新年に想う

代表取締役社長 大多和 巌

新しい年、2005 年がスタートした。今年はどんな年になるのであろうか？ 戦後 60 年目を迎えて国のあらゆる場面で制度疲労というか、ほころびが目立つようになり、昨年あたりからは「この国のあり方」のような議論が賑やかになってきている。

1989 年にベルリンの壁が崩壊して東西冷戦が終結し、21 世紀は平和の時代などと言われたがその後の動きは何のことはない、かえって世界の各地で紛争が激化している。基本にはイスラエルとパレスチナの問題があると思われるが、ナイン･イレブン（0911 同時多発テロ）に続くイラク戦争と、その終結が見えない中でブッシュ大統領が再選されいっそう混迷の度を深めているように見える。サマワへの自衛隊派遣が 1 年延長されたが、現実に自衛隊が攻撃され被害が出た場合の国論の盛り上がり、紛糾は容易に想像がつくし、平和の下で繁栄を謳歌しているうちに、気が付けば中国と台湾の緊張、北朝鮮問題等々周辺もすっかりきな臭くなってきている。いやでも「国の安全･平和」が憲法問題とも絡んで大きなテーマになり、いずれ国民の一人一人が答えを求められる。

日経平均株価が 38,915 円の最高値を付けたのも、同じく 1989 年の大納会であった。バブルの崩壊はその 2 年くらい後と言われているが、「失われた 10 年」はいつの間にか 15 年経ってしまったことになる。しかも中国がややブレーキを踏み始め、米国は減速予想、日本も景況感踊り場となると、景気の本格回復なり、かなり整理のついた金融機関の不良債権処理もまだ時間がかかるということになる。バブル発生とその崩壊の経緯の評価はいずれ後の世代が行うとしても、この 15 年間いずれ株価も地価も戻る、戻れば元の元気な国に生き返るとして、結果として問題解決が先送りされた代償はあまりにも大きい。ただでさえ 50 年もすれば起き得る制度疲労の傷は、バブルの崩壊により一段と大きく深くなった。年金問題、福祉･医療問題、教育問題、食料･農業問題等々極めて厳しい国家財政の中で必要な財源を確保していくことは容易ではないし、さまざまな効率化、リストラが行われたとしても結局は増税による国民負担しかない。いずれにしても、これまではやや他人事で済んできたこれらの問題が「この国の将来」に関わる、自分たちにもろに関わる重要テーマとしてより広く議論されることになろう。

少し先を展望すると、人口の問題がある。「日本の人口は、おそらく来年にも増加率が 0%でピークを打ち、その後減少に転じ 2050 年には 1 億人を切る」との推計がある。しかも現在すでに 65 歳以上が 20%に達するという「高齢社会」である。「国の将来」を考えるうえで避けて通れない、常に頭に置いておかねばならない問題である。幅広く議論が巻き起こることが期待される。

国内経済金融

景気と金利、株価の反転をさぐる慎重姿勢が必要

渡部（わたなべ） 喜智（のぶとも）

（要 旨）

短期的には景気減速感が続くなか、長期金利の低下余地が残り低位にとどまる可能性が大きいが、景気調整の期間・深度については短期・浅いという前提にとどめるのが無難だろう。米国、中国等海外景気に加速期待が戻れば、早期に長期金利反転の可能性もあろう。同様に株価も 05 年半ば以降には、景気に先行して株価の反発基調が明確になる可能性を視野におくべきと考える。

為替相場では一段のドル安・円高がありえるが、介入の可能性もあり、ドルの下値は限定的という見方をしている。

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			
		05年3月(予想)	05年6月(予想)	05年9月(予想)	12月(予想)	06年3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	0.15±0.05
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		1.35±0.25	1.45±0.30	1.55±0.20	1.65±0.25	1.70±0.25
為替相場	円ドル	97.5～105.0	100.0～105.0	102.5～107.5	102.5～107.5	102.5～107.5
	ユーロ円	135.0～140.0	132.50～137.5	132.5～137.5	130.0～135.0	130.0～135.0
日経平均株価		10,750±500	11,250±500	11,500±750	12,000±1,000	12,000±1,000

ここ1ヶ月程度の金融市場概況

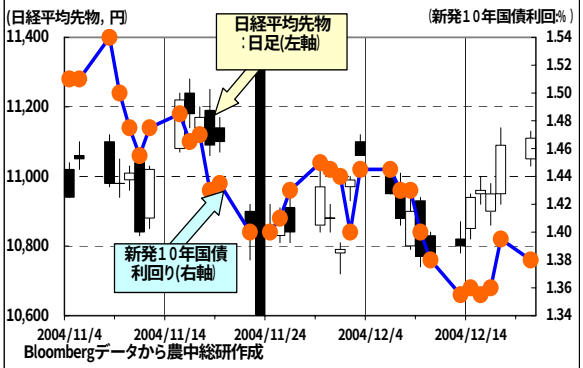
10 月鉱工業生産(指数)が 14 ヵ月ぶりに前年比マイナス（▲0．8%）に転じるとともに、機械受注（除く電力・船舶ベース：季調値）が2ヵ月連続で前月比減少。内閣府「景気ウォッチャー調査」の判断 DI も低下が続き、弱含みの消費関連指標が目立った。これを受けて、政府（内閣府）、日銀は景気の基調判断を 2 ヶ月連続で下方修正した。

このように冴えない国内経済指標に伴って景気減速感が広がるなか、国債相場は堅調に推移。新発 10 年国債利回りは 1．4%台前半レベルでの膠着が続いた後、12月10日に3月下旬以来の1．4%割れ。以後、1.3%台の動きが続いている。

一方、株式相場は、12月2日に101円台まで進んだドル円相場の円高に加え、前述の景気減速懸念が売り材料となり、低迷。しかし、米国株式相場の堅調や石油市況の下落が下支え要因となり、下値も限定。日経平均は11，000円を挟み一進一退となった（以上、図1）。

外国為替相場では、米国の「双子の赤字」とその資金ファイナス懸念が主要な相

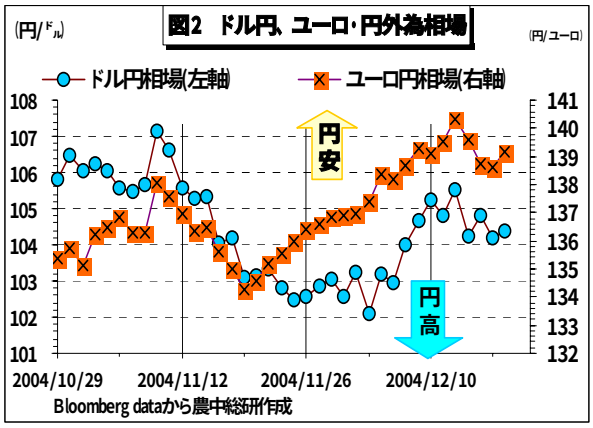
図1 日経平均と国債利回りの動向



Bloombergデータから農中総研作成

場材料となり、ドル先安感が強まった。ユーロ･ドル相場で 1 ユーロ＝1．3469ﾄﾞﾙをつけ心理的節目の1.35ﾄﾞﾙに接近。ドル円相場でも1ﾄﾞﾙ＝101円台まで円高･ドル安が進んだ。

しかし、日欧の景気調整懸念やドル安の達成感などから、外国人勢がクリスマス休暇入り前にドルを買い戻し、ポジション整理したことでドル安は一服。もみ合いの状態となっている。なお、ユーロ円相場はユーロ高の関係から1ユーロ＝140円台に一時乗った（図2）。

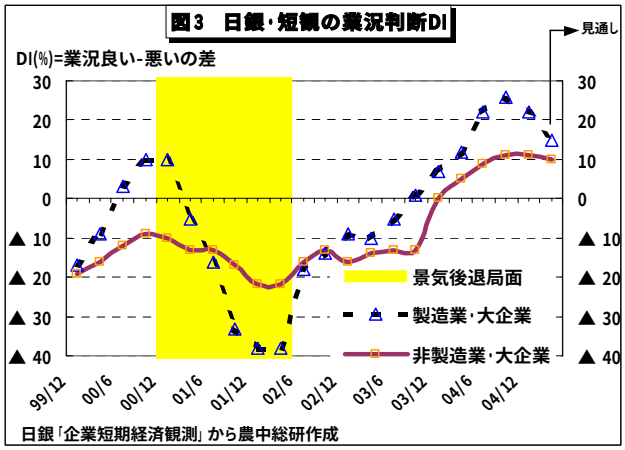


ニューヨーク原油先物（WTI）は反落基調をたどったが、冬期需要増加見通しから下げ止まり。ヒーティング･オイル在庫の減少やOPEC の実質生産削減（05年1月から日量100 万ﾊﾞﾚﾙ生産減少）方針および石油関連施設へのテロ不安などからWTIは12月17日には1バレル＝46ドル台に反発した。（金融市場や経済指標の解説などについては、当総研HP：「Weekly 金融市場」（毎金曜･夕刻更新）も参照されたい。）

金融市場の見通しと注目点

債券相場＝景気反転

年末を控え、05年の米国景気については株価堅調もあり強気観が再び台頭しているが、日銀の 12 月調査「企業短期経済調査」（以下、日銀･短観）の業況判断 DI の頭打ちに示されるように、国内景気の減速感は否めない（図3）。



電子部品･デバイスの生産調整実施など業種間で景況感のバラつきは拡大しており、自然災害･天候不順による心理圧迫、さらには今秋以後始まった租税公課の負担増加から、わが国の景気については年明け後もしばらくは冴えない経済指標の発表が続くだろう。

このような景気減速感が払拭されない限り、国債買いを刺激することになり、底固い相場展開（低位の利回り継続）が予想される。

しかし、景気調整の期間、深度については慎重に見るべきだろう。ハイテク製品の需要増加のスピード調整など国内景気にとってマイナス要因はあるが、『三つの過剰』の解消に伴う企業部門の体力･体質の改善は景気の深押しを抑える。また、中国の景気過熱抑制策の継続により04年前半までのような「中国特需」の勢いは無くなるかもしれないが、引き続き中国が8％程度の経済成長を持続するなか堅調な中国向け輸出が期待でき、鉱工業生産の刺戟要因となる。また、内外ともに設備の積み上がりは IT ブームに比べて大きく無いことから、ストック調整の程度も限定的と見てよかろう。

したがって、景気調整が短期かつ浅いものとなるという前提にとどめるのが投資上、無難と思われる。

また、景気減速のもとでも、デフレが再び

進行するような見方は少数派にとどまる。素材関連の市況が高値圏を維持している影響もあるが、日銀・短観の「価格判断 DI」も業況判断 DI のピークアウトのもとでもほとんど低下せず、必ずしも改善基調は崩れていない。消費者物価（除く生鮮食品）の構造的安定性は大きいが、需給悪化からのスパイラル的な下落圧力は明らかに後退している。

短期的には長期金利が一段低下する可能性は残るが、中期的に持続可能な（低）利回り水準なのかは疑問である。短期的な長期金利の突っ込みには慎重な相場対応が求められよう。

株式相場
＝05 年半ば以降、株価の反発基調が明確化する可能性も視野に

年明け以降も、すぐに景気減速感が解消することは見通しにくい。経済指標もしばらくは冴えない発表が予想される。

しかし、景気が短期・小幅な調整にとどまるという想定のもとで、景気循環と株価の関係を想定すれば、株価の先行性から、05年年央には株価の反発基調が明確になる可能性を考えておく必要があろう（表2）。

円高や米国景気、ハイテク製品需要および金利（上昇）動向など株価にとっての逆風・リスクも予想されるが、05年度中の業況反転＝業績の不透明感が払拭されれば、内外投資家心理の盛り返しから、反発基調がはっきりするのは意外に早いかもしれない。

為替相場＝一段のドル安リスク残るが、下値限定

04 年 12 月中旬以降、ドル安進行が一服しているが、05 年年明け以降のドル安リスクが後退したと速断するのは危険だろう。

一時、更迭報道も出たスノー米財務長官を当面留任すると見られており、同長官の就任以来、強いドルの標榜・コメントとは裏腹に、緩やかなドル安となってきた為替の方向性は変わらないだろう。

短期的に景気だけを考えれば、日欧の景気が米国に劣る動きをする可能性も強く、ドル売りの抑制材料となる。しかし、米国の貿易、財政の『双子の赤字』是正のため、ドル安放置という観測は根強い。ただし、赤字をファイナンスする上で海外からの資金流入は必須であり、ドル資産からの逃避心理をかきたてるような大幅なドル安はありえないだろう。一定レベルからは日本の通貨当局による為替介入も米国から是認されると考えており、ドルの下値は限定的だろう。

（04.12.21）

表2　景気の山・谷と株価の変化（1970年以降）

景気の谷	景気の山	景気後退期間	株価のボトム		株価のピーク		株価下落期間	株価上昇率	株価下落率
年/月	年/月	カ月	年/月	円	年/月	円	カ月	%	%
71/12	73/11	16	71/08	2,162.8	73/01	5,359.7	21	147.8	▲ 37.4
75/03	77/01	9	74/10	3,355.1	77/09	5,287.7	2	57.6	▲ 13.1
77/10	80/02	36	77/11	4,597.3	81/08	8,019.1	14	74.4	▲ 14.6
83/02	85/06	17	82/10	6,849.8	86/08	18,996.1	2	177.3	▲ 17.8
86/11	91/02	32	86/10	15,624.3	89/12	38,957.4	32	149.3	▲ 63.6
93/10	97/05	20	92/08	14,194.4	96/06	22,750.7	28	60.3	▲ 43.8
99/01	00/11	14	98/10	12,787.9	00/04	20,833.2	36	62.9	▲ 63.5
02/01	04/12現在		03/04	7,603.8	04/04	12,195.7	8	60.4	▲ 13.3
	（平均）	18				（平均）	18	98.8	▲ 32.0

日本経済新聞社「日経平均株価」、内閣府「景気動向指数」より農中総研作成　（注）直近は12.21現在

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年物中心限月	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
04/10/27	1.430	138.55	0.702	0.690	0.000	0.0875	0.053	0.109	0.185	106.81	1.271	136.29	10,691.95	1,074.29	10,002.03	1,969.99	4.082	2.13	3.845	424.80	52.46	44.75
04/10/28	1.485	138.13	0.729	0.721	0.001	0.0867	0.053	0.109	0.185	106.06	1.275	134.88	10,853.12	1,090.25	10,004.54	1,975.74	4.049	2.16	3.890	426.10	50.92	43.59
04/10/29	1.490	138.15	0.723	0.720	0.002	0.0867	0.053	0.109	0.190	105.87	1.280	135.17	10,771.42	1,085.43	10,027.47	1,974.99	4.023	2.17	3.873	429.40	51.76	43.39
04/11/01	1.505	138.01	0.752	0.727	0.001	0.0867	0.052	0.108	0.190	106.39	1.275	135.93	10,734.71	1,080.50	10,054.39	1,979.87	4.070	2.18	3.866	428.20	50.13	43.31
04/11/02	1.535	137.57	0.787	0.762	0.001	0.0867	0.052	0.108	0.195	106.47	1.274	135.54	10,887.81	1,094.88	10,035.73	1,984.79	4.047	2.19	3.905	420.80	49.62	41.98
04/11/03	休場	休場	休場	休場	休場	休場	0.053	休場	休場	休場	1.282	休場	休場	休場	10,137.05	2,004.33	4.074	2.20	3.894	425.40	50.88	41.44
04/11/04	1.510	137.90	0.764	0.741	0.001	0.0867	0.052	0.108	0.185	106.34	1.287	136.35	10,946.27	1,101.89	10,314.76	2,023.63	4.072	2.21	3.843	430.80	48.82	40.53
04/11/05	1.510	137.81	0.774	0.749	0.001	0.0867	0.052	0.108	0.185	106.10	1.296	136.59	11,061.77	1,112.13	10,387.54	2,038.94	4.173	2.22	3.903	434.30	49.61	38.56
04/11/08	1.540	137.63	0.795	0.770	▲ 0.003	0.0867	0.052	0.108	0.190	105.43	1.292	136.71	10,983.83	1,102.71	10,391.31	2,039.25	4.216	2.26	3.898	433.40	49.09	38.67
04/11/09	1.500	137.96	0.766	0.740	0.001	0.0867	0.052	0.108	0.185	105.71	1.290	136.64	10,964.87	1,100.33	10,386.37	2,043.33	4.226	2.27	3.862	436.20	47.37	38.03
04/11/10	1.475	138.15	0.758	0.723	0.001	0.0867	0.052	0.108	0.180	105.99	1.289	136.58	10,994.96	1,100.74	10,385.48	2,034.56	4.239	2.28	3.866	434.50	48.86	37.73
04/11/11	1.455	138.42	0.743	0.705	0.002	0.0867	0.053	0.108	0.165	106.93	1.291	137.84	10,846.92	1,091.13	10,469.84	2,061.27	4.252	2.29	3.817	435.40	47.42	37.16
04/11/12	1.475	138.21	0.764	0.724	0.001	0.0858	0.053	0.108	0.170	106.10	1.297	137.21	11,019.98	1,104.02	10,539.01	2,085.34	4.179	2.29	3.778	438.30	47.32	36.96
04/11/15	1.485	138.10	0.766	0.730	0.002	0.0858	0.053	0.108	0.170	105.32	1.295	136.84	11,227.57	1,123.47	10,550.24	2,094.09	4.186	2.30	3.772	437.30	46.87	36.11
04/11/16	1.465	138.30	0.755	0.719	0.001	0.0858	0.053	0.108	0.165	105.47	1.296	136.65	11,161.75	1,120.37	10,487.65	2,078.62	4.206	2.31	3.747	440.50	46.11	35.94
04/11/17	1.470	138.30	0.751	0.718	0.001	0.0858	0.053	0.108	0.165	105.06	1.303	136.44	11,131.29	1,114.61	10,549.57	2,099.68	4.129	2.33	3.763	445.10	46.84	35.49
04/11/18	1.430	138.64	0.722	0.697	0.001	0.0858	0.053	0.108	0.155	103.76	1.296	135.47	11,082.42	1,110.25	10,572.55	2,104.28	4.113	2.34	3.808	442.90	46.22	36.20
04/11/19	1.435	138.72	0.714	0.695	0.002	0.0858	0.053	0.108	0.155	104.18	1.302	134.98	11,082.84	1,109.77	10,456.91	2,070.63	4.204	2.35	3.785	447.00	48.44	37.53
04/11/22	1.400	138.95	0.695	0.674	0.001	0.0858	0.053	0.108	0.155	103.19	1.305	134.54	10,849.39	1,089.77	10,489.42	2,085.19	4.178	2.36	3.760	449.00	48.64	38.62
04/11/23	休場	休場	休場	休場	休場	休場	0.053	休場	休場	休場	1.309	休場	休場	休場	10,492.60	2,084.28	4.182	2.38	3.789	447.90	48.94	38.69
04/11/24	1.400	138.96	0.694	0.677	0.001	0.0858	0.053	0.108	0.155	103.29	1.319	135.38	10,872.33	1,090.93	10,520.31	2,102.54	4.198	2.38	3.798	449.30	49.44	38.95
04/11/25	1.410	138.86	0.705	0.689	0.002	0.0858	0.053	0.108	0.160	102.54	1.327	135.19	10,900.34	1,094.45	休場	休場	4.194	2.39	3.774	休場	休場	39.06
04/11/26	1.430	138.80	0.719	0.708	0.001	0.0858	0.053	0.108	0.165	102.52	1.330	136.20	10,833.75	1,091.21	10,522.23	2,101.97	4.246	2.40	3.773	休場	休場	38.89
04/11/29	1.450	138.55	0.736	0.724	0.001	0.0850	0.052	0.107	0.165	103.00	1.328	136.45	10,977.89	1,103.60	10,475.90	2,106.87	4.318	2.40	3.816	453.70	49.76	39.46
04/11/30	1.445	138.64	0.724	0.718	0.001	0.0850	0.052	0.107	0.160	103.17	1.328	136.65	10,899.25	1,098.79	10,428.02	2,096.81	4.349	2.41	3.793	451.30	49.13	39.77
04/12/01	1.440	138.73	0.719	0.706	0.001	0.0850	0.052	0.107	0.155	102.78	1.335	136.93	10,784.25	1,087.36	10,590.22	2,138.23	4.365	2.42	3.776	454.00	45.49	38.03
04/12/02	1.400	139.06	0.696	0.682	0.002	0.0850	0.052	0.107	0.150	102.03	1.327	136.45	10,973.07	1,105.38	10,585.12	2,143.57	4.406	2.44	3.827	450.40	43.25	35.42
04/12/03	1.445	139.03	0.696	0.689	0.001	0.0850	0.051	0.107	0.150	103.52	1.345	137.34	11,074.89	1,110.53	10,592.21	2,147.96	4.250	2.44	3.752	456.00	42.54	34.53
04/12/06	1.445	139.01	0.698	0.689	0.002	0.0850	0.053	0.107	0.150	102.37	1.341	137.43	10,981.96	1,103.70	10,547.06	2,151.25	4.221	2.44	3.711	454.20	42.98	34.89
04/12/07	1.430	139.07	0.698	0.686	0.002	0.0850	0.052	0.107	0.150	102.76	1.342	138.03	10,873.63	1,093.68	10,440.58	2,114.66	4.221	2.45	3.681	452.00	41.46	34.21
04/12/08	1.430	139.10	0.692	0.676	0.001	0.0850	0.052	0.107	0.145	103.73	1.334	138.37	10,941.37	1,099.69	10,494.23	2,126.11	4.118	2.46	3.648	437.20	41.94	33.78
04/12/09	1.400	139.55	0.656	0.641	0.001	0.0850	0.053	0.107	0.135	104.01	1.331	138.74	10,776.63	1,087.56	10,552.82	2,129.01	4.166	2.47	3.623	435.80	42.53	34.29
04/12/10	1.380	138.85	0.651	0.628	0.001	0.0850	0.052	0.107	0.130	105.220	1.323	139.43	10,756.80	1,083.79	10,543.22	2,128.07	4.149	2.48	3.612	433.90	40.71	33.92
04/12/13	1.355	139.02	0.641	0.614	0.001	0.0850	0.052	0.107	0.130	104.880	1.331	139.21	10,789.25	1,085.84	10,638.32	2,148.50	4.147	2.49	3.597	438.90	41.01	33.99
04/12/14	1.360	139.00	0.651	0.623	0.001	0.0850	0.052	0.107	0.170	104.830	1.330	139.57	10,915.58	1,099.55	10,676.45	2,159.84	4.122	2.50	3.596	435.90	41.82	34.72
04/12/15	1.355	138.88	0.662	0.635	0.001	0.0850	0.052	0.107	0.170	105.090	1.339	140.02	10,956.46	1,101.72	10,691.45	2,162.55	4.074	2.50	3.538	440.80	44.19	36.47
04/12/16	1.360	138.80	0.666	0.641	0.001	0.0850	0.052	0.107	0.170	104.285	1.324	139.94	10,924.37	1,101.07	10,705.64	2,146.15	4.184	2.51	3.574	436.90	44.18	36.84
04/12/17	1.395	138.59	0.683	0.659	0.001	0.0850	0.052	0.107	0.180	104.490	1.331	138.57	11,078.32	1,111.35	10,649.92	2,135.20	4.199	2.52	3.619	441.60	46.28	37.87
04/12/20	1.380	138.78	0.663	0.644	0.001	0.0850	0.051	0.107	0.180	104.440	1.340	139.25	11,103.42	1,109.76	10,661.60	2,127.85	4.183	2.52	3.598	442.40	45.64	N.A.

