

雇用市場の変化と若者の労働

取締役調査第一部長 鈴木利徳

ここ 20 年間で日本の雇用市場は大きく変わった。

まず日本の伝統的な雇用制度が崩れ始めた。新卒採用一本から中途採用の増加へ、終身雇用から短期契約雇用の増加へ、年功賃金から能力賃金・業績賃金へ、さらには、社内での一貫教育から自己啓発重視へ、また、企業への忠誠心はリストラを断行するうえではかえって障害になるとばかりに社歌を廃止した企業も現れた。

米国では転職（雇用の流動化）は労働者にとってキャリアをステップアップする手段としての側面が強いが、日本では雇用の流動化がリストラの便法として広まった面がある。

雇用される側からみれば雇用は不安定化し、業績評価の格差は拡大した。そして、雇用市場の変化の影響を厳しく受けたのは若年層であった。

社員のなかでも正社員と非正規社員、中核労働者と周縁労働者という階層化が進行している。正社員になってもかつての年功序列的なサラリーマンとしてのステップアップ人生を期待できない。そして、その会社で働き続けることに夢を持てない若者の転職が増えた。3 年以内に会社を辞める者の割合は中卒 7 割、高卒 5 割、大卒 3 割であり、俗に「七五三離職」といわれている。

経済的に不安定な若者層は経済的に自立できないまま、パラサイト・シングル（寄生独身）からパラサイト・カップル、（寄生夫婦）へ、そして、離婚した場合には、パラサイト・ディボース（離婚後に再び寄生）となって、親の庇護を受け続ける。

15～24 歳の若者で“職探しをしている失業者”は 72 万人（03 年）就職も進学もしていない者（進学準備、家事手伝い、ボランティア活動、病気療養など）が 89 万人、合わせて 161 万人が無業者である。しかし、より深刻なのは、89 万人のうち“働くことも学ぶことも放棄しているニート”が 40 万人いることである。25 歳以上も加えれば、この数はもっと増える。

03 年に厚生労働省の委託を受けた UFJ 総合研究所の調査によれば、18 歳以上 35 歳未満の独身無業者のうち 4 人に 3 人が親と同居している。そして、「なぜ求職活動を止めてしまったか、ないしは、行わないか」という質問に対しては、「人づきあいなど会社生活をうまくやっていける自信がないから」という回答がもっとも多い。

働くことに自信を持てない若者が増えている。そのことに危機感を持ち、中学 2 年生に実際に地域の商店や事業所で 5 日間働く経験をしてもらう試みが兵庫県と富山県で行われている。前者は「社会に学ぶトライやる・ウィーク」と呼ばれ、後者は「地域に学ぶ 14 歳の挑戦」事業であり、いずれも、県下すべての中学 2 年生を対象とする全県的な取り組みである（『ニート』幻冬舎、玄田・曲沼）。この就労経験は期間が 1 日、2 日ではなく、5 日間であるところに意味がある。最初の 2 日間ぐらいは「疲れる」と言って家に帰るとバタンと寝るだけの中学生が 3 日目を過ぎるころには顔色が変わってきて、学校では学べない仕事の経験、人とのやりとりなどに表情が輝いてくるという。14 歳の子供たちは働くことで、何か自信をつかめたに違いない。このような事業が全国に広がることを願わずにはおれない。

情勢判断

国内経済金融

景気回復期待を背景に株・金利とも水準の切り上げを予想

南 武志

要旨

世界的な半導体市場の調整を背景に、輸出が伸び悩んでいるが、一方で民間消費・設備投資といった内需に堅調さが備わりつつある。一方、川上価格が上昇しても、依然として川下価格は下落基調が続いており、デフレ環境は当分の間継続することが見込まれる。

マーケットでは景気に対する見方がやや上方修正されつつあり、株・長期金利とも先行きはレンジを切り上げるものと見られる。一方、為替レート(対ドル)はドル高要因・ドル安要因が拮抗しており、当面は方向感ない展開を予想。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年度 / 月		2005年			2006年	
項 目		6月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)		0.001	0.001 ~ 0.01	0.001 ~ 0.01	0.001 ~ 0.01	0.001 ~ 0.01
TIBORユーロ円(3M) (%)		0.080	0.07 ~ 0.12	0.07 ~ 0.12	0.07 ~ 0.12	0.07 ~ 0.12
短期プライムレート (%)		1.375	1.375	1.375	1.375	1.375
新発10年国債利回り (%)		1.200	1.20 ~ 1.70	1.30 ~ 1.90	1.40 ~ 1.90	1.30 ~ 1.80
為替レート	対ドル (円/ドル)	109.04	104 ~ 110	104 ~ 110	104 ~ 110	104 ~ 110
	対ユーロ (円/ユーロ)	131.86	128 ~ 140	130 ~ 140	130 ~ 140	130 ~ 140
日経平均株価 (円)		11,537	11,500 ± 500	12,000 ± 500	12,000 ± 500	11,750 ± 500

(資料) NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより農中総研作成

(注) 実績は05年6月24日時点。

国内景気: 現状・展望

2～3月分にかけての経済指標は調整色の強いものが多く、景気の先行き不透明感がやや強まっていた。しかし、この1ヶ月以内に発表された4～5月分については、そうした一時的・短期的な停滞からの立ち直りを示すものが増えており、景気悪化懸念は徐々にではあるが、払拭される方向にある。

最近では、景気の牽引役として期待される輸出が高水準ながらも頭打ち感も強まっている中で、最近では好調な企業業績などに裏打ちされた企業設備投資や実質賃金の上昇傾向から来る個人消費などの底堅さといった、内需の堅調さが目立ち始めている。

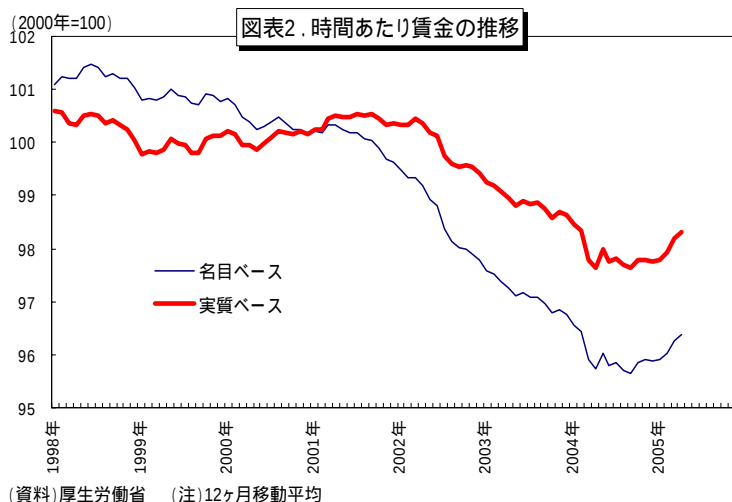
6月6日に発表された05年1～3月期の法人企業統計季報(法季)でも、04年10

～12月期には経常利益を筆頭に多くの財務指標に悪化が見られたが、1～3月期には再び改善に向かっており、企業を取り巻く環境は依然として良好であることを示した。

また、1～3月期の資金循環統計では非金融法人部門の貯蓄超過幅(対名目GDP比率)が徐々に縮小に向かっていることも観察されており、これまで「後向きの」調整に追われていた非金融法人部門が「前向き」に行動し始めた可能性を示唆している。

なお、法季を受けて改訂された1～3月期GDP(2次QE)では、前期比成長率は+1.2%(年率換算で+4.9%)と僅かに下方修正されたものの、数字自体そのものは高いことに変わりがなく、景気再々浮上に向けた地固めは進行中である。

前述の通り、足許の輸出（実質ベース）には力強さが欠けているが、落ち込んでいるわけではなく、世界的な半導体市場の調整に由来する電子部品・デバイスなどの落ち込みをそれ以外の生産財や資本財の堅調さで相殺している状況である。当面の景気の見方としては、ハイテク財の生産調整圧力



が年央に解消すれば、年度後半以降は内需の底堅さに加え、海外経済の持続的成長から派生する外需が加わる形で景気回復力が強まると予想する。

一方、物価に関しては、4月中旬から5月中旬にかけて国際商品市況、特に原油市況が反落したこともあり、国内企業物価（国内需要財）の素原材料価格は若干上昇したものの、中間財・最終財はいずれも下落した。投入価格の上昇に直面する最終財メーカーでは依然として価格転嫁が実現できていない。ただし、最近になって原油価格が再騰していることもあり、国内企業物価上昇率は引き続き高めに推移する可能性が高い。一方、消費者物価ベースでは石油製品価格が暫くは高止まりすると見られるが、電気料金・電話基本料金などの引下げの影響や技術進歩に伴う耐久消費財価格の下落基調などもあり、05年度中はマイルドなデフレ状態が続くと予想する。

金融政策の動向

5月19～20日に開催された金融政策決定会合では、日銀当座預金残高目標の一時的な下振れを容認する決定がなされたが、実

際に6月2～3日と法人税揚げに伴う資金不足状態（注）に際して、日本銀行は無理な資金供給を行わなかったため、2日続けて目標の下限割れとなった。日銀ではこれは金融政策の転換を意味するものではないと繰り返し説明しているが、目標割れを回避しようとするれば可能だったはず、との見方が有力であり、本音ベースでは量的緩和政策によって失われた短期金融市場の機能回復を図りながら、残高目標引下げのタイミングを見極めつつある可能性も否定できない。

ただし、量的緩和政策継続に関してコミットメントしている消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合）は依然として前年比マイナス状態が続いていることや、銀行経営・不良債権問題が一応收拾されたことで優先順位が繰り上がった財政再建問題を考える上で無視できない長期金利が上昇するリスクなどを考慮した場合、どのタイミングで、どういう手順で出口政策を導入していくべきか、については十分慎重に行動していく必要があるのは言うまでもないだろう。

また、4月の展望レポートでは政策委員による05年度の消費者物価（生鮮食品を除

く総合)の上昇率見
通しは▲0.1%だっ
たが、足許の物価下
落率(4月:同▲
0.2%)や電話料金
などの要因を考慮
すると、日銀では
06 年年明け直後
には統計の上でデフ
レ脱却が実現する
と予想していると
見られる。また、最

近の金融政策決定会合では福間・水野の両
審議議員が残高目標引下げを主張している
が、景気回復が今後も続くのであればこう
した議論は続くと思われる。ただし、当面
は量的緩和政策の枠組み(超過準備が発生
するような資金供給を行うという意味)は
維持される、との見方に変更はない。

(注)マネーマーケットを見る上で、資金不足(余
剰)とは、準備預金が増減(増加)する状況を指
すが、その要因として 銀行券増発(還流) 財
政資金の揚げ超(払い超) 日銀信用の吸収(供
与) が挙げられる。日常用いられる意味合いとは
異なることに注意が必要。

市場動向:現状・見通し・注目点

6 月中旬にかけて、先行き景気停滞を織
り込んだ債券市場は堅調に推移したが、一
方で米国株式市場の上昇に牽引される格好
で国内株式市場も持ち直すなど、金利・株
価で相反する動きが見られた。一方、為替
レートは金利先高感から対ドルでは円安気
味に推移したが、仏蘭で EU 憲法批准が国民
投票で拒否された影響もあって対ユーロで
は逆に円高が進行した。以下、各市場の現



状・見通し・注目点について述べてみたい。

債券市場

冒頭でも触れたが、5 月下旬以降はそれ
なりに強めの経済指標が発表されていたが、
債券相場は景気の先行きに対して慎重姿勢
を崩さず、6 月上旬には 10 年国債利回りが
一時 1.2%を割り込むなど、地合いの強い状
態が続いた。しかし、16 日に発表された 4
月の機械受注が前月比マイナスながらも増
勢が維持されていることが明らかになると
ともに、相場は大きく調整し、10 年 1.3%
台まで上昇する場面もあった。しかし、こ
の水準ではこれまで思うように買えなかつ
た投資家の押し目買いや償還資金のロール
オーバーもあり、下旬にかけては再び 10 年
1.2%台前半へ戻るなど、需給は良好である
ようだ。

今後の展開としては、先行きの景気回復
期待からの金利上昇はある程度は見込んで
いるが、デフレ環境からの脱却は実現でき
ていない中で短期金利のゼロ状態が継続す
ることが見込まれるため、長期金利が上昇
してもその幅は限定的だろう。05 年度後半
に向けては 10 年 1%台後半を中心とするや

