材料などの価格上昇分を販売価格に転嫁できず、交易条件の水準としては90年10～12月期の95.2に匹敵する低さとなった。



日本銀行「製造業部門別投入・産出物価指数」、財務省「法人企業統計」より農中総研作成

注1) 交易条件は5四半期(15ヶ月)先行させた

注2) 回帰式は、94年4～6月期と03年10～12月期にまでを対象とした

しかし、交易条件が前年同期比を下回って1年半経過するにもかかわらず、足元では売上高・営業利益率は8期連続して前年同期を上回った。04年4～6月期の売上高・営業利益率は、4.6%と90年代のバブル期や2000年のITバブル期の水準に匹敵するまでに回復している。

この動きを理解するために、売上高・営業利益率の計算式を以下のように分解し、改善の要因を整理してみよう。

$$\begin{aligned} \text{売上高・営業利益率} &= \text{営業利益} \div \text{売上高} \times 100 \\ &= (\text{売上高} - \text{売上原価} - \text{一般管理費}) \div \text{売上高} = \\ &= 1 - (\text{売上原価} \div \text{売上高}) - (\text{一般管理費} \div \text{売上高}) \end{aligned}$$

の第2項である(売上原価÷売上高)を以下のように分解する。

$$\begin{aligned} \text{売上原価} \div \text{売上高} &= (\text{材料費} \div \text{売上高}) + \\ &+ (\text{労務費} \div \text{売上高}) + (\text{製造にかかるその他の費用} \div \text{売上高}) \end{aligned}$$

の(材料費÷売上高)を取り出し、以下のように分解する。

$$\begin{aligned} (\text{材料費} \div \text{売上高}) &= (\text{原材料などの価格} \div \text{販売価格}) \times \\ &(\text{原材料などの投入数量} \div \text{製品数量}) \end{aligned}$$

の(原材料などの価格÷販売価格)は、交易条件に近い概念である。また、の(原材料などの投入数量÷製品数量)は正確な情報がないため、製造工

業の出荷指数を近似的に用いた。継続的な出荷増、つまり生産増は効率を高め、(材料費÷売上高)を低めることが多いのでこの代理変数はあながち間違っていないと思われる。

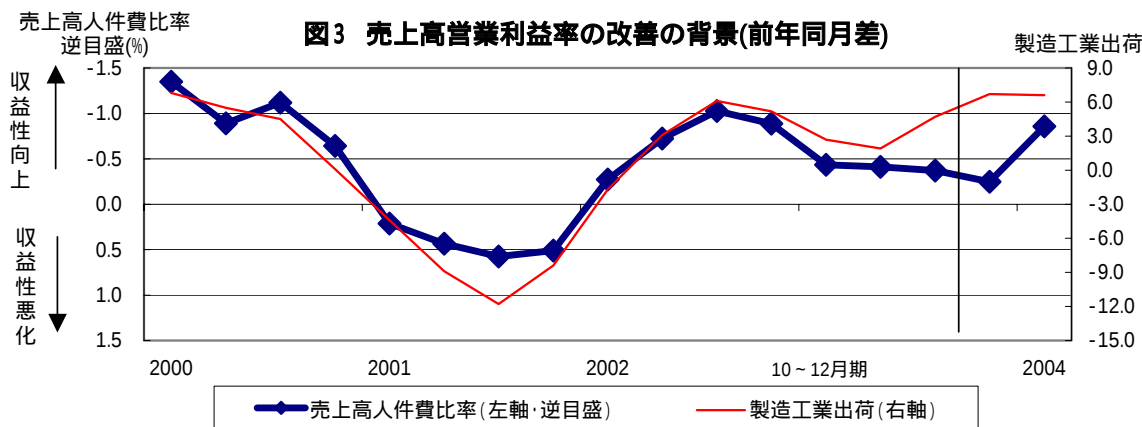
また、の第3項である(一般管理費÷売上高)と(労務費÷売上高)に関し、売上高人件費比率を代理変数とした。

$$\begin{aligned} &(\text{労務費} \div \text{売上高}) + (\text{一般管理費} \div \text{売上高}) \\ &\rightarrow \text{人件費} \div \text{売上高} \end{aligned}$$

この製造工業の出荷指数と売上高人件費比率の前年同月差を図示したのが、図3である。交易条件の悪化の影響がすでにとてもいいはずであるが、製造工業の出荷増加と売上高人件費比率の低下が、売上高・営業利益率の改善に寄与していたことがうかがわれる。

しかし、04年に入って進んだ交易条件の悪化幅の大きさや、足元の出荷が伸び悩んでいる(6月に前月比▲1.3%、7月に同+0.4%)ことを考えると、収益性の悪化は今後徐々に鮮明化するだろう。

ただし、企業は賃金を業績に連動させた給与体系に変更するなどリストラに取り組んできており、過去に比べその低下幅は小さいと思われる。



まだら模様の米国景気拡大と利上げを進める FRB

永井 敏彦

要旨

- ・ 米国経済は今年春から夏にかけての一時的な落ち込みからは幾分立ち直ったものの、依然として力強さを欠いている。また原油価格の高止まりにもかかわらず、物価は比較的落ち着いた動きを続けている。
- ・ FRB は9月21日にFFレート誘導水準を0.25%引き上げ1.75%とした。その背景には、「経済は一時的な減速から抜け出しつつある」という判断がある。
- ・ 経済情勢の大きな変化がない限り、小幅な利上げはもう少し続きそうである。

景気はまだら模様の緩やかな拡大

最近の米国経済は、6月の冷夏等の影響による一時の落ち込みからは幾分立ち直ったものの、依然として力強さを欠いた展開が続いている。

8月の雇用統計によれば、非農業雇用者は対前月(季調済、以下同じ)で144千人増加し、6、7月の増加数(それぞれ96千人、73千人増加)と比較すると多少勢いを取り戻した。しかし企業の景況感を示すISM指数は、8月に製造業が59.0(対前月▲3.0)、非製造業が58.2(対前月▲6.6)と、いずれも景況感の分岐点である50.0を上回っているものの低下した。コンピュータ産業の受注減少が、その背景にあるとみられる。個人消費動向をみると、小売売上高が8月に対前月で▲0.3%と減少するなど、伸びに陰りがみられる。自動車販売台数は6月の落ち込みから7月には回復に転じたが、8月には伸び悩んだ(年率換算値で6月:1,577万台→7月:1,764万台→8月:1,660万台)。また鉱工業生産指数も8月に前月比+0.1%と小幅の上昇にとどまった。

一方、企業在庫が以前と比べるとかなり積み増されており、これが景気拡大を支える役割を果たしている。製造・流通・小売全てを含んだ全企業の在庫高増加率(前年同月比)は

7月に+6.4%となったが、この水準は前回景気のピークであった2000年後半並の高さである。この在庫増加はおおむね売上増加に見合ったペースであり、在庫率(月末在庫高/月商)も1.32と低水準を維持している。

一方物価は、原油価格の高止まりにもかかわらず比較的落ち着いた動きを続けている。8月の物価指数をみると、生産者物価(最終財)は前月比で▲0.1%と低下し、消費者物価は前月比+0.1%と僅かな上昇にとどまった。

FRBが9月8日に発表したBeige Book(地区連銀景況報告)によれば、7月下旬から8月にかけての経済は全体としては拡大を示したが、拡大ペースが弱い地区(セントルイス)から強い地区(サンフランシスコ)まで地域ごとにばらつきがあることが示された。同報告によれば、家計支出は小売売上や住宅販売の不振を反映して、全米の多くの地域で弱まった。他方製造業の活動では、特に資本財・耐久財生産部門が全米にわたり一層の拡大をした。そして、この製造業の好調が運輸サービス業の需要を押し上げた。一方それ以外のサービス需要はまちまちであった。サンフランシスコでヘルスケアや広告サービスへの需要が高まったが、これに対してボストンでは、ソフトウェアとITサービスへの需要が減速した。なお住宅

建設は引き続き高い水準にあるが、いくつかの地域で若干の減速がみられた。

三度目の利上げを実施したFRBの経済情勢判断

FRBは9月21日のFOMC(連邦公開市場委員会)で、FFレート誘導水準を0.25%引き上げ1.75%とすることを決定した。6月29日、8月10日に続く三度目の利上げである(図1)。

FOMC声明文の内容は、前回8月10日とほぼ同様であった。FRBは「今回利上げ後も金融政策のスタンスは引き続き緩和的である」とみており、「慎重に状況をみながら緩和的な政策を解除することは可能である」、という表現も残された。そして経済全般に関する情勢判

断は、「相当なエネルギー価格上昇の影響もあり、今年前半に景気は減速したが、生産は回復力を取り戻し、雇用も緩やかに改善した。エネルギー価格の上昇にもかかわらず、ここ数ヶ月の間にインフレとインフレ期待は弱まった。」というものであった(表1)。この情勢判断は、前回8月10日のFOMC声明文での「エネルギー価格の大幅な上昇を原因として、生産の増加が緩やかとなり、雇用市場の改善が減速した」という表現と比較して、経済が一時的な減速から抜け出しつつあるとの認識をより鮮明に打ち出したものである。

こうした経済情勢の見方は、9月8日に行われたグリーンスパン議長の議会証言の内容にほぼ沿っている(表2)。議長は7月の小売

図1 米国FFレート誘導目標水準・FRBのリスク評価の推移(%)

