潮　流

家計貯蓄率低下で求められること

理事研究員　荒巻浩明

「貯蓄好き」として世界的に注目されてきたわが国の家計貯蓄に変調が目立ってきた。最近公表された「家計の金融資産に関する世論調査」（金融広報中央委員会）では、04 年の普通世帯一世帯当たりの金融資産保有残高が、01 年以後 4 年連続減少し 1052 万円と 89 年（925 万円）以来の水準まで低下した。これはマクロ統計の国民経済計算による家計貯蓄率が 91 年以降持続的に低下し、02 年には 6.2%と 10 年前（92 年 13.9%）の半分以下に落ち込んでいることとも符合する。家計の金融資産残高の減少につき世論調査では、「定期的な収入の減少」が最大の理由としているが、その背景にどんな事情があるのだろうか。

家計貯蓄を決定する要因として、経済学の理論では「ライフサイクル仮説」（若い時代に働いて所得を確保して貯蓄し、老後の生活に充当するという考え方）が有名である。最近のわが国の動きは、この「ライフサイクル仮説」で説明できる面が大きい。人口構成の高齢化が急速に進んで公的･企業年金が取り崩しに転じ、各種「家計調査」でも「高齢者の貯蓄取り崩しが年々顕著となってきた」ことが指摘されている。

それ以外にわが国の貯蓄率が欧米諸国に比べて高い理由として、①社会保障制度の不備、②住宅取得への指向、③「貯蓄は美徳」という伝統的な倹約精神等が挙げられていた。

しかし、高度成長の終焉から可処分所得の伸びが鈍化すると同時に、こうした貯蓄を巡る環境も大きく変化した。社会保障の面では、70 年代からの老齢年金に加え 2000 年度から介護保険制度が導入され制度の整備が進んだ。住宅の保有率も上昇し、若い世代の金銭に対する感覚も変化してきた。この間、個人向け消費者金融の拡充や税制面での少額貯蓄優遇措置の見直しも貯蓄率低下に少なからず影響している。

先行き、最近の年金論議で社会保障制度への信頼が揺らぎ高い貯蓄を促す要因はあるが、家計の可処分所得が大きく増えることは期待できない。こうしたなか団塊世代の退職など急速な高齢化が進めば、貯蓄率がゼロに向かって一段と低下することは避けられない。

個人の金融資産残高 1400 兆円の存在を考えれば必ずしも悲観する必要はないが、これが取崩しに向う前に、これまでの金融のあり方に工夫が求められる。その1つは、金融サービスの効率化――特に家計向け金融サービス･チャネルの多様化である。最近 1～2 年、金融機関による投信･保険商品の窓販急増、個人向けローン増加がみられるが、こうした金融リスクや分散投資を家計に普及させ、家計貯蓄を経済全体に効率的に振り向けることが重要である。もう1つは、最大の資金不足部門である国･地方を含めた公的部門の債務の削減である。郵政事業改革を契機に資金の入り口の再検討が進められるが、これと併せて出口部分である特殊法人や地方公共団体などのあり方の徹底した見直しも必要である。

11 月から 1 万円、5 千円、千円の新しい紙幣が発行される。日銀の窓口から金融機関を通じて家計に届けられるこれらのお札が、貯蓄の形で日銀に戻るのか、消費活動を経由して日銀に戻るのか、その辿る経路が気になるところである。

情勢判断

国内経済金融

景気減速予想のもと、株価低調見通し、長期金利に下ブレも

渡部　喜智（わたなべ　のぶとも）

（要　旨）

景気減速予想のもと短期的には長期金利の低下要因が大きいと見るが、デフレ圧力後退という認識を基本に持続可能な金利低下なのか慎重に考える必要があろう。株価は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。

為替相場では米国の利上げ一服感が広がる一方、双子の赤字という米国経済の問題点に市場の関心がシフトしており、新政権におけるドル安放置のリスクに目配りをする必要があろう。

表1　金利・為替・株価の予想水準　（単位：円，％，円／ドル）

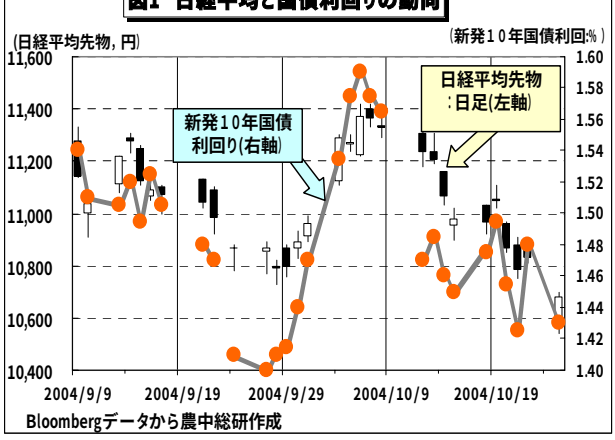
項目＼年度／月		2004年度		2005年度		
		12月（予想）	05年3月（予想）	05年6月（予想）	05年9月（予想）	12月（予想）
無担コール　翌日物		0.001～0.01	0.001～0.01	0.001～0.01	0.001～0.01	0.001～0.01
TIBORユーロ円（3ヶ月）		0.10±0.02	0.10±0.02	0.10±0.02	0.10±0.02	0.10±0.02
短期プライムレート		1.375	1.375	1.375	1.375	1.375
新発10年国債利回		1.50±0.20	1.45±0.25	1.45±0.30	1.60±0.20	1.70±0.25
為替相場	円ドル	105.0～110.0	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

市場が景気減速の観測を織り込む一方、企業の業況好調など景気回復持続を示すものもあり、強弱材料が交錯する中、株式、債券（長期金利）ともに狭い範囲で推移した後、25日にドル安・円高、米国株安、さらに新潟県中越地震発生を受け、株価が大幅下落する一方、長期金利が低下した。

図1　日経平均と国債利回りの動向



Bloombergデータから農中総研作成

10月1日に発表された9月調査の日銀『短期経済観測調査』では企業の景況感を表す「業況判断DI」が大企業製造業を中心に事前予想を上回る改善ぶり。米国株価の反発や中間期末明けで投資家の動きが良くなったこともあり、日経平均株価は10月6日まで5営業日連続で続伸した。しかし、米国株価の反落や原油価格の上昇が止まらなかったことから、上値を追えず折り返し。米国の非農業部門雇用者の増加が予想に未達（事前予想平均＋14.8万人に対し＋9.8万人増）だったことやニューヨーク原油先物（WTI）の1バレル＝55ドルへの接近、および中国の銅消費量減少ニュースなど景気への悪材料を嫌気し、日経平均は逆に7日からは7営業日続落した。

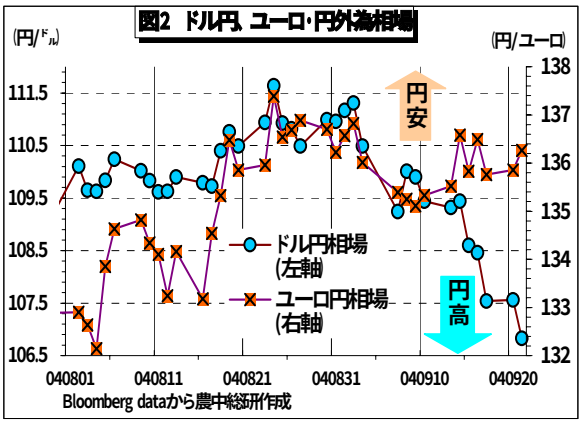
これに対し、国債相場は10月はじめ、株価反発をにらみながら軟調推移。新発10年国

債利回りは上昇したものの、買い需要もしっかりしており、1.6%には届かなかった。その後は前述の株価続落や景気の先行き不透明材料に反応し、債券相場は底固く推移。新発10年国債利回りは1.4%台後半の動きとなった。

為替相場では、スノー米財務長官の米国財政赤字懸念の発言がドル売りのきっかけを作った後、米国の8月貿易赤字の540億ドルへの再拡大、米国への証券投資買い越し額縮小がドル売りに油を注ぐ形となり、ドル安が進んだ。

22日の米国主要株価指数の下落に加え、新潟県中越地震が相場心理を圧迫。さらにドル円相場は25日に106円台後半までドル安・円高が進んだことから、株価下落。日経平均株価は10659円15銭で終った。一方、債券相場は上昇し、新発10年国債利回りは1.43%まで低下した(以上、図1、2)。

なお、ニューヨーク原油先物(WTI)は10月1日に50ドル/バレル台に乗った後もジリ高を続け、22日には56.17ドルまで上昇。他の国際商品市況については、穀物やコーヒーが下落基調を継続しているほか、工業用金属市況が前述の中国銅消費減少報道に反応し反落したが、石油化学製品市況は高止まり。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」(金曜夕刻更新)も参照されたい。)



金融市場の見通しと注目点

債券相場＝長期金利の下ブレありうるが・・・

当総研は04年度下半期以降の景気の先行きに対しては慎重な見方を持っているが、年末にかけ景気の白黒がはっきりするとは限らない。05年明け以降の方向性を指し示す材料を拾い出していくことが大切だ。

まず、本誌刊行時点ですでに明らかになっているが、10月29日発表の日銀政策委員による『経済・物価情勢の展望』の解釈・消化である。05年度の消費者物価(除く生鮮食品)見通しについては、米穀類、石油製品などの一時的な押し下げ・押し上げ要因(後添レポート参照)を除けば、多少の上下の差異はあっても消費者物価の「前年比ゼロ・フラット化」という捉え方をすべきだろう。したがって、ゼロ金利政策の解除は視野に入ってこないものの、デフレ圧力は大きく後退しているという認識を基本的な前提にすべきだと考える。

この点から長期金利の大幅低下は予想しにくいが、景気下降観測が強まれば、短期的には金利低下の可能性も捨て切れない。

その材料となりうる経済指標として、11月11日発表の『機械受注(電力・船舶除く)』の9月実績と10～12月期見通しに注目したい。設備投資の先行指標である「機械受注」は7月実績が二桁減少(▲11.3%減)した後、8月実績も戻り(前月比＋3.1%)が鈍かった。設備投資の屈曲リスクがうかがわれる。9月実績および見通しの数字次第では設備投資のスピード調整の見方が強まり、景気の先行き不透明観測からの国債買いを刺激することもあろう。

よって、1.45～1.55%を新発10年国債

利回りの中心レンジとしながらも、景気減速材料が増えれば、これよりも下目の動きも予想される。

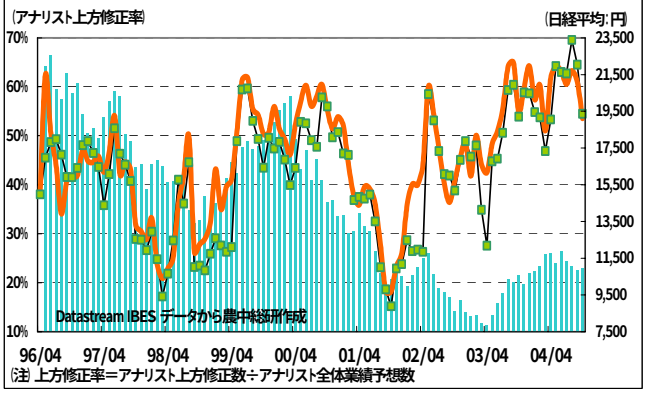
とはいえ、長期金利の低下があったとしても中期的に持続可能な（低）利回り水準なのか、という視点が必要と考える。

株式相場
＝05年前半にかけ低調な相場予想

9月中間決算発表での明暗は分かれている。足元、製造業では素材関連を中心に自社予想を上回る好業績会社が多いことは確かだが、「暗」の業績予想未達企業ではエレクトロニクスなどで製品価格低下の速さが大きく収益性の悪化が生じている。さらに、エレクトロニクス関連業種で在庫増加による生産調整懸念が残る。さらに、『景気ウォチャー調査』では、台風などの天候不順が加わり消費関連の景況感悪化傾向が表れている。

証券会社アナリストの業績予想の上方修正傾向も弱まっている。来期予想の上方修正率は53％まで下がっており、業績修正が一方向に動きやすいことを考えると、要注意である（図3）。景気不透明感が増す可能性も残るなかでは、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。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る。引き続き05年前半にかけ低調な相場展開を予想する。

図3　日経平均株価とアナリストの業績修正動向



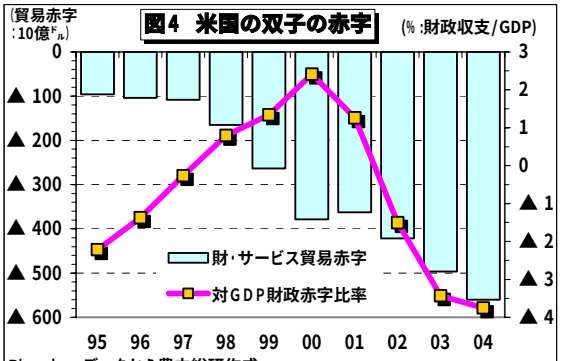
(注) 上方修正率＝アナリスト上方修正数÷アナリスト全体業績予想数

為替相場＝ドル安への警戒を

米国景気の先行き警戒感が増しているなかで、政策金利（フェデラルファンドレート誘導水準）引上げ一服感の広がりを背景に、日米金利差の拡大期待というドル下支え材料は早くも小さくなっている。

その一方、外為市場の関心は米国の貿易、財政の『双子の赤字』へシフトしつつある。米国の8月まで過去12カ月間の財・サービス貿易赤字は5600億ドル（前年比：17％増）に膨らみ、対GDPの財政赤字比率は3.7％を超えている（図4）。

図4　米国の双子の赤字



Bloombergデータから農中総研作成
04年の貿易赤字は08月までの1年累計。財政収支は米国財政年度。

大統領選の帰趨は予断を許さないが、ブッシュ、ケリーどちらの候補が政権に就こうが、双子の赤字是正は政策課題としてクローズアップされよう。そのなかで、景気浮揚・輸出競争力向上のために、緩やかなドル安放置は新政権の消極的な政策選択肢となり得る。05年年明け以降、一段のドル安・円高に動く可能性を警戒する必要があると思われる。

(04.10.25)