やボラティルな展開を予想している。

株式市場

5月中旬にかけて日経平均株価は11,000円を割り込む水準で推移していたが、米国株式市場の戻りに促されるかたちで、国内株式市場も持ち直しの動きが強まっている。

1～3月期の法季などに見られるように、国内企業を取り巻く環境は引き続き良好であり、05年度も04年度ほどではないものの増益が見込まれていること、米ナスダック指数が半導体市場の調整終了を先取りした格好で上昇に転じているなど、好材料は多い。また、国内での実質賃金上昇に見られるように、内需の持続的回復への期待感も強く、銀行セクターなど内需株の堅調さが目立っている。実際に世界半導体市場での調整が終了し、再び輸出が強さを増してくると、内需への本格的な波及も予想され、株価全体を押し上げる可能性は高い。先行きの株価は再び堅調さを取り戻すと見るが、デフレ状況が残存する環境下では株価の上昇余地には限度はある。

為替市場

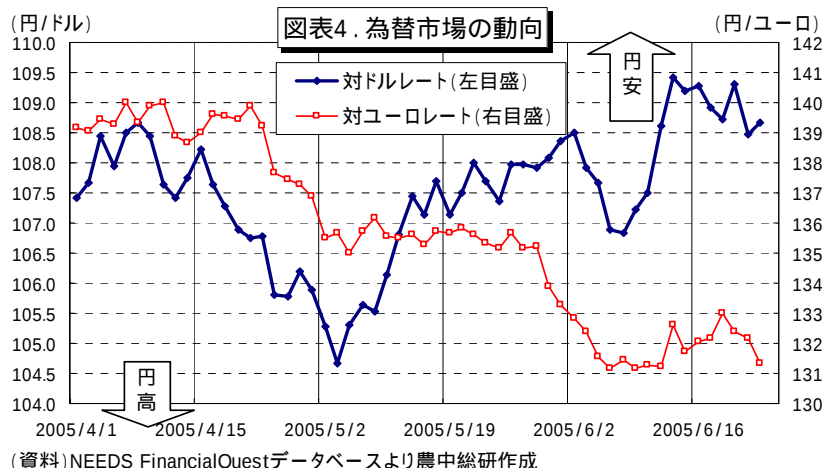
金利先高感や米国内でのクレジットリス

クの高まりに伴うリパトリエーションの影響もあって、5月上旬以降はドル高傾向が強まった。ただし、米国の『双子の赤字』問題が一向に解決する目処が立たないなど、潜在的なドル安要因として居残っている。これは、何かの拍子に影響を発揮し始める可能性があるだけに注意が必要である。

また、折にふれて主に米国による人民元切り上げ要求がマーケットの注目を集めるが、仮に人民元を切り上げて、米国の経常収支にはほとんど影響がないとの意見が主流であり、ドル安リスクは残る可能性は強い。また、中国政府が外圧に押し切られる格好で元切り上げを実施すれば、中国国内の政治リスクが高まることが予想される。現行の景気過熱抑制策の一環として、人民元切り上げを採用するという姿が現実的な選択であると考えられる。

さて、先行きの為替レートに関しては、現状水準が日米両国の（貿易可能財で測った）物価差から算出される購買力平価に見合った水準であることを考慮すれば、当面の為替レート（対ドルレート）は105～110円/ドルを中心レンジとする展開が続くと予想する。また、5月下旬にかけて対円・対ドルでユーロ全面安となったが、足

許ではそれが一巡している。政治統合の困難さが再確認されたが、ファンダメンタルズの悪化には直接つながるわけではないため、円の対ユーロレートも130円/ユーロ台での展開が続くと予想。
(2005.6.24現在)



東京圏の人口移動

田口 さつき

東京圏の人口移動の変化

東京都心部において居住人口が増加するなど、都心回帰と呼ばれる現象が起きている。国土交通省が都心部マンションの購入者に対し 2001 年に実施した「都心居住に関するアンケート調査」によれば、住み替え前の居住地は「埼玉県、千葉県、神奈川県」の 3 県」という答えが全体の 17.9% を占めており、都心回帰は東京都内だけではなく、周辺地域にも少なからぬ影響を与えていると見られる。本論では、都心回帰現象を「東京都区部（以下、「都区部」）」と「都下・埼玉県・千葉県・神奈川県（以下、「都下及び 3 県」）」間の人口移動の観点から考察する。

従来、都区部は、「都下及び 3 県」に対し、転出者数が転入者数を大幅に上回っていた。これは、都区部からニュータウンと呼ばれる分譲住宅などへの転出が背景にあったと見られる。しかし 2000 年から、「都区部」は「都下及び 3 県」に対し、小幅ではあるが転入超となっている（図 1）。

「都下及び 3 県」と「都区部」における変化を転入者、転出者で分けてみると、「都下及び 3 県」「都区部」の移動者数（「都区部」から見れば転入者）は 20 万人前後であまり変化がないのに対し、「都区部」「都下及び 3 県」（「都区部」から見れば転出者）の移動者数が減少している（図 2）。つまり、「都区部」と「都下及び 3 県」の間における人の移動の変化は、「都区部」からの転出者数の変化によって生じていると見てよい

図1 都区部の純転入者(転入者-転出者)数の推移

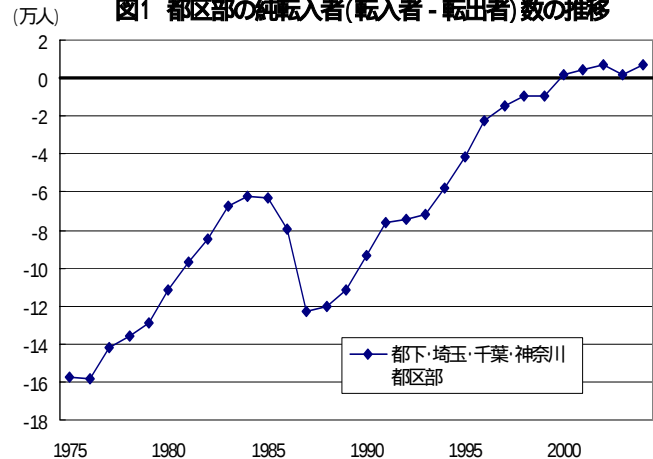


図2 都区部における転出者・転入者の推移

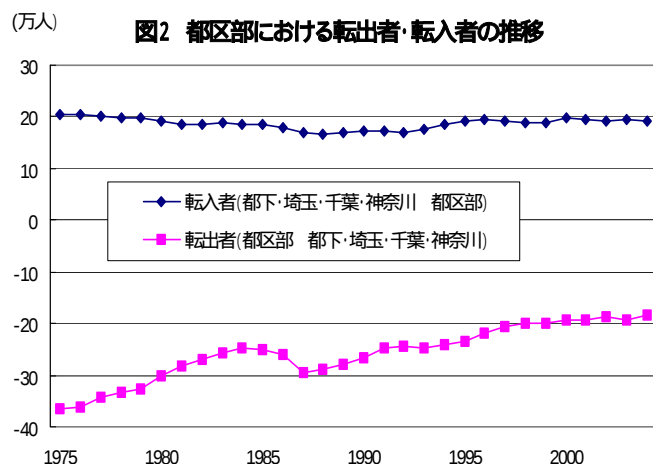


図1.2 総務省「住民基本台帳人口移動報告」より農林中金総合研究所作成

だろう。

都区部における純転入者について、さらに把握するために都区部における年齢層ごとの人口の変化を見てみよう。表 1 の数値は、各年齢層（5 歳刻み）の 5 年前人口比である。人口減少の中には移動だけでなく、死亡率が含まれており、年齢層ごとの転入・転出の状況を必ずしも正確に追いかけていないが、この数値（以下、「人口変化率」とよぶ）が 1 を越えた場合は転入超、1 を下回ったら転出超と考える。

この図から分かる都区部の特徴は、5 年前比で 15～24 歳層の人口が大きく増加し、25～39 歳層の人口が減少することである。15～24 歳層の人口の増加は高校・大学などの進学が、25～39 歳層の人口の減少は就職・結婚による移動や家族世帯の住み替えが影響していると思われる。

しかし、1990 年後半から 25～39 歳層で人口変化率が 1 に近づいてきた。これにより 25～39 歳層の転出が止まったとは言え

ないが、少なくとも転出者数と転入者数の差が縮まってきたことはわかる。前出のアンケートにおいて、都心部のマンション購入者の 4 分の 3 が都心部からの住み替えであることや都区部の持家率の上昇（1993 年：38.3% 2003 年：43.3%）などから、住み替えにより都区部を離れなくなった可能性も影響していると思われる。一方、埼玉県、千葉県、神奈川県 の 3 県においては、1990 年代後半から 25～39 歳層が転入超か

表1 各年齢層の5年前人口比 都区部

	1975	1980	1985	1990	1995	2000
5～9歳	0.835	0.867	0.910	0.880	0.907	0.978
10～14歳	0.913	0.935	0.959	0.943	0.948	0.982
15～19歳	1.295	1.183	1.158	1.123	1.124	1.145
20～24歳	1.359	1.362	1.382	1.284	1.247	1.405
25～29歳	0.739	0.725	0.799	0.815	0.885	0.999
30～34歳	0.760	0.796	0.864	0.838	0.875	0.970
35～39歳	0.840	0.867	0.913	0.877	0.897	0.977
40～44歳	0.901	0.919	0.954	0.932	0.937	0.983
45～49歳	0.925	0.938	0.972	0.959	0.968	0.980
50～54歳	0.910	0.929	0.961	0.954	0.965	0.973
55～59歳	0.896	0.917	0.940	0.935	0.956	0.959
60～64歳	0.900	0.904	0.924	0.913	0.936	0.940

総務省「国勢調査」より農中総研作成

(注)例えば2000年における5～9歳層の人口を1995年における0～4歳層の人口で割ったもの

(千円/㎡)

図3 地価の動向

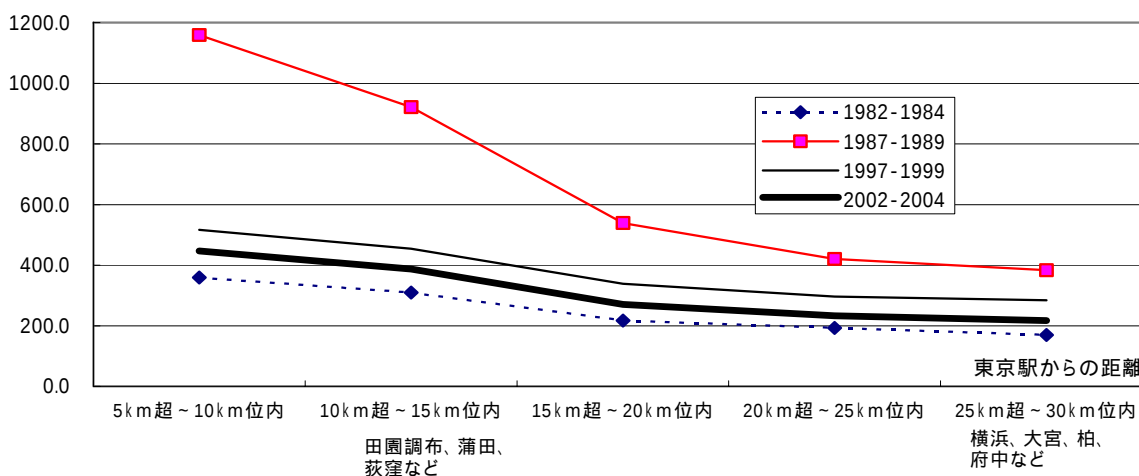


表2 都下及び3県との価格比(25km超～30km以内の地価を1とした場合の地価)

	5km超～10km位内	10km超～15km位内	15km超～20km位内	20km超～25km位内	25km超～30km位内
1982-1984	2.1	1.8	1.3	1.1	1.0
1987-1989	3.0	2.4	1.4	1.1	1.0
1992-1994	2.2	1.8	1.2	1.0	1.0
1997-1999	1.8	1.6	1.2	1.0	1.0
2002-2004	2.1	1.8	1.2	1.1	1.0

図3、表2とも国土交通省「地価公示」より農中総研作成

ら小幅転出超となっている。

変化の背景

都区部で 25～39 歳層の人口変化率が 1 に近くなってきた理由の一つは、地価の下落であろう。図 3 は東京駅からの距離と地価の関係を期間ごとに見たものである。これによると、2002～2004 年の地価はバブルによって地価が高騰する直前の 1982～1984 年の水準近くまで下がっていることがわかる。また、「都区部」と「都下及び 3 県」の地価の関係であるが、概して東京駅から 15 km 以内にある「都区部」に対して「都下及び 3 県」の中心地に当たる 25 km 超 30 km 以内の差は 1997～1999 年が最も縮まっており、値ごろ感が出ていたことがわかる（表 2）。2002～2004 年は「都区部」で地価の下落が収まりつつあった一方、「都下及び 3 県」は下落を続けていたため、価格比は 1982～1984 年水準となっている。