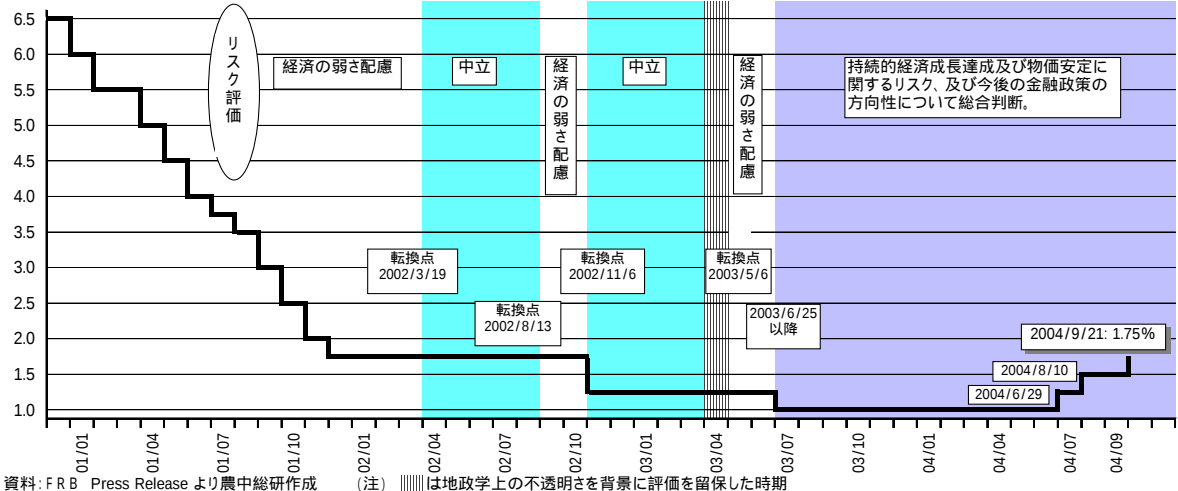


表1 FOMC声明文の内容

	2004年6月30日	2004年8月10日	2004年9月21日
FFレート誘導水準	0.25%引き上げ1.25%	0.25%引き上げ1.50%	0.25%引き上げ1.75%
情勢判断	生産は堅調な速度で拡大している。雇用市場の状況も改善している。直近の物価上昇率はやや高くなっているが、最近数ヶ月にみられた物価上昇の一部は、一過性の要因によるものとみられる。	生産の増加は緩やかになり、雇用市場の状況の改善が減速した。改善が緩やかになったことは相当程度、エネルギー価格の大幅な上昇が原因になっているようだ。しかしながら、経済は今後強い拡大を取り戻すとみられる。物価上昇率が今年やや上向いたが、上昇分は一過性の要因を反映しているとみられる。	相当なエネルギー価格の上昇への反応もあり、今年前半に景気は減速したが、生産は回復力を取り戻し、雇用市場も緩やかに改善した。エネルギー価格の上昇にもかかわらず、ここ数ヶ月の間にインフレとインフレ期待は弱まった。
リスク判断	持続的経済成長達成に関するリスク(今後数四半期)	上振れリスク 下振れリスク	同左
	物価安定に関するリスク	インフレ率が高まる可能性 インフレ率が低下する可能性	同左
今後の金融政策に関する表現	慎重に状況をみながら緩和的な政策を解除することは可能である。それにもかかわらず、経済見通しの変化があれば、物価安定維持という目標達成に必要な範囲内で、それに沿った対応をとる。	同左 (この政策決定後も、金融政策のスタンスは引き続き緩和的であり、力強い生産性の上昇とともに、経済活動を支えるであろう。)	同左

資料：FRB Press Releaseより農中総研作成

上高、住宅着工件数、資本財受注の増加、製造業生産の増加(在庫投資増加が寄与)、及び8月の非農業雇用者増加数の回復を根拠に、「最近のデータは概して、景気拡大が力を取り戻したことを示している」という見解を示した。また物価動向に関しては、原油価格の先行き不透明さや労働コスト上昇要因が現われたことを認めつつも、「ここ数ヶ月の間、インフレまたはインフレ期待は弱まった」という見方を既にこの時点で示していた。そしてその根拠として、石油以外の資材の輸入価格上昇が一服し、企業の仕入価格上昇・利鞘圧迫に伴う製品販売価格上昇圧力が最近弱まってきたことをあげた。

FRB が利上げを継続する背景

以上が FRB の直近の情勢判断であるが、FRB がこれまでの FOMC で3回連続の利上げを実施したうえに、それでも現行の金融政策は緩和的であると表明した背景については、もう一步踏み込んでみる必要がある。景気が

一時の弱さから立ち直ったものの、冒頭説明したとおり8月の経済指標は総じて力強さを欠き、原油価格の先行き不透明感が残りつつもインフレ期待が弱まっているという状況下で、何故利上げが必要かという疑問を持つ人は少なくないと思う。

FRB が利上げを進める理由としては、これまで述べてきた情勢判断以外に、いくつかの指摘がある。まず11月2日の大統領選挙を目前に、FRB が「景気が予想以上に悪化している」という印象が広がるのを回避するための配慮をみせた、という見方がある。次に、政府が年間4,000億ドルを超える財政赤字を抱え、追加的な財政刺激策を打ち出す余裕がないなか、経済の舵取りはFRBの金融政策に大きく依存しており、次の景気後退に備えて政策金利の引き下げ余地を確保する必要があり、利上げが可能な今のタイミングを失ってはならないという判断があった、という見方がある。

この他、BusinessWeek(04/09/20)はグリーンズパン議長証言の内容をもとに、「最近の労

表2 グリーンスパン証言(04/09/08)で示された経済の現状に対する認識

	項目	比較的強い要因を示す表現	比較的弱い要因を示す表現
景気	全般	最近のデータは、概して、景気拡大が力を取り戻したことを示している。	-
	個人消費・住宅投資	6月には弱かったが、7月には改善を示した。	8月前半の小売上の状況はまちまち。
	設備投資	堅調な上昇トレンドにある。	-
	製造業生産	ここ数ヶ月の間増加を続けているが、この理由の一つは、在庫投資の増加を反映したものとみられる。	-
	雇用	8月には、非農業雇用者数が回復した。	今年春頃よりは、弱い。
	物価		
物価	項目	上昇圧力の高まりを示す表現	上昇圧力の落着きを示す表現
	全般	-	8月中旬にかけての原油価格高騰にもかかわらず、ここ数ヶ月の間、インフレまたはインフレ期待は弱まった。
	労働コスト	今年4-6月期には、労働生産性の上昇力が過去2年間の異常なテンポから鈍化したため、単位労働コストが上昇した。時間当たり雇用者報酬も上昇トレンドにある。	-
	エネルギー価格	原油価格の先行きには、不透明感も残る。	-
	輸入物価	-	非石油商品の輸入価格上昇率が鈍化した。
	企業の販売価格上昇圧力	-	仕入れ価格上昇に伴う利鞘圧迫は、最近弱まってきた。
総合判断		経済活動の弱さは大部分、今年の急激なエネルギー価格の上昇によるものだ。	

資料: "Testimony of Chairman Alan Greenspan" FRB September 8, 2004より、農中総研作成

働生産性上昇率の鈍化に伴い、福利厚生も含めたトータルの雇用コスト上昇が一段と物価に反映されやすくなっており、現状の超低金利のもとでは FRB は僅かなインフレの兆しにも敏感にならざるを得ない」と指摘している。

もう一つ注意しておきたいのは、住宅価格動向である。4-6 月期の住宅価格上昇率は前年同期比で 9.4% となり、この水準は 79 年 10-12 月期以来 25 年ぶりの高さであった。超低金利時代の終焉により住宅需要が駆け込み的に盛り上がっているとみられるが、問題は、住宅価格が賃貸料の上昇テンポ(消費者物価統計で示されている最近の賃貸料上昇率は前年比で 2.7~2.8%)を大幅に上回っていることである。英国やオーストラリアは米国よりも半年以上早く利上げに踏み切っていたが、両国とも利上げ判断の背景の一つとして、住宅価格上昇の過熱防止を明確に掲げていた。そして、利上げ効果が現われるにはかなりの時間がかかったが、最近では住宅価格が下落に転じている。

米国の FRB は、利上げ判断の背景として住宅価格については全く触れていないが、緩やかかつ継続的な利上げは、高騰した住宅価格をソフトランディングさせるための最適な方法ではないか、と考えられる。

以上示してきた FRB の利上げの背景を考慮すれば、経済情勢の大きな変化がない限り、小幅な利上げはもう少し続きそうである。現時点では、今年残された二回の FOMC のうち 11 月 10 日に 0.25% の利上げが行われ、12 月 14 日には利上げが据え置かれ、年末の FF レート誘導水準は 2.00% になる、との見方が多い。但しこれは、「経済情勢の大きな変化がない限り」という条件付きであり、仮に足下での原油価格再高騰が続き、それが経済の立ち直り

にとって逆風となれば、利上げが困難になる可能性もある。今後の原油価格情勢も含め、景気の先行きには注視が必要である。

「企業向けサービス価格指数」

木村俊文

経済のサービスに対応した物価指数

企業間取引における物価の動きを把握する上では、企業物価指数が対象としている物的商品(モノ)の価格だけではなく、サービスの価格についてもあわせて見ていくことが不可欠である。

わが国の企業間取引に当たる産業全体の中間投入額に占める割合は、一次産業 4.2%、二次産業 62.7%、三次産業 32.6%であり、全体の3分の1が三次産業(サービス部門)となっている。

今回は、日本銀行が経済のサービス化に対応するために作成し、1991年1月から公表を開始した「企業向けサービス価格指数」(Corporate Service Price Index)について解説する。

2004年7月の企業向けサービス価格指数は前年比▲0.3%と、前月(▲0.4%)に比べ、

マイナス幅が縮小した。運輸の前年比プラス幅が拡大したほか、不動産の前年比マイナス幅が縮小したため。企業間のモノの価格(企業物価指数)は04年2月以降前年比上昇しているが、サービスの価格(企業向けサービス価格指数)は依然として前年比マイナスが続いている(表)。

「サービス」の価格を示す物価指数

企業向けサービス価格指数とは、消費者物価指数および企業物価指数で対象になっていない企業間で取引されるサービスの価格を総合的・体系的に捉えた統計であり、企業物価指数と対をなしている(図)。

基準年(1995年)における総務省「産業連関表」のサービスの中間取引額(内生部門計)に基づき、企業間取引額が5,000億円以上の取引シェアを持つサービスを対象として、事務

企業向けサービス価格指数(2004年7月)

1995年平均 = 100

類別(1995年基準)	ウェイト	指数	前年同月比	前月	3か月前比	前月比
			%	%	%	%
総平均	1,000	93.8	-0.3	-0.4	0.0	0.1
金融・保険	73.3	92.2	-1.8	-2.2	-0.6	-0.1
不動産	96.1	88.1	-2.8	-3.2	-0.1	0.3
運輸	230.3	103.0	1.3	1.1	1.1	0.8
情報サービス	69.0	99.4	-0.1	0.0	-0.1	0.0
通信・放送	69.2	77.3	-0.1	-0.1	0.0	0.0
広告	64.8	107.2	1.4	1.3	-2.1	-1.8
リース・レンタル	90.4	66.9	-2.5	-2.9	-0.1	0.3
諸サービス	306.9	96.5	-0.5	-0.5	-0.1	0.0

日銀「企業向けサービス価格指数」

おもな物価指数		
	モノ	サービス
企業間取引	企業物価指数 ・国内企業物価指数 ・輸入物価指数 ・輸出物価指数	企業向けサービス価格指数
対消費者取引	消費者物価指数	

筆者作成

所賃貸料や電話使用料、テレビCM広告料など102品目(1品目あたり調査価格数=28.8)を調査している。

指数化の方法は、各品目の調査価格を基準年の取引額に基づき算出した比重(ウェイト)を掛け合わせ加重平均して集計し、各品目のウェイトを基準年に固定して求める。他の物価指数と同様、ラスパイレス方式により作成されている。

なお、消費者物価指数が対象としている個人向けサービスであっても、郵便や電話などのように、企業に対してもサービスを提供している場合には、企業向けサービス価格指数の調査対象となる。

一方、価格動向を近似できる適当なサービスが見当たらないため除外されているもの(金融附属利子、商業マージン、教育・研究、医療・保険・社会保障、公務など)や独立したサービスとしてとらえることが難しいため除外されているもの(自家用旅客自動車輸送など)もある。