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(円ー円)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
04/09/01	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	42.27
04/09/24	1.410	138.29	0.711	0.693	0.001	0.0792	0.053	0.098	0.210	110.66	1.228	135.78	10,895.16	1,102.37	10,047.24	1,879.48	4.027	1.96	3.971	408.10	48.83	42.31
04/09/27	1.400	138.25	0.711	0.694	0.001	0.0792	0.053	0.098	0.215	110.85	1.229	136.80	10,859.32	1,095.24	9,988.54	1,859.88	3.989	1.97	3.942	409.10	49.64	42.90
04/09/28	1.410	138.37	0.698	0.689	0.001	0.0792	0.053	0.098	0.215	111.65	1.233	137.29	10,815.57	1,090.37	10,077.40	1,869.87	4.002	1.98	3.950	412.50	49.90	43.54
04/09/29	1.415	138.25	0.708	0.701	0.001	0.0908	0.054	0.109	0.215	111.13	1.233	136.74	10,786.10	1,089.02	10,136.24	1,893.94	4.087	2.01	3.989	413.00	49.51	43.13
04/09/30	1.440	137.97	0.723	0.718	0.005	0.0875	0.053	0.109	0.220	110.92	1.244	136.85	10,823.57	1,102.11	10,080.27	1,896.84	4.119	2.02	3.991	418.70	49.64	43.39
04/10/01	1.470	137.66	0.740	0.740	0.001	0.0883	0.054	0.109	0.225	110.39	1.242	137.22	10,985.17	1,117.29	10,192.65	1,942.20	4.187	2.03	4.023	419.50	50.12	43.29
04/10/04	1.535	137.17	0.786	0.781	0.001	0.0883	0.053	0.109	0.245	110.59	1.229	136.36	11,279.63	1,139.45	10,216.54	1,952.40	4.164	2.03	4.034	414.00	49.91	43.28
04/10/05	1.575	136.83	0.815	0.811	0.001	0.0883	0.054	0.109	0.240	110.87	1.231	136.86	11,281.83	1,140.12	10,177.68	1,955.50	4.173	2.04	3.996	418.20	51.09	43.80
04/10/06	1.590	137.05	0.790	0.788	0.001	0.0883	0.053	0.109	0.230	111.27	1.229	136.80	11,385.38	1,147.69	10,239.92	1,971.03	4.220	2.05	3.994	418.40	52.02	44.26
04/10/07	1.575	137.05	0.786	0.783	0.001	0.0875	0.052	0.109	0.220	111.22	1.229	136.65	11,354.59	1,141.84	10,125.40	1,948.52	4.242	2.06	4.017	418.00	52.67	45.08
04/10/08	1.565	137.15	0.781	0.771	0.002	0.0875	0.052	0.109	0.210	110.39	1.241	135.90	11,349.35	1,140.06	10,055.20	1,919.97	4.129	2.06	3.947	423.10	53.31	45.19
04/10/11	休場	休場	休場	休場	休場	休場	0.052	休場	休場	休場	1.239	休場	休場	休場	10,081.97	1,928.76	4.131	2.05	3.955	422.00	53.64	46.04
04/10/12	1.470	138.05	0.722	0.705	0.002	0.0875	0.053	0.109	0.185	109.84	1.233	135.22	11,201.81	1,126.80	10,077.18	1,925.17	4.098	2.06	3.913	415.10	52.51	46.49
04/10/13	1.485	137.88	0.737	0.720	0.002	0.0875	0.053	0.109	0.195	109.88	1.235	135.52	11,195.99	1,123.46	10,002.33	1,920.53	4.055	2.07	3.915	413.20	53.64	44.99
04/10/14	1.460	138.23	0.713	0.699	0.002	0.0875	0.053	0.109	0.190	109.56	1.239	135.85	11,034.29	1,109.64	9,894.45	1,903.02	4.024	2.07	3.890	418.10	54.76	45.48
04/10/15	1.450	138.25	0.713	0.695	0.002	0.0883	0.054	0.109	0.190	109.64	1.247	136.29	10,982.95	1,105.39	9,933.38	1,911.50	4.053	2.07	3.900	418.70	54.93	46.14
04/10/18	1.475	138.04	0.728	0.710	0.001	0.0875	0.054	0.109	0.195	109.29	1.249	136.49	10,965.62	1,101.11	9,956.32	1,936.52	4.041	2.08	3.890	416.20	53.67	45.47
04/10/19	1.495	137.95	0.739	0.723	0.001	0.0875	0.053	0.109	0.195	109.31	1.251	135.61	11,064.86	1,108.65	9,897.62	1,922.90	4.032	2.08	3.912	420.30	53.29	44.98
04/10/20	1.455	138.29	0.713	0.703	0.001	0.0875	0.053	0.109	0.195	108.31	1.259	136.28	10,882.18	1,093.94	9,886.93	1,932.97	3.980	2.09	3.865	423.50	54.92	45.87
04/10/21	1.425	138.50	0.698	0.687	0.001	0.0875	0.053	0.109	0.185	107.69	1.262	135.57	10,789.23	1,085.11	9,865.76	1,953.62	3.995	2.10	3.867	424.40	55.27	46.61
04/10/22	1.480	138.01	0.732	0.724	0.001	0.0875	0.053	0.109	0.190	107.59	1.268	136.02	10,857.13	1,090.84	9,757.81	1,915.14	3.974	2.11	3.862	424.60	56.17	N.A.
04/10/25	1.430	138.65		0.677	0.001	0.0875		0.109	0.180		1.277		10,659.15	1,075.12			3.945		3.828			N.A.

国内経済金融

米･原油価格の動向と消費者物価への影響

南　武志

2003 年冷夏による不作によって大きく上昇した米価格も、9 月の国内企業物価統計上ではようやく前年比下落に転じた。まだ、消費者物価指数統計上では価格下落は確認できないが、今後同様の動きになることは確実視される。一方で、国際商品市況での原油高が止まらないことにより、4 月以降、ガソリン小売価格が断続的に上昇している。現行の金融政策がコミットしている消費者物価の先行きを見通すにあたって、これら 2 つの財の価格動向は大きな影響を与える可能性が高い。

以下では、こうした点を踏まえ、米やガソリンの価格動向が消費者物価に対してどの程度の影響を与えるかを分析する。

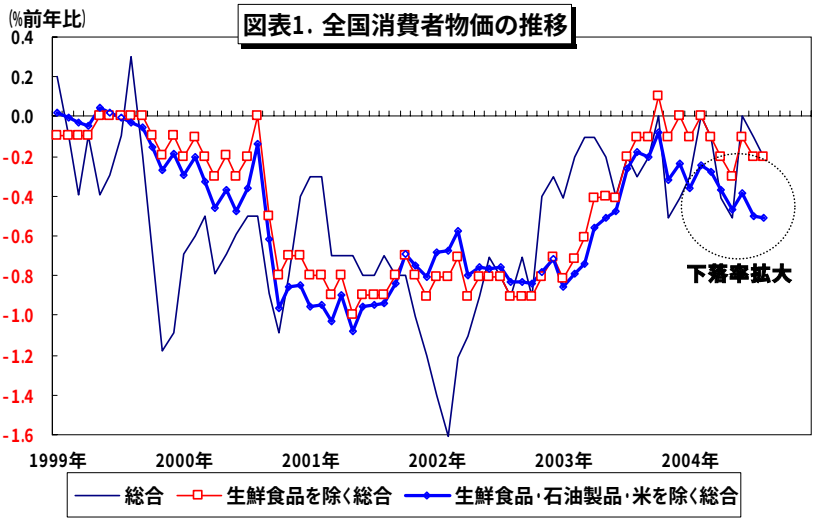
下落傾向が続くコア部分の消費者物価

まず、最初に米や石油製品を除いた「コア部分」の消費者物価動向を見てみよう。現時点の景気判断は「引き続き景気拡大局面にある」との見方が有力だが、その一方で、「コア部分」の消費者物価は下落幅を拡大してきている（図表 1）。この間、国内企業物価などでは粗原材料や中間財といった生産財価格が上昇に転じているが、それが最終財価格に波及している様子は今のところまだない。これは、付加価値生産という面では依然としてデフレ的な状態が持続していることを示している。

物価押し下げに寄与し始める米

03 年は冷夏の影響で 10 年ぶりに米が大不作（10ａ当たり収穫量の平年対比である作況指数では 90）となり、03 年 10 月から 04 年 8 月にかけての米価格は前年比 18.3%（全国消費者物価指数ベース）と高騰した。これは同時期の消費者物価上昇率を平均 0.2%ほど押し上げていた。一方、9 月の国内企業物価指数統計上での米価格は前年比▲2.5%と 16 ヶ月ぶりにマイナスに転じた。9 月 10 日時点での米の作況指数が 101（ほぼ平年並み）と公表されたこともあり、10 月中旬までの米平均落札価格（全国米穀取引･価格形成センター公表）や業者間売買価格は前年比▲25～▲35%ほど下落した。9 月下旬以降も相次いで台風が襲来したこと等から、米卸売価格の持ち直しが予想されるが、03 年産米に比べて大幅な下落は避けられないだろう。消費者物価

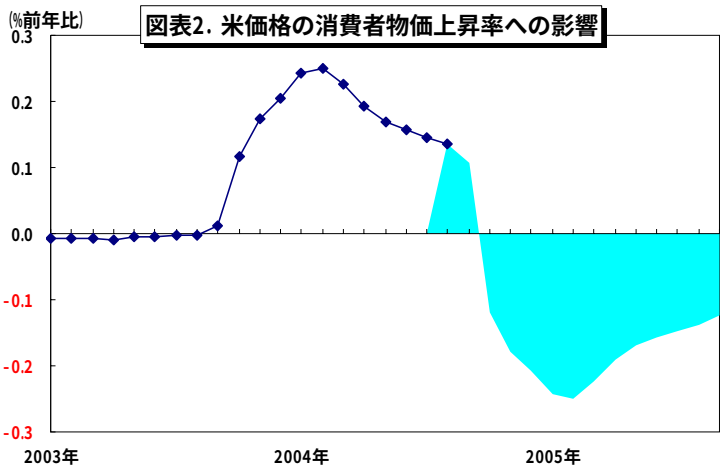
図表1. 全国消費者物価の推移



（資料）総務省「消費者物価指数」を用いて農中総研が作成

指数統計上ではまだ米価格の前年比下落が確認できていない（10月25日現在）が、国内企業物価統計と同様に、遅くとも 10 月分の統計では観察される可能性が高い。

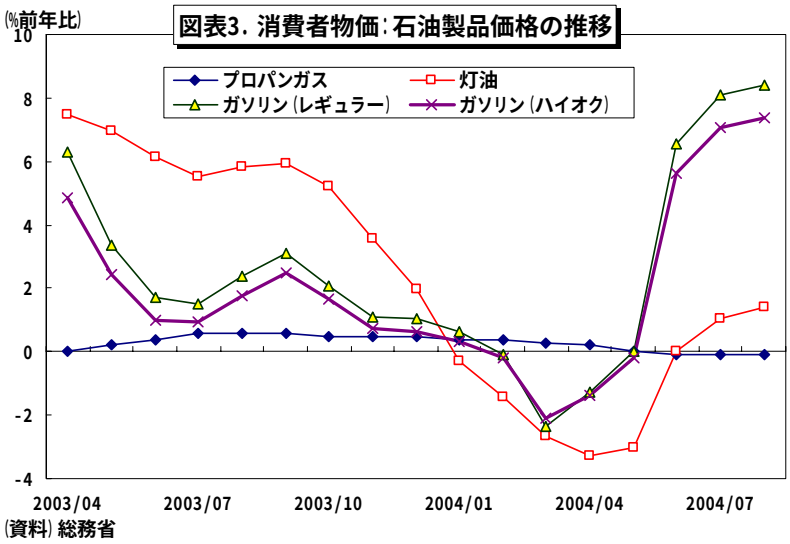
ここで、仮に米価格が上昇する前（02年10月～03年9月の平均値）程度まで下落して、その後1年間安定的に推移した場合、消費者物価に対してどのような影響を与えるかを試算してみよう。これによると、消費者物価に対しては05年2月に最大▲0.25%、04年10月からの1年間の平均では▲0.18%の押し下げ効果が働くことになる（図表 2）。足許では消費者物価（全国、生鮮食品を除く）は前年比▲0.1～▲0.2%程度の下落が続いているが、他の価格動向に変化がなければ 10 月以降の消費者物価は平均して前年比▲0.5%程度で推移する計算となる。



（資料）総務省資料より農中総研作成　（注）米価格の消費者物価前年比に対する寄与度

上昇を続ける原油価格

一方、国際商品市況における原油価格は上昇が続いている。世界景気が高水準で推移し、これから需要期を迎える中で、産油国側の生産余力も大きくはないとの憶測が出ている。また、相次ぐハリケーンによる米国内の石油設備の稼動停止、アフリカ最大の産油国であるナイジェリアのストライキなども高騰に拍車をかけている。一方で、投機資金が大量に流入しているとも推測されているが、そうした資金は長期にわたり一箇所に留まらないのも常であり、今後の価格動向の予想は難しい。以下では、ガソリン価格の今後の動向をあらかじめ設定した上で、それが消費者物価にどのような影響を与えるかを試算する。



（資料）総務省

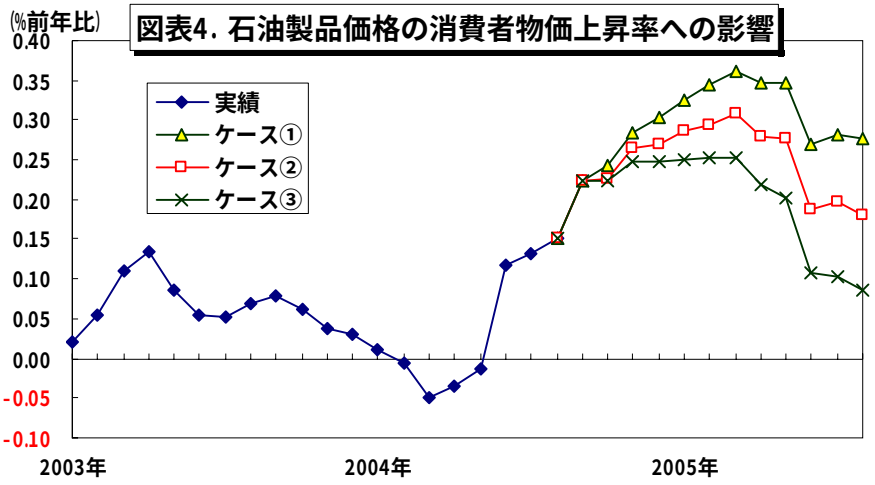
消費者物価統計での石油製品は、ガソリン（レギュラー・ハイオクとも）の他、灯油とプロパンガスから構成されている。なお、最近のガソリン価格上昇は目立っているが、灯油価格の上昇は限定的で、プロパンガスに至っては若干下落気味となっている（図表 3）。こ

こでは、灯油は緩やかな上昇、プロパンガスに変化なし、を基本とした。ガソリン価格に関しては、①今後さらに 10 円程度上昇する（石油情報センター調査におけるガソリン価格[注 1)]）、②今後さらに 5 円程度上昇する、と 2 パターンを考えた（いずれも緩やかに上昇）。なお、参考までに灯油・プロパンガスを含む石油製品価格が変化しないケース（ケース③）も試算した（図表 4）。これによると、ケース②（5 円上昇）では今後の米価格下落の影響との相殺で 0.05%のネットの物価押し上げ効果、ケース①では同様に 0.10%のネットの押し上げ効果があることになる。ケース③の石油製品価格上昇が今度ないとしてようやく両方の効果は均衡する。それでも、前述した通り、米価格の要因が剥落した 04 年 10 月以降は平均▲0.5%程度の消費者物価変化率になることが予想されることから、石油製品価格上昇だけで、インフレ率が安定的なプラス推移になる可能性は小さい。

また、前述したように、原油価格には思惑買いの部分も影響しており、一気に下落する可能性もないわけではない。その場合は消費者物価への影響も小さいものとなる。

（注 1）10 月 12 日時点でレギュラー119 円／リットル、ハイオク 131 円／リットル）。

図表4．石油製品価格の消費者物価上昇率への影響



（資料）総務省資料より農中総研作成
（注）1．石油製品価格の消費者物価前年比に対する寄与度
2．石油製品価格の想定はケース①：ガソリン価格は04年9月からさらに10円上昇、ケース②：ガソリン価格は04年9月からさらに5円上昇、ケース③：現状維持、とした。

デフレ脱却は実現可能か？

足許では、ようやく賃金水準の下げ止まりが確認されつつある。過去数年に渡るコスト圧縮によって、すでに企業部門ではリストラ効果が乏しいのが現実であり、社会保険料負担増に加え、賃金圧縮が不可能となれば、一気に企業が投入コストの増加を製品価格に価格転嫁し始める可能性もないわけではないだろう。

なお、これが現実のものになるかどうかは今後の景気動向に大きく左右される。04 年 9 月に公表している当社経済見通しでは先行きは景気鈍化するとの予測となっており、当面はデフレ状態から脱却できる可能性は薄いと予想している。