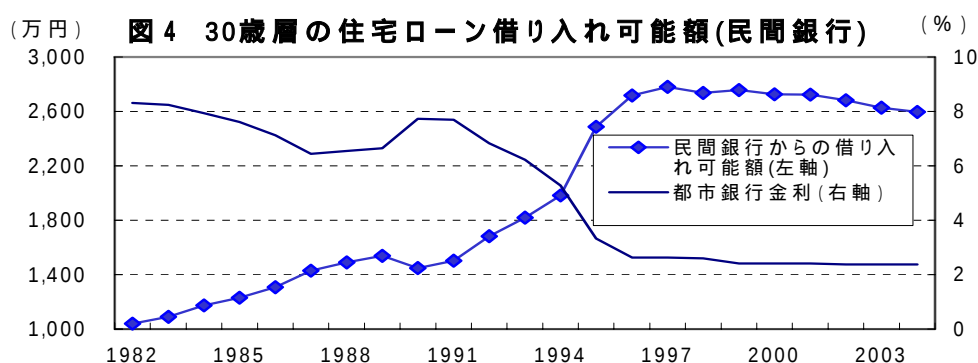
また、低金利も都区部での住宅取得を後押ししたと見られる。1990 年代前半に住宅ローンの金利が低下する一方、賃金は上昇

賃金が下落したため、借入れ可能が減少したが、1980 年代と比べれば依然として高水準である。

特に中堅層に当たる 30 歳層は、高齢層に比べれば 1990 年代後半からのリストラによる雇用不安や賃金の引き下げ幅は小さかった。また、30 歳層の多くは、住宅を初めて買う、いわゆる一次取得者であるため、資産デフレの影響を受けず、過去の住宅債務もないという点でも、住宅取得能力が高かったと見られる。

また、企業の土地の所有や利用に関するコスト意識が高まる中で、駐車場、空き地、資材置き場などの低未利用地やオフィスなどからの利用転換が進み、都区部で住宅用地の供給が進んだことも都心回帰を促した。

現在、都区部でのマンション建設がピークアウトした状態ではあるが、利便性の良い住宅への需要、借入れ能力などは依然高いといえる。金利の上昇や都区部での地価上昇が現状程度である限り、都区部から都下及び 3 県への転出者数の減少は（少子化も手伝って）続くのではないだろうか。



日本銀行 総務省 「金融経済統計月報」「貯蓄動向調査」「家計調査」より農中総研作成

(注) 民間ローン 借入可能額 = $\frac{\text{勤労者年間収入} \times \text{返済負担率}(0.25)}{\text{民間住宅ローン年賦率}}$

(注) 1994年まで固定金利、1995年から変動金利
していたことで住宅ローンの借入れ可能額が増加した(図 4)。1990 年後半からは、

高騰が続く米国の住宅価格

永井 敏彦

要旨

- ・ 原油価格高騰の影響等により、個人消費を中心に景気はやや足踏みの状態である。
- ・ 住宅価格の高騰が続いている。最近の特徴は太平洋沿岸部を中心とした一部地域の上昇率が際立って高いことである。グリーンズパン議長は、住宅価格は全米的なバブルではなく、局地的なフロス(小さい泡)であるとみている。
- ・ 仮に住宅価格が下落しても経済金融への影響は限定的という見方もある。但しそれが住宅投資減少に結びつくのであれば、景気の下振れ要因として念頭に置く必要がある。

原油価格高止まりの影響で景気拡大力はスローダウン

6月23日に原油価格(WTI)は59.42ドル/バレルと、83年3月のNYMEX取引開始以来の過去最高値を更新した。原油価格の高止まりは、特に個人消費の足取りを重くしている。

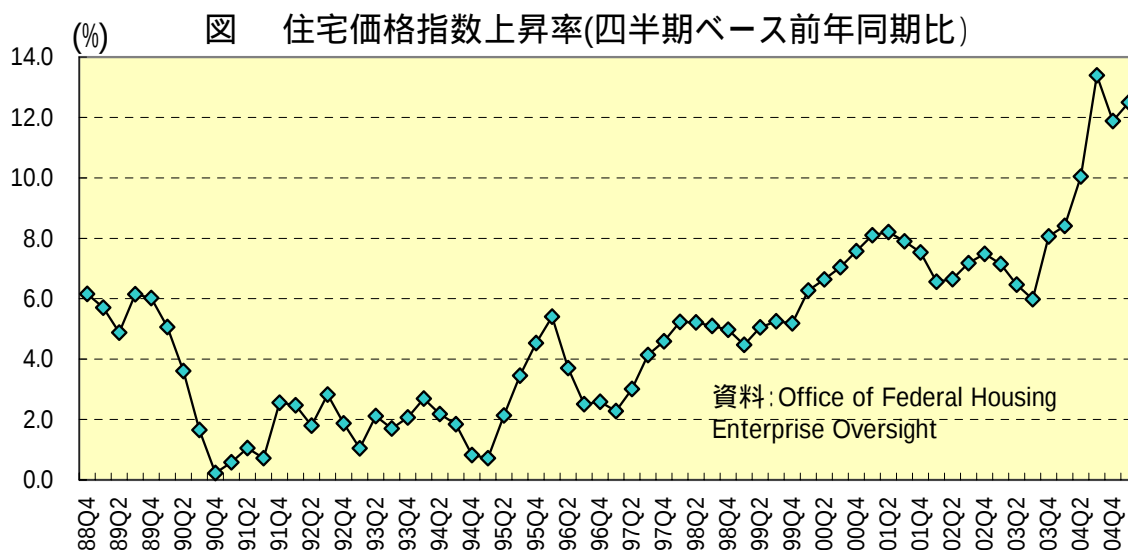
6月15日に公表されたBeige Book(地区連銀経済報告)によれば、経済全般の情勢は「引き続き拡大しているが、一部地域の景況感は部門によってまだら模様」とされており、前回4月20日の報告のトーンとほぼ同じであった。しかし個人消費については「地域によってまちまちで、幾つかの地域では期待はずれの状態であった。気候が

比較的寒冷であったことや、ガソリン価格の高止まりが原因としてあげられる」と前回報告よりもやや拡大力の陰りが印象に残る表現であった。

地区による跛行性がみられる住宅価格上昇率

景気拡大力にやや陰りがみえている一方で、住宅価格上昇率は高水準を維持している。米国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指数統計によれば、05年1-3月期の価格指数は12.5%上昇した(前年同期比、以下同じ)(図)。

住宅価格上昇率は、2000年以降概ね6~



8%の範囲で推移したが、04年4-6月期以降二桁の上昇率が続いている。ここで注目したいのは、この時期以降上昇率が加速したことだけではなく、地区毎の上昇率のバランスが変化したことである(表)。03年までは北東部(New England と Middle Atlantic: ニューヨーク州等を含む)と太平洋沿岸部(Pacific: カリフォルニア州等を含む)の上昇率が高く、両地区の上昇率がほぼ拮抗していた。しかし04年以降、北東部も上昇率を高めているが、太平洋沿岸部の上昇率がそれを遥かに上回っている。また04年後半以降、大西洋沿岸南部(South Atlantic: フロリダ州を含む)の上昇率が高まり、最近では北東部を上回っている。

州別にみると、上昇率の上位ランキングは、ネバダ州(31.2%: 同州内のラスベガスは33.3%)、カリフォルニア州(25.4%)、ハワイ州(24.4%)、ワシントンDC(22.2%)、フロリダ州(21.4%)であった。

住宅価格はバブルかどうか？

これまで、米国の住宅価格上昇率は人口の増加や底堅い経済成長率を反映したものである、という見方が根強かった。確かに米

国の人口は毎年1%程度のペースで増加しており、経済成長率もITバブル崩壊の時期を除けば比較的堅調であった。しかし、これをもって現状の住宅価格高騰を十分説明できるかについては、議論の余地がある。

05年5月28日のEconomistによれば、住宅価格中央値が所得中央値の何倍にあたるかをみると、90年代の終わりには2.75倍であったが、現在は3.4倍へと高まっており、住宅価格は過去のトレンドから乖離した勢いで上昇を続けている。

6月9日のグリーンスパン議長証言をみると、「少なくとも地方レベルでは、住宅価格にフロス(froth: バブルよりも小さい泡という意味)がみられ、現在の水準は持続可能ではない」という表現がある。つまり議長は全米的な住宅価格バブルの存在には否定的だが、局地的には住宅価格上昇が過大である、との見解を示している。

そして議長は、フロスが局地的であることと、非居住用住宅を対象とした投機的な売買の増加を関連づけて、次のように説明している。

「米国の住宅市場は地区により分断されているため、住宅価格は地区によって異なる

表 地区別住宅価格指数上昇率(四半期ベース前年同期比) (単位: %)

	03/4-6	03/7-9	03/10-12	04/1-3	04/4-6	04/7-9	04/10-12	05/1-3
全米	6.5	6.0	8.1	8.4	10.0	13.4	11.9	12.5
New England	8.8	7.9	10.3	10.2	11.4	15.3	12.1	12.7
Middle Atlantic	8.5	8.0	11.0	10.7	12.1	16.1	13.1	13.8
East South Central	5.6	3.4	3.7	3.9	4.1	5.2	5.4	5.4
West South Central	4.3	3.3	3.4	3.5	3.9	4.9	5.0	4.8
South Atlantic	6.9	6.3	8.4	9.4	11.1	14.5	14.0	15.0
West North Central	3.6	3.6	5.0	4.9	5.7	7.3	6.2	6.7
East North Central	4.8	4.8	6.4	6.2	7.3	8.7	7.0	7.3
Mountain	4.2	3.6	5.2	6.0	8.2	11.8	11.6	13.0
Pacific	9.4	8.9	12.5	13.4	17.2	23.7	20.7	21.3

資料: Office of Federal Housing Enterprise Oversight

(注) は、全米平均よりも2.0ポイント以上上昇。

 は、全米平均よりも5.0ポイント以上上昇。

る。自己居住用の住宅では、投機的な動きは限定的だ。キャピタルゲインを得るために転居しなければならないし、住宅売却額の10%近くに及ぶ手数料を払う必要があるからだ。

しかしここ数年の間、住宅売買の回転が加速した。その原因は居住用以外の住宅の売買増加である。これには、投資目的と休暇用別荘の両方がある。もちろん、居住用以外の住宅の売買は、転居を要するといった制約がない。従って投機的な売買が、以前よりも住宅価格上昇に大きく影響している。」

住宅価格高騰持続の原因

01～03年にかけての長期金利低下が住宅価格高騰の引き金になったことに、疑いの余地はない。しかし04年以降の上昇率加速は、金利要因では説明できない。その原因に関連して、グリーンSPAN議長は以下のとおり説明していた。

「住宅市場のフロスは、住宅ローン市場にも波及している。借入してからしばらくの期間利払いだけで元金を支払わないローン(Interest Only)や、変則的な変動金利ローンの大幅な増加は、大変懸念すべきことである。通常のローンを借りることができない家計が、こうした特異なローンを活用することで住宅を購入しているとしたら、今後住宅市場に負の圧力が加わるであろう」。これに若干の補足説明を加えると、2004年では全米の住宅ローンに占める Interest Only の割合は17%であり、カリフォルニア州ではこの割合が半分を超えた(05年5月28日の Economist)。

また議長は住宅価格高騰の原因について、

次のとおり金融以外の観点からも説明している。

「住宅建設は個別性が強いので、最近の技術進歩にもかかわらず、住宅産業が生産性を大幅に向上させることは困難である。そのため住宅建設の生産性向上は、常に全産業平均よりも遅れた。このことが、住宅価格上昇率が他の物価よりも高い原因の一つである。」

生産性が向上しにくくても販売が好調であるのは、需要が強いからである。製造業の分野では一般的に、投入コスト上昇分を販売価格値上げという形で転嫁できるかは、業種によってまちまちである。しかし、堅調な需要に恵まれている住宅産業は、価格転嫁が進んでいる業界の一つである。GDP統計によれば、2004年の住宅投資デフレーター上昇率は+5.7%と、他項目デフレーターと比較して際立って高かった。

仮に住宅価格が下落した場合の経済への影響

グリーンSPAN議長は、「仮に住宅価格が下落した場合でも、マクロ経済に重大な影響を及ぼさない」という見解を示した。その理由は、以下のとおりである。

「住宅ローンをポートフォリオに組み込んでいる銀行は全国的に散在しており、また住宅ローン証券化の進展によりリスクが多数の投資家に分散しているため、以前局地的に発生した住宅価格調整の際にみられた金融危機は起こりそうもない。さらに、よほど大量の破産でも発生しない限り、大幅な住宅価格下落が全国的に拡がるとは考えにくい。何故なら、大多数の住宅所有者は住宅価格上昇に伴う含み資産(equity)を