ウェイトは、8大分類のうち諸サービス(1000分の306.9)や運輸(同230.3)などが高く、広告(同64.8)が最も低い。

調査は、取引条件、調査先などを一定とし、

各品目の代表的サービスについて書面で行われている。当月分の速報は、翌月の第18営業日に公表される。

個別性が強いものは数多く調査

一般的にサービスは、モノに比べて地域性や個別性が強く、一物一価が成立しにくい特性がある。そこで、企業向けサービス価格指数では品目全体の価格動向を指数に的確に反映できるよう、1品目当たりの価格採用数を28.8価格と、他の物価指数(企業物価指数=6.1価格)よりも多く採用している。

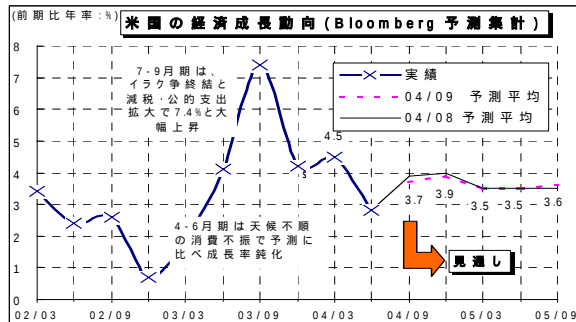
たとえば不動産を例に調査方法をみてみよう。事務所用不動産の契約賃貸料は、継続賃料(例えばビルの3階部分など特定した賃貸スペースの継続賃料)、平均賃料(特定のビル一棟全体から得られる月間賃料売上を賃貸面積で除したもの)の2形態を調査。また事務所用賃料は、地域性・個別性が強いいため、東京、大阪、名古屋、札幌、横浜、福岡など全国の主要36都市を対象に約280価格を調査するなど数多い。

なお企業向けサービス価格指数は、統計としての季節調整は行われておらず、なかには不動産の契約賃貸料のように契約更改が集中する4月、10月に大きく動く傾向がある品目が含まれているため、季節的な影響をならす意味で、前年比を利用することが有効であろう。

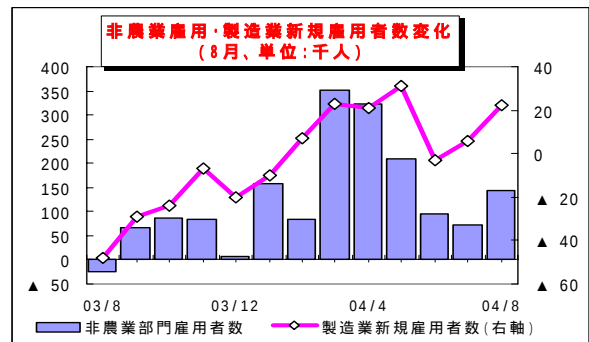
今月の情勢 ～経済・金融の動向～

最近の経済・金融情勢

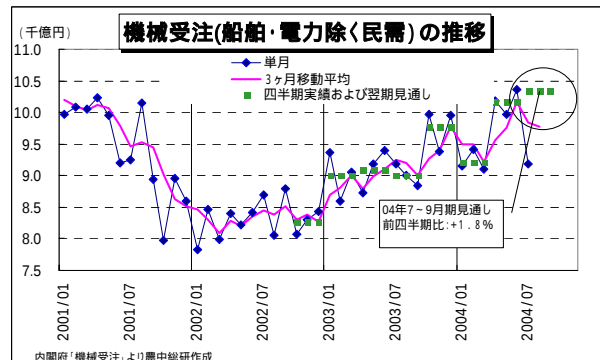
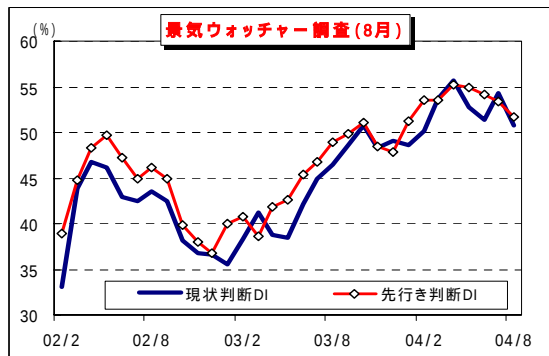
- 増加幅が縮小していた非農業雇用者数は、8月に14.4万人増に盛り返し、FRBの景気楽観論の根拠となっているが、米国の経済指標は弱さが目立ち、成長鈍化の懸念を生じている。米国の04年4～6月期実質GDP成長率(2次速報)は+2.8%に低下。調査機関による米国の05年GDPの成長率予測平均は3%台半ばと見ており、最近は下方修正の傾向にある。米国の政策金利(フェデラルファンド・レート)は8月に続き9月21日に0.25%引き上げられ、1.75%になったが、前述の先行き不透明感から長期金利は低下している。



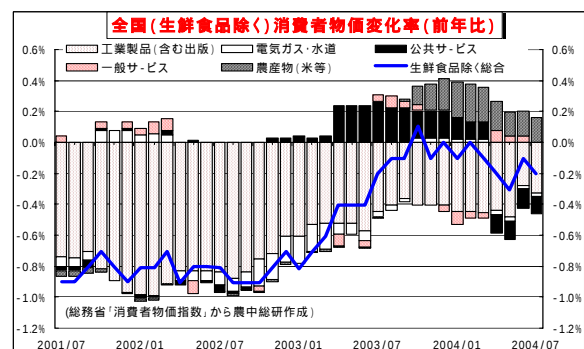
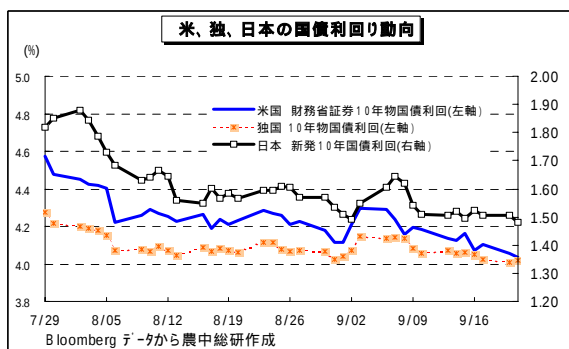
Bloomberg データから農中総研作成
見通しはBloomberg社集計の調査機関見通し



- わが国では4～6月期の実質GDP成長率(2次速報)が前期比+0.3%(年率+1.3%)に下方修正された。7～9月は猛暑効果やアテネ五輪に伴うデジタル家電需要が無くなり個人消費の見通しが低下している。また、設備投資は、先行指標となる機械受注の7～9月期見通しが前期比+1.8%であるが、7月は前月比▲11.3%の減少となった。



- 量的緩和政策解除への思惑から金利先高観が強かったのが、原油高騰の悪影響や米国の先行き成長鈍化懸念から、一転して長期金利が低下し新発10年国債利回りは1.5%を割っている。消費者物価は持続的な上昇に至るとは考えていないものの、原油高騰などの価格転嫁から今後、一時的にプラスに浮上する可能性があり、10月末発表の日銀「経済・物価情勢の展望」の05年度物価見通し(プラス化)と合わせ注意したい。



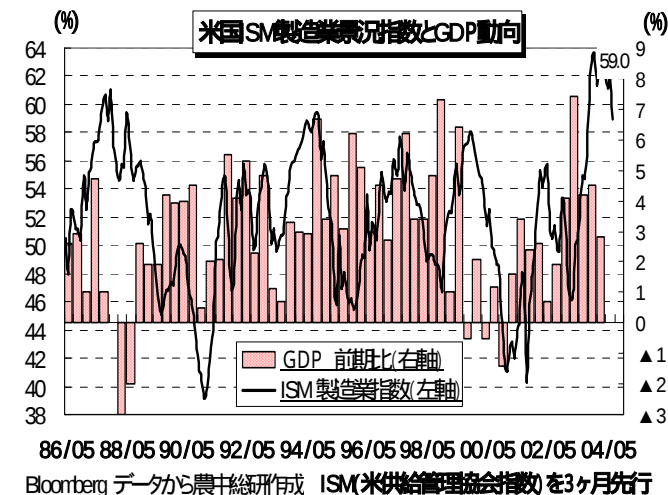
最近の主な出来事

月日	政治・財政	経済・金融	海外・その他
8月24日(火)		・三井住友フィナンシャルグループ、UFJホールディングスに対し、「対等統合」条件を提示	・ロシアで旅客機2機が同時に墜落
8月29日(日)			・オリンピック・アテネ大会が閉幕
8月31日(火)		・日立製作所、東芝、松下電器産業、テレビ向け液晶パネルの製造販売の合併会社を設立すると発表	
9月1日(水)		・元売り各社が9月出荷分の卸値をおよそ4円引き上げ実施	・ロシア南部・北オセチア共和国で武装グループによる学校占拠事件が発生
9月2日(木)			・欧州中央銀行(ECB)、2004・05年のユーロ圏経済成長見通しを1.6―2.2%に上方修正 ・米インテル、売上予想を下方修正
9月3日(金)			・APEC財務相会合が閉幕
9月4日(土)			・米フロリダ州、大型ハリケーン「フランシス」の影響で大規模な停電発生
9月7日(火)	・経済財政諮問会議、郵政民営化で、07年4月に4事業を分社化することで合意		
9月8日(水)		・プロ野球臨時オーナー会議、オリックスと近鉄の合併を正式承認	・米FRBのグリーンズパン議長、米経済について景気拡大持続の見通しを表明
9月9日(木)	・日銀、政策委・金融政策決定会合で、当座預金残高目標を現行の30兆～35兆円に据え置き決定	・鉄鋼大手4社の05年3月期連結業績見通しが大幅に上方修正	・米政府、米鉄鋼・繊維業界などが中国への制裁を要求した米通商301条に基づく提訴を却下
9月13日(月)		・ソニー、米投資会社などと共同で、米映画大手MGM(メトロ・ゴールドウィン・メイヤー)の買収合意	・ブーチン・ロシア大統領、テロ対策強化を目的に、中央集権を強化する政治体制改革案を発表
9月17日(金)			・プロ野球労使交渉が決裂、18、19日のストライキ決行へ
9月20日(月)			・ロシア石油大手のユーコス、中国向け原油輸出の一部を28日から年末まで停止すると発表
9月21日(火)	・小泉首相、国連総会で国連安全保障理事会の常任理事国入りを目指す決意を表明		
9月23日(木)			・北朝鮮がミサイル発射準備している兆候があることが判明