国内経済金融

「団塊の世代」の退職と労働供給の変化

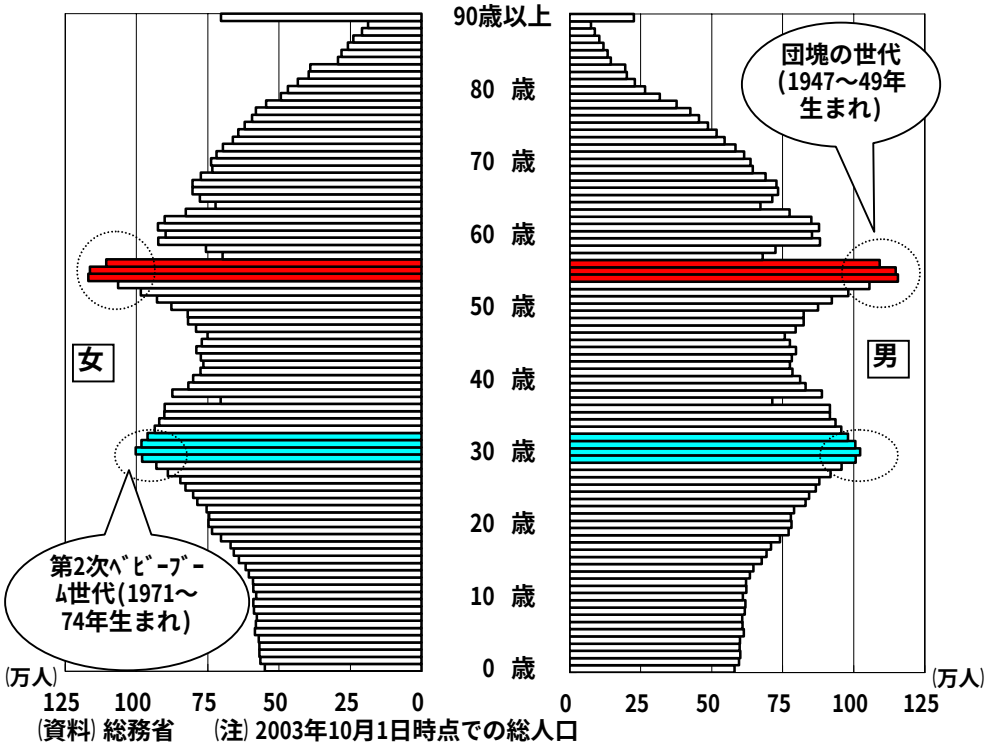
南　武志

本誌 9 月号では、景気回復が進行する下で、通常は上昇することが多い労働力化率がこのところ低迷している原因について分析した（「低迷する労働力化率の背景」）。そこでは、人口の高齢化が進行していることが労働力化率低迷の主因であることを指摘したが、最近は「団塊の世代」が 60 歳定年で退職し始める「2007 年問題」への注目が増えつつある。つまり、2007 年から 2010 年にかけて、団塊の世代が退職することにより、企業では雇用コストが大きく低下する反面、人手不足に備えこれまで抑制してきた雇用者数を増加し始める可能性がある、ということである。以下では、こうした点を踏まえ、2010 年までの労働供給がどのように変化するかを分析する。

「団塊の世代」の特徴

「団塊の世代」は、作家で元経済企画庁長官の堺屋太一氏が命名した用語として有名であるが、その定義としては、第二次世界大戦後の数年間のベビーブーム時（1947～1949 年）に生まれた世代とされている。なお、この「団塊」という言葉の持つ意味（地層中に存在する球状、楕円状、扁平状などの形をなす硬い塊[注 1]）やそこから派生する印象（集団であるが故の個性の無さなど）はあまりよくないのは事実である。なお、この世代は戦後日本を担う存在として期待され、自らも自覚していた世代とされており、「GS 世代」「全共闘世代」「（20 代のときに）ニューファミリー世代」などと

図表1. 日本の人口ピラミッド



（資料）総務省　（注）2003年10月1日時点での総人口

呼ばれることもあった。

一方、最近では、逼迫する年金財政問題に絡んで「逃げ切り世代」と評する論者もいるなど、世代間の所得分配の不公平性を象徴する存在と目されることもある。つまり、いかにして彼らに社会保険料を負担してもらうかと同様に、いかに彼らに対する年金給付を減額するか、が年金改革における重要な注目点の一つとなりつつある。

なお、こうした戦後生まれのベビーブーム現象は日本だけでなく、欧米でも観察でき、クリントン元米大統領などがその世代出身として知られている。ただし、欧米ではベビーブームが 10 年近くに渡って続いたのに対し、日本では僅か 3～4 年で終焉している。これは、1950 年代初頭に大規模な産児抑制政策が実施されたことが原因とされている(注 2)。実際に、1947～49 年の出生数は 260 万人台(厚生労働省資料)であったが、その後は急激に減少し、1957 年には 150 万人台にまで落ち込んでいる。

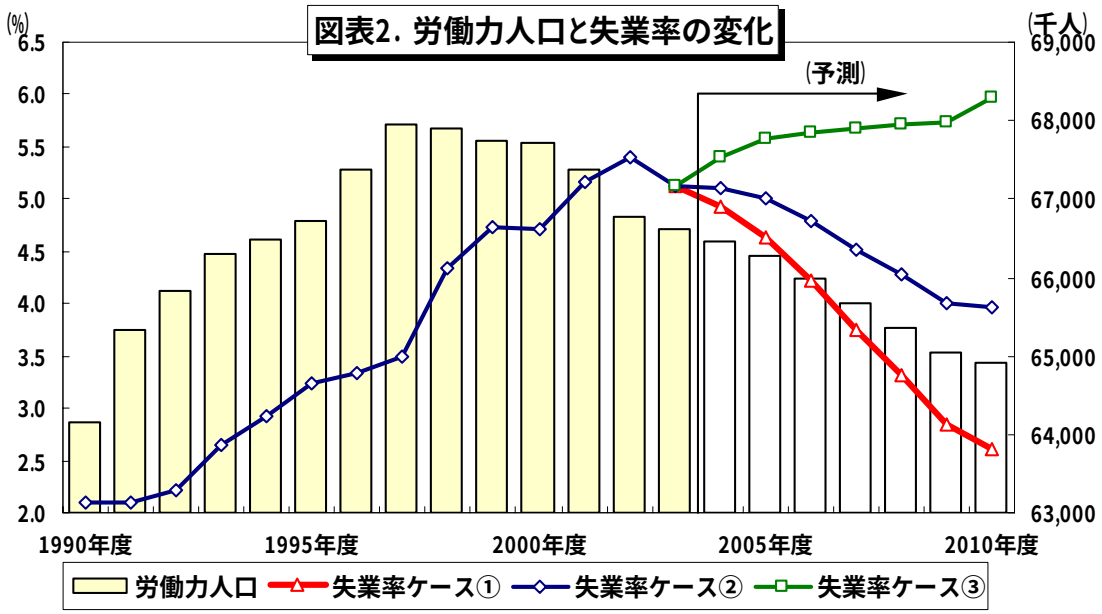
現在の日本の年齢別人口構成(図表 1)を見ても、団塊の世代(2003 年 10 月時点で 54～56 歳)の人口は際立って多いことが分かる。総人口に占める割合は 5.4%(1947～49 年生まれの 3 年合計)であり、いわゆる団塊ジュニアと呼ばれる第2次ベビーブーム世代の6.2%(1971～74 年生まれの 4 年間の合計)に匹敵する。また、「団塊の世代」の年齢別平均人口均も、彼らから 5 年以内早く生まれた世代(同じく 57～61 歳)よりも 63 万人多く、逆に 5 年以内遅く生まれた世代(49～53 歳)よりも 41 万人多い。

(注 1) 岩波書店「広辞苑」より抜粋。

(注 2) 松谷明彦(2004)『「人口減少経済」の新しい公式』では「1948 年に制定された優性保護法が大きな役割を果たした」と指摘している。

中期的な労働需給の変化

現在の一般的な60歳定年制の下では、「団



(資料) 総務省、厚生労働省の統計より農中総研作成

(注) 1. 労働力人口は、人口推計(中位推計)を基に各年齢層の労働力化率(一定と仮定)を乗じて算出。

2. 失業率推計の前提として、労働需要に関して、ケース①:03年度水準から不変、ケース②:03年度水準から過去10年間の平均ペースで減少、ケース③:同じく過去5年間の平均ペースで減少、との想定を置いた。

塊の世代」は 2007 年以降に集中的に定年を迎えることになる。以下では、現行の定年ルールが不変という仮定を置いた上で、中期的な労働供給がどのように変化するかを試算してみる。

まず、労働供給とは労働力人口のことを指すものとするが、それは 15 歳以上人口（生産可能年齢）と労働力化率の積と考えることが可能である。本誌 04 年 9 月号「低迷する労働力化率の背景」で見たように、近年の各年齢層の労働力化率には、結婚・出産期（近年では 20 歳代後半～30 歳代前半）に差し掛かった女性を除けば、あまり変化が見られない。先行きについても、M字型に歪んでいる女性の労働力化率が正常化に向かう動きは予想されるものの、2010 年度までの約 6 年間という期間内は各年齢層の労働力化率は一定と想定した。また、各年齢層の人口は国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来人口（2002 年 1 月推計）」の中位推計を用いた[注 3]。

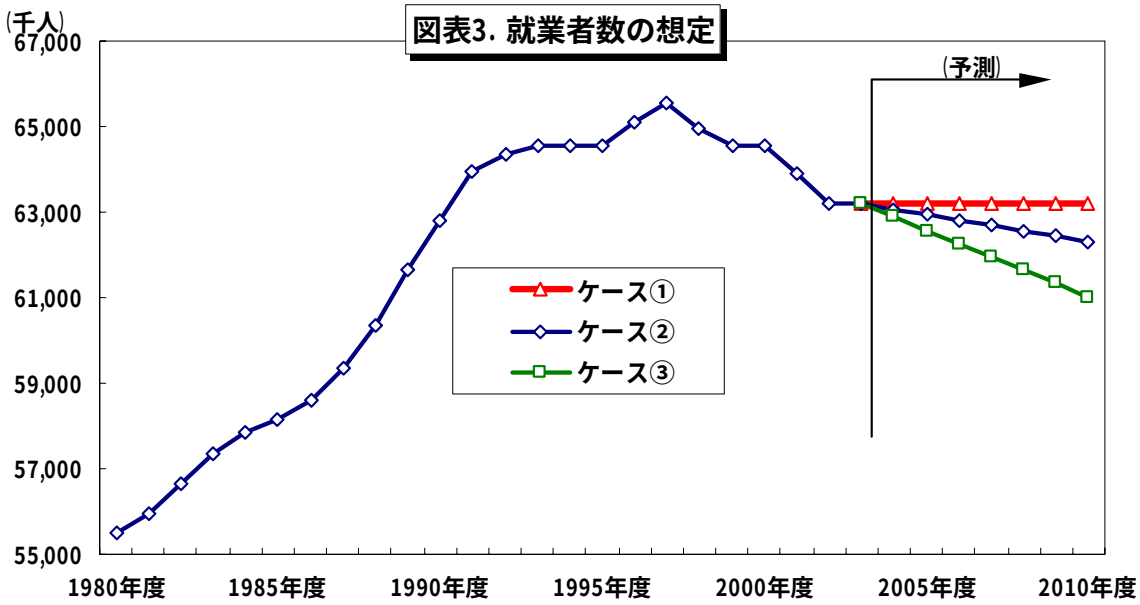
図表 2 は、推計した 2010 年までの労働供給（労働力人口、棒グラフ）を示している。労働力人口は、すでに 1997 年をピークに減少に転じているが、団塊の世代の退職時期にはその傾向にますます拍車がかかるとの見通しが得られる。

（注 3）この中位推計は、出産年齢の後ズレによって生じている出生率低下が早晩止まるという前提で推計されている。これに対して「やや楽観的」との批判もあるが、生産年齢人口の予測には影響を与えないため、利用することに差し障りはないと判断した。

失業率動向は企業の雇用政策次第

以上で試算したように、2010 年に向けて日本では労働力人口が大きく減少する可能性が極めて高い。しかし、それが労働市場全体にどのように波及するかどうかは、需要サイドである企業の雇用政策をあわせて考える必要がある。以下では、今後 6 年間の就業者数について、①2003 年度水準と不変、②就業者数が直近 10 年間平均（年率 0.2%）で減少、③就業者数が直近 5 年間平均（年率 0.5%）で減少、の 3 ケースに分けて失業率がどのように変動するかを試算することにする[注 4]。

図表3. 就業者数の想定



（資料）総務省の統計より農中総研作成　（注）図表2の注2に同じ

仮に、国内での労働需要量が現在の水準とあまり変化がなければ、失業率が大きく低下して労働市場が逼迫する可能性があり、永らく抑制され続けていた賃金が上昇し始める可能性がある（図表2の「失業率ケース①」）。企業は足許の原材料コストの上昇に対して、単位労働コスト（ユニット・レーバー・コスト）や雇用者数を抑制することで対応してきたが、こうした図式が崩れるようなことがあれば、企業は経営維持のためには投入価格の上昇を産出価格に転嫁せざるを得なくなる。つまり、物価は上昇に転じ、長引くデフレ状態からの脱却の糸口になりうる可能性がある。

一方で、国内の労働需要が漸減していくという想定の下では失業率の低下も緩やかなものに留まる（図表2の「失業率ケース②」）。また、労働需要そのものが、団塊の世代が定年退職するペースよりも大きく減少するようなことになれば失業率は低下せず、高止まることになる（図表2の「失業率ケース③」）。就業者数のうち、雇用者が占める割合は85%程度であることから、失業率がどのように変化するかは国内企業の雇用政策に負うところが非常に大きいと思われる。

一方で、定年制の延長[注5]によって60歳以上人口の労働力化率が上昇したり、社会保険料の断続的引き上げや予想される定率減税廃止などで家計可処分所得が予想以上に目減りすることによって女性の労働力化率が上昇したりすれば、労働力人口の減少があまり問題とならない可能性もある。以上に指摘したような問題点に関しては、今後さらに検討を加えていきたい。

（注4）厳密に言えば、就業者は雇用者と自営業者・家族従事者の合計であるが、ここでは就業者と雇用者は同義として扱う。

（注5）「改正高年齢者雇用安定法」が12月から施行される予定であるが、同法は企業に対して段階的に65歳までの雇用継続を求めている。

国内経済金融

台風・豪雨被害と地方経済

～台風 22 号まで農業関係だけでも 3,000 億円の被害～

渡部喜智　木村俊文

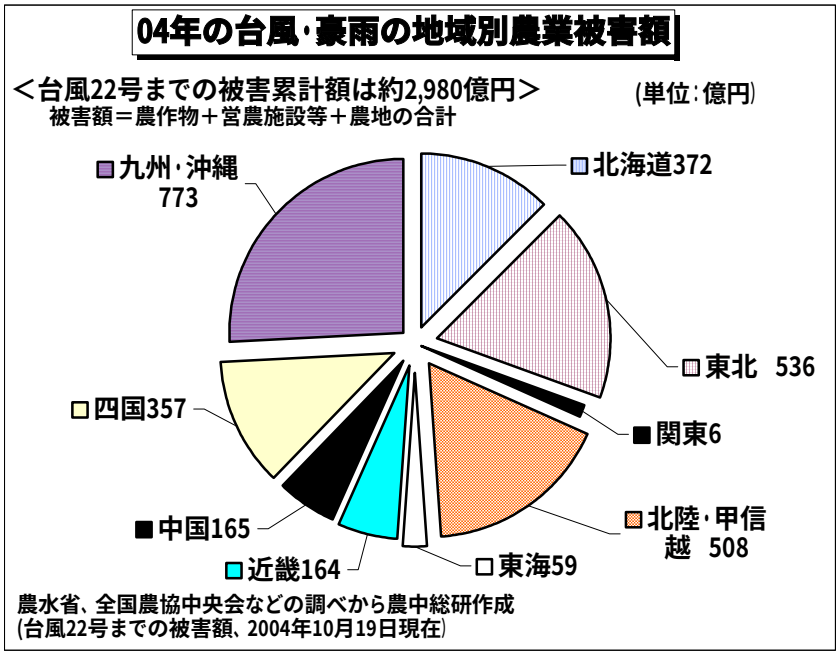
例年にない数の台風の接近・上陸などが見られる。戦後、台風の上陸数が最も多かったのは1990年、93年の6個。また過去30年(1971～2000年)の平均上陸数は2.6個であったが、今年は10月20～21日にかけ日本列島を通過した23号までで10個[i]を数える。