積み上げており、一部がホームエクイティローン借入で引き出されたとしても、かなりの部分が残っているからである」。

但し、注意しておきたいことがある。活発な住宅投資は、建設業界はもとより建築資材・家具メーカー、不動産業者、金融機関等幅広い業界に業容拡大の波及効果をもたらし、米国経済を相当牽引してきた。例えば過去 6 ヶ月の非農業雇用者累計増加数を見ると、建設業は全体の 16%を占めている。これはビジネスサービスの 21%に次いで高い水準である。

住宅価格の先行きについて見通すことは難しいが、仮に住宅価格が下落して住宅投資が落ち込むとしたら、経済全体への影響は無視できない。景気を下振れさせるリスクシナリオとして、住宅投資減少の影響を念頭に置くべきであろう。

「GDPデフレーター」

～総合的な物価の動きを示す指標～

木村俊文

デフレが続く日本経済

わが国政府は、2001年3月の月例経済報告において「日本経済は穏やかなデフレにある」と認定し、デフレ宣言を行った。その後もデフレ基調が継続しており、いまだに「脱デフレ宣言」は出されていない。

デフレ（デフレーションの略）とは、経済全体の財やサービスの価格（物価）が継続的に下落する現象であり、貨幣価値の上昇を意味する。今回は物価動向を見るための総合的な指標である GDP デフレーター（GDP deflator）について解説する。

経済全体の総合的な物価動向を示す

物価動向をみる指標のなかでは店頭価格の動向を示す消費者物価指数（CPI）が最も一般的だが、GDP デフレーターは消費だけでなく、設備投資や公共投資なども含めた経済全体の物価動向を表す。つまり CPI など個別の物価指数に比べ速報性はないものの、概念的にはそれらを包括しており、経済全体の総合的な物価動向をつかみやすい特徴がある。

GDP デフレーターが上昇すればインフレ圧力が高く、逆に下落すればデフレ圧力が強いことを示す。ただし GDP デフレーターは、国内要因に起因するインフレ「ホームメイド（国産）インフレ」を示し、輸入品を含まず国産品のみの物価を表す。このため、たとえば原油の輸入価格が上昇しても一旦は在庫としてカウントされ、在庫価

格の上昇分が輸入物価の上昇分を打ち消すため、GDP デフレーターには影響しないことがある。しかし、その他の財・サービスに価格転嫁が波及したときには、GDP デフレーターは上昇することになる。

このように輸入物価の変動が早く反映される国内企業物価（CGPI）や CPI に比べると感覚的に馴染みにくい面があるほか、四半期ごとに公表される物価指数であるため GDP デフレーター自体には物価動向に関する新たな情報はあまり含まれていないとの見方もある。

デフレーター算定方法が変更

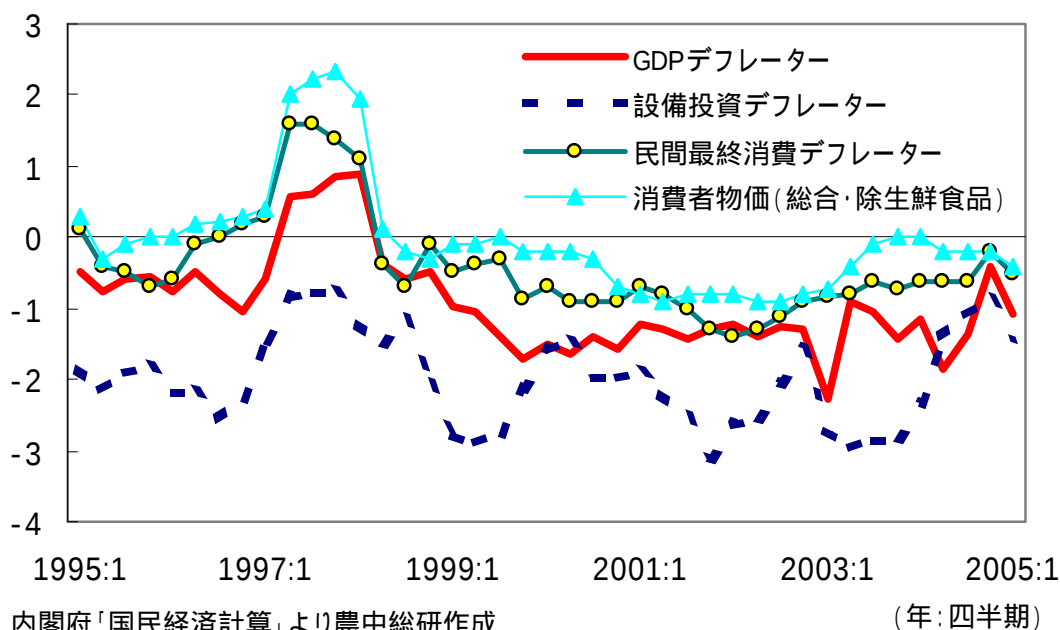
GDP デフレーターは、国内総生産（GDP）の物価変動の影響を取り除く（基準年の価格体系に評価し直す）際に用いられる指数である。名目 GDP を実質 GDP で割ることによって結果的に算出される。

具体的には、GDP に含まれる財・サービスを複数の構成要素に細分化し、構成要素ごとにその名目値をパーシェ方式による物価指数で除して実質値を得る。つぎに構成要素の実質値合計で名目 GDP を除すると GDP デフレーターが求められる。このように結果として間接的に求められる価格指数をインプリシット・デフレーターという。

従来方式では物価変動を見る基準年を固定していたため、物価下落を過大評価し、実勢よりも GDP デフレーターが低めに出る傾向が問題視されていた。そこで内閣府

(前年同期比%)

GDPデフレーターの推移



は04年末にGDPデフレーターの算定について、より実勢を反映した方式に改定した。新方式では基準年を毎年更新(連鎖方式)することに改め、パソコンやデジタル家電のように価格下落を伴いながら急速に普及した品目による押し下げ効果を最小限に抑える方式を導入している。

デフレーターの下落幅が再び拡大

この10年余りをみるとGDPデフレーターは1998年1~3月期をピークに下落に転じ、02年1~3月期以降の景気回復局面においても每期平均▲1.3%(前年比ベース)下落しており、デフレ状態が続いている。とくに民間設備投資デフレーターの下落幅は、IT関連財の価格下落の影響などから同▲2.1%と大幅なマイナスとなっている。

一方、民間最終消費デフレーターは同様にマイナスではあるものの、GDPデフレーターよりは下落幅が緩やかであり、CPI(除く生鮮食品)と似たような動きをたどって

いる。

このように下落基調だったGDPデフレーターは、04年10~12月期に公務員ボーナスの支給方法が変更された影響などから一旦はマイナス幅を縮小した。しかし、05年1~3月期には、こうした特殊要因が剥落し、再びマイナス幅が拡大する方向に向かっている。

物価情勢の判断においては、CPIやCGPIのほかに、経済全般を対象とするGDPデフレーターを併せて見るのが望ましい。

原油市況

原油価格は、5月下旬にWTI(NY原油先物)が1バレル=46ドル台まで下落したが、その後は根強い需給ひっ迫感から再び騰勢を強めた。OPECは6月15日の総会で生産枠を最大で日量100万バレル引き上げること合意したものの、堅調な米国経済を背景に輸送用燃料などの需要が拡大していることに加え、夏のドライブシーズンを迎えガソリン消費の増大が見込まれる一方、米国の石油精製能力が限界に近いことが懸念され、6月下旬に一時60ドル台の史上最高値を更新した。当面は原油価格の高止まりが予想される。

米国経済

米国では、05年1～3月期の実質GDP成長率(改訂値)が前期比年率3.5%と、速報値の同3.1%から上方修正された。6月のエコノミスト予想によれば、今後も3%台前半の経済成長が続くと見込まれている。こうした景気拡大の持続を反映し、雇用環境の改善(05年に入ってから雇用者数は月平均18万人程度の増加)が続いている。米消費者物価が落ちついた動きとなりインフレ懸念は後退。米長期金利は4.0%前後に小幅低下している。

国内経済

わが国では、1～3月期の実質GDP成長率(2次速報)が前期比+1.2%(年率+4.9%)と、1次速報(同+1.3%)から小幅下方修正された。足下の生産は、電子部品・デバイス等ハイテク関連業種での在庫調整が進捗しているものの、横ばい傾向で推移。また設備投資は、需要側統計である法人企業統計季報でみると、企業収益の改善を受け緩やかに増加している。しかし先行指標となる機械受注は4～6月が減少見通し。一方、雇用環境の改善などから消費者マインドは持ち直している。

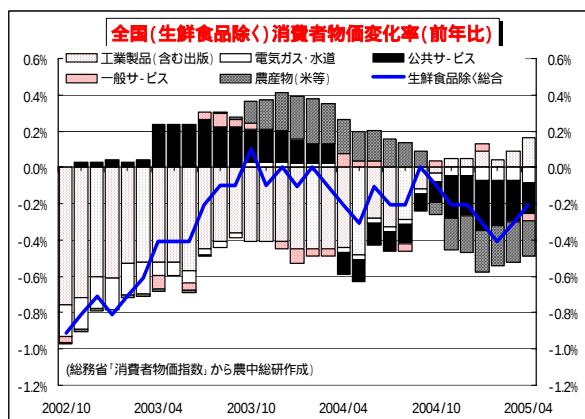
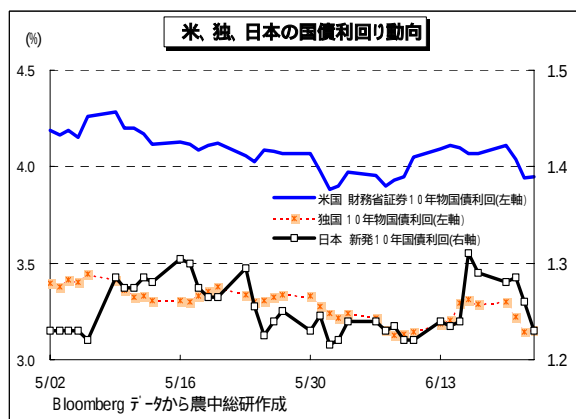
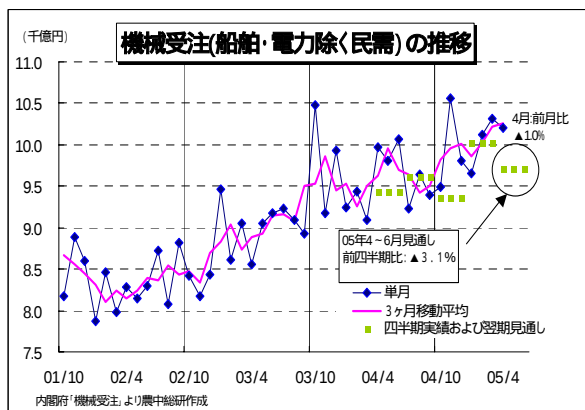
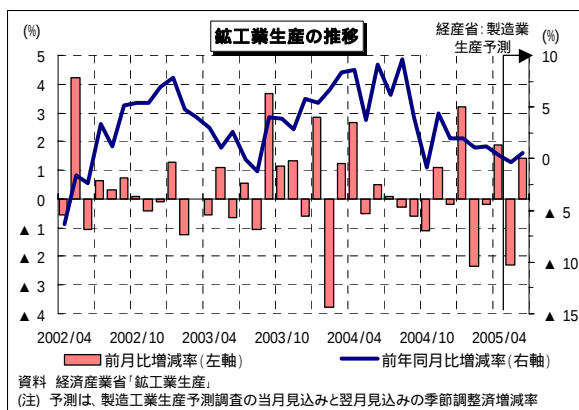
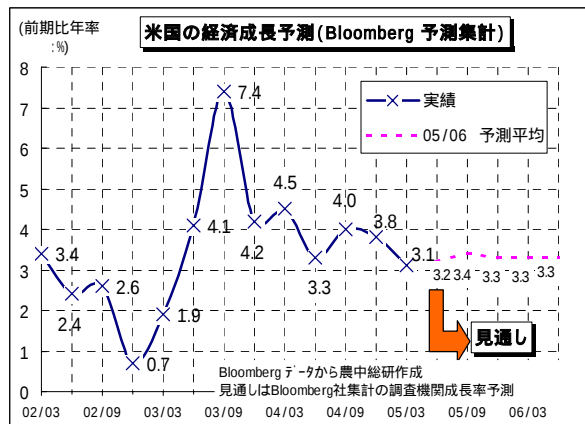
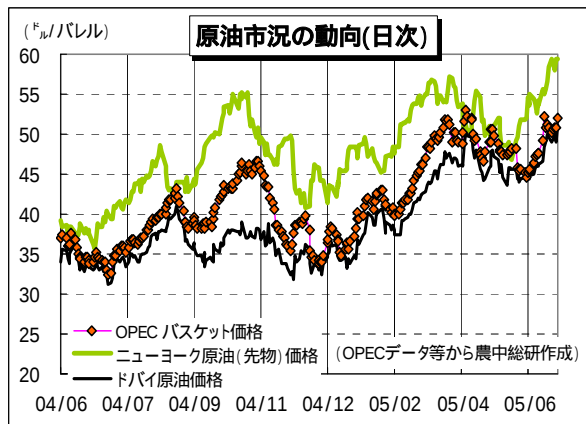
為替・金利・株価