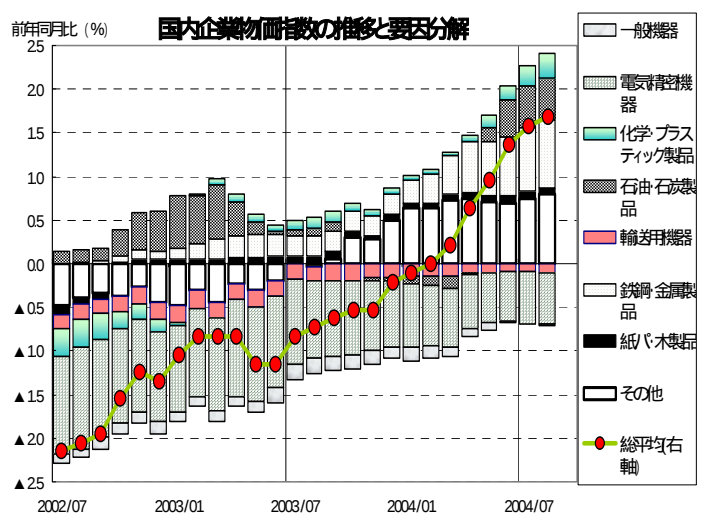
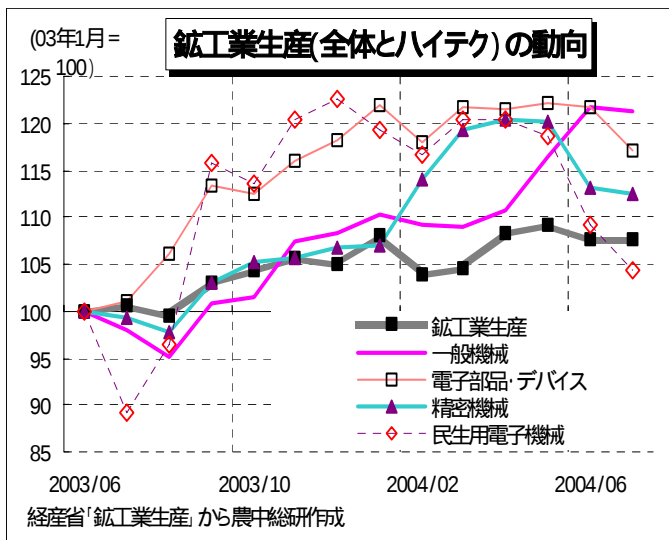
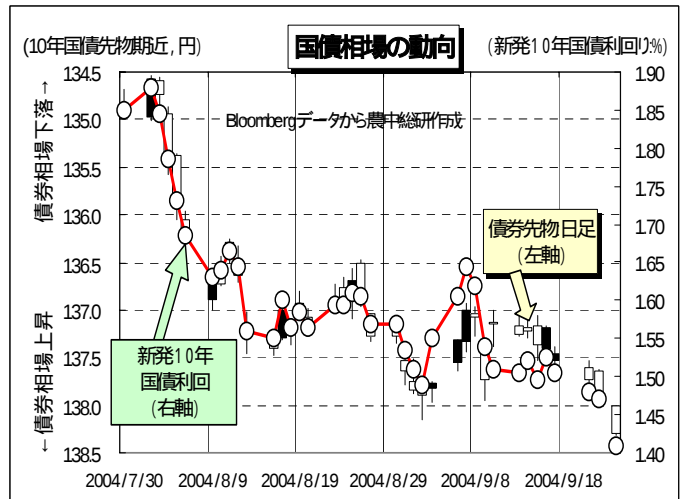
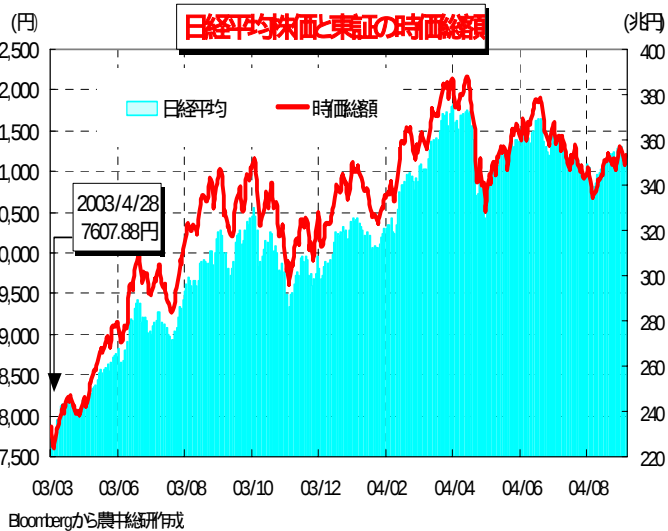
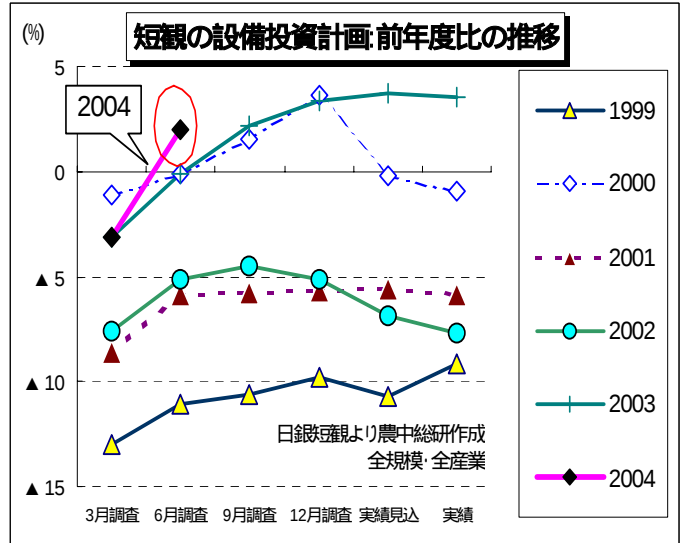
政府と日銀の景況判断

年 月		政府月例報告		日銀金融経済月報	
2003年	9月	↗	景気は、 <u>持ち直しに向けた動き</u> がみられる	↗	横這い圏内の動きを続けている。輸出環境などに <u>改善の兆し</u> がみられる
	10月	→	景気は <u>持ち直しに向けた動き</u> がみられる	↗	<u>緩やかな景気回復への基盤</u> が整いつつある
	11月	↗	景気は <u>持ち直している</u>	↗	<u>緩やかに回復しつつある</u>
	12月	→	景気は <u>持ち直している</u>	↗	緩やかに <u>回復している</u>
2004年	1月	↗	設備投資と輸出に支えられ、 <u>着実に回復している</u>	→	緩やかに回復している
	2月	→	設備投資と輸出に支えられ、 <u>着実に回復している</u> 。	→	緩やかに回復している
	3月	→	設備投資と輸出に支えられ、 <u>着実な回復を続けている</u> 。	→	緩やかに回復している
	4月	→	企業部門の改善に広がりが見られ、 <u>着実な回復を続けている</u>	↗	緩やかな回復を続けており、 <u>国内需要も底堅さを増している</u>
	5月	→	企業部門の改善に広がりが見られ、 <u>着実な回復を続けている</u>	→	緩やかな回復を続けており、国内需要も底固さを増している
	6月	→	企業部門の改善に広がりが見られ、 <u>着実な回復を続けている</u>	↗	<u>回復を続けている</u>
	7月	↗	企業部門の改善が家計部門に広がり見せ、 <u>堅調に回復を続けている</u>	→	回復を続けている
	8月	→	企業部門の改善が家計部門に広がり、 <u>堅調に回復している</u>	→	回復を続けている
	9月	→	<u>堅調に回復している</u>	→	回復を続けている。なお原油価格の動向と、その内外経済への影響について留意

内外の経済金融データ



(注) 90年代後半の米国GDPの平均成長率は0.7%



今後の内外中期スケジュール

区分		国 内		海 外
時期		政 治	経 済・金 融	
04年度 (H16)	4～9月	7月 参議院通常選挙 7月 臨時国会	9月 「銀行株式保有制限法」で銀行は保有株式を基本的自己資本以内へ	8月 アテネ夏季五輪 9月 OPEC総会
	10～3月	9月 内閣改造・自民党役員人事 1月 通常国会	10月 厚生年金保険料引き上げ(13.58% + 0.345%) 11月 千円、五千円、一万円の各紙幣改刷 12月 小売店での国産牛肉の生産履歴管理・公開が義務化 12月 銀行の証券仲介業解禁 1月 自動車リサイクル法施行 04年度末:「金融再生プログラム」の不良債権比率半減の達成期限	10月 G7財務相・中央銀行総裁会議、IMF・世銀総会 11月 米国大統領選・連邦議会選挙 11月 ASEAN首脳会議(ピエンチャン) 11月 チリでAPEC首脳会議 1月1日迄に、WTO新ラウンド交渉終結
05年度 (H17)		年内 介護保険を見直し	4月:バイオフ解禁(除く決済性預貯金) 住民税分の配偶者特別控除の廃止 固定資産の減損会計完全実施(06年3月期から) 3～9月:愛知万博 10月末 TOPIX浮動株比率の段階的な調整開始 デフレ脱却時期目標:05年度以降	PS等次世代ゲーム機相次いで投入との観測 Windows XP後継バージョンを市場投入 英国でG8サミット EU上場企業によるIASBの国際財務報告基準(IFRS)採用
06 年度 (H18)		9月自民党総裁任期切れ	12月末 新BIS規制適用開始(先進的手法については7年末から)	ロシアでG8サミット 2月 イタリア・トリノ冬季五輪 ドイツでFIFAワールドカップ

郵政民営化案方針への幾つかの視点

荒巻 浩明

要旨

「純粋持株会社の下で4事業会社分社化」を基本内容とする郵政民営化の基本方針が9月10日に閣議決定された。これに対し、民間側からは官業肥大化、財投改革の徹底なくして公的部門への資金の流れは変わらないなどの批判がある一方、郵政側も民営化後の収益確保や脆弱な自己資本への不安が強い。今後の詳細な制度設計や法案化が注目される。

小泉改革の本丸と位置づけられる郵政民営化につき、9月10日の閣議で基本方針が決定された。今後の法案化過程などに不透明な要素も残されているが、基本方針の概要と問題点、金融機関・金融市場への影響などに付き幾つかの視点から概観する。

民営化の狙いと民間との競争条件

基本方針では、冒頭で郵政民営化が国民に利益をもたらす次の3点を強調した。

これは郵政事業の重荷となってきた郵便の赤字が、公社化移行後の経営努力で改善され、民営化の必要性に理解が十分に得られていない事情に配慮したものである。

第1に、郵政公社の4機能(窓口サービス、郵便、郵便貯金、簡易保険)の潜在力発揮により多様なサービスを安く提供し、利便性を向上すること。第2に、郵政公社に対する「見えない国民負担」の最小化。第3に、公的部門に流れていた資金を民間部門に振り向け経済活性化につなげること。

こうした狙いを実現していくうえでの基本的な視点として、業務内容への制限緩和による経営の自由度拡大(最終的には民間企業として自由な経営を容認)、民間との競争条件の対等化(民間同様の納税義務、民営化の

前・後の契約を分離管理し、新契約は政府保証廃止、民間同様の保護機構に加入)、事業毎の損益の明確化と事業間のリスク遮断の徹底、を挙げている。

最終的な民営化時点の組織と業務

こうした視点から最終時点の組織形態が下記の通り示され、最後まで意見の分かれた民営化開始時点(07年4月)での経営形態は、首相の指示で条件付きながら「純粋持株会社の下での4事業会社分社化」とされた。