これらによる死傷者の人的被害は勿論だが、物的損害はことのほか大きく、被害地域を中心に思わぬ景気減速要因になりかねない。

まず、一連の台風・豪雨によって農業関係において大きな被害が生じている。被害地域はなかり分散しているが、九州・沖縄、東北、北陸・甲信越の各地域の台風22号までの被害額は500億円を超しており、全国の累計被害額は約3千億円となっている[ii]（図1）。

局地的には水稲、果樹などに壊滅的な被害が発生しており、前述の被害額以上に負の効果が懸念されるところも多い。全国的に水稲の収穫量への影響[iii]は不確定ながら、長雨による野菜の不出来・出荷減少から、野菜価格が大きく上昇している。

また、倒壊・破損・浸水など一般家屋等への被害も甚大である。国土交通省の調べによれば、台風22号までの全壊・半壊・一部破損家屋数は2.27万戸、浸水家屋は10.3万戸とな



っており、かつてない被害である。

ちなみに、03年は東日本を中心に冷害であったが、台風上陸は2個に過ぎず、合計の全壊・半壊・一部破損家屋数は1,000戸に満たなかった。

表1 台風・豪雨による一般家屋の被害状況 (戸)

台風 内容	全壊	半壊	一部破損	床上浸水	床下浸水
7月豪雨	22	156	85	4,022	22,620
台風6号	0	0	9	0	3
台風10・11号	9	9	56	214	2,313
台風15号	4	1	7	29	945
台風16号	15	78	3,968	15,249	28,999
台風18号	59	279	15,082	1,299	5,799
台風21号	64	67	1,735	5,576	12,777
台風22号	12	18	1,032	627	2,391
合計	185	608	21,974	27,016	75,847

国土交通省調べ資料から農中総研作成

九州・沖縄・北陸で早くも景況感が悪化

消費者心理面には台風被害による景況感の減速傾向がすでに表れている。

景気に敏感なタクシー運転手ら約2,000人を対象に、9月下旬の街角の景況感をたずねた「景気ウォッチャー調査(9月)」によれば、9月は厳しい残暑に加え相次ぐ台風の影響で、現状判断DI(3ヶ月前と比べた景気の現状判断)が前月比3.4ポイント低下の47.3と2ヵ月連続で悪化した(図2)。

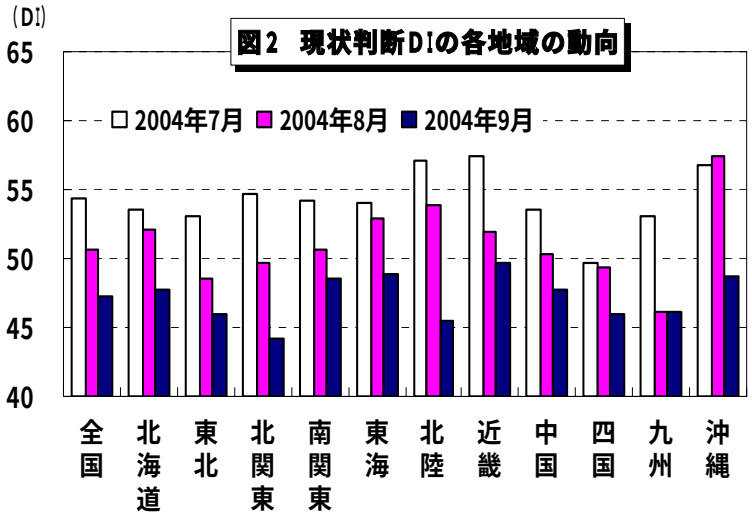


図2 現状判断DIの各地域の動向

内閣府「景気ウォッチャー調査」より農中総研作成

地域別にみてもほぼ全域で景況感が2ヵ月連続で悪化しているが、8月は九州(前月比▲6.8ポイント)で、また9月は沖縄(同▲8.8ポイント)と北陸(同▲8.4ポイント)で低下幅が大きい。これらの地域は、いずれも台風通過による被害の影響が顕著に表れたと見られる[iv]。

9月景気ウォッチャー調査の『景気判断理由集』から台風の影響に関する意見を拾ってみると、「大型台風の影響で観光関連サービス業や農水産業に悪影響」(沖縄・求人情報誌製作・営業担当)、「2度にわたる台風の影響で2日間臨時休業となったため、売上が 10～13%減少」(沖縄・百貨店・担当者)、「台風の影響により旅行客が減少、レストラン・宿泊収入ともに減収」(北陸・都市型ホテル・スタッフ)などの悪影響の意見がある一方、「水害等の特需もあり、改装の受注が非常に増加」(北陸・住宅販売・従業員)、「台風の影響がプラス要因となり今月は前年比を大幅にクリア」(近畿・ビデオ CD レンタル・エリア担当)などの意見もあった。

このように業種によって影響はさまざまだが、総じて見れば台風の影響は、消費者心理や地域経済にとってマイナス要因といえよう。

以上のように、すでに心理面での懸念が出ているが、今後、実物面での負の波及効果が懸念される。特に農業関係の比重が高い地域では、農業被害による所得減少と復旧投資負担の悪影響が年末に

かけて実際に表れて来ると、無視出来ない影響があるだろう。

また、一般家屋の建替え･修理や耐久財の買い替えなども一時的には需要増加のように見えるが、タイムラグを置いて、支出抑制につながる可能性が大きい。

台風･豪雨の被害は、景気回復の波及効果がじわりと及び始めた地方経済にとって、消費関連を中心に予想外の逆風になりかねない。年末以降の地域経済への動向に注意したい。

---

[i] 通過経路は下表のとおり

台風豪雨	7月梅雨災害	台風6号	台風10･11号	台風15号と前線に伴う大雨	台風16号	台風18号	台風21号	台風22号	台風23号
通過地域	･7月中旬に新潟、福井、福島など北陸から東北にかけて、梅雨末期の豪雨が発生	･6月下旬に四国、近畿、東海地方を中心に大雨、沖縄、九州から東北地方にかけて広範囲で暴風。	･台風10号：7月下旬に四国･中国地方を縦断。西日本中心に大荒れ。 ･台風11号：8月上旬、徳島に上陸、四国･中国地方を縦断。西日本太平洋側で大雨･暴風。	･台風15号：8月中旬に沖縄･長崎を通過し、日本海を経て青森に上陸。 ･この台風と前線の影響により、四国、九州、東北の北部や北海道南部で暴風雨。	･8月末に鹿児島上陸。九州･中国地方を通過、日本海を経て北海道を縦断。 ･九州から北海道まで広範囲で大雨･暴風。	･9月上旬に沖縄を通過し長崎に上陸。山陰･北陸、東北･北海道に進む。 ･九州から北海道まで広範囲で大雨･暴風。 ･全国各地で記録的な暴風。	･9月下旬に鹿児島と高知県に上陸。その後は近畿から三陸沖へ。 ･三重、奈良を中心に九州、四国、近畿で大雨･暴風。鹿児島市では記録的な暴風。	･10月上旬に静岡県伊豆半島に上陸。その後は関東を通過し鹿島灘に抜けた。 ･東海、関東南部に大雨、台風の中心付近の狭い地域で猛烈な風。	･10月下旬に、高知県に上陸。その後は近畿地方に再上陸し、本州を縦断して銚子沖へ。 ･各地に暴風や高波、大雨による被害をもたらし、今年最悪の台風被害に。

（気象庁資料から農中総研作成）

[ii] 農林水産省調べによれば、台風22号の農業被害は10月19日現在39.2億円である。また、林地荒廃の被害が累計で17.7百億円、水産施設破壊などの被害も累計5.0百億円となっている。

[iii] 農林水産省発表の9月10日時点の作況指数は101であり平年作並み以上という見通し。しかし、それ以後台風21、22号が上陸しており一定の収穫減少が考えられる。

[iv] ｉの台風通過経路参照

国内経済金融

設備投資を考える視点
～ハイテク業種中心にストック調整のリスク～

渡部（わたなべ） 喜智（のぶとも）

設備投資に先行き屈曲リスク

輸出が好不況の起動点となる傾向が90年代後半以降、とみに強まっているが、景気の持続性を決めるという点で民間企業設備投資（以下、設備投資という）の役割は相変わらず大きい。民間企業設備投資は実質国内総生産（GDP）の16％強を占めるとともに、その変動性の大きさから「景気の舞台回し」というべき存在感がある。

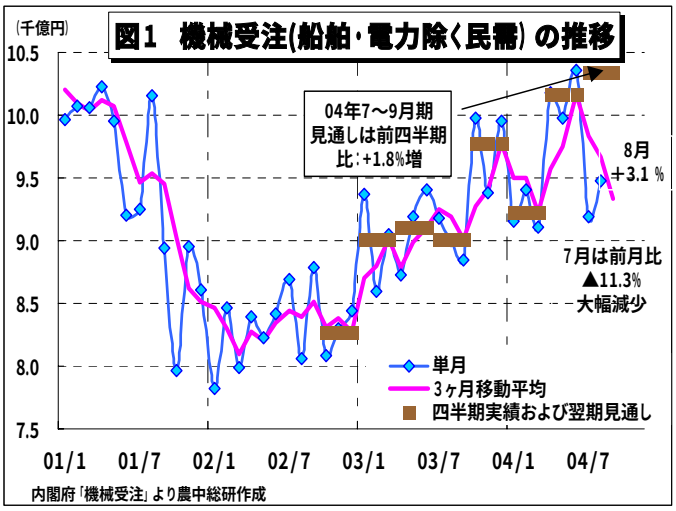
実質GDP統計上、設備投資は02年7～9月期を底に増加基調をたどり、この間に2割超増加した。03年7～9月期に小幅反動減（前期比▲0.1％）の調整があったことを除けば、2年近く設備投資の上昇サイクルが継続し、景気の加速要素となってきた。

先行きついても、業績回復に伴い手元資金が潤沢で、かつ金融機関の貸出姿勢も積極化していることを背景に、入れ替えが必要な更新投資と競争力強化のための研究開発・新製品投資がいわば二重奏となって設備投資の伸びが続くという「構造的回復論」がある。

しかし、果たして構造的回復論だけで設備投資の先行きを語れるだろうか。

たとえば、設備投資の先行指標である機械受注（除く電力・船舶）[i]は、7月に前月比▲11.3％の二桁減少の後、8月の戻りが同＋3.1％増加にとどまった。また、9月の受注指標でも半導体製造装置の3ヶ月移動平均受注・出荷比率（BBレシオ）が0.87に低下した。単月受注では相当にブレーキがかかったと模様だ。

11月11日発表の9月実績と10～12月期見通しが注目されるが、02年末からの増加トレンドが変わるか、否かのポイントにある、と言っていいだろう。



設備投資はこの2年近く景気の加速要素だったが、05年年明け以降もGDP成長が2％程度の巡航速度を保つためには、設備投資が一定の増加ペースを持続することが不可欠である。設備投資における構造的回復論とともに循環的変動の部分を見ておくことは重要であると思われる。

投資下支え要因は大きいのだが

設備投資において、非製造業が7割の比率を占める。そのなかで、通信・運輸業、電力・ガス業、小売業、金融業などの設備投資はそ

れぞれの業種の競争環境（含む合併・再編）や規制・政策の変化、技術・仕様変更などに左右されるところも大きい。その点で手元資金を含む投資資金の調達力は他業種と比べ重要な投資決定要因となる。サービス産業のソフトウエア関連を除けば、製造業と比べ景気への感応度は小さい半面、「独立的投資」の比重が大きいと言えよう。

一方、製造業の比率は3割強である。そのうち、素材関連業種の設備投資が業績回復とともに復活していることは設備投資の下支え要因として注目すべきである。また、自動車関連業種では潤沢な資金を持つ企業が多い上に、新型モデル投入の必要性が高まっていることから、設備投資の高止まりが期待される。

成長期待低下でストック調整が作動？

しかし、景気回復過程で生産などの供給能力拡大が進行する一方、それに反し需要が増えず、先行きの成長率見通し＝期待成長率も低下してくるとなれば、追加設備投資をおこなう期待収益性が落ちる。この結果、先送り・抑制の投資判断から設備投資が減速する、『ストック調整』が起きる可能性は無視できない。構造的回復論が説く下支えはあるが、景気の変化、成長率見通しに対応して、設備投資が変動するストック調整のリスクは残るはずである。

電子部品・デバイスなどのハイテク業種は、生産能力の積み上がりが顕著であり、かつ製品需給の変動も大きい。設備投資の景気感応度が高い代表業種であり、その90年代後半からの生産能力変化と稼働率変化を見たのが図2である。

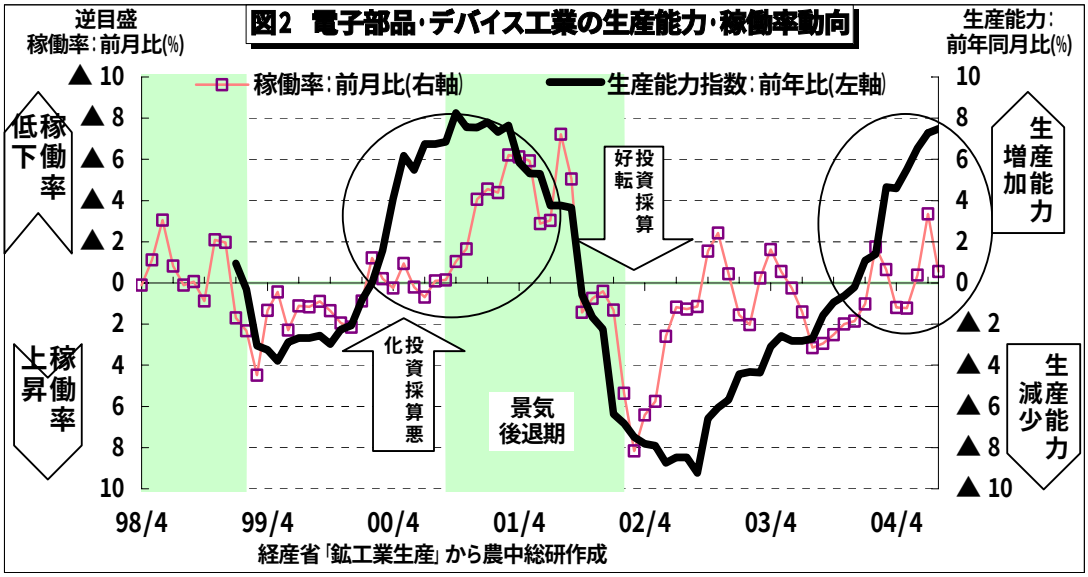
2000年後半にかけて「IT 景気」の末期には生産能力が積み上がって行ったが、想定した需要が伸びなかったことを背景に稼働率が停滞、遅れて需要縮小から稼働率が低下していった。これがIT不況入りにかけて起こったことである。今、それと同じ傾向が図2に表れて始めている。

国際的には原油高騰、国内的には台風・地震などの災害が続いており、心理面だけでなく、実物的にも先行きの需要鈍化要因となる懸念がある。このような成長減速見通しを切り返すような好材料に乏しいなかで、設備投資にストック調整が作動するリスクに注意が必要と思われる。

---

i　GDP統計上、民間企業設備投資の①機械機器関係、②建物・構築物・土地改良関係および③ソフトウエア関係の形態別投資額は明示されていないが、①は6割半ばと推定される。

図2　電子部品・デバイス工業の生産能力・稼働率動向



経産省「鉱工業生産」から農中総研作成

情勢判断

海外経済金融

ハリケーンと原油価格高騰の影響を受ける米国景気

永井　敏彦

要旨

- 米国南東部に上陸したハリケーンが小売業売上に及ぼした影響は限定的であったが、メキシコ湾岸の石油関連施設が受けた被害により、原油価格高騰に拍車がかかった。
- エネルギー価格高騰が、景気拡大の逆風となっている。一方で食料・エネルギー以外の物価は総じて落ち着いているが、緩やかな上昇圧力もみられる。

米国東南部へのハリケーン上陸の影響

8 月中旬以降、フロリダ州を中心とした米国南東部にチャーリー（8/13）、フランシス（9/5）、アイバン（9/16）、ジーン（9/25）という四つハリケーンが次々と上陸した。いずれも風速が時速 200km 前後の大規模なものであった。これらのハリケーンがもたらした被害に関する保険金支払額は、保険業界全体で 200 億ドルに達するとみられており、これまでの過去最高額（92 年の 155 億円支払）を上回る見込みである。