外国為替市場では、EU憲法の批准をめぐる国民投票がフランス、オランダで相次ぎ否決されたことを受けユーロ安が急進した一方、米景気の楽観的見通しや利上げ継続の観測からドル高方向で推移。日本の長期金利の目安である新発10年国債利回りは一時1.3%台に上昇する場面もあったが、その後は上昇前の水準に戻して推移している。原油・エネルギー価格の高止まりが続いているが、消費者物価は小幅下落をたどっている。日経平均株価は、このところ1万1,300円～1万1,500円程度で推移している。

政府・日銀の景況判断

政府は6月の「月例経済報告」で景気判断を11ヶ月ぶりに上方修正。「弱さを脱する動きがみられ、緩やかに回復」との表現。一方、日銀「金融経済月報」は判断を3ヶ月連続で据え置いた。

内外の経済金融データ



(詳しくは、ホームページ-トピックス-(今月の経済・金融情勢) <http://www.nochuri.co.jp> へ)

不燃(?)の第三次オイルショック

吉岡 俊郎

要約

原油価格は 60 ドル / バレル前後と高騰を続けており、依然として沈静化の気配がみられない。原油価格に対する GDP・物価の弾性値を分析・研究した京都大学前田助教授によれば、日本経済に対して過去二回のオイルショック時と同程度の悪影響がでるには原油価格が 130 ドル程度まで上昇することが必要とされる。ただし、大胆な金融・財政政策の下に維持されている現在の経済状況を考慮した場合、引き続き原油高騰・高止まりは、相応の影響を及ぼす可能性があることも留意すべきであろう。

原油価格高騰と日本経済

02 年から上昇を始めた原油価格 (WTI 先物) は 04 年後半から騰勢を強め、現状 60 ドル / バレル前後に達し、03 年価格 31.0 ドルのほぼ倍の水準となったが、依然としてその価格の沈静化の状況は見られない (図 1 参照)。この要因としては、イラク・ナイジェリア等産油国の戦争・政情不安、OPEC 諸国の増産能力、アメリカ等の原油精製能力等供給に係わる要因、中国の経済成長等世界的需要増に伴うと思われる要因、そして 投機資金の流入等種々考えられるが、少なくとも、わが国経

済に関しては、この原油価格高騰は、現状ではさほど影響を及ぼしていないように見受けられる。

第一次・第二次オイルショック

図 1 に示される如く、過去 2 回、73-74 年の第一次オイルショック、79-80 年の第二次オイルショックを世界は経験しており、少なくとも今回の原油価格高騰は、価格上昇面だけを捉えれば、第三次オイルショックと表現して差し支えない状況にあると言える。

第一次オイルショックは第四次中東戦争勃発に対す

る OPEC によるカルテル価格引き上げが直接的要因ではあったが、背景にはローマクラブ (ロックフェラー財団

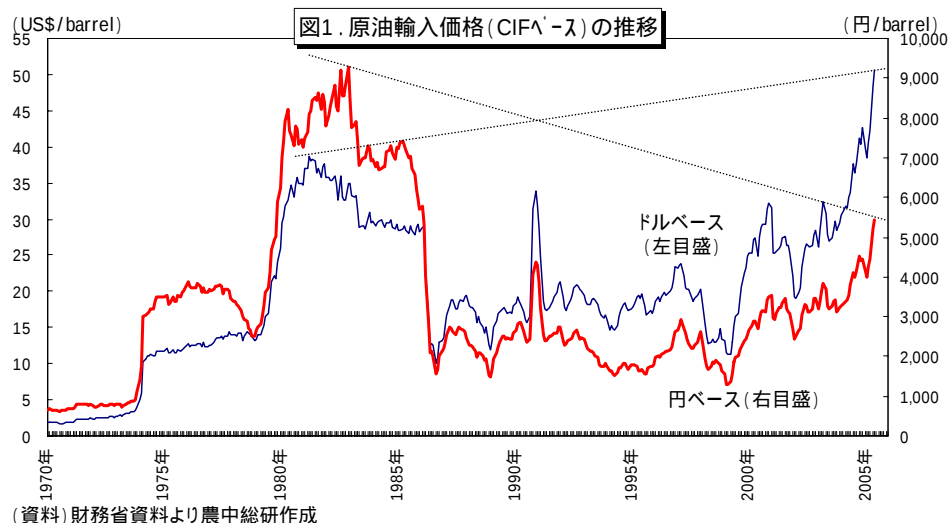


表1 オイルショック時の GDP と CPI

第1次オイルショック	原油価格(\$/barrel)	前年比	GDP(前年比)	CPI(前年比)
73年度	4.90	87.0%	5.09%	15.8%
74年度	11.51	134.9%	-0.47%	20.8%

第2次オイルショック	原油価格(\$/barrel)	前年比	GDP(前年比)	CPI(前年比)
79年度	23.05	65.6%	5.15%	4.9%
80年度	34.76	50.8%	2.60%	7.5%

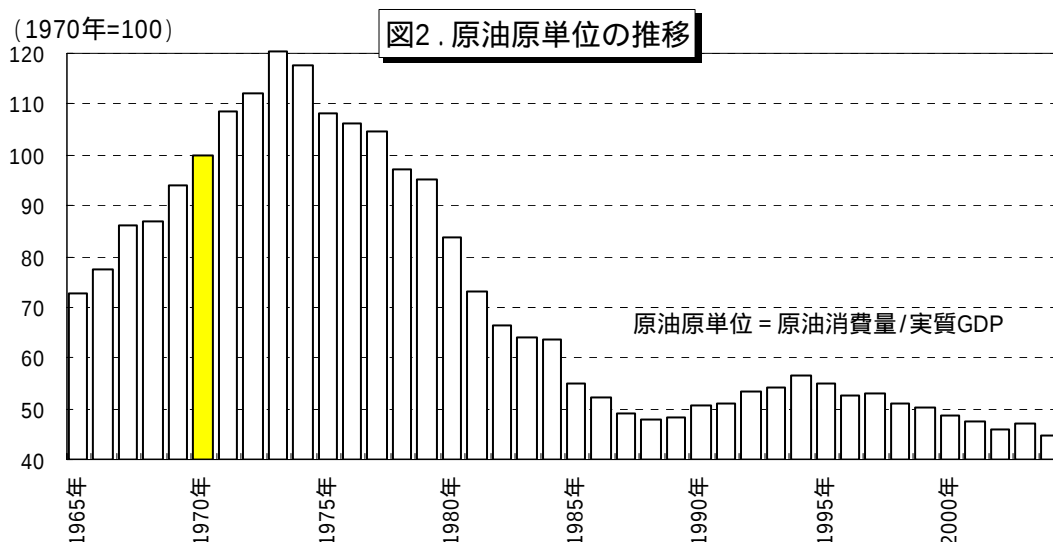
が支援)の石油等天然資源枯渇による100年以内の人類の「成長の限界」説等もあった。これにより、それまで2~3ドルであった原油価格が一挙に10ドルを超える水準となり、折から田中列島改造ブームに沸いていた日本経済は、スーパーから洗剤・トイレットペーパーが消える年率20%の狂乱物価となり、また、戦後初めてのGDPマイナス成長を記録する等多大な影響を蒙った。(表1参照)

また、イラン革命により惹起された第二次オイルショックにおいては、特に米国において、ベトナム戦争以来続いていたクレープ・インフレーションに対する当時のボルカー連銀

議長の不退転の決意の下のマネーサプライ押さえ込みにより、短期プライムレート21%・長期プライムレート15.5%という未曾有の高金利状態を現出、また、Gas Guzzler(ガソリンがぶ飲み車)と

言われる大排気量のBig Car / Full sized Carから燃費のよいCompact Car / Midsized Carへの需要転換が起こり、米ビッグスリーに対するトヨタ・ホンダ等日本自動車メーカーの現在に繋がる本格的米国市場進出の端緒ともなった。日本においても、表1のとおり、第一次オイルショックとは異なり、マイナス成長とはならなかったものの、成長率は半減・インフレは5割増しとなり、また、コールレートが10%を超える高金利を示現する等大きな影響があった。

価格高騰と定量モデル分析



(資料) 財務省、内閣府のデータより農中総研作成
(注) 1980年以前のデータは68SNAより推計

この 2 回の原油価格高騰時に對し、今回は、明らかに經濟成長に對してにせよインフレに對してにせよ、その影響ははるかに感ぜられない。これには、定性的には、省エネ技術・代替技術の發展による原単位石油投入量の減少（図 2 参照）、オイルショック當時の為替相場 300 円 / ドル、220 円 / ドルに對し、現在は 100 円強 / ドルという為替相場、ガソリン小売價格の 5 割以上が税金と言うのに加え、ガソリンスタンドの過当競争から、價格転化が出来ない等々の要因が考えられる。

しかし、これを定量的に把握しようとするれば、經濟全体のマクロモデルから計量する事が基本となる。その一つとして原油價格に對する、GDP ないしは物価の弾性値を計測するという方法があり、この研究・分析を京都大學助教授の前田章氏が行われているので（そのレポート全文は内閣府經濟社會総合研究所のホームページから入手可能）、それをご紹介したい。

まず、前田氏は、この弾性値を導く手段として、原油を唯一の貿易財として、＜原

油生産部門＞・＜石油精製＝中間財部門＞・＜一種類の最終消費財生産部門＞という簡略化された三つの部門からなる經濟體系モデルを構築、これに 3 つの仮定を与えることにより弾性値を得る式を導出されている。

この原油價格に對する弾性値の公式は、以下の通りとなっている。

GDP の弾性値 = 原油純輸入金額 / 名目 GDP

物価の弾性値 = 原油粗輸入金額 / [名目 GDP + 原油純輸入金額]

この公式に基づく弾性値を前田氏のレポートから転載したのが表 2 であり、日本の對 GDP 弾性値は、74 年の - 4 bp (= 1/100%) が 01 年では - 0.9bp と 1 / 5 となり、04 年では - 0.8bp と更に（絶対値が）小さくなっていると予測されている。一方、米国においては、74 年時点では、- 1bp と日本に比べはるかに小さかったが、その後、省エネ改革が日本ほどは進まなかったため、

表 2 原油價格に對する GDP、物価の弾性値

対原油價格 弾性値	GDP 弾性値			物価弾性値		
	日本	米国	日本 / 米国	日本	米国	日本 / 米国
74 年	-0.0402	-0.0104	3.8	0.0386	0.0103	3.7
80 年	-0.0484	-0.0219	2.2	0.0462	0.0227	2.0
01 年	-0.0088	-0.0078	1.1	0.0087	0.0078	1.1
02 年(予測値)	-0.0081	-0.0087	0.9	0.0080	0.0086	0.9
03 年(予測値)	-0.0079	-0.0085	0.9	0.0078	0.0083	0.9
04 年(予測値)	-0.008	-0.0085	0.9	0.0079	0.0084	0.9

01 年 / 74 年	21.9%	75.1%
-------------	-------	-------

22.5%	75.4%
-------	-------

表3 過去の石油ショック時と同等の影響を与える可能性のある石油価格水準

		Japan	US	UK	Euro zone	China	OECD total
第一次石油 ショックと同等	GDP面	127	40	(ゼロ以下)	67	24	66
	物価面	126	40	132	67	25	55
第二次石油 ショックと同等	GDP面	129	81	(ゼロ以下)	77	12	102
	物価面	128	82	110	77	26	81

(基準:各国一律25\$/bとする) (単位:ドル/バレル)

出所) 前田章「GDP・物価の国際原油価格弾力性とその変遷」ESRI Discussion Paper Series No.142

04 年では、日本の弾性値のほうが小さくなったものと予測されている。

物価の弾性値については、公式からも分かるように名目 GDP 対比の原油輸出入金額が小さいために、GDP の弾性値と絶対値では大差ないものになっている（無論、+ 符号であり、原油価格が上がれば、物価が上がる＝インフレ要因となる）。

この弾性値を基に前田氏は、では、“第一次ないしは第二次オイルショックと同等の経済的インパクトを与える現状における原油高騰価格はどの位になるのか？”という計量を行われている。基準の原油価格を 25 ドル（研究されていた当時の原油価格レベルと思われる、ちなみに、価格シミュレーションもこれから 40% 上昇の 35 ドルを目安として行われている）とした場合、現在の日本において、GDP・物価に対し、第一次・第二次オイルショックと同等のインパクトが生じるのは、128 ドル前後となっている（表3 参照）。