（Bloomberg データから作成）

国内経済金融

2004･2005 年度経済見通し

～7～9月期　ＧＤＰ2次速報を受けて　(04.12.10 改訂)～

国内経済金融班

内閣府は7～9月期のＧＤＰ2次速報(12月8日発表)から、「固定基準年」方式から毎年価格や数量のウェイトの変化を調整する「連鎖」方式へ算定方式を変更した。この変更により03年度の経済成長率は+3．2%から+1．9%へ下方修正された。

また、7～9月期のＧＤＰ成長率は1次速報値から横ばいの前期比+0．1%であるが、年率換算(4期連続して同成長率が続いた場合の値)すると1次速報値の+0．3%から+0．2%に低下。民間企業設備、民間住宅、純輸出が上方修正されたが、民間最終消費支出がＧＤＰ全体の下方修正要因となった。

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10～12月期以降の主な修正点は、①民間設備投資の下方修正、②民間住宅の上方修正、③純輸出の上方修正である。①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。②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。③については、輸出数量が比較的堅調である一方、輸入の急激な伸びが抑えられていることから輸出は上方修正、輸入は下方修正した。

これに伴い、実質ＧＤＰ成長率は前回発表から04年度は前年比+3．2%から同+2．3%へ、05年度は同+1．3%から同+1．2%へ、それぞれ▲0．9%、▲0．1%下方修正した。

２００３・２００４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	0.8	0.5
実質ＧＤＰ	%	1.9	2.3	1.2
国内民間需要	%	2.0	2.7	0.9
民間最終消費支出	%	0.5	1.8	1.0
民間住宅	%	▲ 0.5	2.2	0.7
民間企業設備	%	8.2	6.4	0.6
民間在庫増加	10億円	503.8	▲ 156.2	0.0
国内公的需要	%	▲ 1.5	▲ 1.2	1.9
政府最終消費支出	%	1.1	2.5	1.8
公的固定資本形成	%	▲ 9.2	▲ 13.1	2.0
財貨・サービスの純輸出	10億円	12,042.1	15,114.4	15,764.7
輸出	%	9.9	11.5	2.4
輸入	%	3.4	8.1	1.9
内需寄与度（前年比）	%	1.1	1.8	1.1
民間需要（〃）	%	1.5	2.0	0.7
公的需要（〃）	%	▲ 0.4	▲ 0.3	0.4
外需寄与度（〃）	%	0.8	0.6	0.1
デフレーター（前年比）	%	▲ 1.1	▲ 1.3	▲ 0.7
国内企業物価（〃）	%	▲ 0.5	1.7	0.4
総合消費者物価（〃）	%	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.1
完全失業率	%	5.1	4.6	4.6
経常収支	兆円	17.3	17.3	17.5
貿易収支	兆円	13.3	14.2	14.1

（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	2004年度 通期
為替レート	ドル/円	113.0	107.7	104.4
通関輸入原油価格	ﾄﾞﾙ/ﾊﾞﾚﾙ	29.5	38.6	34.4

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	%	2.3	▲0.1	0.1	0.6	0.5	1.2	0.6	▲0.3	0.2	0.4
国内民間需要	%	2.7	0.5	0.3	0.5	0.5	0.9	0.5	▲0.5	0.1	0.3
民間最終消費支出	%	1.8	0.3	0.2	0.2	0.2	1.0	0.3	0.3	0.3	0.4
民間住宅	%	2.2	0.9	0.7	1.0	▲0.4	0.7	0.0	0.5	0.1	▲0.4
民間企業設備	%	6.4	4.3	1.1	0.9	1.3	0.6	0.5	▲1.5	▲0.8	▲0.3
国内公的需要	%	▲1.2	▲3.5	▲0.1	1.1	0.6	1.9	0.8	0.2	0.0	▲0.1
政府最終消費支出	%	2.5	0.8	0.4	0.4	0.4	1.8	0.4	0.6	0.3	0.4
公的固定資本形成	%	▲13.1	▲16.8	▲2.2	3.5	1.3	2.0	2.1	▲1.2	▲1.6	▲1.9
財貨･サービスの純輸出	10億円	15114.4	15580.4	15030.4	14901.1	14945.8	15764.7	15227.9	15177.7	15863.1	16790.1
輸出	%	11.5	3.4	0.6	0.6	0.3	2.4	0.4	0.4	1.2	1.6
輸入	%	8.1	1.7	1.8	1.0	0.3	1.9	0.0	0.6	0.3	0.4

国内企業物価　(前年比)	%	1.7	1.1	1.7	2.0	2.1	0.4	1.4	0.5	▲0.2	▲0.2
総合消費者物価　(〃)	%	▲0.1	▲0.2	▲0.2	0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.2	▲0.1	▲0.1
完全失業率	%	4.6	4.6	4.8	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	17.3	4.7	4.6	4.1	3.9	17.5	4.3	4.4	4.3	4.5
貿易収支(季節調整値)	兆円	14.2	3.9	3.6	3.4	3.4	14.1	3.4	3.4	3.6	3.8
為替レート(前提)	ﾄﾞﾙ/円	107.7	109.7	109.9	106.0	105.0	104.4	102.5	105.0	105.0	105.0
通関輸入原油価格(前提)	ﾄﾞﾙ／ﾊﾞﾚﾙ	38.6	34.9	38.5	42.5	38.5	34.4	35.0	32.5	35.0	35.0

国内経済金融

企業物価と生産能力･在庫率との関係

南　武志

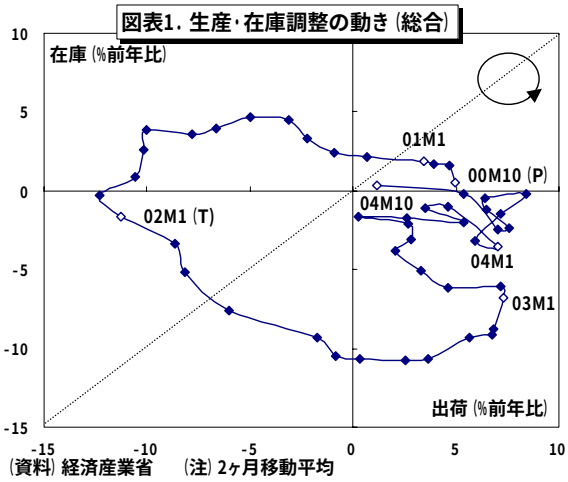
2000 年 9 月から 3 年余りに渡って下落し続けてきた国内企業物価も、04 年に入って前年比変化率はマイナス圏を脱し、3 月からはプラス圏内での推移が続いている。ただし、内訳を見ると、原油価格高騰を受けた石油･石炭製品価格の上昇が目立つが、全体としては素原材料･中間財といった生産財価格は上昇基調、一方の最終財には下げ止まりが見られない、といった二極化現象が見られる。

以下では、国内企業物価のうち、工業製品価格に動向に注目し、製造工業統計との関係を整理する。

企業活動と価格動向

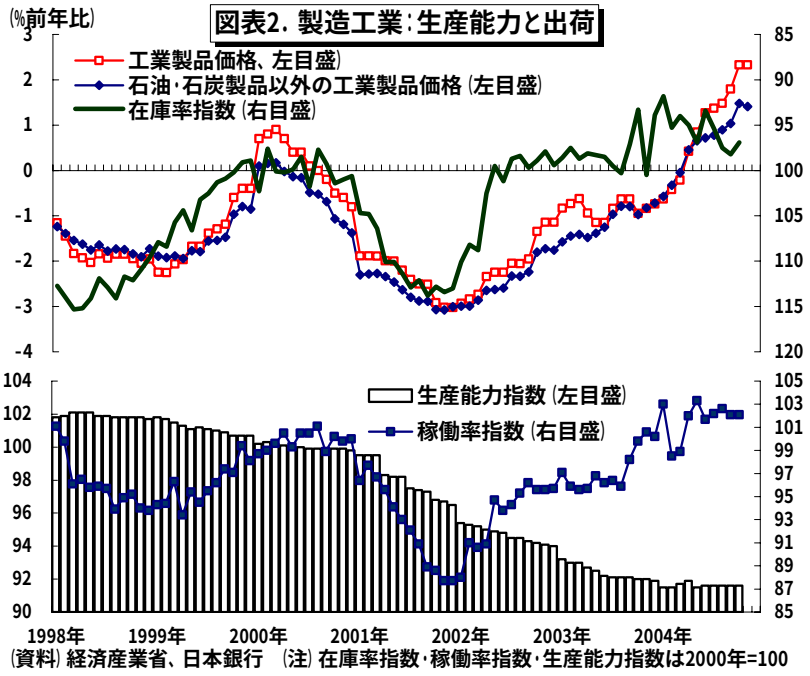
まず、製造工業全体の動向を概観してみる。需給動向という観点から現状を判断すると、生産･在庫循環上ではやや歪(いびつ)な動きをしているが、「(意図した) 在庫積み増し局面」の終盤に位置していると見られ、循環的に景気が成熟している感は否めない (図表 1)。また、出荷に対する在庫残高の比率を示す在庫率指数は、一般に景気先行指標と捉えられているが、こちらも 04 年初をピークに上昇し始めており、景気後退を予感させる動きを示している (図表 2)。

図表1. 生産･在庫調整の動き (総合)



(資料) 経済産業省　(注) 2ヶ月移動平均

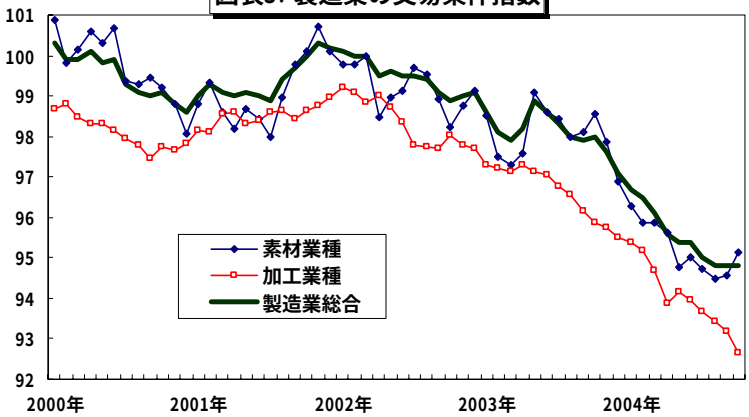
図表2. 製造工業：生産能力と出荷



(資料) 経済産業省、日本銀行　(注) 在庫率指数･稼働率指数･生産能力指数は2000年=100

こうした状況下、工業製品価格 (国内企業物価ベース) は 04 年 4 月に前年比プラスに転じた後、これまで伸び率を緩やかに加速させてきた。ただし、足許ではその加速感も一服しており、11 月の工業製品価格は前年比 +2.3%と 10 月と同じ、石油･石炭製品を除くベースでは同+1.4%と 10 月から上昇幅が縮小している。

図表3．製造業の交易条件指数



(資料) 日本銀行資料より農中総研作成

スリム化された生産能力

一方、企業の生産能力やその稼動状況を見ると、98 年以降は製造工業全体の生産能力指数は一貫して低下しており、ピークの水準 (97 年 11 月) と比較すると既に 10.6%削減されている。これは、90 年代の長期低迷の中で、過剰設備の存在が製品の過剰供給を発生させて企業の価格設定力を低下させ、経営悪化につながったとの認識が強まったためであろう。その結果、金融機関の再編とほぼ同時進行で国内企業の合従連衡による業界再編が加速し、過剰設備の解消が後押しされた。

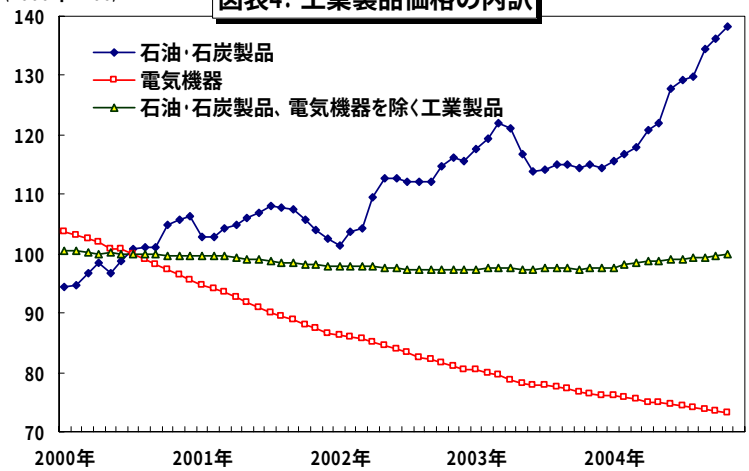
こうした生産能力の削減や景気回復に伴う需要増の動きを受けて、設備稼働率指数は上昇が続いた。特に、業界再編などで生産能力を一足早く集約した鉄鋼業や化学工業などの素材業種では、WTO加盟後の中国経済の急速な発展の恩恵もあって、価格設定に関する支配力を回復させている。その他にも、世界市場でのシェア・競合相手との力関係、技術力など、統計的にはうまく表現できないものも大いに影響している可能性がある。

一方で、冒頭で述べたように、中間財価格までは上昇しても、なかなか最終財価格にまでは波及せず、製造業加工業種の交易条件の低迷が持続していることである。図表 3 では、このところ製造業全体としては交易条件の悪化は一服しているものの、それは素材業種の改善によってもたらされたものであることが確認できる。

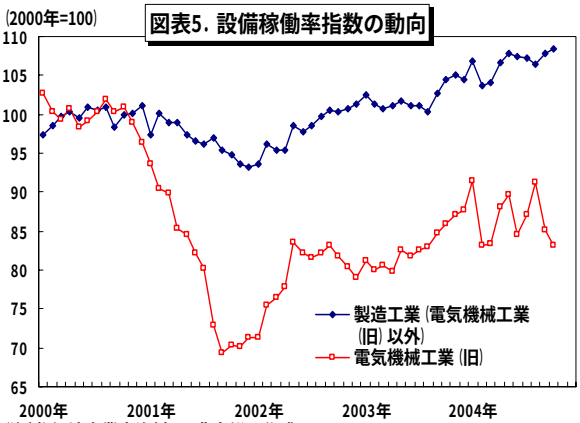
電気機器価格下落の要因

一般的に、技術進歩の激しい機械類、特にハイテクといわれる半導体や電気機械工業製品の価格下落はかなりテンポが速い。それゆえ、よほど需要の伸びが強くなければ、価格が上昇に転じるのは困難と見られる。図表 4 では、電気機器価格は傾向的に下落しているのに対し、電気機器と外生的な性格の強い石油・石炭製品を除いたベースでは、大きな価格変動は見られないことがわかる。