ハリケーン上陸は、小売店売上にプラス・マイナス両方の効果をもたらしたようだ。ディスカウント・ストアやホームセンターでは、ハリケーン通過時の店舗閉鎖と通過後の停電により一時的に販売機会を喪失したが、通過前の生活物資（水・食料・電池など）買い溜めと通過後の需要再開により、差引ではややプラスの影響を受けたところが多かった。これに対して百貨店やアパレル店では、店舗閉鎖の影響に加え消費者の支出が生活必需品にシフトしたことから、売上への打撃が比較的大きかった。

またフロリダ産グレープフルーツが、ハリケーンの被害を受けた。果樹園が集中する同州東海岸地域では落果や倒伏などの被害が目立ち、農務省は今季（04 年 11 月から 05 年 5 月）の同州全体の収穫量は昨季比 63%減少すると予測している。そしてハリケーン被害に伴う品薄感により、グレープフルーツ価格が急騰している。9 月の生産者物価統計をみると果樹価格が前月比（季調済）で 23%上昇しているが、こうした事情も一部反映されていると考えられる。

ハリケーンが米国経済全体に及ぼしたより大きな影響は、原油価格を一段と押し上げたことである。ニューヨーク商品市場（ＮＹＭＥＸ）の原油先物価格（WTI）は、10 月 22 日の終値で 55.17 ドル／バレルとなった。米国の石油関連施設はメキシコ湾岸に集中しており、この地域での原油生産量や原油精製能力は全米の約半分であるが、ハリケーンによりこれら施設が被害を受け、石油生産活動の正常化が遅れている。EIA(エネルギー省エネルギー情報局)が10月6日に発表した「短期エネルギー見通し」によれば、ハリケーンにより日量 50 万バレルの生産が失われ、通常の生産レベルに復帰するまでには、45～90 日が必要ということであった。

物価に上昇圧力の兆し

原油価格高騰の原因は、ハリケーンだけではない。中国やインドを含む世界的な需要の拡大が続くなか、ナイジェリアの政情悪化に伴う供給不安が続いており、こうした需給逼迫を背景に投機も活発化している。

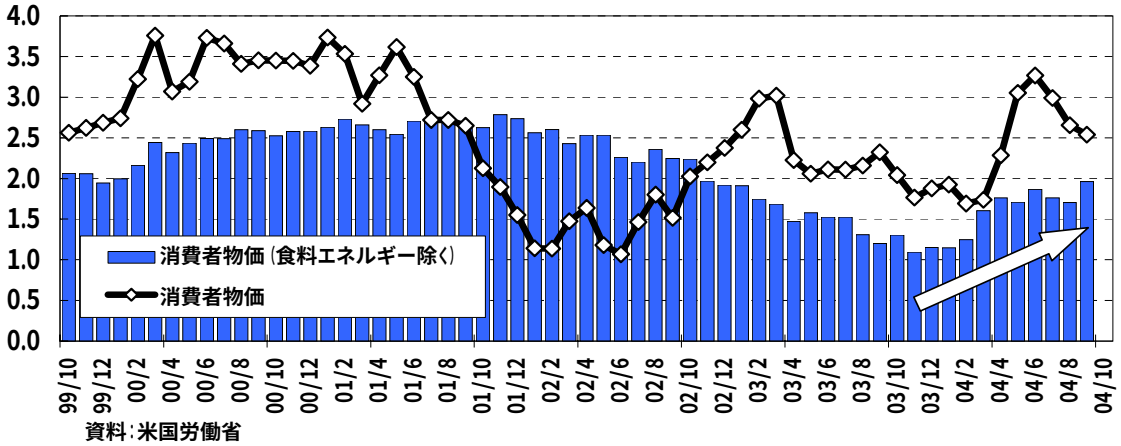
ガソリン価格も騰勢を強めている。エネルギー省が 10 月 18 日に発表した最新のガソリン平均小売価格は1ガロン＝2.035 ドル（1リットル＝約 58 円）となり、6 月上旬の最高値（1ガロン＝2.064 ドル）に迫った。また、前述のEIAの”Winter Fuels Outlook 2004-2005”によれば、今回冬季（04 年 10 月～05 年 3 月）の北東部地域における灯油価格は、前年同期比＋28.8%と大幅に上昇する見込みである。

こうしたエネルギーを中心とした物価上昇についてＦＲＢがどう認識しているかをみると、グリーンスパン議長は 10 月 15 日の講演で以下のように述べている。「最近の原油価格の 55 ドル／バレルに迫るような上昇は、大部分ハリケーン（アイバン）がもたらした被害によるもので、最近の価格上昇の一部は長期的には打ち消されるであろう」。「現在の実質ベースでの（物価上昇分を調整した）原油価格は、過去のピークであった 81 年 2 月の五分の三である。輸入原油価格の上昇により、米国民はＧＤＰの 0.75%程度にあたる課税をされた計算になるが、これも 70 年代と比較すればはるかに小さい」。また、原油以外の物価は落ち着いておりインフレ期待も弱まっている、というのが現状のＦＲＢの公式見解である。

確かに最新の経済指標でも、物価が比較的落ち着いているとの見解を裏付ける内容のものが多い。ＦＲＢが物価動向を判断するにあたり特に注目している個人消費コアデフレータ（食料・エネルギーを除いたもの）をみると、8 月の前年同月比上昇率が＋1.4%と低い水準にとどまっていた。9 月の輸入物価統計をみると、原油・石油製品輸入価格は前年同月比 48.7%上昇であったが、それ以外の輸入価格は 2.9%上昇にとどまっていた。特に国際間の競争が激しい資本財や消費財の輸入価格は、それぞれ前年比－1.4%、＋0.6%と上昇力が弱い。また企業の景況感を示すISM製造業指数の内訳項目で生産物の需給状況を示す納期遅延指数が、ピークであった 04 年 5 月の 69.4 から毎月連続して低下し、9 月には 55.5 となった。また支払価格指数も、ピークであった 04 年 4 月の 88.8 から 9 月の 76.0 へと低下した。さらにトウモロコシや大豆など穀物価格が、豊作を背景に下落している。

しかし最新の消費者物価統計をみると、食料・エネルギーを除いたコアインフレ率が緩やかながら着実に高まっている。図は消費者物価上昇率（前年同月比）の推移であるが、コアインフレ率は 03 年 11 月の 1.1%を底にジリジリと高まり、04 年 9 月には 2.0%となった。これを商品・サービス別にみると、ジリ高の原因は

図　消費者物価上昇率（前年同月比）



資料：米国労働省

サービスの側にある。特に教育（04 年 9 月の前年同月比 6.6%）、医療（同 5.0%）が根強い物価上昇圧力になっている。住宅家賃も少しずつ上昇している。

コアインフレ率の高まりと関係があるとみられるのが、賃金上昇率である。全民間企業の時間当賃金上昇率（前年同月比）は、04 年 2 月の 1.6%を底に上昇力を高め、04 年 9 月には 2.4%となった。さらに福利厚生費が前年比 7%を超える高い上昇を続けており、企業にとって雇用コストの上昇は悩ましい。内外企業との競争激化により、販売価格の値上げが難しいからである。このように、現状では落ち着いている物価情勢の背後に潜在的な上昇圧力があることには、留意が必要である。グリーンスパン議長は 9 月 8 日の議会証言で、時間当たり賃金の上昇と、労働生産性上昇率の鈍化に伴う単位労働コスト上昇について指摘していた。

持続力が試される景気拡大

原油も含めた原材料の価格や雇用コストが上昇する環境のもとで、販売価格をあまり値上げできないとすれば、企業が収益確保のためにできることは、雇用者数の抑制である。9 月の非農業雇用者数が対前月で＋9 万 6 千人と予想外に伸びなかった背景には、そのような事情があったと思われる。製造業の雇用者数は 04 年春以降、前月比プラスがほぼ定着していたが、9 月にはそれがマイナスに転じた。また 9 月には製造業のほとんどの業種で雇用者数が横ばいかマイナスとなり、雇用抑制が幅広い業種に拡がっていた。

こうした雇用伸び悩みにエネルギー価格高騰が加わり、消費者マインドが悪化している。ミシガン大学が発表している消費者センチメント指数は、9 月の 94.2 から 10 月の 87.5 へと大幅に低下した。伸び悩みが続いていた小売売上高が、9 月に季調済前月比で＋1.5%と比較的好調であったが、これは自動車メーカーの販売促進策が一時的に効果を発揮したものである。雇用統計で小売業の雇用者数が 7 月以降 3 ヶ月連続して対前月で減少したこと、消費財の生産指数が伸び悩んでいることなど、個人消費を巡る環境には楽観できないものがある。

景気は拡大を続けているが、以上述べてきたように、その拡大力には 04 年春頃にみられた勢いがなく、原油価格高騰という逆風のなかで今後の持続力が試されている。一方で物価は、エネルギーを除けば今のところ比較的落ち着いているが、景気拡大に伴った緩やかな上昇圧力もみられる。こうしたなか、11 月 10 日または 12 月 14 日のＦＯＭＣでＦＲＢがＦＦレート誘導水準を 0.25%引き上げて 2.00%とする、との見方が支配的である。

今後は、大統領選の帰趨や原油価格動向が経済情勢を現在とはまた違った色彩に変えるかどうか、留意してみていく必要がある。

「家計消費状況調査」

～ＩＴ関連消費や高額商品・サービスへの消費を知る～

木村俊文

動向把握が困難な個人消費

わが国の個人消費は、国内総生産（GDP）の約55％を占める重要な項目となっているが、その全体像を迅速に、かつ的確にとらえることは容易ではない。個人消費の動向をもっとも包括的に示す指標は GDP 統計の家計最終消費支出であるが、これは四半期ベースのため迅速性に欠ける。

毎月発表される統計を用いて個人消費の動向をとらえる場合には、需要側の統計（家計調査、消費者態度指数など）と、供給・販売側の統計（新車登録台数、百貨店販売額、商業販売統計など）から分析するのが一般的である。しかし、これらの統計にも一長一短あり、決め手に欠けるというが実状であろう。たとえば代表的な需要側の統計である総務省の「家計調査」は、調査対象標本数（サンプル数）が少ないために、購入頻度の少ない高額な商品・サービスの支出があると統計的な振れが大きくなる傾向があるという問題が指摘されてきた。

そこで総務省は2002年1月から、個人消費の動向をより的確に把握するために「家計消費状況調査」の公表を開始した。今回はこの家計消費状況調査について見てみたい。

IT、高額商品などへの消費実態を調査

家計消費状況調査とは、個人消費のなかでも表1に示すとおり、近年増加が著しい IT 関連の消費や購入頻度が少ない高額商品・サービスなどへの消費実態を調査したものである。この調査では、調査品目を家計調査の統計的な振れの原因となりがちなものに絞り込み、サンプル数も全国3万世帯と家計調査の3倍強にしている。

調査品目は、家計調査の補完品目（45 品目）と、IT 関連消費品目（19 品目）の計 64 品目で構成されており、前者については購入頻度が年間1世帯当たり1回未満、1購入頻度

表1　家計消費状況調査の調査品目

区　分	品　　目
通信・放送受信	移動・固定電話使用料、インターネット接続料、ケーブルテレビ受信料、衛星デジタル放送視聴料
家具等	たんす、ベッド、布団、机・いす、食器戸棚、応接セット、ピアノ
衣類	背広服、婦人用スーツ・ワンピース、和服
自動車等関係	自動車（新車・中古車）、自動車保険料、自動車以外の原動機付輸送機器（オートバイなど）、自動車整備費
住宅関係	家屋に関する設備費・工事費・修理費、給排水関係工事費、庭・植木の手入れ代、家賃、宅地の地代
家電等	冷蔵庫、洗濯機、エアコン、ミシン、ステレオ、パソコン、移動・固定電話機、ファクシミリ、携帯情報端末（PDA）、テレビ、デジタルカメラなど
医療	診療代、歯科診療代、入院料、出産入院料
その他	授業料、自動車教習料、航空運賃、宿泊料、パック旅行費、婚礼費用、葬儀・法事費用、仏壇・神棚・墓石など信仰関係費

総務省「家計消費状況調査」より抜粋

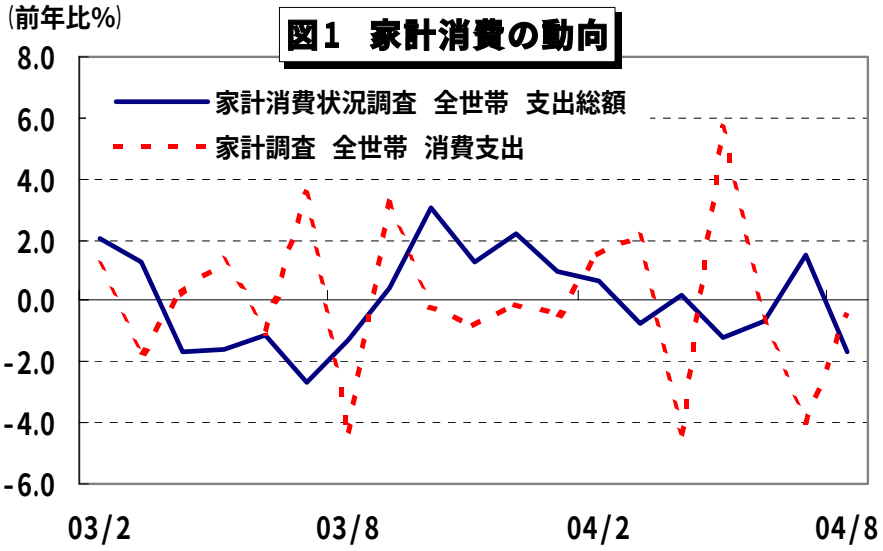
当たり支出金額が3万円以上などの基準が設けられている。

これらの調査品目については、もちろん家計調査でも調査されているが、前述のとおり、近年増加が著しいIT関連と家計調査において出現頻度が少ない高額商品・サービスに絞り込んで消費実態を調査しているのが特徴である。ちなみに家計消費状況調査では、家計調査の「カメラ」を「デジタルカメラ」と「それ以外のカメラ」するなど、IT関連消費に関するものは細分化して調査する一方、家賃・地代、設備修繕・維持、授業料等、補習教育などの品目は、家計調査の細かい分類品目をまとめて調査している。

また家計消費状況調査は、現時点では未だ採用されてないものの、GDPの四半期別速報値（QE）推計の精度向上を図るために今後活用される予定である。

なお調査結果は、当月分が翌々月の初旬に公表される。

図1　家計消費の動向



総務省「家計調査」、「家計消費状況調査」より農中総研作成

04年8月は2カ月ぶりにマイナス

家計消費状況調査における支出金額は、64の高額商品・IT関連の調査対象品目ごとに調査・公表されるため、どの品目が伸びているのかを把握することが出来る。また、それ以外の品目（食料、光熱・水道費、高額品以外の被服・履物など）を含めた支出総額（家計調査の消費支出に該当）も公表されている。

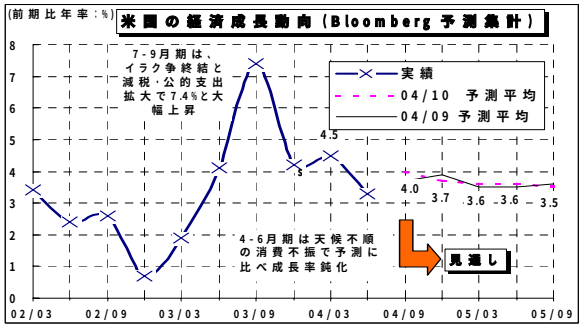
図1のとおり、家計消費状況調査の支出総額は、03年10月に前年比＋3.1%となって以降、伸びが縮小し、04年8月は同▲1.7%と2カ月ぶりのマイナスとなった。内訳をみると、携帯電話・PHS使用料やケーブルテレビ受信料など通信・放送受信については前年比プラスが続いているものの、8月は衣類（同▲16.9%）や家具等（同▲12.2%）が引き続きマイナスとなったほか、アテネ五輪効果により7月に2ケタ増となった家電（同▲4.6%）も減少した。