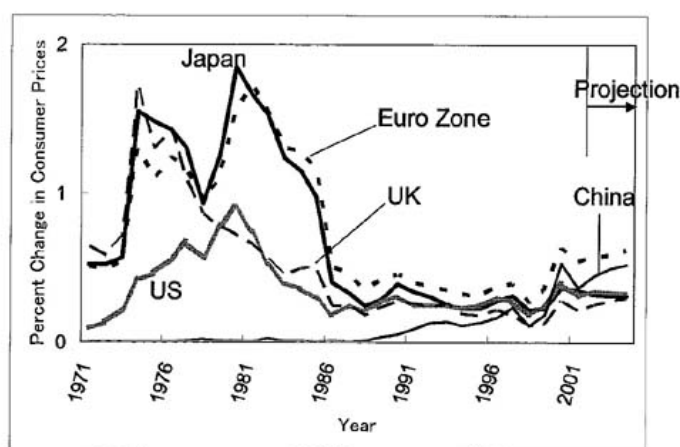
無論、この原油価格には、各国のオイルショック時に

おける経済への影響度合・弾性値の変遷度合等によって差があり、米国の場合においては、第一次同等では 40 ドル、第二次同等では

80 ドル強と、日本と比較すると、原油高騰に対する耐久力は相当低い数字が出ている。

一方注目されるのは中国であり、その原油価格水準は 25 ドル前後と推計されている。そもそも第一次・第二次オイルショック時にどのような影響を蒙っていたかの問題もあるが、近時の経済発展に伴って、元々は原油輸出国であった中国が、96 年からは純輸入国に転じており、世界各国ともオイルショック以降、全般に原油価格上昇耐久力をつけているなか、唯一中国だけが例外となっている（図3 参照）。

図3 国内物価の国際原油価格弾力性(×40):経年変化



出所) 前田章「GDP・物価の国際原油価格弾力性とその変遷」ESRI Discussion Paper Series No.142

表 4 原油価格と GDP (02～05 年度)

原油価格(\$ / barrel)		前年比	GDP 変化(a)	GDP 成長率(b)	a / b	中国 GDP 弾性値	対日本	GDP 変化
74 年度	11.51	134.9%	-5.42%	-0.47%	1147.43%	-0.0028	0.07	-0.38%
80 年度	34.76	50.8%	-2.46%	2.60%	-94.67%	-0.0104	0.21	-0.53%
02 年度	27.35	15.2%	-0.12%	0.80%	-15.36%	-0.0106	1.31	-0.16%
03 年度	29.46	7.7%	-0.06%	2.04%	-2.99%	-0.0124	1.57	-0.10%
04 年度	38.67	31.3%	-0.25%	1.91%	-13.04%	-0.0131	1.65	-0.41%
05 年度	60.00	55.2%	-0.44% *	1.1%	-39.90%	-0.0131	1.65	-0.72%
(02 ~ 05 年度累計)		152.6%	-0.87%	4.75%	-18.36%			-1.39%

(注) * 総研予測値

前田氏は 35 ドルへの価格上昇を目処としたシミュレーションしか行われていないので、実際の原油価格上昇実績と、前田氏の予測値としての弾性値を用い、02 年度以降の程度の GDP への影響があったかを見てみたのが表 4 (の下段) である。

05 年度も 04 年度と同じ弾性値とし、原油価格を 60 ドルとすれば、それは、約 5 割の上昇となるが、GDP への下押しは 0.44% になる。これは、予測値としての GDP 成長率 1.1% の 4 割弱となり、過去 4 年の中ではもちろん、絶対値としてもかなりの大きな数値になるものと考えられる。(この点、74・80 年の弾性値に、実際の原油価格上昇分を掛けて得られた GDP 変化分は -5.4%・-2.5% となり、実際の GDP 成長率と整合性を持っていると思われる。表 1、表 4)

一方、中国は、74 年では日本の 1/14、80 年でも 1/5 の弾性値しかなかったものが、02 年度には日本より大きくなり現状では 1.7 倍になっているものと前田氏は予測されている。これを基にすると、当然 02 年度以来の原油価格上昇は日本より大きな影響を与えている筈であり、累計の GDP

下押しは 1.4% となり、日本の約 6 割増しになっていると計算される。ただし、中国の GDP 成長率が年率 10% に近いものである事を考えると、相対での影響は、まだ、日本よりは小さいと言えるかと思われる。

おわりに

前田氏の弾性値研究を基に現状レベルの石油価格高騰を見ると、未だ、第一次ないしは第二次オイルショック当時の如き経済へのインパクトを及ぼすことは考えられないが、現状の 60 ドル以上の高騰を考えると、そもそもがバブル崩壊後、相当の財政・金融政策の努力の末の経済成長である点を考慮すれば、今後相応の影響を及ぼす可能性もあると考えられる。また、現在では最大の経済パートナーとなっている中国が、日本よりも原油価格耐久力がないことは、将来の日本経済に対する懸念材料を追加する要因(例えば、尖閣諸島を巡る最近の紛糾はこの前触れとも受け止められる)になるものと考えられる。

個人向け社債について

橘高 研二

はじめに

本誌 2004 年 11 月号と 2005 年 1 月号で、個人向け国債と個人向け地方債をそれぞれ取り上げた。今年 4 月にペイオフ全面解禁を迎えて個人金融資産のシフトが注目されている。個人向け国債は 2003 年 3 月に第 1 回債が発行されて以来大きな人気を集め、2004 年度は 4 回の発行額合計が 6 兆 8,210 億円に上った。2005 年度の年度初回の 4 月に既に 2 兆 3,374 億円が発行され、年度間でも大幅に計画を上回る見込みである^(注1)。一方、「ミニ公募債」と呼ばれる個人向け地方債も国債ほどの規模ではないが、2002 年 3 月に群馬県が第 1 号を発行して以来毎年着実に発行額を伸ばしており、2004 年度の総発行額は 2,727 億円であった^(注2)。

個人向け社債は、これらの個人向け国債・地方債よりも歴史が古い。1992 年に近畿日本鉄道が発行したのが始まりであり、2004 年度の総発行額は 3,640 億円とそれなりの規模がある。しかし、後で見るようにピーク時の 1999 年度から 2002 年度にかけては 9,000 億円から 1 兆 2000 億円の年度間発行額を記録しており、ピーク時に比べるとこのところ発行額が縮小の傾向にある。

発行体企業にとっては資金調達先の裾野拡大と安定化の魅力があり、個人投資家にとっても株式よりも安全で預金や国債よりもリターンが高いクラスの投資対象としての魅力を持つものであるが、投資家保護や発行体である企業と個人投資家間の「情報の非対称性」の観点から問題点を指摘する

向きもあり、それらの問題点が最近の低迷につながっている可能性もある。本稿では、わが国の社債の歴史を簡単に振り返り、個人投資家向け社債の概要と発行額の変遷を示したうえで、指摘されている問題点を紹介する。

わが国社債の歴史

まず、わが国の社債の歴史を簡単に振り返ってみたい。

わが国では明治時代の半ばから社債の発行が行われている。徳島勝幸氏は著書「新版・現代社債投資の実務～社債市場の現在を考える」の中で、規制の観点からこの歴史を「社債原始時代」、「社債旧時代」、「社債新時代」に区分して俯瞰している。

徳島氏によると、昭和初期までの「社債原始時代」における社債市場は基本的に放任主義の下にあったが、その反動として戦中・戦後には統制色が強い「社債旧時代」を迎えた。制度を少しずつ変えながらも、大蔵省や日本銀行が主導する協議会等によって厳しい起債条件が課され、実質的には一部の大手優良企業しか起債できない「社債旧時代」が長く続いた。

しかし、1970 年代以降は無担保社債の発行解禁や格付機関の利用等、徐々に規制緩和・自由化と投資情報の整備が進められ、1996 年の適債基準^(注3)の撤廃と財務制限条項^(注4)の自由化によって市場の自由度が飛躍的に高まり、「社債新時代」が到来した。「社債旧時代」においては、電力会社や鉄

道会社をはじめとする特定の大手優良企業しか社債を発行できない状況であったが、自由化によりどのような企業でも社債を発行できるようになった。このことは同時に、「社債旧時代」には見られることがなかったデフォルトが発生する可能性が出ることを意味し、発行体・投資家・証券会社の自己責任が問われることとなった。

個人向け社債は社債市場が「旧時代」から「新時代」へ移行する時期に登場し、飛躍的に自由度が高まった「新時代」の幕開け直後にブームを迎えたことになる。

(注1) 財務省 HP より。

(注2) 地方債協会『地方債月報』(2005年5月)より。

(注3) 公募で社債を発行する場合に、一定以上の信用度を確保するために発行体が満たしていなければならない基準。

(注4) 社債の元利金支払いを確実にするための財務上の取決め。

個人向け社債の概要

表1は近年発行された個人向け社債の発行条件の例である。機関投資家向けの社債との相違点として大きいのは、満期までの期間と購入可能な最低金額である。

期間については、機関投資家向けの場合、10年超(電力会社等では20年)の長期債もあるが、個人向けの場合は投資ホライズンに合わせて3年から5年程度が一般的で

ある。購入先の証券会社に売却することにより途中で換金することが可能であるが、個人向け国債のように元本保証はない。

最低購入可能額は、機関投資家向けでは1億円が一般的であるが、個人向けの場合は10万円から100万円の小口の券面が用意されている^(注5)。比較的富裕な個人投資家が主たるターゲットであり、表1中の東京三菱銀行債は最低購入可能額が500万円と明確に富裕層向けであるが、大方は100万円以下で購入することができる。

信用リスクがある分、当然同年限の定期預貯金や国債に比べて利回りは高くなっている。表1にある東京三菱銀行の期限前償還条項付ステップアップ債のような仕組債もまれに発行されるが、多くは満期一括償還の固定利付債である。また、同表中の東武鉄道債のように、販売促進策として懸賞や景品を設ける例もよく見られる。

(注5) 商法第297条但書により、券種額面が1億円以上の場合は社債管理会社(投資家のために元利金の受領、発行体のモニタリング、債権保全、デフォルト時の債権回収等を行う会社で、銀行・信託銀行等が担う)の設置は不要とされている。裏を返せば、個人向け社債の場合は社債管理会社設置による投資家保護が必要とされていることになる。

個人向け社債の発行額推移

前述のとおり、1992年に近畿日本鉄道が

表1: 個人向け社債の発行条件例

発行体	発行日 (払込日)	償還日 (満期日)	発行金額 (億円)	期間 (年)	クーポン (%)	最低額面 券種	備考
東北電力	2005.6.24	2009.6.24	200	4	0.39	10万円	
オリックス	2005.5.30	2009.5.29	300	4	0.56	100万円	
東武鉄道	2005.2.4	2008.2.4	100	3	0.54	100万円	購入者の中から抽選で発行体の系列レジャー施設等の利用券を贈呈
東京三菱銀行	2000.3.7	2003.3.7	100	3	1年目: 0.40 2年目: 0.70 3年目: 1.00	500万円	期限前償還(各利払日)条項付き (H13.3.7 期限前償還済み)

出所: 各発行体の HP から作成。

発行したものがわが国の個人向け社債発行の第1号であった。これに続いて、他の鉄道会社・電力会社・大手電機メーカー等が個人向け社債の発行に踏み切ったが、前述した1996年の社債発行の大幅な自由化や1999年の「金融業者の貸付業務のための社債の発行等に関する法律」(ノンバンク社債法)施行を契機に小売業やノンバンク等に発行体の業種が広がった。

図1のとおり、1992年度および1993年度はそれぞれ1,000億円未満の発行規模であったが、1994年には一気に4,000億円に迫る金額が発行され、1999年には1兆2,000億円超の発行となりブーム的な局面を迎えた。その後4年間は8,000億円台～1兆2,000億円台と高水準の発行が続いたが、直近の2年間の動きを見ると、発行額はピークアウトしてしまっただようである。図2に示すように、この間普通社債全体の発行

額そのものも減少しているが、その中に占める個人向け社債の比率も低下の一途をたどっており、ブームが訪れた1999年度からの4年間は11～16%で推移していたのが、2004年度には6%台まで低下している。

このように発行額の推移を見る限り、個人向け社債は、一時期には発行体にとっての資金調達手段として一定の位置づけを得、また、社債投資家としての個人の存在も定着するかに見えたが、その流れは後退しているようである。

個人向け社債の意義

個人投資家にとって、社債は預貯金の代替物として高利回りを得ることができるという意義がある。特に、ブームを迎えた1999年頃がペイオフ解禁^(注6)の近づいていた時期であったことを見ても、このような魅力を個人投資家が感じていたのは明らかである。その当時には、ペイオフ対策の一環として個人向け社債を営業の中核に位置づけていた証券会社も少なくなかった。加えて、地方電力会社や民間鉄道等が営業上の顧客でもあるその事業エリアに住む個人投資家をターゲットとして発行する社債の場合には、親しみやすさや安定したイメージから、投資しやすい商品としての魅力もあったものと思われる。