図表4．工業製品価格の内訳

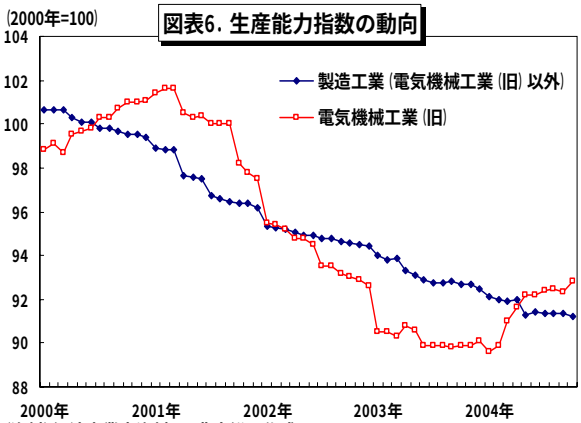


(資料) 日本銀行資料より農中総研作成



図表5．設備稼働率指数の動向

（資料）経済産業省資料より農中総研作成



図表6．生産能力指数の動向

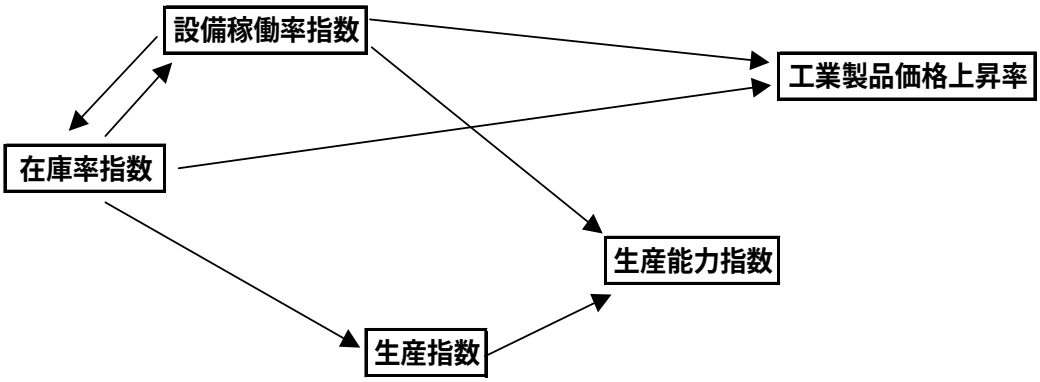
（資料）経済産業省資料より農中総研作成

一方、設備稼働率指数は、電気機械工業（旧分類）[注1]以外の製造工業では前回の「景気の山（2000年11月）」の水準を10%弱上回っている一方で、電気機械工業は逆に15%程度下回っている（図表 5）。この間、生産活動は特に素材業種や電気機械工業を中心に大きく改善が見られたが、生産能力指数の動きが価格設定力の明暗を分けたものと推測できる。図表 6 によれば、電気機械工業以外の製造工業の生産能力指数は引き続き低下傾向にある。一方で、電気機械工業は2001年初からの2年間で10%超の生産能力削減をしたが、03年には既に下げ止まり、04年からは逆に上昇が始まっている。技術革新効果に加え、このような生産能力増強も電気機器価格が下げ止まらない要因の一つではないだろうか。

在庫率・稼働率とも物価に影響する

このことを統計的に検証した結果が、図表7に示すグランジャー因果性検定で示される。設備稼働率指数（＝生産／生産能力）、在庫率指数（在庫残高／出荷）はいずれも工業製品価格変動に対して先行性を示している。このように、物価変動においては需要と供給の

図表7．企業活動と物価を巡る因果性



（資料）農中総研作成

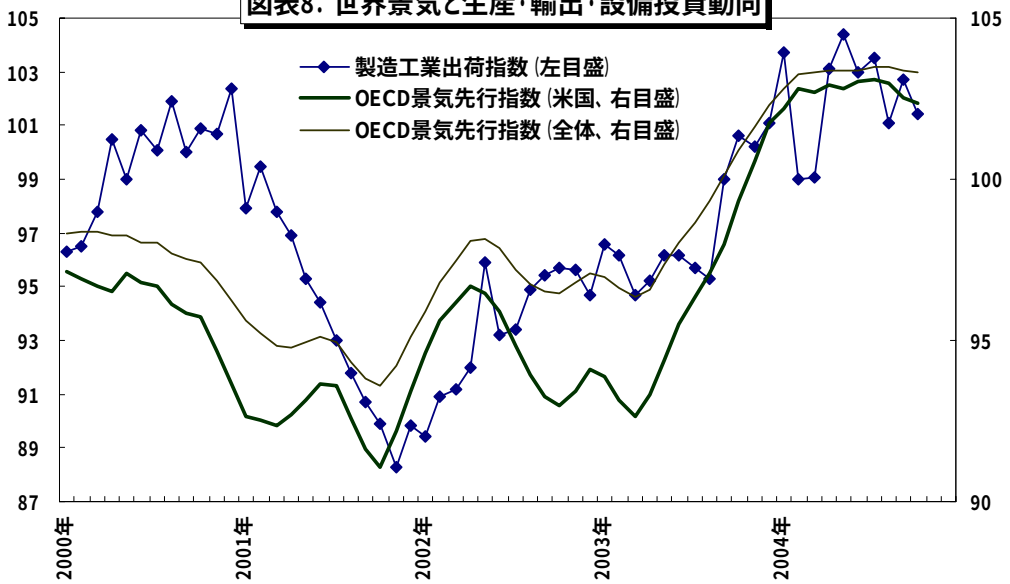
（注）経済産業省、日本銀行の資料を用いて、5変量のＶＡＲモデルを推計（期間は1985年1月～2004年10月）。
各変数は1階の階差をとることで、定常時系列になることを確認後、AICを最小にする4期のラグを選択。
なお、Granger因果性検定は24期のラグを選択。

バランスといったフロー面に加え、生産能力や稼働率の動向に大きく影響を受けるが、特に90 年代後半以降の生産能力動向は業種ごとの価格変動の方向性に大きく影響している可能性が大である。

(注 1) 現在の 2000 年基準の鉱工業統計では 1995 年基準での電気機械工業を、(新) 電気機械工業、情報通信機械工業、電子部品・デバイス工業の 3 業種に分割している。

なお、先行きの経済動向を考えた場合、05 年度にかけては景気減速が見込まれており、生産財出荷といえども輸出・国内の比率は 18.6 対 81.4 で圧倒的に国内ウェイトが高いため、それに反応して製造工業の出荷も減少することが見込まれる (図表 8)。そうなると、いくら生産能力が抑制されているとはいえ、素材業種でも再び供給過剰状態に陥る可能性がある。その結果、約 14 年ぶりの高い伸びとなっている企業物価上昇率も伸び率が縮小、もしくは下落に転じる可能性もある。

図表8. 世界景気と生産・輸出・設備投資動向



(資料) 経済産業省、日本銀行、OECD　(注) 製造工業生産は2000年基準。

情勢判断

海外経済金融

拡大力に陰りがみえる米国景気

永井　敏彦

要旨

- 最近、景気が再び拡大力を弱めていることを示す材料が多くなった。特に製造業の受注や鉱工業生産指数の伸びが鈍化している。
- 物価のジリ高がみられるが、幅広い業種の企業がコスト上昇分を販売価格に転嫁できるようになるには、時間がかかりそうである。

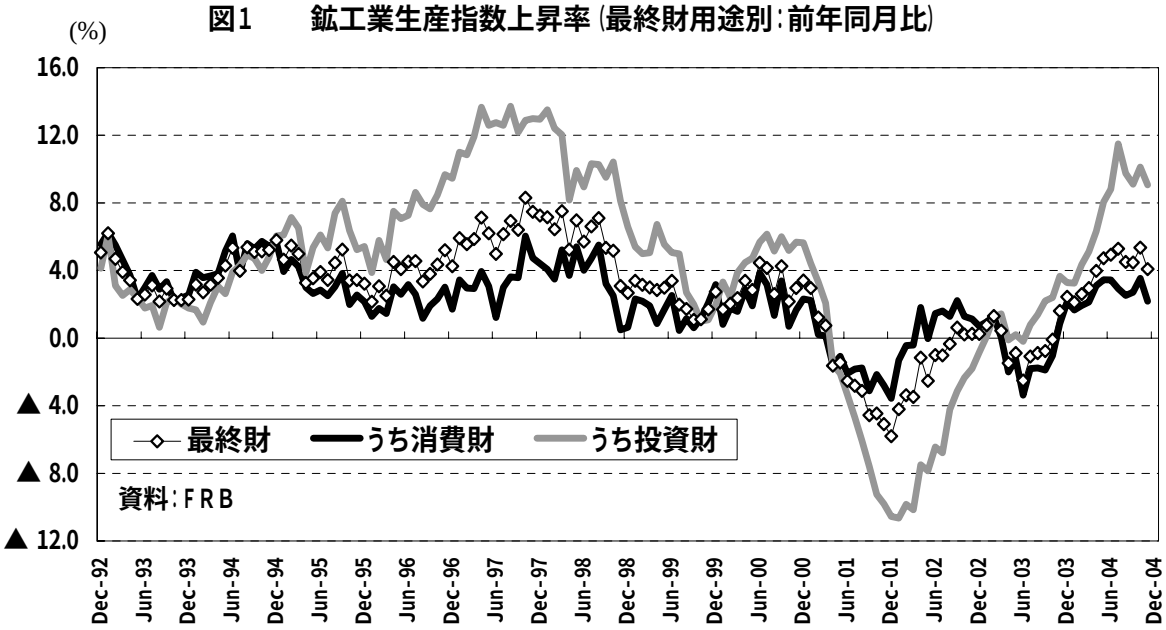
再び拡大力を弱める景気

米国景気は、04年4-6月期に冷夏等の影響で一時的に個人消費を中心にやや冴えない動きとなったが、7-9月期には個人消費が反動増となったこと等により、成長率が多少持ち直した（実質GDP成長率は季調済前期比年率で4-6月期：3.3% → 7-9月期：4.0%）。

しかし最近、景気が再び拡大力を弱めていることを示す材料が多くなった。まず11月の非農業雇用者数は季調済前月比で11万2千人増加と、期待を下回る結果となった（10月は30万3千人増加）。

次に、製造業の受注額が8月以降頭打ちになっている。鉱工業生産指数も同様の動きであり、好調であった投資財の生産指数上昇率にも息切れ感がみえる（図1）。コンピュータ・エレクトロニクス関連の生産は高水準を維持しているものの、上昇率鈍化が明らかである。また自動車・同部品の生産指数は、04年10月以降の大手自動車メーカーの減産実施により、前年割れになっている。これは、ゼロ金利ローンなど超低金利適用を軸とした需要喚起による需給バランス調整が、利上げに伴う金利環境の変化で難しくなったことを示している。

図1　鉱工業生産指数上昇率（最終財用途別：前年同月比）



さらに注目されるのは、住宅投資の落ち込みである。11 月の住宅着工件数は、季調済前月比で▲13.1%の 177 万 1 千戸となった。最近長期金利が目立って上昇しているわけではないので、これまでの需要先食いの反動が現われたとみてよいであろう。

一方足下の個人消費には、04 年の春から初夏のような停滞感はなく、むしろ原油価格の反落が消費者心理を上向かせている面もある。クリスマス商戦では、店頭販売の出足は必ずしも順調ではないが、インターネットを通じた販売が好調である。

連邦住宅公社監督局（OFHEO）が四半期毎に公表している住宅価格統計によれば、全米の 04 年 7-9 月期住宅価格上昇率は、前年同期比で 13.0%であった。ホームエクイティローン（個人向け住宅担保貸出）残高は右肩上がりを維持している。かつてのような金利低下局面ではないため住宅ローン・リファイナンスは少なくなっているが、住宅の資産効果が引き続き消費を下支えしている面がある。

しかし反面、最近消費者ローン（住宅担保ではない）の残高が伸び悩んでいる。利上げ効果は、何ヶ月かの時間を置いて徐々に実体経済に波及するものであるが、それが消費者ローンの分野に部分的に現われている可能性もある。

進行するが時間がかかるコスト上昇分の販売価格転嫁

12 月 1 日に発表された Beige Book（地区連銀経済報告）では、物価に関して、「全米にわたり、エネルギー・輸送・食料関連を中心に価格上昇圧力が高まっている。競争環境は引き続き厳しいが、幾つかの地域では業種によってはコスト上昇分の価格転嫁に成功している。」と、それ以前の報告と比較して、価格上昇という側面にアクセントが置かれていた。

11 月の消費者物価指数は、エネルギー価格高騰を反映し、前年同月比 3.5%上昇と 3 年半ぶりの高さを記録した。食料・エネルギーを除いたコアインフレ指数前年同月比上昇率も 2.2%となり、03 年 11 月を底（1.1%）としたジリ高が続いている。

物価を取り巻く環境変化としてまずあげられるのは、単位労働コストが 3 年半ぶりにプラスに転じたことである(一時的にプラスになった 02 年 1-3 月期を除く)。労働生産性上昇率の鈍化と時間当り賃金上昇率の高まりにより、04 年 7-9 月期に単位労働コストは前年同期比で＋0.9%となった。2 年ほど前には、インフレ率が弱まっていたため、米国経済もデフレに向かっているのではないかという懸念さえあったが、その頃は単位労働コストの下落幅が大きかった。単位労働コストの上昇は、物価を取り巻く環境が変化したことの象徴である。

しかし、ISM指数（製造業）の入荷遅延指数は 04 年 5 月をピークに下落を続けており（04 年 5 月：69.4 → 11 月：56.5）、原材料や部品の需給逼迫感は薄らいでいる。また前述の 12 月 1 日の Beige Book でも、「小売業者は製造業者ほど価格転嫁を成功させていない。」

という表現があった。クリスマス商戦でも、ウォルマート等小売店が初戦であまり値引きをしなかったため客足が伸びず、結局値引きをせざるをえなかったように、小売店は消費者に対して価格面でなかなか優位な立場を確保できていない。

なおドル相場の下落は輸入物価上昇要因ではあるが、原油以外の輸入物価上昇率（前年同月比）は 11 月に 3.4%であり、上昇テンポは緩やかである。今のところ、ドル安が輸入物価にどの程度影響しているかは明確ではない。米ドルは主要貿易相手国（カナダ、EU、日本等）の加重平均ではかなり下落している。しかし、より広範な国々も対象とした加重平均ベースでは、ドル安は緩やかにしか進行していない。中国からの輸入が全体の 12%程度を占めているが、人民元の対米ドルレートが固定であるという要因が大きい。今後のドル相場の輸入物価に対する影響については、慎重にみていく必要がある。

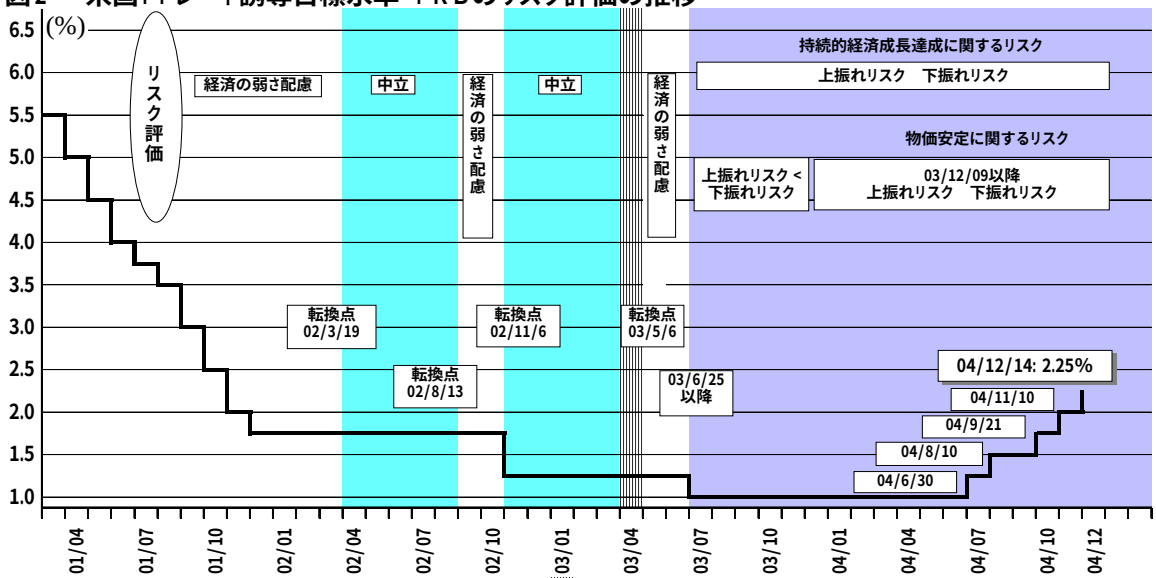
以上をまとめると、物価上昇圧力は徐々に高まりつつあるが、幅広い業種の企業がコスト上昇分を販売価格に転嫁できるようになるには、時間がかかりそうである。

5回目の利上げを実施したFRB

FRBは04年12月14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2.25%とすることを決定した（図2）。04年6月30日を皮切りに既に5回、累計 1.25%の利上げが実施された。

今後数四半期にわたる景気・物価に関するリスク判断は、前回11月10日と同じである。即ちFRBは、持続的経済成長及び物価安定の上振れリスクと下振れリスクはほぼ等しい、とみている。また今後の金融政策の方向性に関しては、「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、それに沿った行動をと

図2　米国FFレート誘導目標水準・FRBのリスク評価の推移



資料：FRB　Press Release より農中総研作成　　（注）▒は地政学上の不透明さを背景に評価を留保した時期

る。」と表現しており、これも前回同様であった。

また経済全般に関する情勢判断も、前回FOMCとほぼ同様であった。若干の違いをあげるとすれば、「労働市場が改善し続けている」という表現に、「徐々に(gradually)」という言葉が付け加えられたことである。前述の 11 月の雇用統計で非農業雇用者数が伸び悩んだことが、反映されたと考えられる。

FRBが現状の金融政策を「緩和的」と認識している以上、次回FOMC(05年2月1日／2日)でも利上げが実施される可能性は高いと思われる。しかしこれまでみてきたように、既に景気の拡大力に陰りがみえており、さらに年が明ければ、04 年末の特別加速度償却制度失効に伴い、設備投資の反動減も予想される。従って今後、利上げのタイミングと速度に関する論議が活発になるであろう。