なお、家計消費状況調査の支出総額と、家計消費の消費支出額とは、調査対象や金額集計方法の違いなどから、異なった動きをするため注意が必要である。家計消費状況調査は調査開始から日が浅いこともあるため、支出総額を見る場合には、統計としての信頼性が高い家計調査で見る方が望ましいと考えられる。

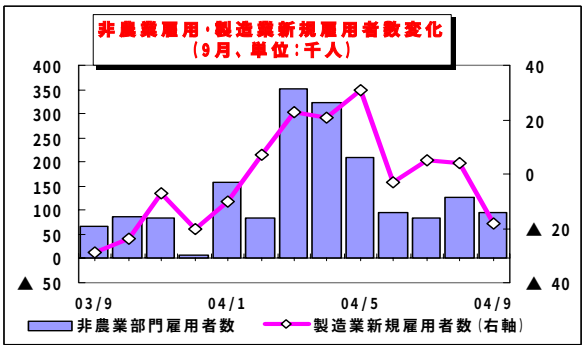
今月の情勢　～経済･金融の動向～

最近の経済･金融情勢

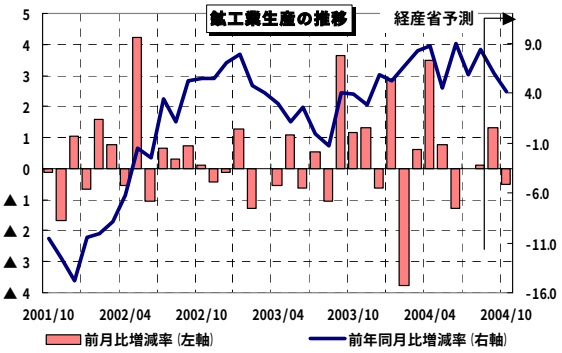
・ 米国では生産、売上関連指標が堅調に推移している。ただし、雇用の増加幅が一時縮小したことや原油価格の高騰に加え、ハリケーン等の一時的な要因により、消費者センチメント指標が悪化している。また原油価格の高止まりから先行き成長鈍化の懸念が生じている。米国の政策金利（フェデラルファンド･レート）は 8 月に続き 9 月 21 日に0．25%引き上げられ、1．75%になったが、前述の先行き不透明感から長期金利は低下している。



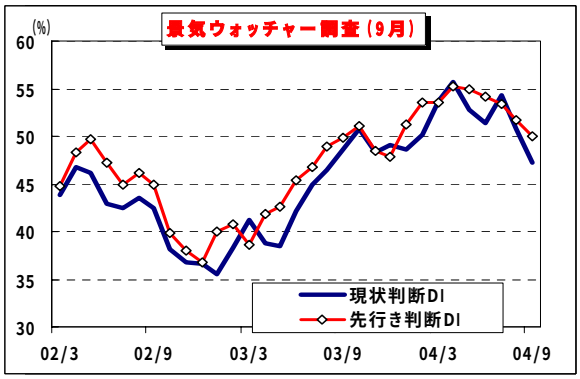
Bloomberg データから農中総研作成
見通しはBloomberg社集計の調査機関見通し



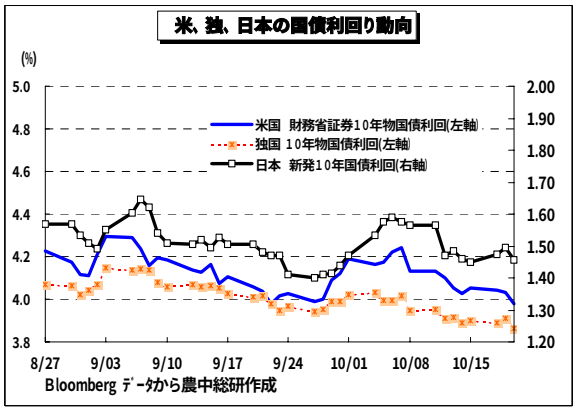
・ わが国では電子部品･デバイス等ハイテク関連業種や一般機械を中心に生産が緩やかに増加しているが、一部には在庫調整の動きが見られる。また、設備投資は、先行指標となる機械受注の7～9月期見通しが前期比+1．8%であるが、7 月に大幅減となったことからマイナスとなる可能性が高い。相次ぐ台風の上陸などが影響し消費者マインドが低下している。

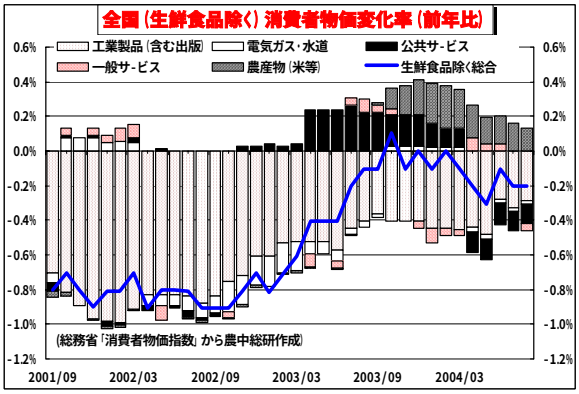


資料　経済産業省「鉱工業生産」
（注）予測は、製造工業生産予測調査の当月見込みと翌月見込みの季節調整済増減率



・ 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。原油高騰が続いているものの、消費者物価は小幅上昇をたどっている。今後、一時的にプラスに浮上する可能性があり、10月 29 日発表の日銀「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。





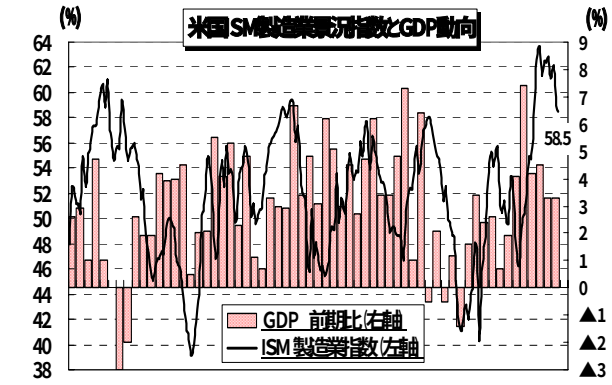
最近の主な出来事

月日	政治・財政	経済・金融	海外・その他
9月24日（金）		・楽天、日本プロ野球組織へ加入申請	
9月26日（日）	・日朝実務者協議、拉致被害者10人の安否確認できないまま終了		
9月27日（月）	・第2次小泉改造内閣発足		
9月28日（火）		・産業再生機構、マンション分譲最大手、大京の再生支援決定を発表	・パラリンピック・アテネ大会が閉幕
9月29日（水）	・日本郵政公社、郵便小包「ゆうパック」の基本料金体系をこれまでの重量制からサイズの大きさに応じた料金設定に10月1日から変更すると発表	・台風21号が九州に上陸	・北京のカナダ大使館へ脱北者44人が駆け込み、韓国への亡命を希望 ・IMF世界経済見通し、2004年の日本の経済成長率を引き上げ4．4%と予測
9月30日（木）			・ロシア、地球温暖化防止を目指す京都議定書に関する批准案提出を閣議決定
10月1日（金）		・NTTグループ、固定電話の月額基本料を04年1月から引き下げると発表	・G7財務相・中央銀行総裁会議、原油高騰への懸念などを盛り込んだ共同声明を採択して閉幕 ・米大リーグ、マリナーズのイチロー選手、シーズン257安打の大リーグ記録を84年ぶりに更新
10月7日（木）	・金融庁、UFJ銀行に、一部業務の停止の行政処分発動		・欧州中央銀行（ECB）、主要政策金利の短期買いオペ金利を年2・0%に据え置き決定
10月9日（土）		・台風22号が東海から関東にかけて上陸	・欧州会議（ASEM）の首脳会議、閉幕
10月12日（火）	・小泉首相、第161臨時国会の召集に伴う所信表明で三位一体の改革・郵政民営化を訴える		
10月13日（水）		・ダイエー、民間スポンサー候補による独自の再建計画作りを断念し、産業再生機構の活用を決定 ・コクドの堤義明会長がグループ全ての役職を辞任すると発表	
10月17日（日）	・新潟県知事選、新人の泉田裕彦氏が初当選、現役最年少の42歳		・栃木県の東部運輸の事務所に数人の男が押し入り、約5.2億円奪って逃走
10月18日（月）		・ソフトバンク、プロ野球の福岡ダイエーホークスの買収に名乗り	
10月20日（水）		・コクドが重要事実を説明しないまま、相対取引で複数の大手企業に西武株を売却していたことが判明	・インドネシアのユドヨノ新政権が発足
10月21日（木）		・台風23号、20日から21日にかけて上陸、日本列島を縦断	
10月23日（土）		・新潟県中越地震発生	

政府と日銀の景況判断

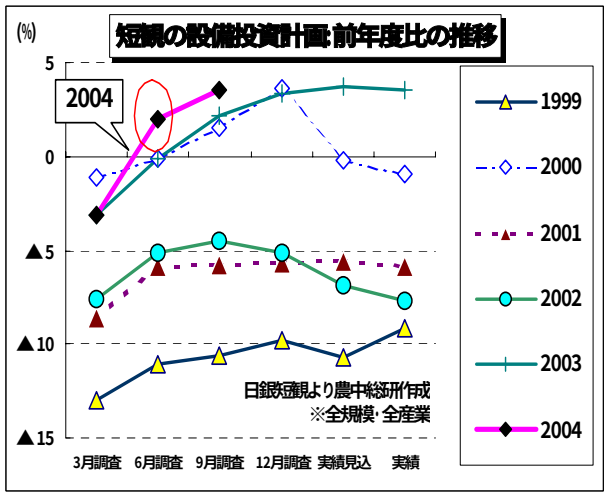
年	月		政府月例報告		日銀金融経済月報
2003年	10月	→	景気は持ち直しに向けた動きがみられる	↗	緩やかな景気回復への基盤が整いつつある
	11月	↗	景気は持ち直している	↗	緩やかに回復しつつある
	12月	→	景気は持ち直している	↗	緩やかに回復している
2004年	1月	↗	設備投資と輸出に支えられ、着実に回復している	→	緩やかに回復している
	2月	→	設備投資と輸出に支えられ、着実に回復している。	→	緩やかに回復している
	3月	→	設備投資と輸出に支えられ、着実な回復を続けている。	→	緩やかに回復している
	4月	→	企業部門の改善に広がりがみられ、着実な回復を続けている	↗	緩やかな回復を続けており、国内需要も底堅さを増している
	5月	→	企業部門の改善に広がりがみられ、着実な回復を続けている	→	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みられ、着実な回復を続けている	↗	回復を続けている
	7月	↗	企業部門の改善が家計部門に広がり見せ、堅調に回復を続けている	→	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、堅調に回復している	→	回復を続けている
	9月	→	堅調に回復している	→	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
	10月	→	堅調に回復している	→	回復を続けている

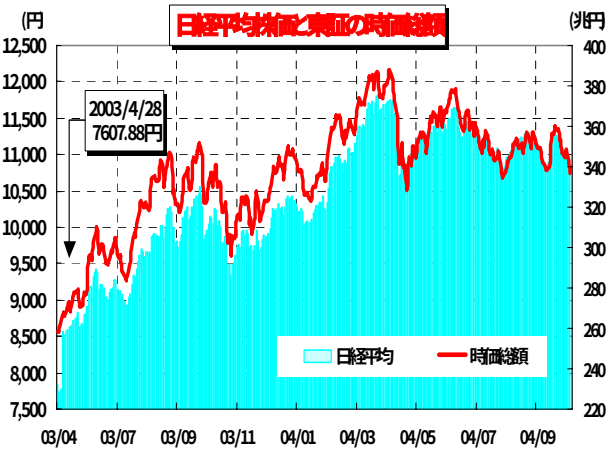
内外の経済金融データ



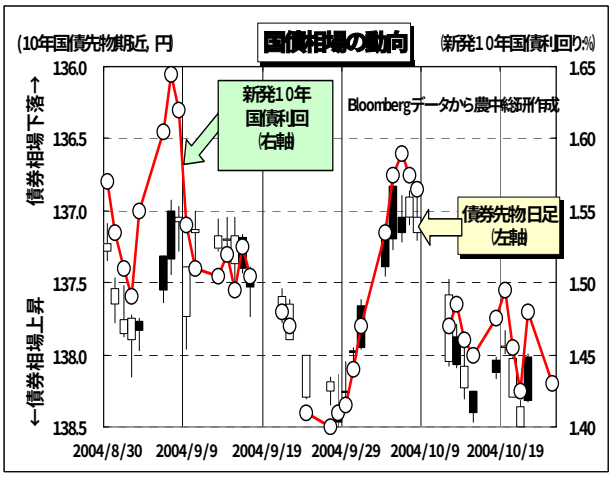
Bloomberg データから農中総研作成　ISM(米供給管理協会)指数 を3ヶ月先行

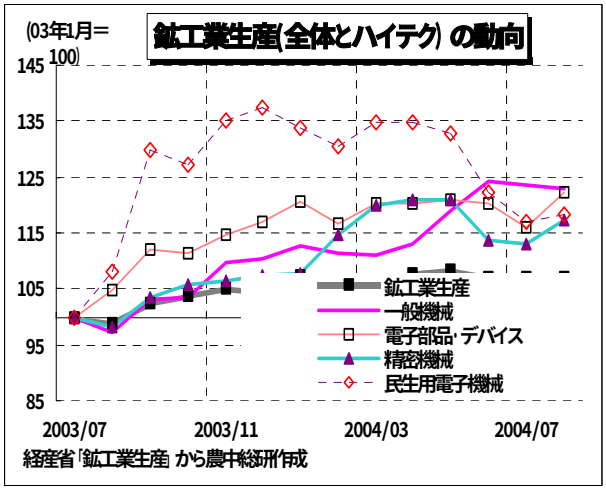
(注) 90年代後半の米国GDPの平均成長率は3.7%



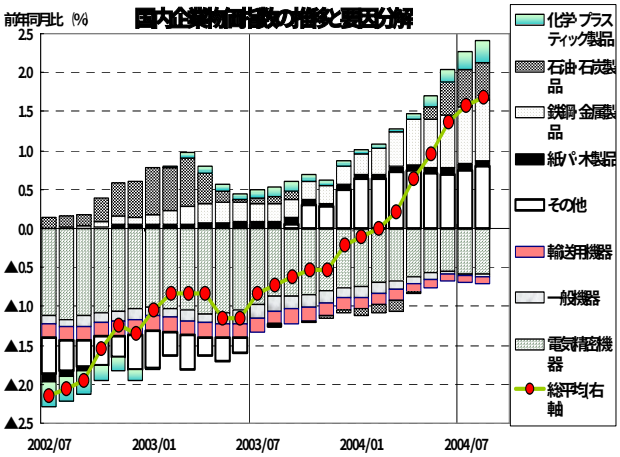


Bloombergから農中総研作成





経産省「鉱工業生産」から農中総研作成



今後の内外中期スケジュール

区分 / 時期		国内 政治	国内 経済・金融	海外
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（ビエンチャン） 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：ペイオフ解禁(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

借家ニーズの変化を探る
～要求水準の高まりに対応～

田口さつき

年齢別に見た持ち家率

平成15(2003)年10月におこなわれた『住宅・土地統計調査[1]』によれば、総世帯に対する自己住宅（持ち家）世帯の比率は、前回調査が行われた平成10年（1998）年の60．3％から61．2％に上昇する一方、借家世帯の比率が39．7％から38．2％へ低下した（詳しくは、金融市場10月号「これからの住宅需要を考える(1)」）。

ただし、家計を主に支えている者の年齢別に持ち家率を見ると、前回調査から大きな変化がない（表1）。また、35～49歳未満層の持ち家率が低下しているのは、所得の先行き不安などから取得時期を先送りしているためと見られる。