(機能別に株式会社設立) 窓口ネットワーク、郵便事業、郵便貯金、郵便保険はそれぞれ株式会社として独立。

(地域分割) 窓口、郵貯、保険会社の地域分割は新会社の経営陣の判断に委ねる。

(持株会社の設立) 国は4事業会社を子会社とする持株会社を設立、国は株式の3分の1超を保有。郵貯、保険は、移行期間中に株式を売却し民有民営を実現。

(公社承継法人) 郵貯・簡保の旧契約を保有する別法人を設立。管理・運用は郵貯・保険会社に委託。

そして、事業会社の業務内容の大枠を次のとおり明記した。

(1) 窓口ネットワーク: 郵便、郵貯、保険の各

社、自治体事務、民間金融機関からの業務受託のほか、小売、旅行、チケット、介護の仲介サービスなど幅広い事業に進出。

住民のアクセスが確保される配置の趣旨を努力義務規定に。過疎地の拠点維持に配慮・人口稠密地域の配置見直しなど設置基準は制度設計で明確化。

(2) 郵便事業：従来の郵便に加え国内外の物流事業に進出。全国一律サービス提供義務を継続し、必要なら優遇措置。信書への参入規制は当面現行水準維持し、料金決定には公的関与を継続。特別送達等の公共性サービスも提供を義務化。

(3) 郵便貯金・郵便保険：民間同様に銀行法、保険業法など関係法令に基づき業務を実施。民間同様の納税義務、政府保証の廃止。新旧の契約は分離し、運用には安全性を重視。

(4) 公社承継法人：郵貯・簡保の既契約を引継ぎ、資産運用は郵貯会社・保険会社に委託。公社の損益は、新会社に帰属。

その他民営化前の準備期及び移行期に、07年4月からの分社化の可否は専門家による検討の場で年内に結論、窓口ネットワーク事業は試行期間を設けて民間金融商品取扱いを段階的に拡大、「地域のファミリーバンク」として地域密着型サービスを提供、郵貯・簡保の限度額は、当面現行水準(1千万円)を維持、移行期は2017年3月末までに終了することなどを明示した。

視点1——官業肥大化への懸念

この基本方針に対しては、「大枠について概ね評価できる」(同友会)とされているが、改革推進派、慎重派の両方から批判があり「見る側によって受止め方に大きなギャップがある」(福井日銀総裁)のが特色。

民間側から見ると、民営化後も巨大な半官半民企業が猛威を振るうことに不安を感じている一方、郵政公社の側から見ると政府保護なしに収益性を上げ民営企業としてやっていけるかどうかを強く意識している。

そこでまず民間側の批判をみると、全体として官業肥大化への懸念が強い。基本方針の素案が明らかになった9月初め、農林中金を含む「郵貯の民営化を考える民間金融機関の会」の7団体は決議文で郵貯民営化による「地域金融の健全性維持に懸念」を示し、民営化に当たって郵貯規模の縮小、民間との公正な競争条件確保(政府保証の廃止、民営化後の新勘定分離、納税義務、貸出業務の参入抑制など)、経営健全化のため事業毎のリスク遮断の徹底、銀行法の適用などを要望。基本方針決定後にも再度、関係者が「政府出資の継続する時期の郵貯や窓口などの業務肥大化」に懸念を表明。

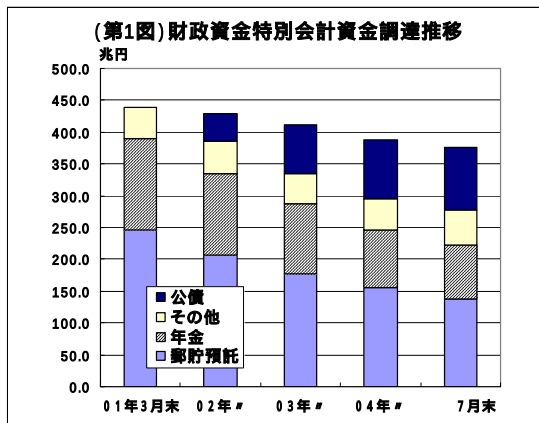
また宅配業界でも、低収益の郵便部門への金融事業からの利益補給による民間コンビニとの提携など事業拡張を懸念し、事業毎の損益明確化とリスク遮断を強く求めている。

こうした懸念に対しては、総理直轄の民営化推進本部を設け、その下に有識者による監視委員会を作って「その場でレビューする」(竹中担当相)ことされている。

視点2——財投改革が不徹底

これと併せて民間側には「公的部門への資金の流れの是正」、つまり国や財投機関などに対し資金調達面から改革を促すモメンタムが働いていないとする意見も強い。

第1図は、財投制度改革後の財政融資特別会計・資金調達の推移を見たものである。



資料:財務省「財政資金月報」から作成

これによると、郵貯預託は年々減少し、3年間で約4割減少しているが、この分を公債＝財投債が増加する形でカバーしており、資金供給全体の減少は同12%と郵貯の預託廃止が必ずしも財投規模縮小に繋がっていない形となっている。

これには、財投改革時に7年間の経過措置として導入された郵貯・簡保の国債(財投債)引受義務(注)も影響している

因みに財政投融资会計の合計残高をみても、2000年度末 325.1兆円 2003年度末 297.6兆円と3年間で8.5%の小幅減少に止まっており、上記結果を裏付けている。

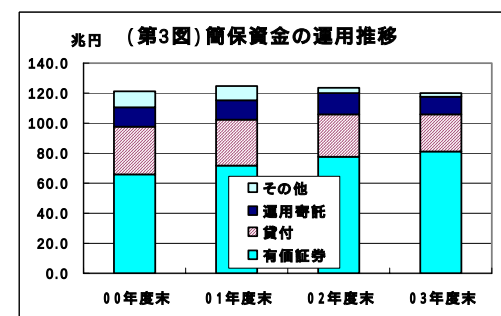
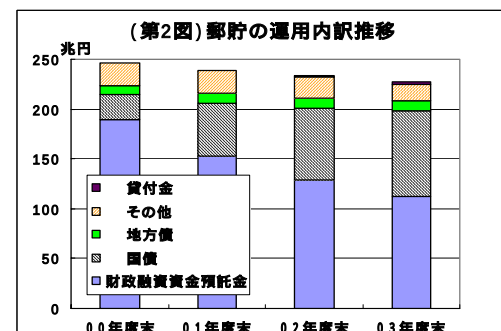
同様のことは個別の財投機関についてもみられることであり、郵貯改革と並行して財投機関の業務削減や財投債引受の経過措置の早期廃止を進めない限り民間部門へと資金の流れを変えることは難しいとする指摘は多い。そして、こうした財投機関の改革の遅れが将来的な国民負担の増加をもたらすことへの懸念も強い。この点に関し、専門家のなかに「明年度から始まる政府系金融機関と併せた一体的改革を通じて、郵貯・簡保の運用構造是正を図ることが適当」であるとする考え方もある。

(注)財投改革時、激変緩和措置として旧大蔵省と郵政省で、郵貯で、新規貸付に必要な財投債について、概ね2分の1程度を引受。簡保積立金について、これまでの実績を踏まえた相応の引受を申し合わせ。

視点3——変らぬ郵貯・簡保の運用

こうした財投機関の規模縮小が進まないことを反映して、郵貯・簡保の資金運用も依然として公的部門依存を改めていない。

すなわち、郵貯については、第2図のように全体では高利の定額郵貯の満期到来から3年間で7.8%と小幅減少し、財政融資特会への預託は同40.5%と大幅に減少している。しかし、これに見合う分国債(財投債を含む)が大幅増加していて、公共部門中心の運用構造は全く変わっていない。



資料:第1、2図とも郵政公社ホームページから作成

簡保についても(第3図)、全体の資金量がほぼ横ばいで推移するなかで、国債・地方債を中心とする有価証券運用は漸増傾向にあり、金銭信託など民間への資金寄託はむしろ減

少、貸付も増加は地方公共団体向けとなっている。

視点4——脆弱な収益性や自己資本

他方、民営化会社の経営を担う生田総裁など郵政公社や総務省側には、事業の収益性や自己資本不足に対する懸念が強く、これが事業内容の自由度拡大(投信販売の早期実施、住宅ローン進出)への要求となって現れている。

そこでまず郵政公社の収益状況をみると、公社化以前、郵便事業の赤字恒常化(02年度末累積赤字1000億円)を郵貯・簡保の黒字でカバーしてきたが、98年以降郵貯が赤字に転じ(第1表)、郵政関連事業の脆弱な収益構造が問題視された。

(第1表) 郵政三事業の収益推移

(単位:億円)

	郵便事業	郵貯事業	簡保事業	合計
1999年度	▲553	▲18,650	1,809	▲17,394
2000 "	▲100	▲12,969	1,736	▲11,333
01 "	80	9,000	1,714	10,794
02 "	▲225	17,304	31,110	48,189
03 "	455	22,707	2,325	25,488

(注)03年度は公社経常利益(以前との連続性はない)——簡保の02、03年度の違いは引当金を反映

(第2表) 日本郵政公社のバランスシート(単位:兆円)

[総資産]		[資本]		
	03年度末	設立時	03年度末	設立時
公社全体	404.2	415.5	4.6	1.3
郵便	2.3	2.7	▲0.6	▲0.6
郵貯	280.6	290.9	3.7	1.8
簡保	121.9	123.0	1.5	-

資料:第1、2表とも日本郵政公社ディスクロージャーから作成

公社化後、問題の郵便は職員数削減やトヨタ方式の生産性向上努力により何とか黒字に転じ、04年度も200億円の黒字を計画している。しかし依然として債務超過は解消せず、Eメール・携帯電話普及などの通信環境の変化

により収入低下は避けられないとする見方が多い。

また郵貯は、01年度以降、高利定額郵貯の満期到来による利払い負担軽減により黒字化、03年度は株価上昇による信託運用益(1.2兆円)も加わって高収益を実現したが、低利鞘の国債中心の運用で民間並の納税、保険料を負担できる安定収益を確保できるかどうか疑問視する向きも少なくない。

これまで小幅ながら利益を上げてきた簡保も、契約者の減少に歯止めがかからなければ収益確保が困難となる。

こうした状況下、民営化後の収益見通しに関し、8月初めの諮問会議で官房郵政民営化準備室から「民営化により最大9000億円の収益改善が見込め、4事業とも黒字化できる」とする有識者メンバーの試算が紹介された。これに対し生田総裁はじめ民間議員から試算根拠の曖昧さが指摘され、新たな収益計画の検討が求められた。

特に、事業実績のない窓口会社については、今後の事業範囲とも絡んで収支見通しに不透明な部分が大きく、これが関連事業の経営に悪影響を及ぼすのではないかと不安視する声強い。

次に資本金をみると、03年度末、4.6兆円と公社設立時(1.3兆円)に比べ改善されたが、公社の想定する適正な資本金7兆円を下回っている。このなかで07年の民営化までに、郵便事業については債務超過分5.5千億円を解消、各事業が自立するのに必要な自己資本の充実が求められている。

特に貯金については、国債の信用リスクをゼロと算定する現行BIS基準上は問題ないが、公社法上必要な資本(郵貯残高の3%)を下回っており、国債の価格変動リスクを見込むと