米国住宅需要と取得能力の動向

～取得能力の高原状態維持は困難～

渡部（わたなべ） 喜智（のぶとも）

住宅取引件数は15年で2倍へ

米国の新築、中古を合わせた住宅取引（販売）件数は、1990年代前半までの4百万戸レベルから最近は800万戸レベルへと、ほぼ2倍の規模になっている（図1）。

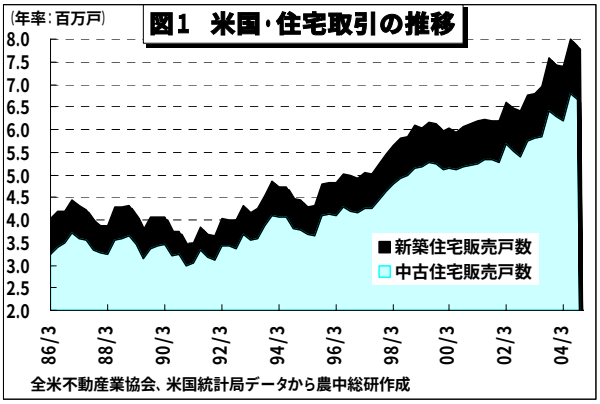


図1　米国・住宅取引の推移
全米不動産業協会、米国統計局データから農中総研作成

この800万戸の住宅取引件数うち、中古住宅が約680万戸、新築住宅が約120万戸というのが大まかな区分けであり、圧倒的に中古住宅取引の割合が大きい。この1年の間にも住宅取引件数の増勢は持続し、100万戸増加している。

90年代前半の不況を脱した後、長期好況のもとで所得が増加をたどるとともに米国政府が低所得者の住宅取得の支援制度を拡充したことから、住宅取得意欲の強い層の人口・世帯数増加を背景に、米国の住宅保有世帯比率は15年間で5％程度上昇し、約7割（69％）に近づいている。

新築住宅の建築は固定資本形成の投資活動としてGDP（国内総生産）の一部となる。その比率は3．5％に過ぎないが、中古を含めた住宅販売・取引は、金融業、不動産仲介業など様々な個人向けサービスの経済活動を高める要素となる。

また、住宅需要が活発であることが、住宅価格の上昇要因となり、住宅を担保とするリボルビング・ホームエクイティローンの貸出余力を高め、個人消費の牽引要因となっているという指摘もある。実際、商業銀行のホームエクイティローン貸出は前年比4割増という異常な増加を見せている。

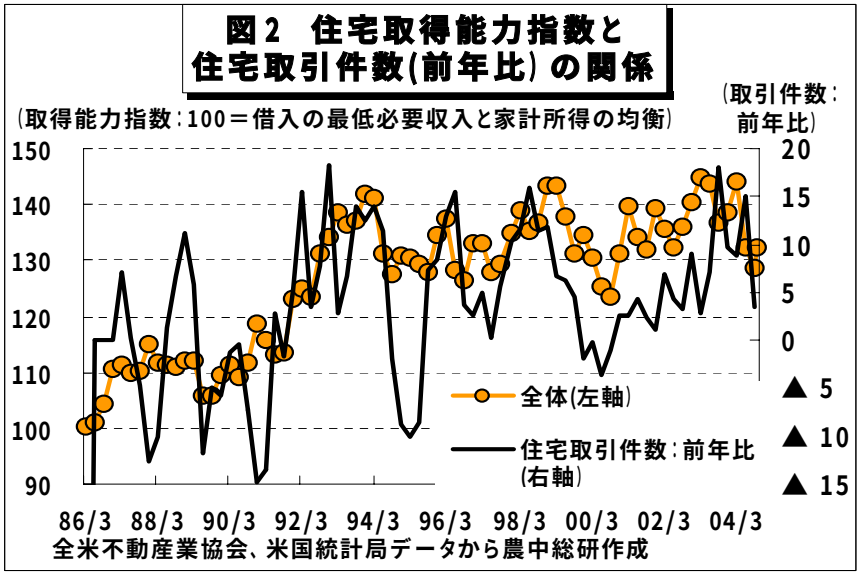


図2　住宅取得能力指数と住宅取引件数（前年比）の関係
全米不動産業協会、米国統計局データから農中総研作成

住宅取得能力指数が足元で低下

住宅取引が活発であるためには、高い住宅取得意欲、不動産への好心理のもとで住宅取得のための資金調達が容易であることが重要な前提となる。

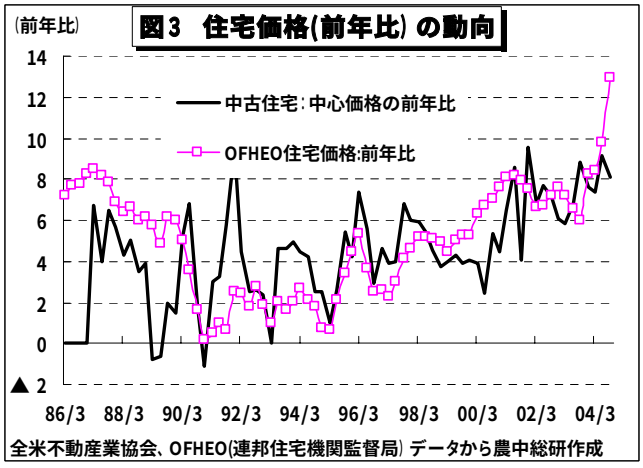
しかし、資金調達の容易度を示す一つの指標である「住宅取得能力指数」について、足元で低下が見られる。住宅借入をするに当たって必要な最低収入ラインと家計所得（中央値）の比率を示した「全米不動産業協会・取得能力指数（四半期：参照付注1）[i]」は、2000年後半を底に上昇基調をたどり、家計所得が必要収入の4割増し＝140前後の水準の状態が続いた。

それが04年半ばには一時130を割り込み、4年来の低水準となった。この住宅取得能力指数の上下動は住宅取引件数と連動性が見られるが、先行き住宅取得能力指数が下降するようであれば、住宅需要を冷え込ませ、住宅価格の下落要因となりかねない（図2）。

先行きの住宅取得能力には要注意

住宅取得能力指数の構成要素は、①住宅価額、②住宅ローン金利（モーゲージ金利）、③所得であるが、先行き、①、②について注意が必要と思われる。

まず、住宅価格データ[ii]は多少の差異はあるものの、ここ数年の上昇率が高まる傾向にあり、足元でも1割前後の上昇率が常態化している。特に全米住宅機関監督局（OFHEO）の住宅価額は04年7～9月期に前年同期比＋13%の大幅上昇となった（図3）。地域差も大きいが、住宅価格の上昇継続は住宅ローンの資金調達可能者を狭め、住宅需要の抑制要因となる。



全米不動産業協会、OFHEO(連邦住宅機関監督局）データから農中総研作成

これに対し、住宅ローン金利（平均：手数料を含む実効ベース）が年央に6%を超えていたのが足元で約5.7%に低下していることは月次償還額を減少させ、取得能力指数の引き上げ要因となっている。しかし、米国金融当局は金融政策の中立化にむけて利上げを継続するという観測が強く、05年の米国の景気・物価動向によっては、宅ローン金利が上昇基調をたどる可能性が大いにあろう。

仮に今後1年間に所得（名目）が4%の増加にとどまり、逆に住宅ローン金利が現状の5.7%から6.2%へ上昇。さらに住宅価額が5%上昇したならば、前述の住宅取得能力指数は10ポイント低下し120程度となる。これは1990年代前半以来の低水準である。

住宅在庫（04年10月＝4.3カ月）は過去最低水準にあり、住宅不況が直ぐに到来するような可能性は小さいように見えるが、住宅価格や住宅ローン金利の動向によっては住宅取得能力の低下を通じ、住宅取引が低迷するリスクも想定せねばなるまい。

---

i 「全米不動産業協会」（National Association of REALTORS®）の作成する住宅取得能力指数（Housing Affordability Index：HAI）は以下の算式による。

$$HAL = \frac{\text{家計所得(中央値)}}{(\text{ローン月次償還額} \div 0.25) \cdot 12}$$

1）ローン月次償還払額＝住宅（中央値）価額＊0.8＊(IR/12)＊((1+(IR/12))^360/(((1+(IR/12))^360)-1)

2）償還年限=30年、ローン償還額の年収比上限：25%

3）自己資金保有率＝20%

4）モーゲージ金利＝IRと表記

ii 全米住宅機関監督局（OFHEO）の発表している住宅価格データは取引内容のウエイト固定で住宅の質を同質として調整した指数データ。

「消費者物価指数」

～商品・サービスの価格変化から物価動向を知る～

木村俊文

経済の需給動向を反映する物価

物価は「経済の体温」とも呼ばれる。経済活動が活発になると、モノやサービスに対する需要が高まるため物価が上昇する一方、停滞すれば物価は下落する。このような考え方から物価の変化を見ていけば、ある程度は経済状況を判断することができる。とくにわが国では現在でも緩やかなデフレが続いているため、長期的な観点から物価の動向をみることが大切である。

今回は、国内企業物価指数などとともにわが国の代表的な物価指数の一つとなっている総務省の「消費者物価指数」（CPI：consumer price index）について解説する。

小売物価全体の総合指数

消費者物価指数は、全国の世帯が購入する家計にかかるモノとサービスの価格（物価）の変動をとらえるための指数である。指数は2000年＝100として示されるが、耐久財の技術革新効果により、家具・家事用品や教養娯楽の価格下落が著しい（図表1）。

調査品目は、2000年基準時で596品目（ちなみに企業物価は102品目）が採用されている。モノとサービス全体の物価変動を総合的に把握できるように、①家計の消費支出の中で重要度が高いこと、②価格変動の面で代表性があること、③継続調査が可能であること、などの観点から品目選定している。各品目の価格は、全国の167市町村で、実際に販売されている平常の小売価格を調査する。

指数化の方法は、基準年（2000年）における総務省「家計調査」の品目別支出金額に基づき算出した比重（ウエイト）を比較時の価格に掛け合わせ加重平均して集計する。他の物価指数と同様、各品目のウエイトを基準年に

図表1　消費者物価指数の品目別一覧（2004年10月）

品目	全国				東京（参考）	
	ウエイト	04年10月（指数）	前月比（%）	前年比（%）	ウエイト	全国とのウエイト差
総合	10,000	98.8	0.5	0.5	10,000	0
食料	2,730	100.7	1.7	2.3	2,544	-186
住居	2,003	99.7	0.1	-0.2	2,580	577
光熱・水道	651	99.2	-0.2	0.2	573	-78
家具・家事用品	369	86.7	0.1	-3.0	324	-45
被服及び履物	568	97.0	1.1	0.7	570	2
保健医療	380	102.7	0.0	-1.1	345	-35
交通・通信	1,313	99.3	0.0	1.0	1,023	-290
教育	398	103.6	0.0	0.8	482	84
教養娯楽	1,130	92.4	-0.5	-1.3	1,141	11
諸雑費	456	101.5	0.1	-0.2	417	-39
生鮮食品	450	111.9	11.1	13.6	420	-30
生鮮食品を除く総合	9,550	98.2	0.0	-0.1	9,580	30

資料：総務省「消費者物価指数」　(注)生鮮食品：生鮮魚介，生鮮野菜，生鮮果物。全国と東京とはウエイトが異なる。

固定して求める「ラスパイレス方式」により作成している。したがって、基準年から離れるにつれて実態から乖離する傾向があるため、留意する必要がある。なお、基準時点は5年ごとに変更される。

指数には、カバーする品目の数により最小類（例：米類、以下同）、中分類（穀類）、10大費目（食料）、総合の4種類がある。ただし、物価の基調的な変化を見る上では、天候要因に大きく左右される魚介、野菜、果物の生鮮食品の価格を除いたベースの総合指数（コア指数と呼ばれる）が最も注目される。

総務省では、毎月 26 日を含む金曜日に前月分の全国の指数と、発表月の中旬分の東京都区部（23 区）の速報を公表している。

コア指数は日銀の政策判断の目安

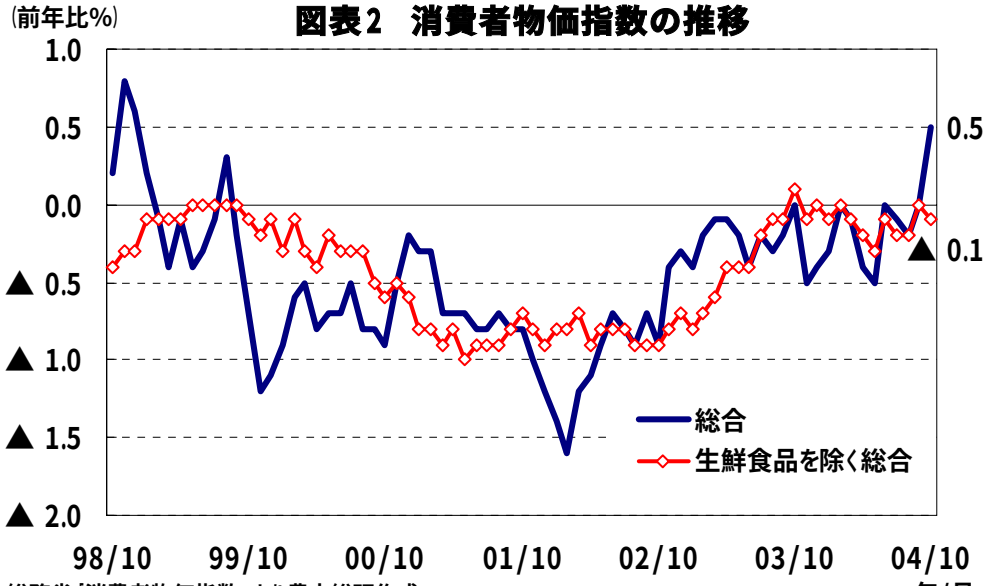
日本銀行は現行の量的緩和政策について、コア指数の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上になるまでの間、継続することを明言している。しかし、コア指数は生鮮食品の価格変動の影響は受けないものの、継続的な耐久財の下落に加えて、03 年の冷夏の影響によるコメ価格の上昇や輸入牛肉の一時停止、原油高による石油製品の上昇など特殊要因により変動するため、必ずしも景気回復に連動しない部分がある。このように構造的に上昇しない性質を持っているにもかかわらず、金融機能の回復に向け「デフレからの脱却」を判断する上で、果たしてコア指数が妥当なのか、との指摘も出始めている。

景気回復してもゼロ浮上が進まず

2004 年 10 月の消費者物価指数は、総合指数が前月比+0.5%（季節調整後）と 3 ヵ月連続で上昇し、前年比（原系列）でも+0.5%と 99 年 8 月以来 62 ヵ月ぶりの上昇となった。一方、コア指数では前月比が横ばい、前年比では▲0.1%と再び下落に転じた（図表2）。

石油製品価格の上昇が消費者物価全体を押し上げる傾向が続いているが、10 月はコメ価格が前年の反動から下落に転じた一方、台風などの影響もあって生鮮食品価格が高騰した。なお、石油製品、コメ、生鮮食品などの特殊要因を除けば前年比▲0.3%と、依然として下落基調が続いている。

図表2　消費者物価指数の推移

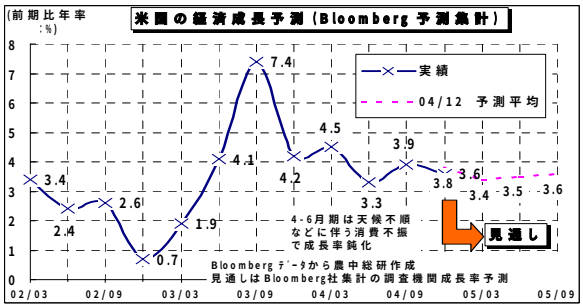


総務省「消費者物価指数」より農中総研作成

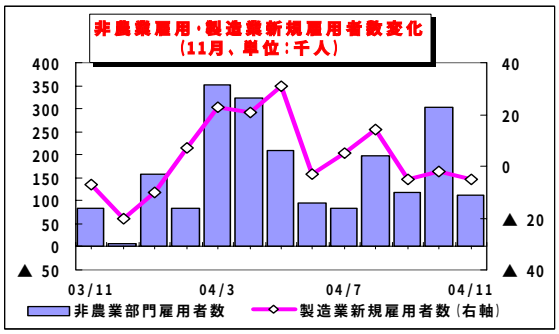
今月の情勢　～経済･金融の動向～

最近の経済･金融情勢

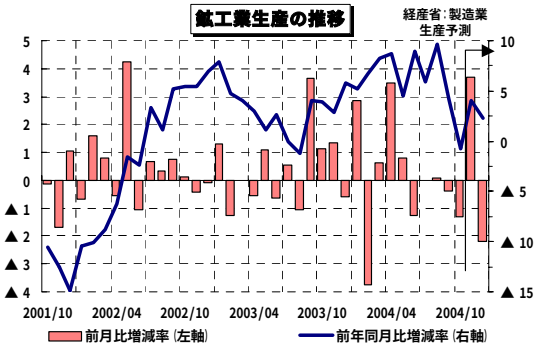
・ 米国では、12月のエコノミスト予想で、今後も3%台半ばの経済成長が続くと見込まれている。11月の非農業雇用者数は11.2万人と増加したが、前月に比べ増加ペースが鈍化。一方で株高もあり、消費者心理は改善した。米国の政策金利（フェデラルファンド･レート）は12月14日に0.25%引き上げられ2.25%になったが、長期金利は低位で推移している。



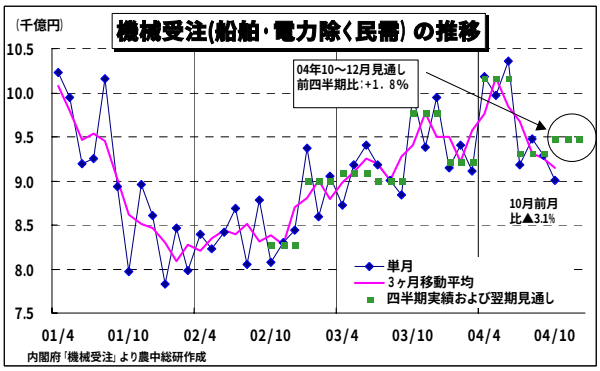
Bloombergデータから農中総研作成



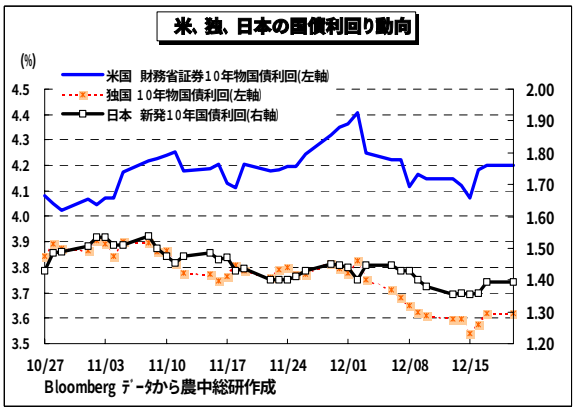
・ わが国では、12月調査の日銀短観（企業短期経済観測調査）で大企業製造業の景況感が1年9カ月ぶりに悪化。生産は、電子部品･デバイス等ハイテク関連業種で生産調整の動きが続いていることに加え、輸出が弱含んだことなどから減速傾向で推移。また設備投資は、先行指標となる機械受注が10月に2カ月連続で減少した。さらに暖冬や自然災害、円高、素原材料価格の上昇などの影響から消費者マインドも低下している。