企業にとって個人向け社債を発行することのメリットは、一つには資金調達コストを低下させる可能性があることである。つまり、個人投資家は機関投資家と異なり、預貯金金利を基準として投資を行うため、機関投資家向けよりも低い利回り設定が容認される可能性がある。

発行体企業にとってのメリットの第二は、

図1: 個人向け社債発行額推移

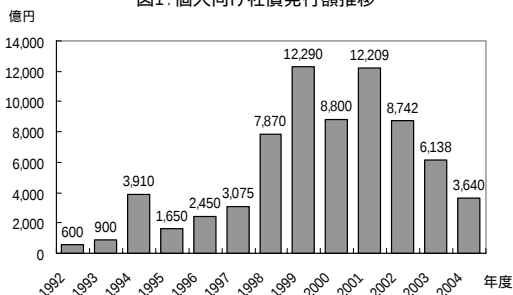
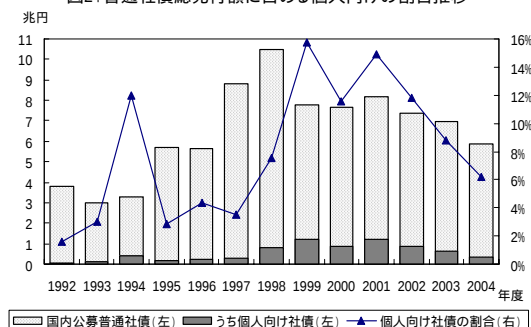


図2: 普通社債総発行額に占める個人向けの割合推移



出所: 日本証券業協会 (図1・図2とも)

個人投資家は満期まで持ち切ることが多いため、安定した投資家層として位置づけられることである。また、発行企業の信用格付が低下した場合、機関投資家は投資の内規を遵守するために、新規の投資は行わない、あるいは売却するといった行動を取るが、個人投資家にはそのようなルールがないため、ある程度格付が低くても、また格付が低下しても、新規に購入したり継続的に保有したりということがある。

発行体にとっての第三のメリットは、社債発行により自社の事業・製品の知名度向上を図ることができることである。個人向け社債投資に付される様々な懸賞や景品も、投資家サービスという面に加えて、個人向け社債発行が持つ顧客・消費者向け広告手段としての性格を物語っている。

(注 6) ペイオフの一部(定期性預金等)解禁は、当初 2001 年 4 月に予定されていた(実際は 2002 年 4 月に実施)。

個人向け社債の問題点

1996 年の社債発行の大幅自由化直後には、わが国に金融危機が訪れ、景気も長期的かつ深刻な低迷を経験していた。このような背景から企業が資金調達の確保を図る姿勢を強め、社債発行企業の裾野が広がった。一方で、超低金利環境の持続とペイオフを控えた個人による預貯金に代替する運用対象を模索する動きも始まったことから、個人投資家向け社債市場が拡大した。

しかし、このような流れの中で見られた現象は、個人投資家向け社債市場の問題点を示唆するものであった。一つには、個人向け社債市場が広がるにつれて、格付が相対的に低い銘柄が増加したことである。日本企業が全体的に格付を低下させているという事情もあるだろうが、適債基準が存在した時代には社債発行が不可能であった格付である。表 2 は 2004 年度に個人向け社債を発行した企業の一覧である。確かに業種で言えば電力・ガス業と陸運業の社債発

表 2: 2004 年度の個人向け社債発行実績

発行額 順位	発行体	業種*	格付**	発行額 (億円)	発行回数 (銘柄数)
1	オリックス	その他金融業	A+, A+, Baa3, BBB+	1,150	4
2	資生堂	化学	—, —, A1, A	500	1
3	野村ホールディングス	証券・商品先物取引業	A+, AA-, —, BBB+	500	1
4	近畿日本鉄道	陸運業	BBB+, BBB+, Baa2, BB+	300	1
5	小田急電鉄	陸運業	A+, AA-, —, BBB+	270	2
6	東北電力	電気・ガス業	AA+, AAap, A1, AA-	200	2
7	四国電力	電気・ガス業	AA+, AAap, A1, AA-	200	2
8	アサヒビール	食料品	A+, AA-, Baa1, BBB+	100	1
9	東武鉄道	陸運業	BBB-, BBB-, —, BB	100	1
10	九州電力	電気・ガス業	AA+, AAA, A1, AA-	100	1
11	北海道電力	電気・ガス業	AA+, AAap, A1, AA-	100	1
12	豊田通商	卸売業	A, AA-, —, A-	50	1
13	西部瓦斯	電気・ガス業	A+, AA-, —, —	50	1
14	沖縄電力	電気・ガス業	AA+, AA+, —, —	20	1
合計	14 社	7 業種(全 33 業種中)	—	3,640	20

出所: 発行実績はアイ・エヌ情報センターHP より。格付は「日経会社情報(2005 II 春号)」より(2005 年 2 月末現在)。

注*: 業種は東京証券取引所による 33 分類。

注**: 格付は左から R&I, JCR, ムーディーズ, S&P によるもの。「p」はいわゆる勝手格付。

行の歴史がある企業が多いが、発行額のトップは金融業（ノンバンク）のオリックスである。各発行体に対する複数の格付機関による格付のうち最も高いもので見ると、2004年に個人向け社債を発行した14社のうちシングルA格以下のものが4社あり、最も低い格付で見た場合には14社中13社がシングルA以下である^{（注7）}。

二つめには、個人向け社債は概して機関投資家向け社債に比べて低い利回りとなっている。格付の問題と併せて考えると、このような現象は、「信用力が低く、銀行借入れや機関投資家向け社債では資金調達が困難な企業が個人投資家にリスクを負わせる形で調達を図っている」、あるいは「機関投資家向けのみでは高くなるコストを個人投資家向け社債を利用して節約している」^{（注8）}といった発行体側の意図があるのではないかと指摘する向きもある。適切な価格設定という面において、発行体と個人投資家との間に明らかに存在する保有情報の格差、いわゆる「情報の非対称性」を利用した発行体側の行動の可能性を指摘する向きは、1999年からの数年間に個人投資家向け社債の人气が高まった頃からしばしばあった。

発行体と個人投資家の間の「情報の非対称性」ということでは必ずしもないが、「個人投資家への情報提供」という点で大きな問題となったのが、2001年に起こった大手小売業のマイカルが発行した個人向け社債のデフォルトであった。マイカルが2000年10月に発行した個人向け社債の募集について、証券取引等監視委員会が金融庁に対して行った建議^{（注9）}では、同社の既発債の流通利回りが大幅な上昇傾向にあったにもかかわらず、個人向け新発債の販売を取

り扱う証券会社がこの事実を顧客に説明することなく、実態を反映しない不利なクーポンが付された社債を募集していた事例が指摘されている。具体的には、3.25%のクーポンで個人向け新発債の発行条件が決まったのであるが、既発債流通利回りは条件決定2週間前の2.5%から急上昇しており、募集期間中も上昇を続け、発行日（払込日）には4%を超える水準に達していたのである。結局その後も信用状況は改善されず、マイカルは2001年9月に民事再生法の適用を申請（後に会社更生法に変更）し、社債はデフォルトに陥った。本件に関しては、複数の個人投資家が販売証券会社を提訴するという事態に及んだ。

社債がデフォルトしたという事実はもちろんのこと、このような不透明な発行・販売が行われたこと自体が、その後の個人向け社債発行の低落傾向につながったと見てもよいであろう。こうした問題点の指摘を受けて、2003年4月には日本証券業協会が「個人向け社債等の店頭気配情報発表制度」^{（注10）}を開始し、価格の公正性・透明性の向上を図っている。株式市場と同じく、個人投資家を社債市場に呼び込むことは、資本市場の活性化と企業にとっての安定的な資金調達という意味ではマクロ経済にとっても好ましいものではあろう。ただし、投資家保護という観点から言えば、不透明な市場は長続きしないであろう^{（注11）}。

^{（注7）} 国内の格付機関によるわが国企業に対する格付は、海外の格付機関によるものよりもかなりの幅で高くなる傾向があり、この点も個人向け社債を含む信用リスク商品への投資を考えるにあたって大きな問題となろう。

^{（注8）} 前述した社債管理会社設置のコストも吸収して

いるものと考えられる。

(注 9) 証券取引等監視委員会「証券会社の検査結果に基づく建議について」(2003 年 4 月 22 日)。この文書ではマイカルの名称を出していないが、同社が 2001 年 10 月に発行した個人向けの「第 27 回無担保社債」が対象であることは明白である。

(注 10) 個人向けに発行された国内公募公社債等の店頭気配価格について、複数の引受証券会社から報告を受けた日本証券業協会が日次で公表するもの。同協会のウェブサイト上で見ることができる(<http://www.jsda.or.jp/html/saiken/index.html>)。

(注 11) 投資家保護の強化を目的とする「投資サービス法」(仮称)制定に向けた議論が金融審議会において本格化している。来年度の施行を目指した動向が注目される。

おわりに

最近では、新たな信用リスク商品として CDO や ABS といった証券化商品が発行され^(注 12)、投資信託等を通じて個人が信用リスクをとることも可能になってきている。商品の複雑性や手数料の問題、流動性の問題等はあるかもしれないが、単独ないしは数銘柄程度の社債に投資するよりは、商品によってはリスク分散という点で優位にあるだろう。

一方で、個人向け社債について指摘された問題点やこれまでの市場の趨勢は、これから新しい信用リスク商品の今後を展望するうえで示唆に富むと思われる。個人向け社債を含むこれらの信用リスク商品が個人投資家の間に根づくためには、発行体・販売証券会社側の透明性・公正性確保の努力が不可欠であると同時に、投資家においてもこれらを単に「高利回りの貯蓄商品」として見るのではなく、「信用リスクの見返りと

しての高利回り商品」であることをより強く意識した投資行動を取るべきであろう。

より基本的なレベルでは、そもそも「個人投資家が信用リスクを取る」ということの意義・意味について今後さらなる考察を要するものとする。信用リスク商品への投資は、金利リスクや(信用リスクも混在していると考えられるものの)株価変動リスク、あるいは最近人気を集めている外債等の為替リスクを内在するいわゆる市場性リスク商品とは、これまで機関投資家の間でも一線画されてきたものと思われる。分析・マネジメントの複雑さ・煩雑さや流動性の欠如がその理由の一つであったと考えられるが、個人投資家にとっては機関投資家以上にこのようなハードルは高いはずである。

(注 12) 例としては、地場の中堅・中小企業の資金調達を円滑化する目的で東京都が手がける債券市場構想で組成・発行される CLO・CBO がある。これらにおいては、シニアクラスが公募で個人向けに販売されているものもある。

参考文献

- ・徳島勝幸,「新版・現代社債投資の実務～社債市場の現在を考える」, 財経詳報社, 2004 年 4 月
- ・林宏美,「関心が高まる個人向け社債」,『資本市場クォータリー』, 野村総合研究所, 1999 年夏
- ・岩谷賢伸,「欧米で広がる個人向け社債プラットフォーム」,『資本市場クォータリー』, 野村資本市場研究所, 2004 年夏
- ・資本市場研究会編,「現代社債市場～その現状と展望」, 財経詳報社, 2003 年 5 月

地方公共団体と地域金融機関

～ 指定金融機関の採算性 ～

丹羽 由夏

地方公共団体と地域金融機関の関係が変化している。従来、地公体からの預貯金や地公体への貸出という資金取引による収益によって、税金等の収納や行員の派出などの役務取引を無料でやってきた地域金融機関であったが、地公体の財政悪化を契機に、資金取引には入札等が導入され、より低いコスト、より高い運用益を求めるようになった。このため、地域金融機関にとっては、役務取引のコスト負担が重くなり、旧来の総合採算的取引から個別採算取引へのシフトが急務となっている。

近年、地方公共団体と地域金融機関の関係が大きく変化をしている。本稿では、地公体と地域金融機関との取引関係、特に指定金融機関^{注)}業務についての変化を紹介する。

^{注)}指定金融機関とは、地公体における公金の収納支払事務を行うために、議会の議決を経て指定された金融機関。一団体一金融機関。都道府県では義務、市町村では任意である。指定代理金融機関、収納代理金融機関を総括する。指定代理金融機関とは、指定金融機関の扱う公金の収納支払事務の一部を代理して行う機関。収納代理金融機関は、指定金融機関の扱う公金収納の一部を代理。他に、指定金融機関を指定していない市町村で収納事務の一部を扱わせるために指定する収納事務取扱金融機関がある。(ぎょうせい「地方財政小辞典」より)