全体としての持ち家率の上昇は、30歳台や50歳以上の層の普通世帯の総数そのものの増加が主因である。

一方借家世帯の比率については、若年世帯の総数の減少が、同比率の低下要因となっている。特に民営の借家の比率は、75歳以上の層を除き、全階層で上昇しているが、若年世帯の総数の減少により、前回調査の27．3％から26．8％へ低下している。

これまでの経験上、借家率（あるいは持ち家率）の変化は小幅にとどまっている。現状においては、少子高齢化による若年層の減少分を埋めるほど、借家率が今後高まるとは期待しがたい。そのため、全体として借家需要が縮小し、借り手の立場が強まる状況はますます鮮明になるだろう。現在でもすでに一部の地域では、空室率が25％を超えるなど厳しい状況にある。

借家ニーズとその対応

ここで、再び『住宅・土地統計調査』により借家の建物構造などの変化を見ることで、借り手のニーズとその対応がどのよう

表1 年齢別住宅取得についての選好の変化

(%)

	年齢層	25歳未満	25～29歳	30～34	35～39	40～44	45～49	50～54	55～59	60～64	65～74	75歳以上
持ち家率	平成10年	2．7	12.7	29.2	49.1	62.9	70.0	73.4	76.9	79.4	81.5	79.9
	平成15年	2．9	12.8	29.2	47.3	61.4	69.6	73.5	76.8	79.0	80.2	80.5
借家率	平成10年	96.9	86.7	70.0	50.4	36.7	29.7	26.4	22.9	20.4	18.4	20.0
	平成15年	96.6	86.5	70.2	52.1	38.1	30.2	26.3	23.0	20.9	19.7	19.3
うち民営の借家率	平成10年	86.2	67.8	52.5	35.6	25.1	19.7	17.1	14.4	12．8	11.1	12．4
	平成15年	88.4	70.7	54.9	39.2	27.4	21.0	17.9	15.2	13.5	11.7	11.5

総務省「住宅・土地統計調査」から農中総研作成

（注）持ち家率＝持ち家に住む世帯数÷主世帯総数　　借家率　＝借家に住む世帯数÷主世帯総数　　民営の借家率　＝民営の借家に住む世帯数÷主世帯総数

持ち家率、借家率、民営の借家率を家計を主に支える者の年齢層ごとに算出

[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

に行われているかを探ってみたい。

まず借家の建物構造だが、前回調査では民営借家のうち非木造のものは55.0%であったが、今回の調査では60.9%に上昇している。また、一住宅当たりの延べ面積は、42.03㎡から45.95㎡へ、1住宅当たりの居住室数は2.66室から2.72室へ増えている。ただし、持ち家の延べ面積は一住宅当たり125.4㎡、1住宅当たりの居住室数は5.93室であり、依然大きな格差がある。

設備については、前回調査で「台所有り」、「浴室有り」はすでに9割を超えており、今回の調査でも大きな変化はなかったが、「洗面所有り」が71.6%から78.1%へ上昇している。炊事・入浴という生活に欠かせない設備は借り手にとってすでに当たり前となっている上に、「洗面所有り」の比率が上がっているのは、入浴とは別に朝髪を洗う俗にいう朝シャン、ヘアセット、メイクアップなど若い世代を中心としたおしゃれのためのニーズに対応した動きだろう。

最後に立地条件について見てみよう。ここでは、家計を主に支える者の通勤時間を利用した。統計の誤差もあろうが、通勤時間が15～29分、30～59分に属する持ち家世帯の割合が前回調査から上昇している（表2）。これは、都市部で分譲マンション開発が近年活発に行われたことが背景にあるのではないかと思われる。これに対し、民営の借家では、通勤時間が14分以下、15～29分で上昇している。逆に30分を超える部分では低下しており、特に木造ではこの傾向が顕著である。おそらく、木造は借り手から敬遠されやすく、立地条件がよくないと借り手が見つかり難い状況にあるのだろう。

まとめ

以上、借家の変化を見てきたが、借り手の要求水準が高まり、これに合わせるべく、設備投資が行われていることが明らかになった。ただし、広さという面では依然持ち家との差があり、家族のいる中高年向けではない。少子高齢化の進展により、老朽化しつつある借家の経営者は、リフォーム、あるいは極端ではあるが、建て替え、撤退という判断に迫られることとなろう。

その場合、借家が立地している市場の特性、借り手の年齢層、家族構成などを想定し、採算性を綿密に検討しなければならないであろう。

表2　家計を主に支える者の通勤時間別住宅割合　(%)

		14分以下	15～29分	30～59	60～89	90～119	120分以上	平均通勤時間（分）
持ち家	平成10年	18.6	24.6	30.2	17.8	6.5	1.8	37.2
	平成15年	18.6	24.9	30.4	17.4	6.0	1.8	36.7
民営の借家（木造）	平成10年	24.4	27.5	29.1	13.7	3.3	0.9	28.7
	平成15年	25.7	28.5	28.3	12.4	3.0	0.8	31.9
民営の借家（非木造）	平成10年	21.2	26.2	32.3	15.1	3.2	0.7	29.3
	平成15年	21.8	27.0	32.0	14.2	3.0	0.7	31.3

総務省「住宅・土地統計調査」から農中総研作成
（注）各通勤時間に属する世帯数をその属する所有関係の普通世帯総数で割った

今月の焦点

国内経済金融

個人への国債販売

丹羽　由夏

要旨

国債の発行額が急拡大する中、巨大な国債保有機関である郵貯の民営化スケジュールが次第に明らかになり、国債の次の受け皿として個人に期待が集まっている。証券会社、銀行にとっても、個人への国債販売がペイオフ対策として、また預貯金偏重と指摘されるわが国の個人金融資産の構造変化を促すきっかけとなるのか、注目される。

10 月 12 日に第 8 回目の「個人向け国債」注）が発行され、累積販売額は 8.4 兆円に達した。2004 年度の当初計画額 1.6 兆円は大きく上方修正され、それに対応して来年度の借換債の前倒し発行が増額されている。本稿では、「個人向け国債」の導入背景と昨今の販売動向について紹介する。

注）本稿で「個人向け国債」と「　」書きしている商品は、2003 年より導入された販売対象を個人に限定した変動金利の 10 年国債をさす。従来から販売されている固定金利の国債も個人が購入できる国債である。

「個人向け国債」導入の背景

「個人向け国債」は 2003 年 3 月より導入された。発行体である中央政府の財政状況は、非常に厳しく、債務残高は急増している。毎年の資金調達ニーズは借換債も含めると巨額である。さらに、2001 年度から始まった財投債の発行により、国債の今年度の発行額は、4 年前の 2000 年度に比べ、約 2 倍と急増している（表 1 参照）。財投改革の経過措置として、郵貯・簡保の財投債直接引き受けが行われているため、市中の発行額は 1.4 倍にとどまっているが、それでも 100 兆円を超える額が市中消化を必要としている。

表 1　国債発行計画の推移

単位：兆円

	2000	2001	2002	2003	2004
	補正後	補正後	補正後	当初	当初
新規財源債	34.6	30.0	35.0	36.4	36.6
借換債	53.3	59.3	69.6	75.0	84.5
財投債		43.9	34.4	30.0	41.3
合計	87.9	133.2	138.9	141.4	162.3
市中発行	81.1	91.2	109.8	112.7	114.6
公的部門	6.7	42.0	28.9	27.5	46.1
うち郵貯窓販	2.5	2.45	2.1	2.1	2.3
（含個人向け分）			0.05	0.3	0.5
個人向け国債（民間分）			0.3	1.2	1.6
合計	87.9	133.2	139.0	141.7	162.8

資料）財務省 HP より農中総研作成

日本の公的債務は、公的部門、預金取扱機関の保有割合が大きく、個人、海外部門の保有割合が小さいことが知られている（表 2 参照）。安定的な資金調達を可能にするためには、保有者構造の多様化が喫緊の課題であり、さらに比較的長期保有の傾向があるとされる個人がこれからの国債投資家として期待されるようになった。国債管理政策の拡充の

表 2　国債地方債の保有構造（04 年 6 月末）

（単位：%）

	日本		米国	
	国債	地方債	国債	地方債
残高	576兆円	57兆円	6.5兆ドル	1.8兆ドル
うち家計	2.7	2.1	9.4	35.0
海外	3.3	-	18.8	-
中央銀行	14.7	-	9.9	-
預金取扱機関	37.1	45.2	3.5	6.9
保険・年金	20.4	41.1	6.2	
その他	21.7	11.6	52.2	58.1

資料）日銀「資金循環統計」，Federal Reserve “Flow of Funds Accounts of the United States”

注）米国は 2002 年 12 月時点。米国債は非市場性国債を含み、その他に含まれる 8 割強が公的部門保有。詳細は農林金融 03 年 10 月号「日本の公的債務の特徴と管理政策の課題」参照。

中で「個人向け国債」が導入されたわけである。

他方で、最大の国債保有機関である郵貯の民営化スケジュールが明らかになる過程で、次の国債の受け皿として、個人が注目されている。

金融機関と個人を取り巻く環境要因

証券会社では、来年4月からの普通預金へのペイオフ解禁という大きな変化を目前に、預金から国債投資という資金のシフトを期待し、新規顧客獲得の手段として、「個人向け国債」販売に注力している。テレビコマーシャルなどを利用した積極的な営業活動が行われている。

銀行においては、当初、預金等との競合が指摘され、競合する証券会社・郵便局が口座管理手数料を無料としており、投信販売などと比しても手数料率が低いため、積極的な広報活動を行う機関が限られていた。しかし、低迷する貸出業務の一方で預金保険料の高さから、積極的な預金獲得の誘因が薄れていると言われ、既存の富裕顧客への提供商品としても注目しはじめている。

郵貯では、従来からの定郵の満期金対策に加え、民営化スケジュールを見据えながら、手数料ビジネスの拡大の点からも、個人への国債販売に期待していると言えよう。

購入者である個人においては、ペイオフ対策としての国債投資という理由以上に、超低金利下における、預貯金金利の低さから、より高い金利が付与されているという収益性からの視点があげられる。特に「個人向け国債」は、最低保証つき変動金利商品であり今後の金利上昇局面にも対応でき、金融商品としての魅力が好感されている。

「個人向け国債」の販売状況

「個人向け国債」導入後、3年目となる2004年度の国債発行当初計画では、「個人向け国債」の発行額は全発行額の 1.3%を占めた。(前掲表1参照)。実際は、その良好な販売状況により6兆円に増額されると報道されており、発行額は急拡大している。国債全体の発行額が160兆円を超える中では、依然として小さい存在であるが、注目度は非常に高い。「個人向け国債」の金利は [基準金利－0.8]注) という条件で決まっており、半年毎の変動金利 10年債である。また、1 万円から購入でき、最低金利として0.05%が保証されている。購入後1年が経つと中途換金可能で、その場合、直前2回分の利子相当額を手数料として支払わなければならない。

注) 基準金利とは、募集期間開始直前の10年国債入札結果に基づく複利利回り。

表3 「個人向け国債」の発行状況　　単位:億円、%

	募集	発行	民間金融機関		郵便局			初回適用利率
			取扱機関数	販売額	引受額	実績額	完売日	
第一回	2003/2/3-21	2003/3/10	392機関	3336	500	499	初日	0.09
第二回	2003/3/12-26	2003/4/10	437機関	2740	750	746	初日	0.05
第三回	2003/6/12-27	2003/7/10	676機関	2214	1500	588	-	0.05
第四回	2003/9/10-29	2003/10/10	692機関	7772	1666	1659	10営業日	0.77
第五回	2003/12/10-25	2004/1/13	694機関	12956	1000	995	3営業日	0.62
第六回	2004/3/10-30	2004/4/12	701機関	12941	1250	1244	11営業日	0.55
第七回	2004/6/9-29	2004/7/12	715機関	15736	2000	1990	8営業日	0.74
第八回	2004/9/9-28	2004/10/12	728機関	16169	2500	2484	6営業日	0.74

資料) 財務省、郵政公社HPより農中総研作成

過去 8 回販売が行われているが、その間、民間の取扱金融機関数は 2 倍近くに増加し、販売額も約 5 倍となっている。第二回、第三回の初回適用金利は最低金利の 0.05%となり販売額は伸びていないが、それ以降は金利上昇をうけ、良好な販売状況となった（表 3 参照）。

第 7 回債までの累積販売額を見た場合、野村、日興、大和の三大証券で民間金融機関販売額の 52%を占め、野村、日興の販売額は郵貯を上回ったと報道されている注 1）。購入者側からみると、口座管理手数料が必要注 2）とされる銀行よりも、手数料が無料となっている郵貯、証券会社を選好したことが指摘できる。

注 1）日経金融 04/07/30
注 2）通常年間 1260 円（月 105 円）の口座管理手数料が徴収されている。一部の銀行では無料。

銀行では、口座管理手数料の存在により、大口の販売になる傾向がある。小口であると最低保証の金利水準では同手数料の方が上回ってしまうためである。東海地区の第二地銀では、一件あたりの平均購入額が 500 万を超えていると報道されている注 1）。都市銀行では、りそな銀行が初めて 2003 年 12 月に口座管理手数料を無料にした。「個人向け国債」の販売で注目される銀行は、第二地銀の中で最も販売額が大きいといわれている京葉銀行であろう。京葉銀行は第 7 回債までで 500 億円、このうち ATM 経由で 55 億円（約 2 割）を販売している。一件あたりの販売額は、全体で 389 万円、うち ATM 経由 213 万円、窓口等 434 万円という結果となっている注 2）。

注 1）ニッキン 2004/01/30
注 2）ニッキン 2004/08/06

郵貯の国債窓販

「個人向け国債」の販売に大きな役割を果たしているのが郵便局である。郵貯の国債窓販は、1988 年（昭和 63 年）度より開始された。同年は預入限度額が 300 万円から 500 万円に引き上げられた年である。その後、国債窓販額は毎年 7500 億円程度で推移してきたが、定額貯金の大量満期を控えた 2000 年度から大幅に増額されている。2002 年度（2003 年 3 月）に「個人向け国債」の販売が開始され、郵貯も同年 500 億円引受けた。その後 4000 億円（2003 年実績値）、5000 億円（2004 年当初計画）と引受けている。

表 4 の通り、同じ国債でも販売状況に差があり、「個人向け国債」は完売しているが、その他の国債では、窓販額が引受額に達していない場合があることがみてとれる。顧客は明らかに「個人向け国債」という商品を選好していると言える。通常の固定金利の国債において、引受額に達しなかった残額は、郵貯自身の運用に回される。

表 4 郵貯における国債窓販の状況

	1999	2000	2001	2002	2003
引受額（億円）	8303	31495	38952	20974	21981
販売額（億円）	5413	29266	18445	16154	17585
販売/引受（%）	65.2	92.9	47.4	77.0	80.0
うち長期（%）	68.8	76.8	69.1	99.8	86.2
中期（%）	63.6	95.6	45.6	75.2	74.3
割引（%）	79.7	75.5	76.6	52.5	
変動（%）				99.8	99.7

注）「個人向け国債」を変動と表記している。中期は 2 年及び 5 年、長期は 10 年固定金利。

郵貯の第 1 回から 7 回までの「個人向け国債」の販売状況を、都道府県別に一件あたりの平均購入額でみると、山梨県、高知県、九州地区の高さが顕著であり、西高東低がみてとれる（表 5 参照）。郵貯は口座管理手数料が無料であり、一件当り平均購入額は民間金融機関に比べ小さいとされるが、このような地域

的差異は、証券会社の窓口の数、競合商品となりうる個人向け地方債（「ミニ公募債」）の有無などが影響しているのかもしれない。また、郵貯の「個人向け国債」の購入客は定額貯金の満期客が中心とされている。