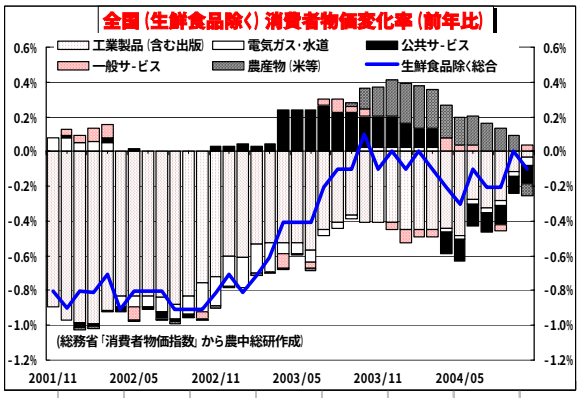


資料　経済産業省「鉱工業生産」
(注)　予測は、製造工業生産予測調査の当月見込みと翌月見込みの季節調整済増減率



・ 米国の経常赤字是正のため緩やかなドル安放置されるとの見方が広がり、12月初旬にドル円外為相場が一時102円台まで進んだが、その後は落ち着きを取り戻しつつある。日本の長期金利の目安である新発10年国債利回りは、1.4%台割れと低下。企業物価の上昇が続いているものの、消費者物価は小幅下落をたどっている。日銀による量的緩和政策の解除条件に当たる状況にはないが、市場機能の回復に向けた指標も増えている。





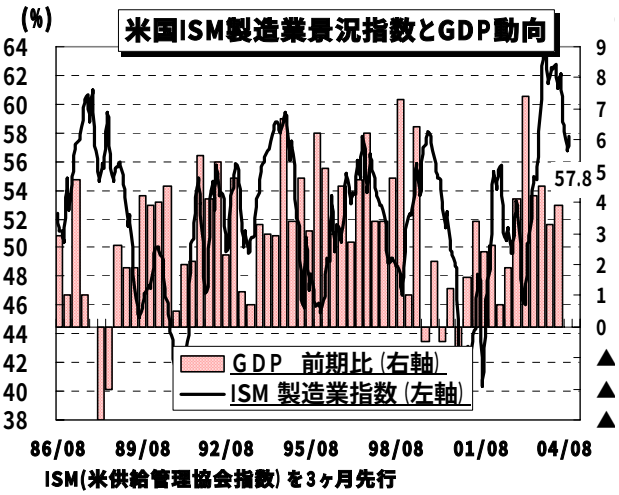
最近の主な出来事

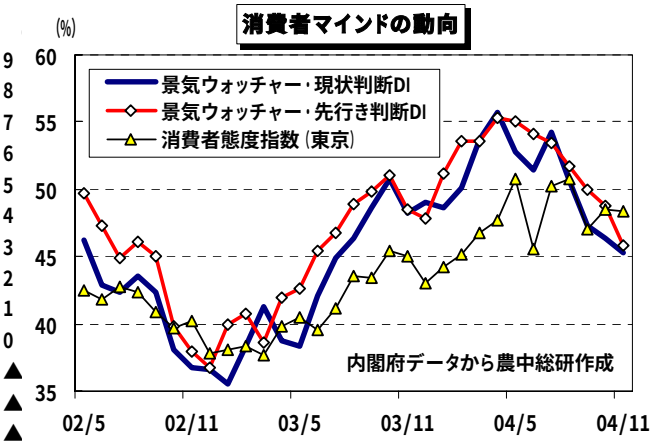
月日	政治・財政	経済・金融	海外・その他
11月20日（土）	・日米首脳会談、ブッシュ米大統領は「強いドルの維持と赤字削減に相当な努力をする」と言明		・財務相・中央銀行総裁会議（G20）、米国の財政健全化が必要と指摘した共同声明を採択し閉幕
11月21日（日）			・アジア太平洋経済協力会議（APEC）首脳会議、閉幕
11月23日（火）			・ウクライナ大統領選の決選投票をめぐり、混乱が広がる
11月26日（金）	・政府・与党、国と地方の税財政改革（三位一体改革）に関する全体像を決定		
11月29日（月）	・日本とフィリピン、自由貿易協定(FTA)で労働者の受け入れ制度を設けることで合意		
11月30日（火）	・日本と東南アジア諸国連合（ASEAN）、経済連携協定（EPA）の交渉を05年4月に始めることで合意	・ダイエーとソフトバンク、「福岡ダイエーホークス」株をソフトバンクに売却する契約を締結	
12月2日（木）			・欧州中央銀行（ECB）、政策金利を2%で据え置き
12月3日（金）	・第161臨時国会、53日間の会期を終えて閉幕		
12月5日（日）	・大野防衛庁長官、陸上自衛隊が活動しているイラク・サマワを訪問		・中国共産党・政府、05年経済政策の基本方針で、過剰投資抑制と消費拡大に重点を置くことを決定
12月8日（水）	・政府、北朝鮮が提供した拉致被害者・横田めぐみさんの遺骨鑑定の結果、別人のものであると発表		・中国のパソコン最大手レノボ・グループ（聯想集団）、IBMのパソコン事業を買収
12月9日（木）	・政府、イラクへの自衛隊派遣に関し、1年間延長することを閣議決定		・イギリス中央銀行、政策金利を4.75%で据え置き決定
12月10日（金）			・OPEC臨時総会、日量100万バーレルを来年1月から減産することで合意
12月13日（月）		・量販店「ドン・キホーテ」のさいたま市内の2店で連続放火（15日にも不審火）	・米ソフト大手のオラクル、同業のピープルソフト買収で最終合意
12月14日（火）			・米連邦準備制度理事会(FRB)、政策金利を0.25%引き上げ、年2.25%とすることを決定
12月15日（水）			・ロシアの石油大手ユコス、米テキサス州ヒューストンの連邦破産裁判所に会社更生法適用を申請
12月17日（金）	・日韓首脳会談、北朝鮮による核開発問題などについて協議		
12月20日（月）	・2005年度予算の財務省原案が提出され、各省庁に内示		

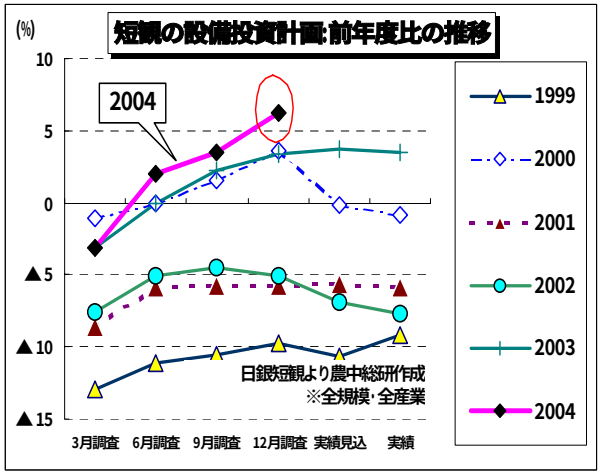
政府と日銀の景況判断

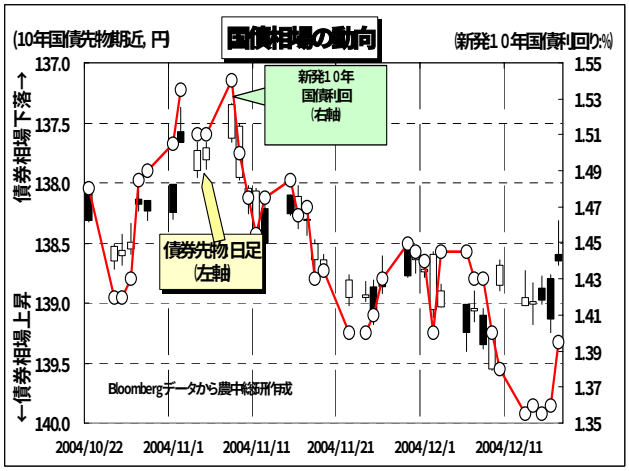
年	月	政府月例報告		日銀金融経済月報	
2003年	12月	→	景気は持ち直している	↗	緩やかに回復している
2004年	1月	↗	設備投資と輸出に支えられ、着実に回復している	→	緩やかに回復している
	2月	→	設備投資と輸出に支えられ、着実に回復している。	→	緩やかに回復している
	3月	→	設備投資と輸出に支えられ、着実な回復を続けている。	→	緩やかに回復している
	4月	→	企業部門の改善に広がりがみられ、着実な回復を続けている	↗	緩やかな回復を続けており、国内需要も底堅さを増している
	5月	→	企業部門の改善に広がりがみられ、着実な回復を続けている	→	緩やかな回復を続けており、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
	11月	↘	このところ一部に弱い動きはみられるが、回復が続いている	↘	輸出、生産の増勢に一服感がみられるものの、全体として回復を続けている
	12月	↘	一部に弱い動きがみられ、このところ回復が緩やかになっている	↘	生産面などに弱めの動きがみられるものの、基調としては回復を続けている

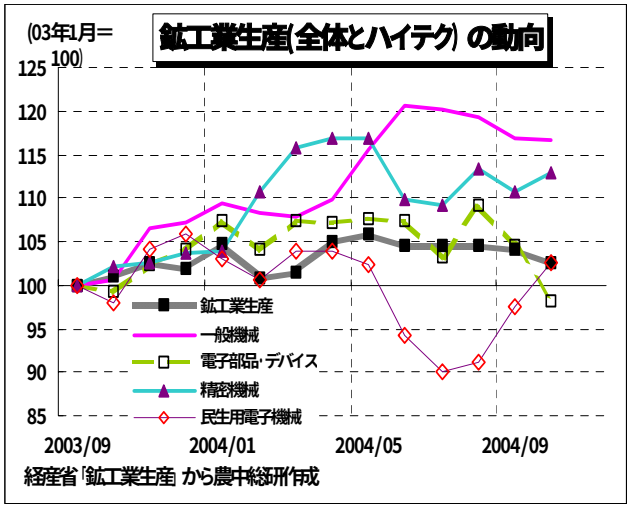
内外の経済金融データ

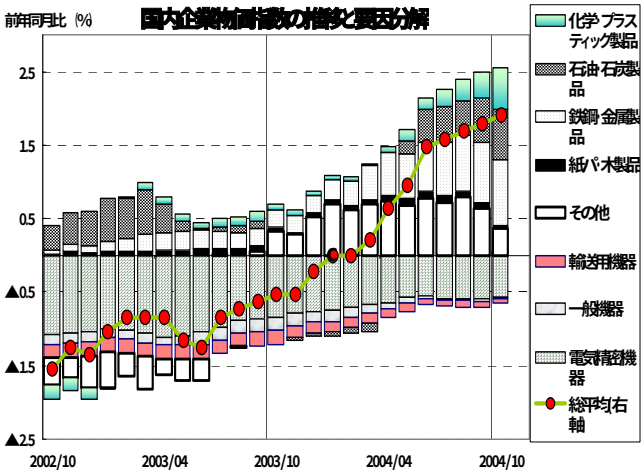

米国ISM製造業景況指数とGDP動向
(%)
57.8
GDP 前期比（右軸）
ISM 製造業指数（左軸）
86/08
89/08
92/08
95/08
98/08
01/08
04/08
ISM(米供給管理協会指数）を3ヶ月先行


消費者マインドの動向
(%)
景気ウォッチャー・現状判断DI
景気ウォッチャー・先行き判断DI
消費者態度指数（東京）
内閣府データから農中総研作成
02/5
02/11
03/5
03/11
04/5
04/11


短観の設備投資計画:前年度比の推移
(%)
2004
1999
2000
2001
2002
2003
2004
日銀短観より農中総研作成
※全規模・全産業
3月調査
6月調査
9月調査
12月調査
実績見込
実績


国債相場の動向
(10年国債先物期近, 円)
(新発10年国債利回り:%)
債券相場下落→
←債券相場上昇
新発10年国債利回り（右軸）
債券先物日足（左軸）
Bloombergデータから農中総研作成
2004/10/22
2004/11/1
2004/11/11
2004/11/21
2004/12/1
2004/12/11


鉱工業生産(全体とハイテク）の動向
(03年1月＝100)
鉱工業生産
一般機械
電子部品・デバイス
精密機械
民生用電子機械
2003/09
2004/01
2004/05
2004/09
経産省「鉱工業生産」から農中総研作成


国内企業物価指数の推移と要因分解
前年同比 (%)
化学・プラスティック製品
石油・石炭製品
鉄鋼・金属製品
紙パ・木製品
その他
輸送用機器
一般機器
電気精密機器
総平均(右軸)
2002/10
2003/04
2003/10
2004/04
2004/10

今後の内外中期スケジュール

時期 ＼ 区分		国内 政治	国内 経済・金融	海外
04年度 (H16)	10月～05年3月	1月　通常国会	１０月　厚生年金保険料引き上げ（13.58%＋0.354%） 10月　東京電力が電気料金を5.2%引き下げ（次年度も引き下げる方針） 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 12月～1月　ＮＴＴグループが固定電話の料金を順次値下げ 1月　中部、北陸、九州電力が料金引き下げ 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　イラク暫定議会選挙
05年度 (H17)	4月～9月	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) ３～９月：愛知万博 ４月：関西、中国、北陸、北海道電力が料金引き下げ ４月：雇用保険料の引き上げ（1.4%から1.6%） ４月：国民年金保険料の引き上げ（月額280円） ４月：住民税分の配偶者特別控除の廃止	英国でＧ８サミット
	10月～06年3月		１０月末　ＴＯＰＩＸ浮動株比率の段階的な調整開始 固定資産の減損会計完全実施（06年３月期から） １月～定率減税（3.3兆円）の段階的な縮小・廃止を実施 デフレ脱却時期目標：05年度以降	秋頃　ＰＳ等次世代ゲーム機相次いで投入との観測 EU上場企業によるIASBの国際財務報告基準（IFRS）採用 12月　イラク正式政権の樹立（多国籍軍の駐留期限）
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 06年中　Windows XP後継バージョンを市場投入 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

（農中総研作成）

今月の焦点

国内経済金融

個人向け地方債

丹羽　由夏

要旨

地方債の個人消化に向けた取組みが進んでいる。2001 年度に初めて群馬県において発行された「ミニ公募債」は、急速に全国の地公体に広がり、04 年度は 12 月末までに 72 団体、2500 億円超が発行される。好調な販売状況が報告されているが、地方債の安定的な個人消化のためには、さらなる商品性の改善、環境整備が必要とされる。

金融市場 04 年 11 月号にて「個人向け国債」について紹介したが、地方公共団体においても個人投資家への期待は大きい。本稿では、地方債の個人消化について地方公共団体側の取組みを中心に、近年の動向を紹介する。

「ミニ公募債」導入の背景

「個人向け国債」発行の一年前、2002 年 3 月に「ミニ公募債」注 1) の第一号である群馬県「愛県債」が発行された。「ミニ公募債」発行の趣旨は、「地方債の個人消化及び公募化を通じて資金調達手法の多様化、住民の行政への参加意識の高揚を図るもの」注 2) とされており、①保有者構造多様化の一環として個人の活用、②非公募団体への公募債発行のトレーニング③住民の行政参加と大きく 3 つの目的をあげることができよう。

注 1)「ミニ公募債」(住民参加型ミニ市場公募債) は、個人 (もしくは管轄内の住民) を販売対象とした地方債。

注 2) H14 地方債に関する調査研究委員会報告書

従来、地方債の引受先は公的部門が過半を占めていた。しかし、財投改革の下、政府資金が急速に縮小しており、地方公共団体は安定的な民間資金の調達方法の確立を必要とされている。

国が国債の保有者構造多様化の一環として個人に期待しているように、地方債においても現在の個人保有率が非常に小さいことから (04 年 6 月末、2.1%) 、個人への期待は大きい。個人投資家は満期まで保有する安定的な投資家と認識されており、また現下の預貯金金利の低さが追い風となって、公共債投資の潜在的ニーズも高いと考えられている。

また、従来の地方債引受先としての民間資金は、地元金融機関などから調達する縁故資金 (現在は「銀行等引受資金」と呼ばれている) が大きな役割を担っていた。しかし、指定金融機関制度に守られた地元金融機関との緊密な関係は、より経済合理的関係にシフトしつつあり、今後はより広く投資家を求める市場公募資金への期待が大きくなっている注) 。現在公募団体は限られているが、より多くの団体が市場公募債での調達を行っていく必要がある。このため市場公募債発行の準備として「ミニ公募債」を発行し、その発行過程で様々な金融知識や資金調達の経験をつむというのが、市場公募債の発行を行っていない非公募団体の宿題である。全国初の「ミニ公募債」発行団体である群馬県は、当時非公募団体であったが、2004 年度から市場公募債を発行するに至っている。

注) 金融市場 04 年 8 月号「地方債市場の中期見通し」参照

「ミニ公募債」の発行状況

「ミニ公募債」は、群馬県の発行以降、急速に全国の地方公共団体に拡がった。02 年度の発行実績額は 1636 億円、03 年度 2682 億円（対前年度 64%増）、04 年度は 12 月までの発行予定額を含めて 2538 億円となっている。来年 1 月から 3 月の発行を加えれば、04 年度の発行額も大幅な増加が予想される。各月の発行状況をみると（表 1 参照）、9 月、12 月および年度末に発行額が多いことがわかる。

表 1　月別にみた「ミニ公募債」の発行

	販売額（億円）			
	2001	2002	2003	2004
4月	-	0	6	51
5月	-	0	150	145
6月	-	80	170	350
7月	-	70	185	50
8月	-	5	66	161
9月	-	280	455	650
10月	-	60	94	155
11月	-	20	139	63
12月	-	700	855	915
1月	-	33	138	
2月	-	52.5	147	
3月	10	335	278	
合計	10	1636	2682	2538

資料）地方債協会 HP より農中総研作成。04 年 10-12 月は予定。

「ミニ公募債」は、購入者を住民に限定している場合が多く、預貯金金利と比較が容易なように発行価格を 100 円としている。より短い償還期間が検討され、5 年債が発行額全体の 6 割強を占め、次に 3 年債（3 割弱）が続く状況となっている。

団体別に発行状況をみると、02 年度は群馬県のみであったが、03 年度から発行団体数は急増し、都道府県レベルでの取組みが積極的であるといえる（表 2 参照）。

発行額でみると、東京（1150 億円）、神奈川（700 億円）、兵庫（600 億円）、愛知（520 億円）、埼玉（500 億円）が大きい。政令市では大阪市（270 億円）、千葉市（150 億円）、札幌市（100 億円）が大きい。