資本不足は明らかであり、資本増強は重要な課題である。

視点5——金融資本市場への影響

多額の国債を保有する郵貯・簡保の動きは、金融市場にも大きな影響を及ぼす。

国債累増に伴う金利リスクについては、経済財政諮問会議で民間議員から、「1%の金利上昇で7兆円の損失が発生するとの試算」(慶応大跡田教授)があり、その70%強を民間金融機関と郵貯・簡保・年金が保有してリスクを負う構造となっていることに懸念が示されていた(同会議 03年6月9日提出資料)。

そこで国債の保有状況の投資家別内訳を見ると、郵貯・簡保合計で24%と銀行等を上回る保有となっており、郵貯・簡保の運用態度が市場に与える影響は大きい。

(第3表) 国債の投資家別保有状況

(単位:兆円、%)

投資家	保有額	保有率%
日銀	85.5	15.0
銀行等	122.9	21.6
郵便貯金	84.5	14.8
簡保	52.3	9.2
民間生保	28.4	5.0
年金	61.1	10.7
海外	20.0	3.5
家計等	20.6	3.6
その他	94.5	16.6
合計	569.8	100.0

資料:日本銀行資金循環表(04年3月末)から作成

他方、郵貯・簡保側からみても前述のとおり運用資産の7割が国債など公共債となっており、市場の動きが経営に与える影響は大きい。

こうした実情を踏まえて指針では、郵貯・簡保の経営に当たって「国債運用について市場

関係者の予測可能性を高めるため、適切な配慮を行う」よう求め、民営化後も既契約分は安全資産で運用することが明記された。

基本方針公表後、市場が比較的平静に受止めているのは、当局による超長期国債・物価連動債など商品性多様化や個人向けなど保有化先の分散化といった国債管理政策面の努力と併せて、これらの配慮が響いていると推測される。しかし先行き、金融政策に変化が見られた場合、こうした平静さが維持されるかどうか予断は許さない。

これからの手続きと課題

基本方針は、新会社発足後の業務範囲や経営方針など多く部分を、今後の制度設計や監視組織による判断に委ねている。

また閣議決定に与党が同意していないことから、法案作成や国会審議の過程での難航も予想されている。特に、国家公務員の身分を離れる新会社の雇用形態や人材確保・勤労意欲促進のあり方、過疎地での郵貯・簡保の拠点維持などについては対立が大きく、成行きいかんで改革の方向が後退し、官業の既得権が温存される可能性もないとはいえない。

このため、民営化の影響を具体的に考えるにはなお不透明な点が多いが、いずれにせよ農協系統にとっても、他の地域金融機関同様、地域の個人リテール金融推進面、住民へのサービス提供についての窓口会社との競合といった面で影響を受けることは避けられない。

これからの制度設計や法案化の論議を注意深く見守る必要があろう。

生保・簡保・JA 共済の資金運用

丹羽 由夏

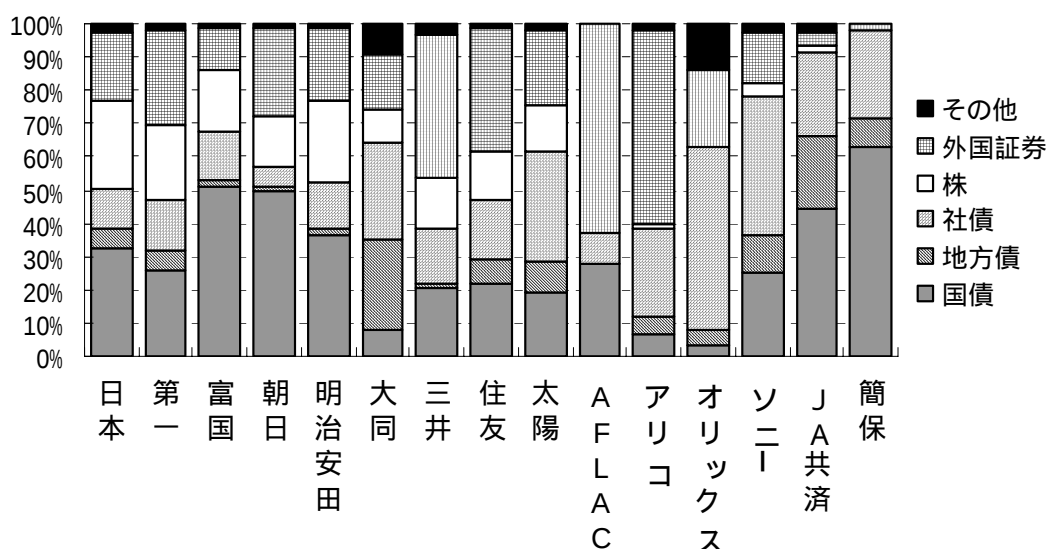
要旨

拡大する公共債市場において、生保・共済・簡保は安定的投資家として期待されている主体であるが、近年国債・地方債を積極的に積み増してきた中心は共済であった。簡保は国債残高が増えてはいるが、財投改革後に経過措置として引受けている財投債の影響が大きい。生保は、近年外国証券を大幅に増大させてきたが、すでに保有割合が高水準に達していることから、今後の金利動向にもよるが、国内公共債市場で注目される存在になるう。

本年度の国内公共債の発行額は非常に大きく、今後もこの傾向が続くと予想される。このような中、資金循環統計上、2003 年度末の国債残高の約 20%、地方債残高の約 36%が生保、簡保、共済に保有されており、公共債の安定的投資家として、生保各社への期待は大きいと考えられる。今後の資金運用の動向が注目される点であるが、本稿では、生保各社の有価証券運用の状況とその特徴を紹介す

る。保険会社の資産は、有価証券、貸付金、不動産などで形成されている。保険会社の経理は、一般勘定と運用結果を直接に還元する特別勘定に区分されるが、本稿では債券投資家としての各主体の動向を紹介するため、総資産ベースでの有価証券投資について検討する。

図 1 有価証券の内訳 2003 年度末



資料) 生保協会ホームページ、「簡易保険 2004」、JA 共済ホームページより作成

注) 簡保の保有する株式は、運用寄託金に含まれるが、日銀の資金循環統計では、この株式が有価証券に計上されているため、株式の保有割合(対有価証券残高)は 4.8%となる。

個別に見た有価証券保有の特徴

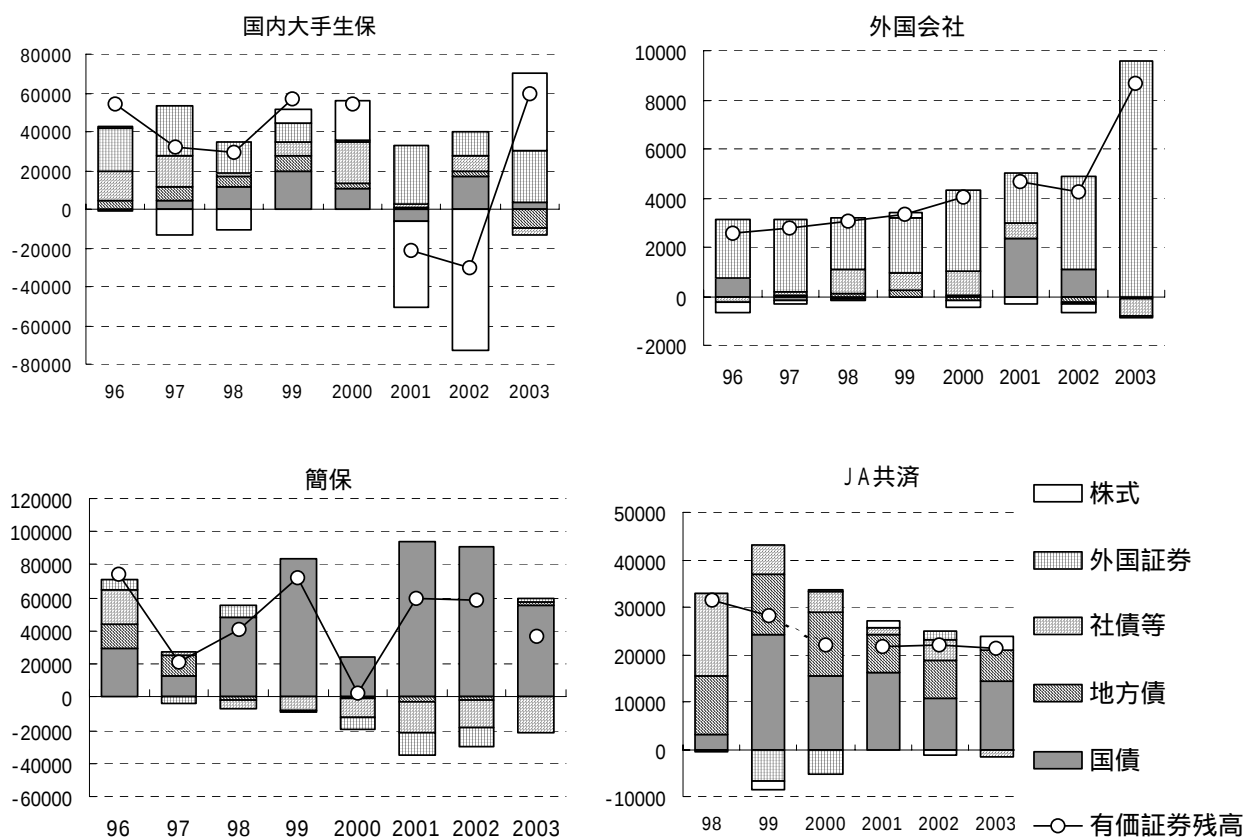
大手国内生保(9社)、外国生保、簡保、JA共済、および異業種参入組であるソニー、オリックスについて、有価証券の内訳をみると図1のとおりとなる。

国債の保有割合は簡保が最も高く、大手生保では富国、朝日で有価証券残高の半分を占める。一方で大手生保の中で7.7%と最も国債保有割合が低い大同は、地方債が27.3%と高い。JA共済も地方債保有割合が高い主体

である。外国証券の占める割合は、外国生保が非常に高いが、大手国内生保でも三井、住友、第一では、それぞれ43.3%、37.1%、29.0%と高い。国内大手生保以外は、ほとんど株式を保有していない。

次に、大手9社、外資2社、JA共済、簡保と4主体に区分し、有価証券残高の増減に注目してその動向をみると(図2参照)、各主体に大きな違いがあることが見て取れる。

図2 4主体の有価証券残高の増減



- 注1) 外国会社とはアリコ、アメリカンファミリー、国内大手生保とは、日本、第一、住友、明治安田、朝日、大同、三井、太陽、富国の合計。
 注2) 時系列に見た場合、各年度(あるいは各社)によって有価証券の評価方法に違いがあるため、単純比較には注意を要す。2001年度決算から時価評価の導入が本格化した。
 資料) 保険研究会「インシュアラアランス」生命保険統計号より農中総研作成

国債・地方債を急増させる 簡保と JA 共済

簡保は、ほぼ国債で有価証券残高を積み増してきたようにみえる。財投改革がはじまった 2001 年度以降、財投協力はなくなったが、経過措置として 7 年間は財投債を直接に引受けることになったため、国債（財投債を含む）が大幅に増加した。反対に社債に含まれる公社公団債は減少している。