表 5　平均購入額上位 10 県

	第1回		第2回		第3回		第4回	
		万円		万円		万円		万円
1	高知	314.4	沖縄	312.2	山梨	400.5	高知	278.9
2	鹿児島	270.6	徳島	309.6	愛媛	359.8	大分	263.9
3	沖縄	258.8	和歌山	304.3	福岡	334.3	和歌山	257.6
4	福岡	255.2	香川	289.0	熊本	333.6	山梨	255.8
5	鳥取	248.5	佐賀	288.5	福井	304.2	佐賀	255.0
6	山梨	239.3	栃木	286.9	山口	295.9	沖縄	254.7
7	宮崎	234.7	鳥取	279.7	長野	293.2	香川	254.3
8	山口	233.9	熊本	279.4	鳥取	283.3	宮崎	253.8
9	香川	231.0	大分	278.7	栃木	280.6	徳島	251.6
10	奈良	227.7	山梨	275.0	山形	276.1	群馬	250.8
	第5回		第6回		第7回		第1-7回平均	
		万円		万円		万円		万円
1	高知	290.3	福井	279.8	山梨	309.1	山梨	285.1
2	愛媛	281.5	和歌山	272.3	高知	297.5	高知	269.0
3	山梨	270.9	長崎	265.7	香川	292.9	香川	268.2
4	群馬	258.9	熊本	261.9	福井	285.0	福井	268.1
5	香川	258.6	宮崎	258.2	和歌山	284.0	和歌山	264.2
6	青森	245.9	福岡	257.7	茨城	277.1	福岡	262.4
7	宮崎	244.3	香川	256.0	福岡	274.8	宮崎	259.1
8	長崎	244.0	山梨	254.6	大分	273.1	熊本	258.7
9	福井	241.7	鹿児島	245.7	鹿児島	272.4	大分	255.3
10	北海道	240.7	福島	245.7	長崎	265.0	愛媛	254.7

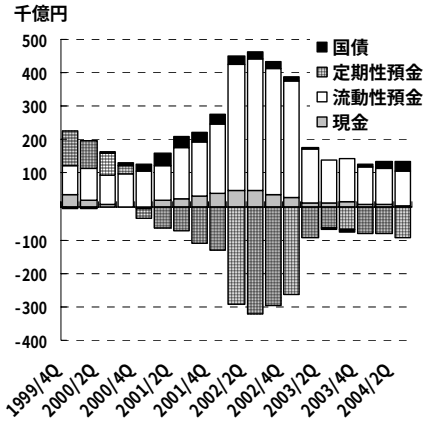
資料）郵政公社郵便貯金事業本部公表資料より農中総研作成

おわりに

金融広報中央委員会の「家計の金融資産に対する世論調査　平成 16 年度」の結果によれば、1000 万円以上の預貯金を保有する世帯が貯蓄を安全にするためにとった行動は、「預け入れ先を複数にする」が 5 割と最も高く、「他の金融資産を購入する」は 1 割弱という結果であった。国債の購入は当初期待された個人のペイオフ対策の中心的な手段としては、まだ認知されていないと言えよう。本稿で見たように「個人向け国債」の販売には金利上昇が大きく影響していた。また、郵貯の国債窓販にみるように、個人は変動金利という商品に魅力を感じているのである。

一方で地方債であるが、購入者アンケートを公表している川崎市や横浜市の結果をみると金融機関が提供する情報によって個人向けの地方債を知ったとする購入者が多い。「個人向け国債」でもテレビコマーシャルなど積極的な活動を行っている証券会社の販売額が大きいことから、国債の購入には金融機関の積極的なアプローチが影響している点も指摘できよう。個人の金融資産に占める国債は、資金循環統計（04 年 6 月末時点）において、15.7 兆円（国債）を計上し、全体額からみれば、まだ非常に小さい。しかし、今後の金利動向や金融機関の積極的な取組みによる認知度の高まりによっては、大幅な増加が予想される。

参考図　家計における預金・国債の増減



資料）日本銀行「資金循環統計」

最近の金融機関のリテール戦略－2

～豊田信用金庫のリテール戦略～

古江　晋也

要旨

・愛知県豊田市は、トヨタ自動車の生産拡大に伴い人口が増加しているため賃貸住宅ローンが活発である。また、トヨタ自動車の持家推奨政策によって住宅ローンも盛んである。
・豊田市を営業エリアとする豊田信用金庫は賃貸住宅ローン・住宅ローンを推進するため業者回りを始めとする情報収集活動を盛んに展開している。
・「休日相談会」では、顧客のライフプランをベースに相談を行うため、顧客との「親密さ」「腹を割った」関係を構築している。

地域経済と豊田信用金庫

東海地方は「名古屋金利」の異名を持つほど貸出金利競争が激しい地域である。これは東海地方に体力のある金融機関が多く集まっていることと、貸出先企業が無借金経営を好む経営哲学に由来しているといえる。

さらに、東海地方は「信金王国」といわれるように預貯金残高が1兆円を超える信用金庫が三行ある。そのうち二信金は、西三河地域（豊田市、刈谷市、岡崎市、碧南市等）にあり、この地域は地元の地方銀行がないこととトヨタ自動車とその関連企業が多いことに大きな特色がある。そして西三河地域の中心である豊田市に位置する金融機関が、豊田信用金庫（以下、豊田信金）である。

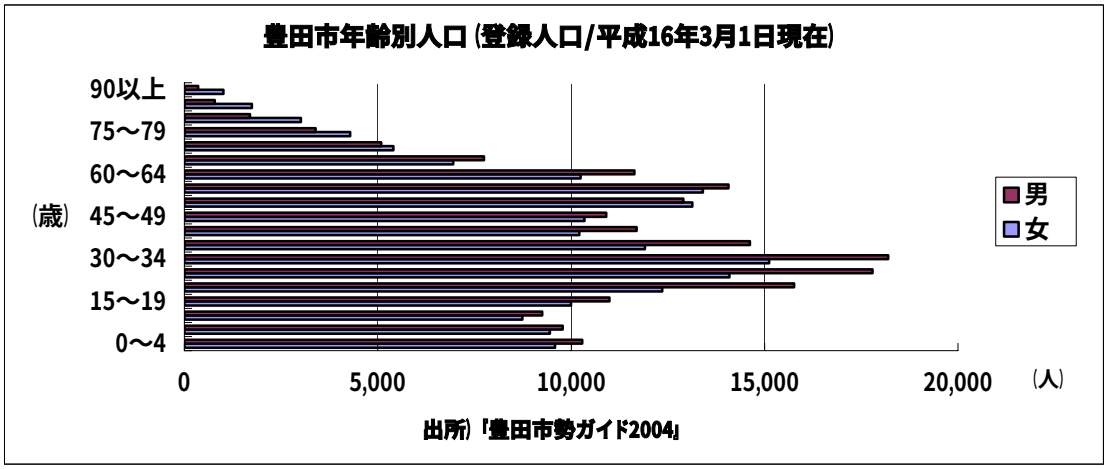
豊田信金は、豊田市とその近隣市町村、名古屋市東部を営業区域とする預貯金残高約7100 億円の金融機関である。『豊田市勢ガイド2004』によれば、本店所在地の豊田市は典型的な企業城下町であり、トヨタ自動車本社と7つの工場、PR 会館等の施設がある。豊田市の製造品出荷額等は9兆6634億8432万円（平成14 年）で全国トップを誇り、自動車関連工場の製造品出荷額等は全体の 95.5%を占めている。

このような地域経済を背景に豊田信金は、豊田市内における取引シェアが30%、個人ローン利用者の半分がトヨタとその関連企業の社員という地位を築いている。

豊田信用金庫本店

アパート・住宅ローン活発化の背景

豊田市を中心とする西三河地区は、トヨタ自動車とその第一次関連会社の設備投資が活発



化しているが、第二次・第三次関連会社は、第一次関連会社ほど活発化していないため、事業性融資が伸び悩む傾向にある。そのため、豊田信金が注力している分野は、アパートローンと住宅ローンである。

人口構成の観点から豊田市を検討すれば、豊田市は、20 歳後半代の人口が最も多いことが特徴となっている（「豊田市年齢別人口」を参照）。この要因はトヨタ自動車の存在が大きいといえる。国内販売、国外販売が好調なトヨタは正社員、派遣社員、季節工を増員している。また、日本全国から技術者が豊田市を中心に集まってきている。つまり、トヨタ自動車の業績拡大に伴う人口の拡大が賃貸住宅の需要を高めている。

住宅ローンの増加は、トヨタ自動車の福利厚生と大きく関わっている。トヨタ自動車は持家奨励策の一環として社宅入居を 10 年に限定したため、住宅購入需要が喚起されたのである。さらに、第二次ベビーブームで生まれた団塊ジュニアが住宅購入を行う時期にさしかかったことも住宅需要が活発化している要因となっている。

アパート・住宅ローン戦略

豊田信金はアパートローン・住宅ローンを推進するため積極的に業者対策を行っている。とりわけ、ハウスメーカーの営業担当者と一緒に営業活動を行ったり、継続的な業者訪問を行うことで情報交換をしている。

地域金融機関として最も重要なことは地域の不動産物件の動向を的確に把握することである。そのため、担当者は、地域の住宅関係のチラシをすべてチェックしている。

アパート建設は、全国的には駅から徒歩 10 分以内というような立地条件の良い地域で行われる傾向にあるが、豊田市は自動車が生活の一部となっている都市であるため、広範な地域でアパート建設が活発に行われている。豊田信金のアパートローンは、近年、プロパー融資（個別案件で保証会社が保証しない融資）が主流となっている。これは保証会社の規格に適合しない案件が増えたことによる。アパートの収益性は平均 9～10%を目標としている（収益は、家賃からアパートの減価償却費、アパートローンの元金と利息、修繕費・管理費、広告費、税金等などの経費を控除した金額であり、財務諸表上の当期純利益に該当する）。

ただし、融資姿勢としては、店舗付賃貸住宅

は、住環境が悪化することや入居率が低下するため、融資を行わないことにしている。

この地域は、サブリース会社が入居者の募集や家賃保証を行うのでアパート･マンション経営者の手間が省かれている。また、トヨタ自動車関連会社が多いため、借主は建物全部を借り入れる「一棟借」を行うこともある。

つまり、サブリース契約の活発化と地域産業の堅調さがアパートローンを促進しているといえる。豊田信金のアパートローンの概要については本稿末尾の（資料）を参照されたい。

住宅ローンは近年、大手行を中心に短期固定金利商品で借換えを狙った競争が全国的に展開されているが、豊田市の場合は新築需要が高いため、長期固定金利が選好されている。具体的には、2002 年 4 月より、「とよしんスーパーホーム」（当初 10 年間および 11 年目以降の金利を固定とした固定金利段階型住宅ローン）を販売した。長期固定金利は、業者に好まれ、住宅ローンの約 70%が長期固定金利となっている。事務処理に関しては、テラーが住宅ローンの受付ができるように教育を行い、事務作業の効率化･迅速化を目指している。

2000 年以降、住宅ローンをリテール戦略の中心に据えた金融機関は、ローンセンターを次々と設置したが、豊田信金は支店がローンセンターの機能を担っているため、新しく設置していない。

休日相談会

豊田信金の推進業務において休日相談会は重要な役割を担っている。休日相談会は 5～6 年前からひと月に 4 回のペースで行われ、当初は住宅ローンの借換え相談と年金相談がメインであった。しかし、今日では相談内容が資産、年金、アパートローン、住宅ローンに拡大し、顧客のライフプランを基にした総合的な相談を行っている。

これは、新聞の折込広告で地元地域に休日相談会の開催日を知らせたり、支店の入り口に次回の開催日の告知を行うなど認知度の向上に努めた結果である。豊田信金は他の金融機関が行う以前から資産相談会を行っているため、地域から評価されている。

相談会では、FP の資格を有する職員が顧客のライフプランの観点から相談を行っている。職員は、顧客と親身に話し合うため、顧客と強い絆が構築され、親近感が増すという。現在では、多重債務者からの相談もある。

金融商品販売

本年度、当研究所は、首都圏、北九州地方を始めとしてリテール戦略のヒアリング調査を実施したが、元本割れの生じる可能性のある金融商品は、活発に販売を行っていない状況であった。

しかし、来年のペイオフ解禁を控えて、豊田信金の営業エリアでは国債、県民債、投資信託等の金融商品の販売が積極的に行われている。とりわけ、豊田信金が扱う投資信託でユニークな商品が「トヨタグループ株式ファンド」である。このファンドは、トヨタ自動車とトヨタグループ会社の株式を投資対象銘柄とし、トヨタ自動車株式を約 50%、トヨタグループ会社株式を約 50%の投資比率で運用を行う投資信託である。

豊田信金はこのファンドを 2003 年 12 月から販売し始めた。地元にトヨタ自動車の関係者が多いため、販売額は好調である。ただし、豊田信金は販売に際して、投資信託のリスクは自己責任であるということを徹底的に説明している。

おわりに

豊田信金は「信金王国」の中で預金量が大きいわけでもなく、ここ数年間、支店数を増加させているわけでもない。では、豊田信金の特色とは何処にあるのであろうか。それは、トヨタ自動車の企業城下町を本拠地としている「地の利」と地域性を反映したリテール戦略にあるといえる。

「地の利」については、トヨタ自動車とそのグループ企業の業績向上による生産拡大が人手不足を生じさせ、豊田市に人を引き付ける原動力となっている。これは、アパートローンの需要に結びつくこととなる。また、企業の社宅政策の見直しは、住宅ローンの融資拡大を促進することとなった。まさに豊田市独特の「地の利」の効果であるといえる。

ただし、豊田信金は近年になってアパートローンや住宅ローンを活発化させたわけではない。トヨタ自動車が経営危機（1950 年）を乗り越えて工場を新設し、生産を拡大した 1960 年代から木造アパートに融資を行っていた。このような過去の実績が地域における「とよしん」ブランドを高めてきたといえる。

地域性を反映したリテール戦略については、地域に密着した情報収集力が豊田信金を「地域情報センター」へと進化させ、その情報力が今日の住宅ローンやアパートローンを活発化させてきた。

このような地域情報の収集力は、信金マンの努力の結果であり、顧客、業者に対するきめの細かな配慮が案件獲得に結びついている。

さらに休日相談会は住宅ローンの借換え相談と年金相談であったが、ライフプランをベースとした相談は、必然的に顧客の経済状況等が相談内容に反映される。そのため、職員と顧客との「親密さ」ないしは「腹を割った」相談が強固な信頼関係を構築する上で重要である。

近年、「相談会」が盛んに開催されているが、融資案件を保証会社に送付することが業務となっているケースが少なくない。事務処理の効率化はコスト削減にとって重要であるが、一方で顧客はきめ細かな対応を求めていることも事実である。だが、きめ細かな対応を行うためには、職員に多くの知識が要求される。そこで、豊田信用金庫は自動車部品製造業、不動産業等に強い人材を育成するため勉強会を実施している。これは「地域情報センター」としての役割をさらに強化しているといえる。

東海地方は金融の激戦区である。この地域で勝ち残るには明確な戦略が必要である。豊田信金が選んだ戦略とは、アパートローンと住宅ローンを中心とする個人融資の拡大と地域の情報収集にあるといえる。

(資料) 豊田信用金庫のアパートローンの概要

商　品　名	アパートローン
利用対象者	当金庫営業エリアに居住する不動産業を専業としない個人。
融 資 金 額	2,000 万円以上 3 億円以内(10 万円単位)
担　　保	対象物件(土地建物)に第1順位の根抵当権を設定。
金　　利	1、住宅ローン基準金利に準じる。 2、金利種類、変動、3 年･5 年･10 年固定より選択。
融 資 期 間	最長 35 年 (建物の構造により異なる) 。
保　証　人	法定相続人1名以上。
保　険　等	･融資金額以上、融資期間以上の保険期間の長期火災保険に加入。 ･豊田信用金庫が契約する生命保険会社の団体信用生命保険に加入。
そ　の　他	◯資金の使い道…賃貸住宅建設資金で、原則として建物の用途が、①貸店舗併用建物、②貸事務所併用建物、③債務者が居住する建物、④社宅を目的とした建物、⑤貸別荘を目的とした建物の1項目にも該当しないこと。

出所) 豊田信用金庫ホームページより抜粋