表 2　団体別「ミニ公募債」の発行状況

	2002		2003		2004	
	団体数	億円	団体数	億円	団体数	億円
都道府県	17	1420	31	2220	25	2115
政令市	5	140	9	310	8	320
市町村	12	76	40	152	39	103
合計	34	1636	80	2682	72	2538

注）共同発行の場合の発行額は、都道府県に含み、市町村には含んでいない。
資料）表 1 に同じ。

ちなみに、04 年度地方債計画（新規財源分のみ）における市場公募債の発行計画額は 3.2 兆円（今年度計画額 17.5 兆円の 18%）であり、そのうち「ミニ公募債」（12 月までの予定額）は 2538 億円である。地方債発行額全体に占める割合では、依然として小さいと言えよう。

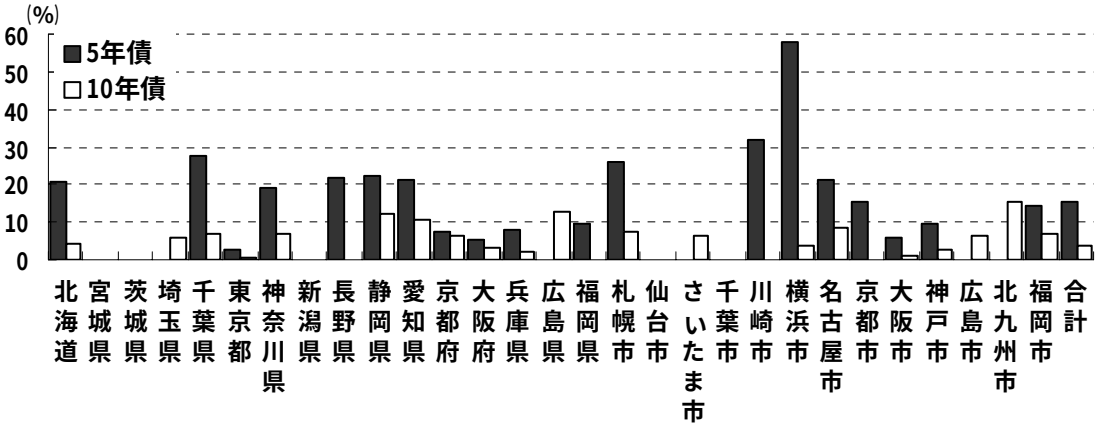
地公体の個人向け地方債発行戦略

地方公共団体が発行している「ミニ公募債」には様々な方式がある。償還年数、販売対象範囲、取扱金融機関の種類と有無、先着順かハガキによる抽選か、また、金利条件以外に購入者に特典をつけるなどの試みもみられ、発行する団体によって「ミニ公募債」への取組み姿勢は多様である。以下では、公募団体と非公募団体に分けて、個人消化への取組み、「ミニ公募債」の位置づけなどを紹介する。

①公募団体の発行戦略

33 公募団体のうち「ミニ公募債」を発行している団体は、25 団体に上る。通常の市場公募債も個人が購入可能であるため、当該団体に

図 1　団体別市場公募債の個人消化率（平成 15 年度）



資料）財団法人 地方債協会「地方債月報」2004 年 11 月号より作成

おいて個人は「ミニ公募債」と市場公募債の 2 つの地方債を購入できることになる。一方で「ミニ公募債」を発行していない団体は 8 団体（仙台市、長野県、静岡県、大阪府、広島県、広島市、横浜市、さいたま市）である。

ここで、市場公募債の個人消化率をみたものが図 1 である。10 年債よりも 5 年債の消化率が全国的に高く、個人投資家のより短い債券への選好がみてとれよう。しかし、この背景には各団体の取組み姿勢の違いも影響している。5 年債では横浜市（57.8%）が最も高い。横浜市は「ミニ公募債」を発行していないが、公募債の引受金融機関に個人消化の目標を設定して、それが引受シェアにも影響するような取組みを行っている。同市に次いで、川崎市（31.8%）、千葉県（27.8%）の個人消化率が高い。川崎市は市場公募債の個人消化を進める一方で、「ミニ公募債」として 03 年「川崎シンフォニーホール債」、04 年 12 月には「川崎市民健康の森債」を発行している。同市は「ミニ公募債」の発行および通常の市場公募債発行前の 04 年 11 月 4 日に、全国で初めての個人向け IR 説明会を開催した。機関投資家向けの IR 説明会を開催する団体は多いが、今後個人に対してもどのように IR 活動を行っていくべきかの一つの布石と言えよう。

10 年債の個人消化率では、北九州市（15.4%）が最も高く、広島県（12.8%）静岡県（12.0%）と続く。北九州市、広島県では 5 年債を発行していない。

一方で、機関投資家への安定的消化に注力するために、個人消化への取組みに消極的な団体もある。

公募団体においては、従来の市場公募債の個人消化を進める団体と「ミニ公募債」も併行して発行する団体と 2 つに分かれる。同じ個人保有であり、その発行に対する考え方の整理が必ずしも明確にはなっていないようではあるが、後者の団体は、「ミニ公募債」は、より個人のニーズを反映させた商品設計（3 年債など年限の多様化など）が可能なものと位置づけているようである。

②非公募団体の発行戦略

県レベルの大きな団体は、今後の市場公募債発行のためのトレーニングも大きな目的で

あるが、より小さな規模の市町村レベルの団体では、住民の行政参加が大きな発行の理由となっているようである。中長期的には個人消化の促進という目的があるものの、現時点ではそれほど地方債の消化に危機感をもっていないことが指摘できるかもしれない。

以下で、特徴的な施策を紹介する。

ⅰ）我孫子市のケース

千葉県我孫子市は 04 年 11 月に「オオバンあびこ市民債」を発行した。同債は古利根沼の保全のための用地取得費として発行されたものであるが、国債を下回る利率が設定されたことから注目を浴びた。

通常「ミニ公募債」の利率は「国債金利+α」で設定されることが多い。しかし、同市では、銀行借入と同じコストという考えの下、「ミニ公募債」発行にかかわる支払手数料と支払金利の合計が、通常の銀行から借り入れる際の支払金利の負担分と同額になるように、「ミニ公募債」の利率を設定した。但し、広報活動や発行体側の事務負担を考慮すれば、個人向けの「ミニ公募債」を発行するより、そのまま銀行借入をした方が安くすんだといえる。

結果として、国債を下回る利率設定になり、販売には大きな不安もあったようであるが、住民が対象事業へ強い賛同を示したこと、同市で初めての「ミニ公募債」発行であり、低い金利が逆に話題をよんでメディアで取り上げられたこと、さらに、預金金利が依然として超低金利であり、それに比べれば高い金利であると認識されたことなどが影響し、発行額 2 億円に対し、10 億円超の 5.2 倍の応募があった。取扱金融機関は千葉銀行 1 行で、保護預り手数料がかかることから（30 万円以上購入しないと金利収入よりも手数料の方が高くなる）、本券発行を希望する購入者が多かったと報告されている。

ⅱ）厚木市のケース

神奈川県厚木市において 04 年 2 月（第 1 回債）および 12 月（第 2 回債）に、「厚木まなび債」が発行された。同債は学習支援センター等の建設資金として発行されたが、発行目的は、高齢者福祉対策とされ、高金利（第 1 回債は国債+0.2%）での条件設定を行い、市内の 60 歳以上に購入者が限定された。ちなみに、同市は地方交付税の不交付団体であり、相対的にみて財政状況は良い団体である。

「厚木まなび債」は、公平性の観点から抽選方式をとり、発行額 5 億円（第 1 回債）に対し、2 倍に近い応募があった。市による抽選のあと、横浜銀行と野村證券で販売が行われた。

ⅲ）熊野市のケース

三重県熊野市において、04 年 5 月に「ささゆり熊野市民債」が 3190 万円発行された。同債の特徴は、市が直接発行をした点である。抽選方式をとり、発行方式は保護預りで、市が保管する。年一回の利払いがあり、購入者の指定する口座に振り込まれる。中途換金に対する対応は、解約日までの利息を支払わず、元金のみ換金するということにされた。金融機関で取り扱わない直接発行方式は、他に鳥取県の西伯町でも行われている。

おわりに

近年発行される「ミニ公募債」は、非常に人気が高く、売れ行きは好調である。初めて債券を購入しようと考える個人には、身近な商品として、受け入れやすさがあるようである。「ミニ公募債」の購入経験によって、今後も預貯金から公共債などの投資へ、興味が拡大していく可能性は大きい。さらに預金取扱金融機関においても、公共債の保護預り手数料を無

料化する機関が増え始めており、さらに「個人向け国債」などでは、販売額に応じて商品券などの特典を付与する証券会社等も現れ、金融機関側の取組みも積極化している。このような状況の中、個人の公共債保有は一段と拡大していくことも予想されるが、ここで地方債における個人消化、特に「ミニ公募債」について、現時点での課題を検討する。

「ミニ公募債」は、個人投資家からみれば「個人向け国債」と同じ公共債投資であるが、購入動機において一部に異なる点がある。購入者が金融商品としての魅力以上に、地域へのロイヤリティを動機として持っているのである。これは、行政参加意識と言い換えることもできるかもしれない。また、話題性や発行額が限定されていることから生じる希少性なども購入動機となっていると推察される。

このような購入動機には、次のような不安も指摘できる。第一に、長期的安定的な投資家として、また今後の拡大する民間資金の受け皿として個人を期待するのであれば、繰り返しの購入、あるいは購入層が拡大する形で個人保有を進展していかなければならない。限定的な資金とならないためには、金融商品として、他商品と比しての優位性、魅力をうちだすことを発行体は検討していかなければならないであろう。公表されている複数の地方債の購入者アンケート注）によれば、金融機関からの勧めが購入動機の上位に位置している。金融機関は、行政参加を理由に金融商品を勧めることはない。

第二に、当初の目的である行政参加意識の高揚が一定程度達成されていると考えることもできるが、これについては非常に曖昧さが残る。資金使途の事業は限定されているが、償還財源は当該事業と関係ない。本当の意味で行政参加を意識させるなら、レベニュー債的な、償還財源も当該事業とリンクさせた商品設計が必要かもしれない。また資金使途である事業が悪くても良くても、地方公共団体の税収、住民自身が負担する税収で返していく借金であることをより認知させる必要があろう。「ミニ公募債」も市場公募債も償還財源は同じ将来の住民の税による負担である。住民、個人投資家への説明責任が重要視されるべきである。

注）川崎市、札幌市、横浜市など

さらに、住民側の利便性も考慮していかなければならない。債券販売の実績、保護預り手数料がないことなどから証券会社での取り扱いも多いが、地域によっては店舗が一つしかない場合もある。預金取扱金融機関の取り組み姿勢にもよるが、将来的には店舗数の多い JA や郵便局の販売ネットワークも活用されていこう。

長期的に売れる商品および環境づくりが現在地方公共団体に求められている課題であると考えられる。

今月の焦点

国内経済金融

最近の金融機関のリテール戦略－3

～八千代銀行：不動産賃貸業が多い地盤を生かし賃貸住宅ローンに取組み～

永井　敏彦

要旨

- 八千代銀行の営業地域は金融激戦地であり、土地資産家も含めた富裕層に対する相談機能の強化や金融ニーズの捕捉が重要な課題になっている。
- 賃貸住宅ローンについては、営業地域で不動産賃貸業が盛んであることから、顧客ニーズがあれば、慎重に検討しつつ応じている。

八千代銀行の業務概要

東京都は、メガバンク・地銀・信金など多様な業態がリテール市場を巡って競争を展開している激戦地である。八千代銀行は、この東京都及び神奈川県北東部を基盤として地元中小企業と個人を主要顧客とした地方銀行である。同行は「地域貢献」という理念のもと、地域顧客の利便性を高め資金ニーズに迅速に応えることに努めている。

表　八千代銀行の概要（H16.3.31現在）

総資産	1兆9,667億円
預金・譲渡性預金	1兆8,425億円
貸出金	1兆3,657億円
うち中小企業等向け貸出金	8,408億円
うち個人向け貸出金	4,313億円
資本金	288億円
株主数(普通株式)	8,805名
役職員数	1.779名
店舗数(含む出張所)	85店舗

資料：YACHIYO BANK REPORT 2004

これまで他地銀や信組を相次いで営業譲り受けしたことにより、特に東京都西部と隣接する神奈川県に数多い店舗を擁している。この充実した店舗網が地域社会との結びつきを重視する同行の強みであるが、今後成長が見込める地域や、他行対比で力がより発揮できる営業エリアを一層強化するために、採算や立地を考慮のうえいくつかの店舗を統廃合した。また現在、一部の出張所を除き全てがフルバンキング店舗であるが、今後立地条件や顧客ニーズに応じた多様な店舗の在り方を検討することが必要になっている。

営業譲り受けにより資産規模が拡大し都内での預貸金シェアが上昇したが、さらなる成長のために貸出金の増強が急務になっている。そのため、中小企業融資の伸長に工夫を凝らすとともに、ハウスメーカー等業者対応の拠点となるローンセンターを拡充することにより、住宅ローンを積極的に推進している。

八千代銀行の営業エリアでは富裕層が多く、顧客の金融資産運用や相続税対策に対する職員の提案力が重要になっている。この分野では最近メガバンクや他地銀が着実に力をつけており、適切なアドバイスを行うことで、顧客からの信頼を得ている。このため八千代銀行も、人材育成や体制整備を急ぐ必要があるとの認識をもっている。同行の営業エリアには、多摩ニュータウンというベッドタウンが含まれている。この地域では30～40年ほど前に大規模な住宅開発が行われ、現在では耐用年数が過ぎた物件がたくさんある。従って潜在的な建て替え・リフォーム需要が相当あると見込ま

れている。但しこれら住宅の居住者には高齢者が多く、保有金融資産残高が多いため、手持ち資金を取り崩す人も多いと考えられる。こうした層に対して、手持ち資金を運用してもらい、別途ローンを提供するというビジネスをどれだけ浸透させることができるのかが、課題となっている。

賃貸住宅ローンへの取組み

賃貸住宅ローンは貸出区分上個人事業性資金に区分されている。営業店では同一営業担当者が住宅ローン・賃貸住宅ローンの両方を扱っているが、賃貸住宅ローンについては、個人事業性資金との位置付けから、法人融資案件をみている審査部での審査が行われている。

賃貸住宅ローンについては、保証会社の保証が付かない「プロパー融資」で対応している。「プロパー融資」の中に「制度融資」があるが、これは一定の条件を満たした案件に適用されるもので、これまで返済実績がありキャッシュフローが読みやすい肩代わり融資が中心となっている。一方、キャッシュフローが不透明な新規案件や、規模が大きい賃貸住宅、事業性の色彩が強い案件については、「制度融資」の対象外となることが多い。

賃貸住宅ローンの主な借入主体は、地主層と個人事業主である。同行の営業エリアの特徴は、個人事業主のうち不動産賃貸業を営んでいる人が比較的多いことである。これまで賃貸住宅ローンに必ずしも意識的に積極的な取組みをしてきたわけではなく、取引需要があれば対応するというスタンスで臨んできたが、顧客基盤にそのような特徴があったため、結果的には賃貸住宅ローン残高の個人ローン全体に占める割合は比較的高い。借入目的に関しては、バブル期には相続対策が多かったが、最近では遊休不動産の有効活用が多い。前述のベッドタウンといわれている地域では、サラリーマンによる賃貸住宅経営も多い。

ローンの対象としている賃貸住宅の種類としては、店舗が同居しない純粋住居系が多い。大口でない（例えば貸出金額が 5,000 万円以内）住居系のローンに関しては、キャッシュフローが読みやすく、土地・建物の両方を担保とするため、仮に事業が行き詰まっても巨額の焦げ付きが発生する可能性は低い。これに対して、事業系の案件には慎重対応している。店舗付き賃貸住宅事業は、店舗部分のキャッシュフローが住居系と比較して不安定であるうえ、この形態の事業が激しい競争にさらされているため、他行もこの種の案件に対しては腰が引けている。

審査のポイントは、十分なキャッシュフローが得られるかどうか、言い換えれば、立地条件がどうか、その条件を巡る環境変化の見込みも含め、将来にわたる安定的な収入が持続できるかである。都市部の駅の近くであれば環境としては恵まれているが、郊外であれば、例えば大学がなどが近くにあるかどうかがポイントである。周辺環境がどう変化するかの見通しは難しいが、読みを誤ると賃貸経営に支障が生じる。駅から徒歩 10 分以内の地域では、用地手配の制約から、分譲マンション供給数は伸び悩んでいる。しかし徒歩 10 分圏外では、賃貸住宅の家賃並のローン返済で購入できる分譲マンションが供給されることが十分ありうる。この場合、かなりの賃貸住宅入居者が分譲マンションに移り、賃貸住宅が歯抜け状態になることが考えられる。

十分なキャッシュフローが得られないとしたらそれを補完するものがあるかが重要である。

賃貸住宅事業が副業で別に安定的な収入があれば、対応できる柔軟性はある。

審査の過程では職人技のようなノウハウも必要となってくるが、現実に審査役が最も重視しているのは営業店の現場で得られた情報である。現場担当者による地元不動産業者へのヒアリング結果は、重要な情報である。

大手銀行がリテール金融に関心を持っていなかった時期に、中小工務店など地元の業者が八千代銀行を頼りにしたという経緯もあり、業者との付き合いは長く、何十年という歴史がある。特に町田・相模原を中心に、八千代銀行は業者とのフェイス・トゥ・フェイスの関係を大切にしてきた。こうした背景もあり、住宅ローンでは業者経由での案件獲得が殆どである。但し賃貸住宅ローンでは、業者との関係を生かして貸出を伸ばすというよりもむしろ、顧客の遊休不動産をいかに有効に活用するか、相続税対策等で顧客の要望に応えるかに主眼があり、これらの点を強化することが、今後の目標である。

地域によっては、大手銀行や信金、なかでも預貸率が低いところが低金利肩代わり融資を仕掛けており、八千代銀行も含め多くの金融機関が、賃貸住宅ローンを巡り激しい競争を展開している。