JA 共済は、国債、地方債で有価証券を積み増してきたと言える。JA 共済の資産額は過去着実に増加しており、その資産運用に占める有価証券の割合は 9 割に迫るほどまで上昇した。この有価証券運用の割合は、簡保（67%）、大手国内生保（63%）を大きく上回る。

図 3 国債残高に占める割合と増減額

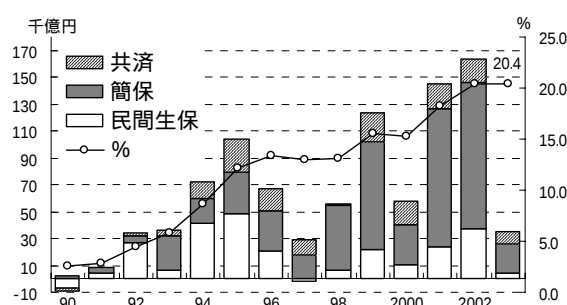
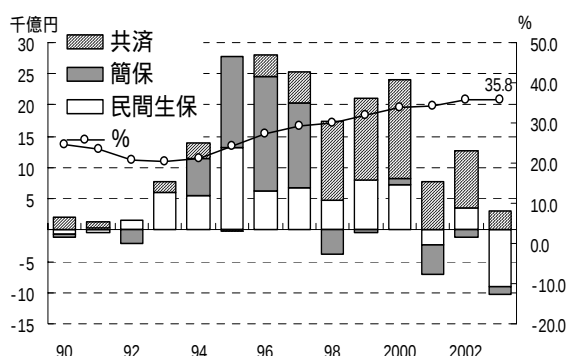


図 4 地方債残高に占める割合と増減額



資料 図 1、2 とともに日銀「資金循環」より作成

国債および地方債残高に占める生保等の保有する割合は、図 3 および図 4 のように、過

去 10 年で 15 パーセントポイント上昇しているが、その主たる投資家として、国債は簡保、地方債は共済の存在が非常に大きいということが見て取れる。

外国証券残高が急増する民間生保と株価変動の影響が大きい大手生保

国内大手生保の資産規模は近年伸び悩み、縮小が続いている生保もみられる。このような中で、大手生保はその資産運用を貸付金から有価証券運用にシフトさせてきた。1995 年度には大同以外是有価証券運用の割合が 50%（対総資産）未満であったが、2003 年度には第一や太陽などは 20 パーセントポイント近く上昇し、大半の生保が 60%を超えている。

有価証券運用の内訳をみると、大手生保全体で国債・地方債の占める割合に変化はない。2003 年度に国債を増加させたのは、日本、富国、明治安田、朝日、住友であり、反対に減少させたのは、第一、大同、三井、太陽の 4 社、地方債については日本のみ増加させた。

他方で、外国証券の割合の上昇（95 年度 14% → 2003 年度 26%）と株式の低下（95 年度 38% → 2003 年度 21%）が顕著である注）。

注）図 2 の注 2 を参照。

増減額で見た場合（図 2 参照）、株式の 2001 年から 2002 年の 2 年間の急激な減少と 2003 年度の急増が特徴的である。これらの変動は株価による影響が大きく、2003 年度の急増も、簿価ベースで見た場合、積み増したのは株式保有割合が最も小さい大同など一部の生保にとどまる。本年度計画においても、株式の保有を積極的に積み増す会社はない。格付け会社において、株式保有率の高さはリスク要因として警戒されているが、日銀「資金循環の日米比較」（2004 年 3 月末時点）によれ

ば、米国の保険注)の資産構成で株式・出資金は 23.5%と日本の 9.6%を大きく上回っている。日本の大手国内生保は、自らの体力、リスク許容度に比して株式の保有率が依然として高いと判断していると推測される。

注) 損保等も含まれ、負債である保険商品の構成に違いがあることから比較には注意が必要である。

外国証券は過去一貫して増加してきた。特に 2001 年度以降の急増は顕著である。外国証券については、一部の生保を除き、為替変動をヘッジした投資が一般的とされている。国内の低金利を背景にヘッジコストを加味しても外国債への投資を国内債より選好してきたため、大手国内生保の外国証券の増大は著しい。しかし、大手国内生保は近年の大幅な外国証券投資拡大によって、総資産に対する外国証券保有割合でみても 16.2%にまで上昇している(2003 年度末)。この比率は 7 年前(96 年)の 2 倍に相当し、国債(18.7%、対総資産、2003 年度末)に迫る勢いであり、2004 年度は国内債への回帰も指摘されている注)。

注) 日経金融 2004/4/20、日経新聞 2004/7/8

アリコおよびアメリカンファミリーは、資産規模を大幅に拡大させており、その運用の内訳をみると、過去一貫して有価証券の割合が 9 割弱と高い。近年は貸付金の割合が若干上昇している。有価証券増加額の大半が外国証券であり、特に 2003 年度の伸びは顕著であった。これはアリコの銀行窓販による、個人向けの外債投資による変額年金の販売額が急増したことが背景としてあげられる。

おわりに

現在、発行が急増する国債・地方債に対して、近年積極的な積み増しを行ってきたのは、簡保・共済であった。簡保は今後民営化される際、既存契約は公社承継法人で別管理され、資金運用部分は継続して一括運用するという

案が出されているが、民営化の動向が運用スタンスに与える影響は大きいと考えられ、国債・地方債市場にとっての大きな変動要因である。大手生保は、近年外国証券の保有率が高まっており、株式の積極的な積み増しも予想し難いところから、国内債へのシフトも指摘されている。現実には、負債である保険商品の予定利回りとの関係から金利の動向次第であるが、急速に拡大している国債・地方債市場にとって大手生保の動向は注目される存在であろう。

以上、生命保険提供主体である各主体の近年の資金運用動向を概観した。本稿では負債の違いやデュレーション等を含めた ALM 上のリスク管理の観点からの検討はせず、有価証券の保有動向を見たに過ぎないが、拡大する公社債市場において、その安定的な投資家と期待されている生保各社の資金運用状況を理解するための一つの材料となることを期待したい。

< 参考表 金利および株価 >

年末 時点	国債 (10年)	地方債 (10年)	社債 (12年)	日経平均 (225種)	米国債 (10年)	米国TB (3ヶ月)
95	3.184	3.165	3.504	19868	6.58	5.49
96	2.727	2.863	3.115	19361	6.44	5.01
97	1.918	2.105	2.825	15259	6.35	5.06
98	2.050	2.204	3.024	13842	5.26	4.78
99	1.704	1.854	2.059	18934	5.64	4.64
2000	1.659	1.820	2.003	13786	6.03	5.82
2001	1.329	1.397	1.616	10543	5.02	3.39
2002	0.888	0.963	1.141	8579	4.61	1.60

資料：日本銀行「金融経済統計月報」

最近の金融機関のリテール戦略 - 1

～ 大手銀行とは一味違う戦略を展開する地域金融機関 ～

永井 敏彦

要旨

- ・ 最近の金融機関のリテール戦略を概観すると、個人顧客に対する資産運用相談機能を充実させている金融機関が多かった。顧客の投資商品購入に対する需要の増加は時代の流れであり、また遊休不動産活用へのニーズも根強い。資産運用について、専門家としての見地から顧客からの相談に的確に対応できる職員の拡充が、急務となっている。
- ・ 今後地域金融機関は、これまで培ってきた地元企業や個人との強い絆を基盤として、大手銀行の戦略の特性を見極めつつ、自らの個性をうまく生かせるような戦略を実行する必要がある。

最近みられる金融機関のリテール戦略の潮流

今年 6 月からほぼ 3 ヶ月の間に、首都圏及び一部地方の金融機関 9 行(メガバンク 1 行、信託銀行 2 行、地方銀行 3 行、信用金庫 3 金庫)を訪問し、アパートローンに対する取組みを中心に、最近のリテール戦略についてヒアリングした。取材内容全体を概観したところ、最近では以下の潮流があるのではないかと感じられた。

まずローンについては、商品毎に取組姿勢が多様であるものの、残高積上げに対する熱の入れ方や金利引下げ競争という形での体力勝負は以前ほどではなく、むしろ自らの独自性が生かせる方向を模索しつつ、与信リスクを見極めながらの合理的な貸出伸長を図っているようである。

住宅ローン分野では、残高積上げ指向が引き続きみられる。住宅ローンは審査上借入人の属性が重要なポイントとなる比較的単純な商品である。従って保証会社が承認できる基準を明確にしておき、それさえクリアできれば支店長権限で決裁できる、という金融機関がほとんどであった。つまり端的な表現をすれば、

審査機能の枢要部分を保証会社に担ってもらい、金融機関は営業窓口としての機能に注力しているのである。住宅ローンに関しては、営業推進本部から営業店に対して貸出実行ノルマを課しているところが多く、住公の業務縮小のパイが民間金融機関に回ってくる間は、とにかく残高を伸ばしたいという姿勢が打ち出されていた。

これに対してアパートローンの分野では、全ての金融機関が、ニーズがあれば対応を検討し、需資の適切性を十分に吟味するというスタンスであった。ある地銀によれば、アパート建設が盛んな都市部でも、かつてのような他行融資肩代わりブームは沈静化し、他行との金利引下げ競争に距離を置くようになった。貸出対象アパートの規模においても、貸出残高が稼げる大規模なものはめっきり少なくなった。また別の地銀では、営業担当者が現場と密着して、そこでしか得られない情報をふんだんに収集することで、職人技のような一次審査を行っているという。バブル時代の名残であるアパートローン・ブームは既に過去の話であり、メガバンクの人はそのことを、「本来の審査に戻った」と表現していた。

こうした事業としての妥当性を見極めたアパートローンが主流になっているため、金融機関はかつてのように業者紹介案件を安易に貸出対象としなくなった。バブル崩壊後に業者案件の多くが不良債権化したためである。現在ではアパートローンに取り組むにあたり業者への依存度を低くし、大手業者に限って案件を紹介してもらうというケースが多くなった。

しかし、単にアパートローンに対して慎重になったわけではない。多くの金融機関は「制度融資」(注)という枠組みを設定している。

(注)「制度融資」は、地銀や信金でよく用いられている用語であるが、国や地公体からの補助がある制度資金のことではない。金融機関が貸出規定上ある一定の満たすべき条件を定め、その範囲内であれば所定の手続きを経て貸出が決定されるという仕組みである。これにより定型的な案件は比較的スピーディーに決定され、貸出伸長が促進される。

「制度融資」枠外の融資は「プロパー融資」といわれており、これは個人貸出審査部門ではなく企業貸出審査部門で審査されるケースが多い。

またハウスメーカー等がオーナーから運営の委託を受け、一定の条件の範囲内でオーナーに家賃の保証をするサブリースという制度がアパート経営上のリスクを軽減している面もあり、この仕組みがアパート事業・アパートローンを促進している。