（資料） 八千代銀行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	①八千代銀行の営業店の近くに居住、勤務、あるいは営業している者、②満20歳以上、満65歳未満で、最終返済時原則として満 75 歳未満の者、③同一勤務先に 3 年以上勤めている者、あるいは同一事業を3年以上営み、確定申告をしている者、④安定した収入があり、かつ資産運用ができる土地を所有している者 、⑤不動産業、建築業を専業としていない者
融資金額	500万円以上2億円以内(10万円単位)
担　　保	セントラルファイナンスが土地、建物物件に第一順位で抵当権を設定
金　　利	①変動金利型（取扱期間：平成16年4月1日～平成17年3月31日） ・変動金利型は、融資利率に 0.2%上乗せし、信用保証料の支払いを半額のみとすることができる。この場合は、固定金利型への切り替えはできない。 ・対象：申込時に下記の取引を利用し，金利優遇審査基準に合致する者 〈取引項目〉(1)給与振込、(2)前年度のご預金実績 100 万円以上、(3)公共料金の自動振替 2 種類以上、(4)定期性預金取引、(5)融資取引、(6)八千代 VISA カードの加入 ・〈優遇幅〉(1)～(6)の内、3 項目ご利用の場合…0.5%優遇、2 項目ご利用の場合…0.4%優遇、1項目ご利用の場合…0.3%優遇 ②固定金利選択型 3年型、5年型、10年型の3種類。新規融資利率は毎月見直す。 固定金利期間終了時に再度その時点の利率で固定金利か変動金利を選択する（当初ご融資利率とは異なることがある）。
融資期間	1年以上35年以内（但し、新築木造建物の場合は最長25年）
返済方法	元利均等返済
保　証　人	セントラルファイナンスの保証付とし、連帯保証人は原則として不要
保　険　等	①原則として団体信用生命保険に加入、②保険料は当行が負担、③融資金額が 1 億円を超える場合は、1億円のみが保険の対象となる。
手数利用保証料等	○信用保証料　10年…17,084円、15年…23,959円、20年…29,667円、25年…34,510円、30年…38,264円、35年…41,205円 ・信用保証料は、ご融資時に一括して支払う。信用保証料は、ご融資利率にかかわらず、100万円につき上記の金額を支払う。 ○変動金利型の場合、希望により信用保証料の支払いを上記金額の半額のみとすることができる。この場合、変動金利型の融資利率に0.2%上乗せする。
そ　の　他	資金の使い道…賃貸を目的とする建物の建築資金

出所）八千代銀行ホームページより

今月の焦点

国内経済金融

最近の金融機関のリテール戦略－4

～筑邦銀行：地域密着型を徹底し顧客を熟知のうえ賃貸住宅ローン需要に対応～

永井　敏彦

要旨

- 筑邦銀行は、「地域社会への奉仕」という精神のもと、地元中小・零細企業及び個人を主たる顧客とし、顧客とのフェイス・トゥ・フェイスの関係を大切にしてきた。
- 賃貸住宅ローンについては、顧客から需要があれば対応を検討するというスタンスであり、地域や顧客の実情を熟知したうえで、丁寧な審査を行っている。

筑邦銀行の業務概要

福岡県経済は横ばいから若干の上向きに転じており、県庁所在地の福岡市ではその傾向が比較的明瞭にみられる。しかし福岡市から50km ほど離れた久留米市では、ベッドタウンとしての位置付けから持家・賃貸ともに多少の住宅着工の活発化もみられるが、経済持ち直しの動きには多少の遅れがあり、地元中小企業・商店の業況改善は福岡市ほどではない。

表　筑邦銀行の概要（H16.3.31現在）

総資産	5,288億円
預金・譲渡性預金	4.845億円
貸出金	3,900億円
うち中小企業及び個人向け貸出金	3,532億円
資本金	80億円
株主数	3,540名
従業員数	586名
店舗数	42か店

資料：筑邦銀行ディスクロージャー誌2004

筑邦銀行は、久留米市をはじめとした福岡県のいくつかの市と郡の商工会議所・商工会が中心となり、地元中小企業者の金融逼迫打開・育成・振興のために設立された地方銀行（創立：1952 年）であり、地域に根差した銀行としての役割を果たしてきた。即ち、創業時からの基本理念である「地域社会への奉仕」という精神のもと、地元中小・零細企業（貸出金総額に占めるシェアは約 70%）および個人（同シェアは約 20%）を主たる顧客とし、顧客とのフェイス・トゥ・フェイスの関係を大切にしてきた。つまり筑邦銀行は、県内での他地銀や信金が指向している合併による規模拡大、あるいは、福岡市やその近辺で他行と激しい競争を展開する、という路線から距離を置いていた。

筑邦銀行が地域密着型の業務を展開するにあたっては、真に地元に根付くために多方面からのアプローチをしてきた。地元の有力信金である筑後信金も同じ経営スタイルであり、久留米市やその周辺地域であれば筑邦銀行の独壇場というわけではない。

まず、久留米市および周辺地域の事業者からの資金需要には、入念な審査をしたうえで可能なものには応需している。そして業種別貸出金残高比率（個人貸出も含む）をみると、サービス業・金融不動産業・卸小売業・建設業・製造業がそれぞれ 10～20%の範囲に収まっており、結果的にはバランスがとれた貸出先業種分散が実現されている。また筑邦銀行は、ビジネス・コンサルティングも行っている。これは、中小企業診断士の資格を持った人材を多数育成して、法人顧客へのサービス向上を図るものである。また総合職職員には原則ＦＰ２級を取得してもらい、同資格取得者をほ

とんど全店に配置し、地域の個人顧客に対して資産運用提案型営業を行っている。

次に、筑邦銀行の貸出審査体制はユニークである。審査役は業種毎ではなく、法人・個人貸出先を全部一緒にした地域毎（四地域）の分担になっている。営業担当者だけではなく、審査役も地域のあらゆる分野の事情に精通していなければならない、という考え方がその背景にある。

また地域活性化のために、「企業創業セミナー」を開催している。地域の発展が営業基盤の強化につながるわけであり、企業の育成や新産業の創造を後押しすることが不可欠だからである。具体的には、久留米市商工会・筑邦銀行・福岡銀行による審議会を経て承認された起業案件につき、保証協会の保証を付して上限1,000万円の融資を行っている。対象となった業種は多岐にわたり、これまでの実績では、飲食業・ＰＣソフト・水道工事・介護関連等があった。

この他、地域住民を対象とした各種講演会を開催し、地域行事に積極的に参加すること等で、地域社会の一員として住民との触れ合いを大切にしている。

賃貸住宅ローンへの取り組み

筑邦銀行の主要営業地域では、賃貸住宅建設需要が必ずしも強いわけではないが、地域内の情報を丹念にキャッチして需資に対応している。前述のとおり久留米市が福岡市のベッドタウンであるとの位置付けから、駅近辺では比較的多くの賃貸住宅建設需要がみられる。また駅近辺に限らず、自衛隊等公務員宿舎建設の需要があり、ビジネスプラザが所在する地区では賃貸・分譲ともに建設が盛んである。建設される賃貸住宅の種類も様々であり、高品質・高規格の物件への指向が強まっている一方で、独身者を中心に比較的家賃が安い物件に対する人気も根強い。

賃貸住宅ローンは、銀行内部の取扱区分では事業性資金であるが、法人貸出案件は殆どなく、大半が保有遊休土地の有効活用を図る個人向けの貸出であり、「資産運用ローン」という商品名で売り出されている。

筑邦銀行は、個別の特定業種に対して積極的に取り組んでいるわけではなく、賃貸住宅ローンもその例外ではない。顧客に対して賃貸住宅ローンに関する積極的な提案やセールスをしてきたわけでもない。あくまで顧客から需要があれば対応を検討するというスタンスであり、個別案件の丁寧な審査を行ってきた。バブル期も含めてこうした伝統が受け継がれてきたことから、不動産投資関連に対するバランスを欠いた貸出伸長を避けてきており、バブル崩壊に伴う不良債権はあまりない。

審査上アパート経営の利回りはみているが、何％以上が審査をクリアするという基準は特にない。利回りが重要ではないという意味ではなく、それ以前の問題として、営業担当者や審査役が地域の事情に精通し、顧客のことをよく理解していることが重要であり、利回り等の計数は審査の入り口で参考にしている程度である。貸出先が一面識もない個人や企業だということはなく、筑邦銀行も貸出先もお互いを良く知っている仲であるから、そういう関係のうえで貸出が行われている。大都市である福岡市近辺ではなかなかそうもいかないが、これが筑邦銀行の営業や審査のスタイルである。時には、顧客に対してアパート経営を見送るよう助言することもある。そこまで言えるのは、筑邦銀行が地域に根付いた存在として、地域の企業や人々に対する責任があるから

である。

最近の金融機関のリテール戦略－5

～オリックス信託銀行：ニッチ戦略を追求し、差別化を図る～

古江　晋也

要旨
・オリックス信託銀行の大きな特徴は、本店以外に店舗を有しないことであり、預金は「ダイレクト預金」で集め、「住宅ローン」「アパートローン」等を中心に貸付を行う。
・「アパートローン」については、オーダーメイド型の案件を中心に他行との差別化を図っている。

オリックス信託銀行の概要

オリックス信託銀行（以下、オリックス信託）は、1998年（平成10年）4月にオリックスが山一信託銀行を買収したことによって発足した。オリックス信託の特徴は、本店以外に店舗を有しないこと（住宅ローンプラザは東京日本橋、新宿、横浜、大阪にある）にある。

預金は「ダイレクト預金」またはインターネット取引対応型の「e ダイレクト預金」で集め、「住宅ローン」「アパートローン」「投資用マンションローン」を中心に貸付を行っている。

2000年（平成12年）7月、オリックス信託は、クレディセゾンと提携を行い、セゾンカードの利用高に応じて優遇金利を付ける普通預金を取り扱うなど、積極的な事業展開を行っている。

オリックス信託のニッチ戦略

オリックス信託はオリックスの 100%子会社であり、親会社が事業会社で銀行業に参入した初めてのケースであった。

しかし、オリックス信託は後発組みであるため、独自のビジネスモデルを構築する必要があった。そこで同行が行った融資戦略は、ニッチ市場に活路を見出すことであった。

ダイレクト預金については、新聞広告で募集を行うという手法をとった。オリックス信託が重視している経営方針は「コストを抑えてお客様に還元する」ことであり、支店等の固定費がかからないため、他行よりも高めの金利を設定している。

設立当初は、金融機関の破綻が相次いだ時期であったことやオリックス信託の認知度

表　オリックス信託銀行の概況

総預金	2,838億2600万円
貸出金	3,353億8400万円
業務純益	41億5200万円
自己資本比率	13.2%
株主資本	463億5700万円
従業員数	204名

資料：ミニディスクロージャー誌 2004年3月期 中間決算
（2003年9月末）

が十分でなかったことなどの問題点もあったが、その後は、自己資本比率の高さや不良債権比率の低さが評価され、オリックス信託の認知度が向上し預金顧客が増加した。現在では、高めの金利を背景に預金顧客の大半は準富裕層が占めている。

貸出のスタンスについては、親会社であるオリックスは、事業会社への融資が中心であるため、オリックス信託はグループ内の個人向け業務を行うという位置付けとなっている。

住宅ローン事業は、オリックスが信託設立に伴い、住宅事業部の人材と資産を信託銀行に移管するというグループ再編を行うことで誕生した。

現在は、ローンプラザを大都市圏に設置し、業者経由の顧客が来店するという営業スタイルが中心である。近年の住宅ローンは、メガバンクを中心にスコアリング審査を導入することで業務の簡略化が図られているが、オリックス信託は支店や ATM を有しないため、コスト負担が少なく、その分、手間ひまをかけて審査しても採算が取れると判断し、審査能力の向上に力を入れている。

マンション投資は、競合他社が比較的少ないことと一定の利ざやを確保できるという点に注目して業務を行っている。顧客はワンルーム・ディベロッパーといわれるディーラー経由で紹介される。

近年はワンルーム・ディベロッパーが淘汰されてきており、オリックス信託は上位数社の丁寧な営業活動が行える業者と提携している。

オリックス信託のアパートローン戦略

アパートローンについても他行と差別化を行うためのニッチ戦略を展開している。実態調査を行い、相続の絡む案件、借地権付アパート、自宅併用アパートなど他行が敬遠しがちな案件を、絡まった糸を解きほぐすように時間をかけて行うことを得意としている。

現場審査を行い、税金、修繕コスト、家賃といった条件を加味しシミュレーションを実施する。また、案件が複雑であるため、顧客に詳細な質問を求め、回答を得ることができなければ融資を断るというスタンスをとっている。つまり、無理に融資を伸ばそうという方針ではない。

アパートローンの上限は 2 億円としている。審査は、担保価値も考慮するが、それよりもむしろキャッシュフローを中心に、資産状況やその他収入を含めたトータルな収支状況から判断している。アパートローンは、業者経由の顧客がローンプラザに来店し、対面取引を行うというスタンスである。住宅ローンやアパートローンは、保証会社を付けておらず、自らのリスクで行っているため、顧客が保証料を負担することはない。

顧客は東京が 8 割、大阪が 2 割となっている。それは、オリックス信託が不動産取扱地域を首都圏(埼玉・千葉・東京・神奈川)・近畿圏(滋賀・京都・大阪・兵庫・奈良) に限定しているためである。

まとめ

オリックス信託が激烈な金融業界で生き残っていくために選択した戦略は、本店以外の支店や ATM を持たず、商品の品揃えも絞り込むことでコスト削減を狙う徹底的な合理化

戦略と、権利関係が複雑なアパートローンやマンション投資への融資を行うニッチ戦略であった。1998年（平成10年）に設立された後発銀行という決して有利でない状況の中で、ニッチ戦略という新たなビジネスモデルを確立していく同行の経営スタイルは、横並び意識の強い金融機関において多くの示唆を与える事例となるであろう。

(資料) オリックス信託銀行のアパートローンの概要

<table>
<tr><th>商品名</th><th>アパートローン応援プラン</th></tr>
<tr><td>利用対象者</td><td>・原則として借入れ時の年齢が満 20 歳以上の方。ただし、団体信用生命保険へ加入する場合は満 20 歳以上 55 歳未満で、最終返済時 75 歳未満の方。
・原則として同一勤務先に 3 年以上勤務されている方。(自営の場合は営業開始後 3 年以上経過されている方)
・アパートローン等のお支払いに 1 年以上延滞等が無い方。なお、取扱い不動産対象地域は、首都圏(埼玉・千葉・東京・神奈川)・近畿圏(滋賀・京都・大阪・兵庫・奈良) に限定。</td></tr>
<tr><td>融資金額</td><td>・3000 万円以上、2 億円以内 (10 万円単位) ・建築価格または購入価格の範囲内で、原則、オリックス信託評価額以内。・借換の場合は上記金額の範囲内、かつ現在の住宅ローン残債務に諸費用 (登記関連費用、火災保険料等) を加えた額以内で、原則、当社評価額範囲内。</td></tr>
<tr><td>担保</td><td>・借入れ対象不動産に原則として当社を権利者とする第 1 順位の抵当権を設定登記 (建物を建築される場合については、土地も担保として差入れ) ＊担保設定費用は別途負担。
・原則として、建物の火災保険に融資期間一括払いにて加入し、第 1 順位の質権を設定。</td></tr>
<tr><td>金利</td><td>・変動金利 3.375% ・固定金利期間特約付変動金利 (固定特約期間 3 年) 3.000%
・固定金利期間特約付変動金利 (固定特約期間 5 年) 3.750%</td></tr>
<tr><td>融資期間</td><td>・1 年以上 35 年以内。(1 ヵ月単位) 。お借換えの場合は上記期間以内かつ現在のアパートローンの残存期間以内。</td></tr>
<tr><td>返済方法</td><td>・毎月元利均等分割返済</td></tr>
<tr><td>保証人</td><td>・原則として共有者は連帯保証人。団体信用生命保険に加入しない場合は、原則、法定相続人全員が連帯保証人。</td></tr>
<tr><td>保険等</td><td>・団体信用生命保険に加入。保険料はオリックス信託銀が負担。</td></tr>
<tr><td>手数料
利用
保証料等</td><td>・オリックス・クレジット㈱に一定期間 (不動産担保権の設定・登記完了まで) の保証を委託。保証料なし。
・取扱事務手数料
資金額の 1.05% (消費税込) の取扱事務手数料を借主は負担。ただし、この金額が 10 万円に満たない場合、取扱事務手数料は 105,000 円 (消費税込) となる。
・繰上弁済手数料
固定金利期間中・・・1 回の繰上げ返済につき繰上げ返済額の 2.0%、最低手数料 30,000 円を手数料とする。
変動金利期間中・・・融資実行後経過年数に応じ、繰上げ返済 1 回につき下記の手数料を負担。1 回の繰上げ返済金額は最低 50 万円。
<table>
<tr><th>ご融資実行後経過年数</th><th>返済額に対する手数料</th><th>最低手数料</th></tr>
<tr><td>1 年以内</td><td>2.0%</td><td>30,000 円</td></tr>
<tr><td>1 年超 3 年以内</td><td>1.5%</td><td>30,000 円</td></tr>
<tr><td>3 年超 5 年以内</td><td>1.0%</td><td>15,000 円</td></tr>
</table></td></tr>
</table>

出所) オリックス信託銀行ホームページより

最近の金融機関のリテール戦略－6

～川崎信用金庫：「顧客維持」に努め、生き残りを目指す～

古江　晋也

要旨
・大手金融機関がリテール戦略を強化している中で川崎信用金庫は「顧客維持」に努め、金融激戦区での生き残りを目指している。
・賃貸住宅ローンについては、事業性融資と位置付け、営業ルートから案件を獲得する。

川崎市の地域経済

東京都大田区、目黒区、世田谷区と横浜市の中間に位置する川崎市は JR 東海道本線、南武線、京浜東北線、東急東横線、小田急本線など鉄道網が張り巡らされており、東京、横浜へのアクセスの良い都市である。

また、川崎市中原区には富士通本店・川崎工場、日本電気（NEC）玉川事業場など IT 関連の工場の他、中小企業も多い。現在の川崎市の景況感は、IT 関連企業が牽引役となり、改善の兆しがある。

川崎信金の顧客

川崎市内と横浜市内を主要な営業区域としている川崎信用金庫（以下、川崎信金）は、本店の周りにメガバンクと横浜銀行の支店があり、金融激戦区にある。

最近、メガバンクは、IC クレジットカード機能付キャッシュカードを活用した顧客のセグメント化、プライベートバンキング、コンサルティング営業といわれるように富裕層の取り込みを始めとするリテール戦略を強化している。

地域金融機関は従来からリテールに特化しているため、メガバンクとの競合が激化している。では、川崎信金のリテール戦略とはどのような戦略なのであろうか。

まず、川崎信金と大手金融機関を比較すれば、顧客層が異なるといえる。大手金融機関の顧客は、例えば、大手企業の社員などであり、転勤などによって川崎市を離れる可能性が高い。一方、川崎信金の顧客は町工場、商店、農家であり、転勤などで川崎市を離れる可能性は少ない。

そのため、サラリーマンは全国的に支店網のある大手金融機関を利用することに利便性があるといえ、一方、大手金融機関は、収益の確保という点からも顧客の差別化を行うことに一定の合理性があるといえる。

しかし、顧客基盤の異なる川崎信金は、顧客のセグメント化に対して真っ向から反対する。それは、すでに顧客が限定されているという、信用金庫としてのポジショニングと共に、顧客を差別化することは「おこがましい」と考えているからである。

賃貸住宅ローン戦略

バブル期、都心を中心に賃貸住宅ローンは

活発化したが、その後の不況と地価の下落によって賃貸住宅ローンは不良債権化した。川崎信金のバブル期における融資スタンスは担保依存であったが、掛け目を 60%として融資していた。これは、従来から踏襲してきた基準であり、経営トップも投機的なものには否定的な考えを示していた。そのため、現場サイドはこのことについて切歯扼腕という思いがあったという。だが、時が流れ、従来のスタンスが正しかったことが証明された。

現在、川崎信金の賃貸住宅ローンは伸びている。要因としては IT 関連の工場が活発であること、川崎市の立地条件のよさ、再開発事業などを挙げることができる。

賃貸住宅経営を行う目的としては、老後の年金、相続税対策などを挙げることができるが、転業もある。転業とは小売店、酒屋などから賃貸住宅経営を行うケースである。

川崎信金における賃貸住宅ローンの位置付けは不動産賃貸業における事業性融資である。川崎市の賃貸住宅需要を反映して積極的に貸し出すスタンスであり、案件獲得は、営業担当者が外回りを頻繁に行っているため営業担当者ルートが主流である。

融資可否決定の期間は、書類上問題がなければ 1 泊 2 日である。案件に問題があれば事前に相談し、相談後1泊 2 日で、融資部の決裁判断を仰ぐ。賃貸住宅経営の利回りは、10%を基準としているが、どうしても獲得したい案件については、柔軟に対応している。ちなみに、返済能力があれば担保額を上回っても融資するというスタンスである。

賃貸住宅融資は保証会社を付けていないため、審査能力が重要となる。審査ノウハウの育成は融資部で行う。審査は「直球」に対応できるまでが 3 年、「変化球」に対応できるまでが 7 年であるという。現在、審査は法人部門と個人部門すべてを融資部 5 名が担当している。

大手金融機関と地域金融機関の相違

大手金融機関と地域金融機関の大きな違いは、顧客層の違いである。地域金融機関の顧客層は、全国的に移動を行わない地域住民である。そのために、地域金融機関は地域住民が満足するリテール戦略が必要である。

もちろん、地域金融機関の顧客が、大手金融機関に移るということはある。川崎信金でも例外ではない。しかし、数年もすれば大手金融機関に移った顧客が川崎信金に戻ってくるケースがある。その理由は、大手金融機関は人事異動によって担当者が 2～3 年で替わること、新規獲得には力を入れるが、顧客を繋ぎとめる努力は新規獲得ほど行わないこと等をあげることができる。

さらに、大手金融機関は人事異動で行員がまったく異なる地域に異動するが、地域金融機関は人事異動があっても同じ市町村やその近隣であることが多い。

したがって地域金融機関の職員は、「逃げること」ができないため、堅実な仕事を行わなければならない。このことは川崎信金の外貨預金や投資信託の販売スタンスに現れている。川崎信金は、外貨預金や投資信託も販売しているが、積極的に販売するスタンスではない。これは顧客に損をさせる可能性のある商品は積極的に販売することができないという考え方にある。

また、大手金融機関は顧客の新規開拓に注力する。しかし、その後の顧客維持はでき

ていないといえる。川崎信金における賃貸住宅ローンの実に 45%は、都銀からの肩代わりである。これは、都銀が融資を行った後、「やりっ放し」であり、その後のフォローができていないことを意味する。反対に、農協の肩代わり融資は困難であるといい、アフターケアが行き届いていることを意味する。

加えて、中小企業に関する融資についても都銀と川崎信金ではスタンスが大きく異なる。都銀には融資先企業に貸出限度額があり、貸出が限度額になると「ほったらかし」にする。言い換えれば、大手金融機関は顧客維持に目を向けていないのである。

このように川崎信金のリテール戦略とは「顧客維持」を重視する戦略であるといえ、金融激戦区で大手行のリテール戦略と明確に差別化しているといえる。

おわりに

金融激戦区に位置している川崎信金は、いかに大手金融機関と差別化していくか、が生き残る上で重要である。そこで川崎信金が採用した戦略とは、「顧客維持」であった。

大手金融機関がリテール戦略を強化することは地域金融機関にとって脅威であると考えられた。斬新な金融商品と金融サービス、安い金利、全国にある支店網など利便性は高い。しかし、大手金融機関のリテール戦略目標は新規顧客の獲得にあり、顧客維持にあるわけではない。

さらに、都銀は合併等を機に、支店の統廃合を行うことができる。または、ある地域において収益が上がらなければ、撤退を行うこともできる。しかし、地域金融機関は基盤となっている地域から撤退することができないのである。ここに都銀と地域金融機関の大きな違いがあるといえる。

大手金融機関と地域金融機関のサービスのどちらを選択するかは、顧客の志向に大きく依存し、優劣をつけることはできない。したがって、金融機関は顧客が何を望んでいるのか、というターゲット層のニーズを汲み取る必要がある。

川崎信金のリテール戦略とは、顧客のニーズは何か、ということを念頭に、堅実経営と顧客維持を重視する戦略であるといえる。

表 川崎信用金庫の概況

会員数	101,012 名
預金	1 兆 4,433 億円
貸出金	8,725 億円
個人貸出	1,302 億円
店舗数	55 店舗
役職員数	1,244 名

資料：川崎信用金庫の現況 2004

2004 年 3 月末現在

海外経済金融

再度の改革に突入した中国農村信用社
～中国初の農村株式協同組合銀行の事例～

阮　蔚

要旨

・農村金融は、中国で改革が最も遅れた分野の一つだといわれている。その根幹的役割を担っている農村信用社の約 20 年間の改革は、効果が小さかった。2003 年から協同組合金融にこだわらず、商業銀行や株式協同組合銀行への転身を含めて、自立を第一の目標にした再度の改革が始まった。

・中国初の農村協同組合銀行である「鄞州（イン州）農村合作銀行」は、農村信用連合社からの転身により 2003 年に設立された。最大の特徴は、協同組合の原則と資本の理念という相反する制度の折衷である。難題の不良債権の処理に当たっては、中央政府、地方政府、連合社の三者負担の形で処理した。

再度の農村金融体制の改革

中国の経済体制の中で改革が最も遅れた業界の一つは金融だといわれているが、その中でさらに遅れているのは農村金融体制の改革である。政策銀行の農業発展銀行、国有商業銀行の農業銀行（農銀）と協同組合の農村信用合作社（農村信用社）は、中国のフォーマルな農村金融体制をなしているが、前二者が農家への直接貸出をほとんど行っていないため、農家の資金需要に対応しているのは農村信用社だけである。

農村信用社は、80 年代半ばから農銀の管轄下で独立採算経営を目指し、96 年から人民銀行の管轄下で協同組合的金融への復帰、といった改革を重ねてきたが、一向に効果が上がらなかった。2000 年頃、農村信用社の不良債権比率は約 50%に達しており、農村信用社合算では完全に債務超過（累積損失が出資金を超えている状態）となっている。また、農家の資金需要に対応できる体力がないため、農家借入の大半はアングラ民間金融に頼っている。

そこで、2003 年から農村信用社は再度の改革に突入した。今回の最大の特徴は、協同組合金融への復帰というより、商業銀行や株式協同組合銀行への転身を含めて、自立を第一の目標にしたことである。

その中で、中国初の農村協同組合銀行である「鄞州（イン州）農村合作銀行」は、「鄞県農村信用連合社」からの転身として 2003 年３月に設立された。同銀行は、上海に近い、浙江省の近代的な港町である寧波市鄞州区にある。「鄞州区」は、2002 年 2 月 1 日まで農村を意味する「鄞県」であったが、その後、国務院の許可で、都市を意味する寧波市の区の一つに昇格された。

改革先行者の鄞県連合社

鄞県農村信用連合社（以下は鄞県連合社）は、農村信用社の改革の先端をずっと走ってきた。代表的な動きが 3 つあった。1 つ目は、1987 年に人民銀行

の許可を得て農銀の管轄から独立した最初の 6 連合社の一つとなった。農村信用社が全面的に農銀から分離したのは約 10 年後の 1996 年であった。

2 つ目は、1998 年に鄞県内の農村信用社を統合して一つの法人になった。全国レベルの県連合社と傘下信用社の法人格統一改革は、2003 年になってからのことである。3 つ目は、後述の農村協同組合銀行への転換である。

鄞県連合社は、改革の先行者として、①自分たちが経営を模索してきたため人材が育成できたこと、②上部組織からの介入が相対的に減少したため、管理コストが低下したこと、③経営規模が拡大したこと、④早い段階で独立したため、農銀からの不良債権の転嫁が少なかったこと、等のメリットを享受している。

協同組合制度と株式制度の折衷

中国の「農村合作銀行」は、正しくいうと「農村股份合作銀行」、日本語は「農村株式協同組合銀行」になる。協同組合（「合作」）は、零細、弱者の互助・連合の組織で、1 人 1 票が原則となる。株式制度は、1 株 1 票であり、大株主ほど権限が強い。

一見、相反するこの二つの制度を折衷して統合したのは、中国の株式協同組合制度である。1 人 1 票という原則の下で、地域の零細の組合員を優先しながら、資本の理念も部分的に導入して、経営コストとリスクを抑え、競争環境の中で、まずは自立、次は持続的発展を図っていく狙いである。この方式は地域密着の金融機関等に適合すると言われる。日本の信用組合と信用金庫に類似しているところが多い。

農村合作銀行の統治機構は、商業銀行の株主総会ではなく、株主代表大会である。株主代表は株主によって選挙される。株主代表は、株主を代表して経営陣に対して意見を述べる。この場合の株主も実は商業銀行の株主と違い、株主と組合員を折衷したものであり、株の構成も同様に「株式協同組合」の特徴を反映している。

農村合作銀行の株の設定は、まず、出資金の帰属によって、自然人株と法人株を分ける（表 1）。次に、自然人株と法人株はまたそれぞれ資格株と投資株の 2 種類を設ける。資格株は、株主（組合員）の資格を取得するためのベース株であり、協同組合の精神を継承する。投資株は、資格株の上に出資して形成される株で、資本の理念を継承する。資格株主は脱退できる。投資株主は投資株を譲渡できるが、脱退できない。

表1　　農村合作銀行の株式について

帰属	種類	権利
自然人株	資格株	株主（組合員）の資格を取得するためのベース株。1人1表。配当を享受できるし、脱退もできる。
	投資株	資格株の上に投資した株。株主代表を選ぶ「投票権」について、自然人の場合は2000株毎に1票増加、法人株の場合は2万株毎に1票増加という比率で、計上される。譲渡できるが、脱退できない。
法人株	資格株	同上
	投資株	同上

資料「農村信用社改革知識問答」中国銀行業監督管理委員会合作金融機構監管部編、中国金融出版社、2004年8月、p26

資格株と投資株は「投票権」に換算

して、株主を選ぶ。投票権について、①資格株は1人1票、②投資株は、自然人の場合、2000株毎に1票増加、法人株の場合、2万株毎に1票増加という方法で、計上される。

持ち株の比率について、1人の自然人(含従業員)株主の持ち株比率が資本金の0.5%以内、従業員全体の持ち株比率が資本金の25%以内、従業員以外の自然人株主全体の持ち株比率が資本金の30%以上、単一の法人の持ち株比率が資本金の10%以内、と定める。

鄞州農村合作銀行設立のきっかけ

2001年8月9日、当時の人民銀行総裁戴相龍が鄞県連合社を視察したが、鄞県連合社側は農村信用社に対して銀行に比べ差別的に扱われている規制を緩和し、「銀行」に転換したいという希望を出した。行き詰まっている農村信用社の改革を打開しようと考えている戴相龍総裁がそれに賛成の意を表明し、商業銀行と合作(協同組合)銀行の違いを説明した。鄞県連合社側は、地域密着の合作銀行のほうが特色があって有利だと判断した。そこで、鄞県連合社を中国初の合作銀行に転換させるという改革案が決断された。

鄞県連合社側は、合作銀行の設立に必要な条件を揃えるために素早く動き出した。2001年7月時点、鄞県連合社は3.2億元の資本金(うち組合員の出資金は814万元)に対し、10.81億元の不良債権を抱え、完全に債務超過の状態にあった。この不良資産を解消して、純資産をゼロの水準に持っていかなければ、新たな船出はまずありえない。このため、不良債権の処理が最大の問題となった。

当時の10.81億元の不良債権のうち、延滞債権が3.2億元、回収疑問債権が5.07億元、回収不能債権は2.54億元あった。しかし、実質的回収不能の貸倒金は4.49億元もあった。トータルの不良債権比率(貸出残高47.88億元に占める不良債権の比率)は22.6%であったが、それでも全国農村信用社の約50%の不良債権比率より大幅に低い。

農村信用社の多額の不良債権は、信用社自身の経営問題によるものもあるが、政策的要因に帰するものも多いと言われる。政策的要因としては、鄞県連合社の場合、80年代農業関連貸出金利が預金金利よりも低かったこと、80年代半ばから地方政府の介入による郷鎮企業への貸出及びその後の郷鎮企業の民営化改革、90年代後半のインフレスライド式預金等が、あげられる。鄞州合作銀行の行長の話によると、その不良債権の形成要因は、自己経営によるものが3割、中央政府によるものが2割、地方政府によるものが5割となる。

この関係で、不良債権の処理も、中央政府、地方政府、鄞県連合社の3者が分担する形となった。

実質的貸倒金の4.49億元についての具体的な処理方法は、以下のとおりになる。①鄞県連合社の資本金3.2億元から今回の改革を実施するための費用を引いた後、2.5億元を処理金に充てる、②鄞県連合社が人民銀行の融資セ

ンターに貸し出した 3789 万元の元本と金利について、人民銀行は返済する、③地方政府は当面、1 億元相当の実物資産を不良債権の担保として提供するが、その後、税制面での優遇措置を適用する、④鄞県連合社の固定資産に対する再評価により 6000 万元が増えたが、それを処理金に充てる。

ちなみに、残りの回収疑問債権と延滞債権については、今後 5 年かけて、①改革に伴って経営改善による収益増が見込まれ、それにあわせて貸倒準備金の比率を引上げること、②人民銀行が資金面での支援を行うこと(2003 年に人民銀行の手形 3.3 億元を引き受けた)、③地方政府が 8 年間免税すること(1.6 億元)を通して消化する予定である。

上記の措置を通して、2002 年 10 月 31 日時点になると、鄞州連合社は依然として多額の不良債権を抱えながら、実質の純資産がゼロというスタートラインに到達し(表 2)、不良債権比率は 18.3%に低下した。ちなみに、2004 年 9 月末の不良債権比率は 6.85%に低下している(表 3)。

資本金の募集については、コア自己資本比率 4%以上という条件を満たすため、2002 年 9 月末時点のリスク債権に比例して、2.2 億元の資本金を募集することに決めた。1 株 1 元である。

表2　イン州農村合作銀行の評価資産
(2002年10月31日時点)　　(単位:万元)

	帳簿上額	評価額	増減額
総資産	1,862,540	1,345,221	-517,319
総負債	1,826,414	1,344,376	-482,038
純資産	36,126	845	-35,281
うち出資金	768	768	-
剰余金	366	77	-
実際の純資産	34,492	0	-34,492

資料「寧波イン州農村合作銀行組建材料匯編」、p35
注　設立するために行った会計士事務所による資産評価の結果。

表3　イン州農村合作銀行の不良債権状況
(単位:万元、%)

	2004年第3四半期末	同時期貸出残高に占める割合(%)	年初比増減(額)	年初比増減(%)
延滞債権	2,862	0.28	842	0.14
回収疑問債権	66,560	6.57	-22,436	-3.44
回収不能債権	0	0	-14,774	-1.65
合計	69,422	6.85	-36,368	-4.95

資料　イン州農村合作銀行2004年第3四半期業務経営報告より

結果として、2.2 億元の資本金が払い込まれ、うち資格株は 61.3%の 1 億 3533 万元、投資株は 38.7%の 8533 万元であり、自然人株主は 11996 人、法人株主は 738 社である。自己資本比率は 8.2%、コア自己資本比率は 4.1%である。

出資の構成については、法人株は資本金の 41.6%の 9171 万元であり、自然人株は資本金の 58.4%の 1 億 2887 万元、うち従業員株は同 24.3%の 5369 万元である。株主代表は全部で 130 名が選ばれ、うち従業員株主代表は 25%の 33 名、その他自然人は 37%の 48 名、法人株主代表は 38%の 49 名である。

鄞州農村合作銀行の創立大会及び第一次株主大会は 2003 年 3 月 3 日に開かれ、投票によって 11 名からなる取締役会、7 人の監事会及び経営陣が選ばれた。11 名の取締役の構成は、従業員株主からの選出は 27.2%の 3 名、その他自然人からは 36.4%の 4 名、法人からは 36.4%の 4 名である。2004 年 9 月末

時点、従業員は 1134 人、営業拠点は 138 である。また、鄞州農村合作銀行は対外的には「鄞州銀行」という名称を使っている。

日本の信金に近い融資構造

鄞州銀行の業務範囲は特に制限が加えられていないが、組合員や農産加工企業を優先し、区内の企業に特化するという原則で行われている。支店の設置は鄞州区内との制限がある。

鄞州区の第一次、第二次と第三次産業の比率は、2003 年にそれぞれ 6.7%、69.0%と 24.3%と農業のウエートは小さい。また、鄞州区は中国アパレル産業の集積地であり、中国最大のブランド洋服の生産地である。その関係で、鄞州銀行の貸出はアパレル等第二次と第三次産業（農村工業商業）に集中しており、2004 年第 3 四半期では 64.1%も占める（表 4）。農家への貸出は 10.5%あるが、これは主として農家の住宅と車等生活消費向けである。日本の信用金庫に近い融資構造となっている。

2004 年第 3 四半期では、鄞州銀行の預金は 139 億元、鄞州区預金の 32.1%、貸出残高は 101 億元で、鄞州区貸出の 31.8%を占め、区内最大の金融機関となる。

現在の問題は、2004 年 5 月に設立された浙江省連合社との関係である。省連合社は下部の県連合社や農村信用社、鄞州合作銀行からの出資で作られているが、省連合社の経営者は出資者が選ぶのではなく、省政府の任命になっている。このため、省連合社は設立当初から官僚化の色合が強く、鄞州銀行の経営に介入する傾向が出ており、鄞州銀行の独立的経営が脅かされかねないリスクが出ている。

表4　イン州農業合作銀行の貸出構造
（2004年第3四半期）

（単位：万元）

	貸出残高	割合（%）	金利収入	第3四半期収益率（%）
貸出残高	1,013,653	100.0	−	1.34
農家	106,363	10.5	4,274	0.94
農村経済組織	54,731	5.4	1,543	1.40
農村工業商業	649,272	64.1	27,249	1.38

資料　イン州農村合作銀行より