保証会社の保証については、付けるケースと付けないケースの両方があった。保証会社の基準に合わないものでも、「プロパー融資」(非制度融資、上記(注)を参照)で対応する場合もあった。こうしたアパートローンは企業貸出と同等に扱われ、企業審査部門で審査される。

一方ある信託銀行は、メガバンクなど強敵が多い分野での競争を避け、店舗付きアパートなど他行がなかなか手につけない複雑な案件について、もつれた糸を丁寧に解きほぐすようにリスク評価を行い、少し高い金利を付けるという戦略を展開している。

なおカードローン等小口消費者金融に関しては、ほとんどの金融機関はこれを品揃えとして位置付けているものの、残高は伸び悩んでいるようであった。

次の潮流は、個人顧客に対する資産運用相談機能の充実である。多くの金融機関は投信など投資商品(リスク商品)販売に力を入れたと考えており、フィナンシャル・プランナー等専門知識が豊富な職員の育成・増加が必要であると強調していた。投資商品購入増加が時代の流れであることには疑いはなく、特に最近では2005年4月のペイオフ解禁を睨んだ投資商品への資金流入もあるようだ。但し訪問した金融機関からの話を総合してみると、現時点では投資商品への需要が急速に高まっているということではなさそうである。預貯金から投資商品へのドラスティックなシフトはみられず、ニューマネーの一部が投資商品に向かっているようである。むしろ投資商品への思い入れは、自己資本への負担をかけずに収益をあげられる手数料を稼ぎたい金融機関の側にありそうだ。

顧客資産運用相談への取り組みについては、メガバンク・信託銀行の積極姿勢が目立った。あるメガバンクは、顧客を資産残高に応じて階層化し、それぞれの階層に応じた専門的知識を備えたスタッフを動員することで、不動産活用や金融資産の運用に関する提言を行っている。資産残高の基準については1,000万円以上という少額のランクも設定しており、パ

ートの専門要員も活用している。またある信託銀行は、かつて大手ハウスメーカーとの付き合いの中でアパートローンにある程度取組まざるをえず、それに付随する業務として受動的に顧客の不動産活用相談に応じていた。しかし現在同信託は、資産運用相談を今後の中核業務として戦略的に取組み始めた。そもそもこれまで信託銀行は、企業の資産の中身を改善して資産を有効活用するための営業をしてきた。そこで培ったノウハウは個人にも適用できる、ということであった。

一方地銀・信金など地域金融機関も、そうした大手の動きをみて何とかしたいという気持ちが強く、相談業務に対応できる人材の拡充に力を入れているようであった。

訪問した金融機関のうちのいくつかは、最近合併した、あるいは近い将来合併を予定しているところであったため、店舗戦略について若干尋ねてみたが、ほぼ隣接していて一見非効率な配置とみられる店舗同士の統廃合さえ、顧客の流れや交通の流れを十分に見極めた慎重かつ時間をかけた対応が必要、との考え方が圧倒的であった。

城北信用金庫のリテール戦略

訪問した金融機関の中で、印象に残った金融機関の一つである城北信用金庫(個人ローン部を訪問)について紹介したい。同信金は今年1月に王子、日興、太陽、荒川の四信金が合併して発足した、首都圏を基盤とした信用金庫である。地域の地銀等と比較しても貸出に占める個人ローンの割合が高い。それぞれの支店の置かれた環境による違いはあるが、支店によっては個人ローンの比率が50%を超えるところもあるという。個人ローン部内には、審査・審査企画・商品企画・個人ローン

保険・住宅ローングループ・消費者ローングループ・地区ローンセンターと多様なセクションがある。

地区ローンセンターは3箇所あるが、これらは業者営業の窓口であると同時に、支店の営業推進を支援・指導する機能を担っている。ローンセンターの数についてはもっと多くすることが望ましく、業者営業ができる人材を一層拡充することが今後の課題である。住宅ローン案件獲得の6割は業者経由で、あとの4割は営業担当者によるものである。数年前はこの割合が逆だったが、地区ローンセンターを設立してから業者案件が増えた。地場の工務店だけではなく、大手建設会社も含めて幅広い業者と付き合っている。大手業者は大手銀行だけに案件を持ち込むわけではない。地元の金融機関とも付き合いをしておかないと、物件販売に遅れをとることがある。一般的には、物件を建設するにあたり資金を融資した金融機関に6割、地元の金融機関に残りの4割を持ち込むという。住宅ローンの審査期間は通常3泊4日か4泊5日である。1泊2日など急な回答を求めてくる案件には問題が多い。保証会社の保証基準を満たす案件であれば、支店長決裁である。基準がクリアできるかどうか引っかかる案件については、各種条件を調整できるか業者と話し合う。住宅ローンの場合、自らのリスク負担で保証基準を満たさない案件に貸出することはない。

アパートローンの対象は様々である。小さいものとしては自宅兼アパートがあるが、ハウスメーカーがつくる最近の代表的な物件は、例えば100坪の土地にファミリータイプ2LDK4戸+4台分の駐車場を設置するものである。最近アパートローンの「制度融資」を始めた。これは予め設定した条件を満たすアパートロー

ンのことであり、審査期間が1日程度と短い。多くの案件が支店から個人ローン部に回付される。条件を満たさない案件は、審査部で企業貸出と同じ扱いで審査される。保証会社の保証は付けない。同信金は、こうした「制度融資」という定型商品をつくりあげたことにより、今後従来以上のペースでアパートローンを伸ばせるのではないかと考えている。アパートにはワンルーム系とファミリー系があり、環境によりどちらが適しているか異なるので、アパート経営者にその点に関する指導をしている。東京都下のJR駅から徒歩3~5分の場所では、ワンルームのニーズがある。近所に分譲マンションがあれば、ファミリー系は困難である。月々の家賃負担と同じローン返済負担でマンションを購入できるからである。不動産鑑定情報を提供している東京カンテイシステムが家賃情報を握っているため、ここから情報を得ることが重要である。賃貸物件にとって決定的なのは利便性であり、これが悪ければ家賃を下げるしかない。但し、駅近でなければアパート経営ができないということではない。若いサラリーマンや学生の中には、多少駅から遠くても家賃が低ければその分貯金できると考える人もいる。

消費者ローンの一部には、いくつかの保証会社と提携しながら取組んでいる。消費者ローンは地元での顧客に対する品揃えという位置付けで、店頭DMでの取扱いのみのものもある。但し消費者金融系ローンに対するイメージも変わってきており、社会的には認知されてきたのではないかと、という認識はある。通販も含め、日常的な買い物でもクレジットの活用が普及している。同信金の顧客層は高齢化しており、若者を取り込むためには、消費者ローンの取扱いは一つの選択肢である。与信機能

付きのIC型カードの導入も検討中である。これは、非対面式でATMでの与信が可能となるため、若者に受け入れられるのではないかと考えている。既にミドルリスクの世界に片足を踏み入れており、顧客属性の差別化がきちんとできているかどうかが重要な点である。

同信金の営業担当者が対面する顧客の2~3割は中小企業で、残りが個人である。以前から顧客に対しては、フェイス・トゥ・フェイスの姿勢で臨んできたが、最近ではそれが、場面によっては難しくなっていることも事実である。顧客のなかには、ある特定の窓口担当者に自分の用件を処理してもらいたいと考えている人もいるが、番号札管理機の導入により、そういうわけにいかなくなった。窓口担当者が4人いれば、4人とも同じように事務的に処理していく。窓口での処理が必要でない顧客の多くはATMを利用する。コスト削減の観点からはこうしたスタイルはやむをえないし、同信金以外の金融機関でも皆そうになっている。一方顧客が信金名ではなく営業担当者個人と懇意になることで取引を継続している場合もあるが、仮に取引支店が統廃合されて渉外担当者が交代してしまえば、その時点から顧客との関係が途絶えてしまうこともありうる。

このように、文字通りの顔見知りであるという意味でのフェイス・トゥ・フェイスを維持することが難しい場面が出てきている一方で、顧客に対して時間をかけて説明したり相談に応じたりする必要性も高まっている。同信金は、渉外担当者の外回りだけでなく、店舗配置が稠密であるため顧客が短時間で店舗を訪問できるという特性を生かし、なるべく顧客に来店してもらえよう、また顧客にとって店舗が訪問しやすい場所となるよう、いろいろと工夫している。例えば、支店内には相談カウンター(口

ーカウンター)を設けている。また駐車場はあまりないが、自転車で来店する人が多いので、駐輪場を充実させている。昨今は投資商品の販売も増えているため、商品内容と内包するリスクについてきちんと説明することが不可欠である。外回りをする営業担当者がオールマイティであればよいが、そうでなければ顧客から来店してもらい、専門知識を有する職員が店頭で対応したほうが効果的である。もちろん、誰でも全ての商品について説明ができるようにする仕組みづくりは大切だが、個々の職員が高度な専門知識をもって顧客に接することが、以前にも増して重要になってきている。同信金には、顧客から資産管理・運用に関する多くの相談が寄せられており、営業担当者は様々なプラン・選択肢を顧客に提示し、個人ローン部との協議を併行しつつ、顧客の頭の中にあるニーズを整理し完成させようとしている。

同信金の個人ローン部長は以下の発言をしたが、とても印象的であった。「地域金融機関は顧客に対して“見送りましょう”と言える営業ができなければならない。地域から逃げられないのであるから、いい加減な返事はできない」。同部長は、20年前に融資を謝絶した地元企業経営者と今でも交流があり、時々相談にも応じている。このような関係を構築できるところに地域金融機関の真価がある、ということ強く感じた。

求められる地域金融機関の個性発揮

多くの金融機関からのヒアリングを実施した結果、今後の地域金融機関のリテール金融の進むべき方向性について明確なイメージが得られたわけではないが、大手銀行と地域金融機関のリテール戦略の違いがおぼろげに

見えてきた。

大手銀行をあまり訪問しておらず、他金融機関から間接的に聞いた話を総合したイメージとなるが、大手各行の戦略は概ね次のとおりである。即ち、商品販売の量的拡大指向が強く、価格競争(低金利のローンなど)により激しいシェア争いを展開している。新規貸出には相当な力を入れるが、その後の貸出案件の維持管理力が弱く、途中で他金融機関から肩代わりされることが多い。住宅ローン相談は、説明責任がある商品特性等最低限の内容から大きく踏み出すことはなく、借入人の将来の収支計画への助言等文字通りの相談機能にはあまり力を入れていない。

これに対して地域金融機関は、戦略面での画一性は大手銀行ほどではなく、それぞれが置かれた立場に応じた個性を発揮しようとしている。例えば、バブル期にも不動産融資に傾斜しなかった結果不良債権が少ないところ、住宅ローン借入人に対して丁寧なライフプラン相談を行うところ、また創業支援など地域活性化に取り組んでいるところがあった。

今後地域金融機関は、大手銀行同様にフィナンシャル・プランナー等専門の資格を持った人材、また多様な投資商品の特性をきちんと説明できる人材を拡充することが求められよう。それと同時に、これまで培ってきた地元企業や個人との強い絆を基盤として、大手銀行の戦略の隙間を見抜き、自らの個性を十分発揮できる戦略を実行する必要がある。