指定金融機関業務

指定金融機関制度は、1963 年（昭和 38 年）の法改正により 1964 年から導入された。表 1 は、社団法人地方銀行協会が公表した意見書の中に記載されている地公体取引の類型である。

従来、指定金融機関という看板を獲得することは、地域金融機関のステータスであった。公金の収納・支払にかかわる手数料は無料とされ、全額金融機関側の負担で行員を市役所などに派出させていたが、豊富

な公金預金の運用、地方債の引受など資金取引の収益で、それらは相殺できると考えられていた。

しかし、このような総合的に収支をみる時代はすでに過去のものとなっているようである。近年、資金取引に該当する公金預金、地方債、長期短期資金の貸出という資金の調達運用の両面で、地公体は入札を導入し始め、より高い運用益、より低いコストでの資金調達を目指そうとしている。さらに、ペイオフ凍結解除を機に、公金預金の保全のため、地公体は定期預金から全額保護される流動性預金（2005 年 4 月からは決済用預金）、債券運用へのシフトを行い、また、預金先である金融機関の財務経営内容をチェックしている。

表 1 地方公共団体取引の類型

取引	業務の範囲	内容
役務取引	指定金契約に基づく業務	収納 窓口 口座振替
		支払 振込 現金支払
資金取引	指定金契約外業務	派出
		集配金、両替、現金袋詰め等
		預貸金取引 地方債(証書、証券)引受

資料)社団法人全国地方銀行協会「地方公共団体とお取引の維持・発展にむけて」2004 年 1 月

地方銀行の動き

最も多くの地公体の指定金融機関業務を行っている地方銀行では、業界をあげて地公体取引の採算性改善の働きかけを行っている。

地方銀行協会が指定金融機関業務についての考え方を初めて公表したのは2000年6月である。この背景には、1998年の地方財政危機にみるような地公体の財政悪化がある。資金取引に入札等が導入されると、指定金は旧来の資金取引の収益で役務取引のコストと相殺するという総合採算の取引が不可能になった。協会の指摘を要約すると、

収納・支払以外の業務も指定金融機関の業務のように同列に扱われている、公金預金、地方債引き受けなどが入札等になる中で、資金収支においてを吸収できるほど収益面で貢献していない、郵便局、コンビニ収納では、手数料が支払われており、同じ業務なのに公平ではない、となる。

04年8月の要望書の中では、協会加盟の64銀行が指定金となっている地公体は1674団体で、窓口収納は年間取り扱い数の4割強（2億1200万件）年間1000億円を超える負担をしていると推計している。

表2 地銀協の動き

2000年2月	非公募地方債の時価評価に関する要望書
同年6月	「今後の地方公共団体との取引のあり方」
同年12月	「地方公共団体との取引改善等に関する実態アンケート」
2003年9月	「地方公共団体関係団体」への要望書
2004年1月	「地方公共団体との取引の維持・発展に向けて」意見書
2004年8月	「地方公共団体関係団体および総務省」への要望書

資料：地方銀行協会ホームページ

各地方銀行は、協会の動きを参考に個別に各地公体とコスト負担の交渉を行っている。報道による各地域の動きを概観すると以下ようになる。

静岡県指定金である静岡銀行は03年

度から一人につき年間100万円の行員派出経費の負担、05年度からは窓口収納の有料化を実現した。

山形県の指定金である山形銀行では、03年度から高校授業料、04年度から県営住宅使用料で口座振込み手数料を1件10円の有料化を実現した。石川県の指定金である北國銀行では、2004年度から県立中央病院への職員3人の派遣に対し一人あたり100万円の有料化が実現している。

また、北海道では、北洋銀行（第二地方銀行）が02年度から道内4箇所（1市役所、3病院）で派出業務の有料化（計400万円）を実現した。03年度からは函館市との間で、出納事務取扱手数料として予算化が行われており、05年度は1,990万円が計上されている。

日本郵政公社とコンビニ

協会の指摘のように、民間金融機関以外に日本郵政公社およびコンビニでも税金収納等が可能である。

日本郵政公社の場合、地方自治法施行令第168条によると、指定金融機関及び指定代理金融機関にはなれず、収納代理金融機関と収納事務取扱金融機関になることができる。04年6月時点において、約500団体の収納代理金融機関となっている。郵便振替法に基づく郵便局での収納は、手数料支払が前提となっているため、各地公体は郵便局に当初より手数料を支払ってきた。

コンビニ等（私人）における地方税の収納は、2003年（平成15年）4月の地方自治法施行令第158条等の改正により可能になった。

地公体から支払われる手数料には、上記と民間金融機関、特に指定金との間には大きな格差があるようである。例えば、2005

年度から窓口収納の手数料支払を開始した静岡県では、指定金融機関である静岡銀行に31.5円(1件当たり)支払い(04年度までは無料)、コンビニには63円(自動車税、1件当たり)を支払っている。各種税金や利用料、口座振替、窓口収納等の種類・支払方法、あるいは地公体によって支払手数料体系は様々であるが、窓口収納を例にするとコンビニには一件当たり50円～60円程度、郵便局では帳票の種類によって異なるが、30円あるいは20円+払込総額による出来高払いなど、指定金では無料あるいは郵便局よりも低額な手数料が支払われているのが一般的のようである。

資金取引にみる地公体取引の変化

表3 指定金融機関の業態別状況

	都道府県	市	町	村	計
都市銀行	5	153	80	16	254
地方銀行	41	467	992	166	1666
第二地方銀行	1	28	69	11	109
信金	0	40	175	27	242
県信連・農協	0	30	432	229	691
その他	0	1	12	8	21
計	47	719	1759	457	2982

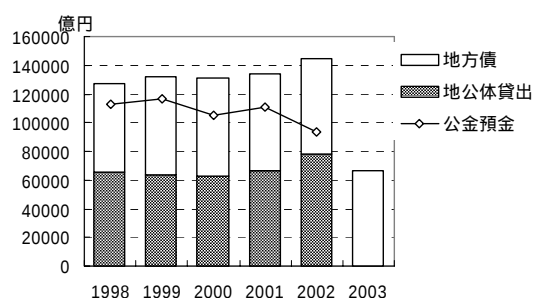
資料：2004.6月時点、農林中金調べ

指定金に指定されている数が最も多い業態は地方銀行(シェア56%)であるが、続いて農協(同23%)、都市銀行(同9%)、信用金庫(同8%)となる。農協は町村レベルでの指定が多く、村では地方銀行を抜いて最も多くの団体から指定金に指定されている。

地方銀行における資金取引

地方銀行の資金取引をみると、公金預金は減少傾向にあり、地方債保有は99年度をピークに減少している。他方で、貸出金は増加している。これにより、公金預金の残高と地公体融資の残高との差が縮小している。

図1 地方銀行にみる資金取引



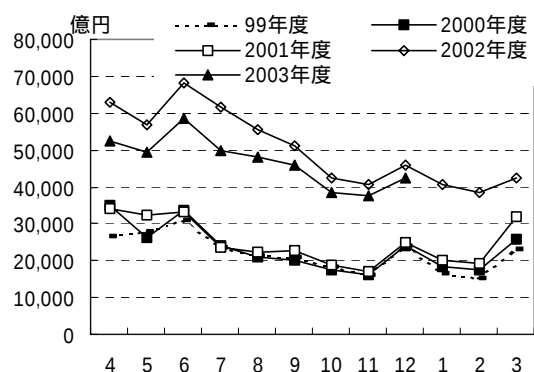
資料：日銀ホームページ

注1) 公金預金には、国からの預金である政府関係預り金と、地方公共団体、地方公営企業(地方公営企業法の適用を受けるもの)および5公団(日本道路、首都高速道路、石油、阪神高速道路、本州四国連絡橋)が含まれるが、近似値として代替。

注2) 統計データの更新が終了したため、2003年度末の地公体貸出および公金預金の残高は不明。

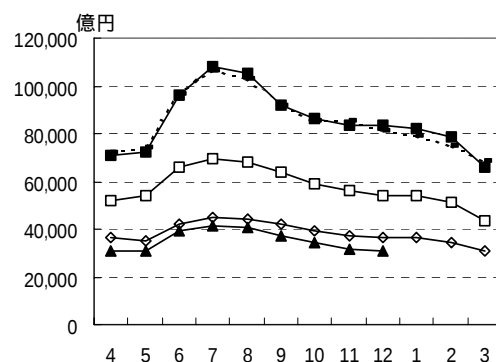
公金預金を定期性預金と要求払い預金とに分けてみたものが、図2、3である。

図2 要求払い預金の年度内変動



資料：図2.3共に日銀ホームページ

図3 定期性預金の年度内変動



年度内の変動をみると、納税期および交付税の交付期である6月末に要求払い預金

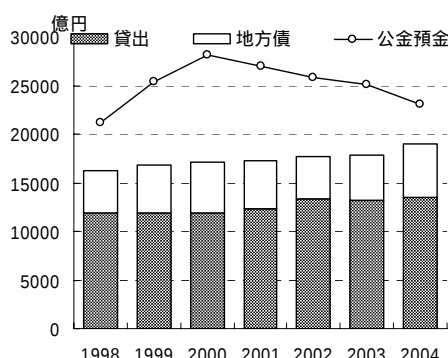
の残高が最大になっていることがわかる。定期性預金は7月にピークを迎え、年度末及び年初に最小となる注)。他方で、貸出金は年度末に最大となっている。

注) 組合金融 2001 年夏号岩淵道洋「地方公共団体の歳計現金残高推移と一時借入れ」

農協における資金取引

公金預金は減少傾向、貸出は増加傾向にある。他業態と比較すると、公金預金が貸出額を大きく上回っている。これは、農協は町村レベルの指定金に指定されている場合が多く、財政規模の小さい町村では地方債は政府資金に引受けられている割合が高いため、公金預金の額が民間借入れに比べ相対的に大きいなどの理由が推察できる。

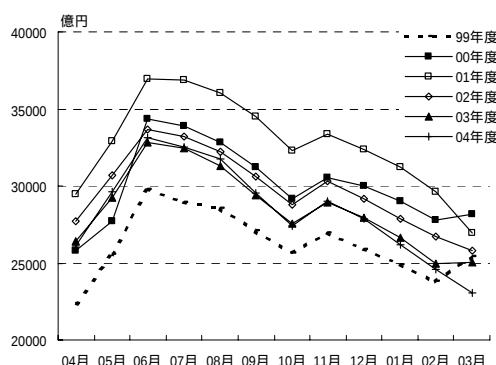
図4 農協にみる資金取引



資料：図4.5 共に農協残高試算表

但し、公金預金の年度内変動は年々小さくなってきており、公金預金が安定的調達資金とは言い難くなってきている。

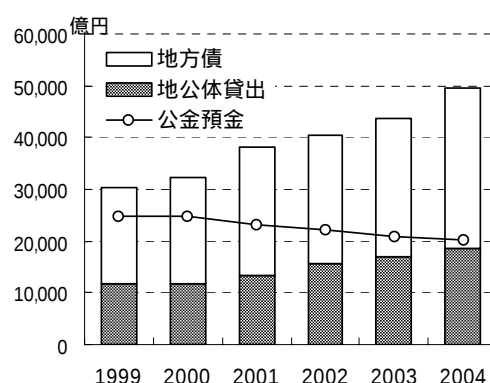
図5 農協の公金預金の年度内変動



信金業界における資金取引

公金預金は他業態と同様、減少傾向にあり、地公体向けの貸出と地方債運用はともに増大している。特に地方債保有額が急増している背景には、運用難から、プライマリーよりもセカンダリーで購入している地方債が多いと推測される。

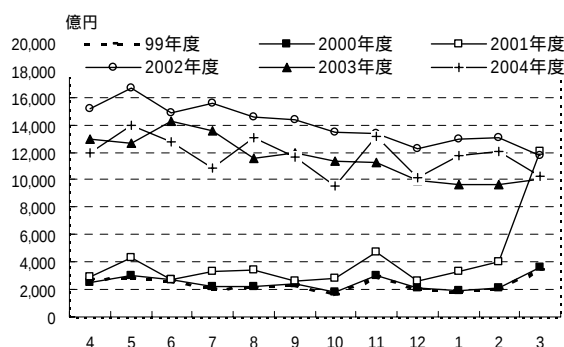
図6 信金業界にみる資金取引



資料：図6.7.8 共に信金中金総合研究所ホームページ

信金の要求払い預金の動向をみると、02年度4月のペイオフ凍結解除により、残高が格段に増えた。特に01年度の状況から、3月に資金シフトを行ったことが顕著に見て取れる。要求払い預金の99-2001年度(02年3月を除く)の年間の最大差(最大残高マイナス最小残高)は2000億弱レベルであるのに対し、4500億円規模になっている。

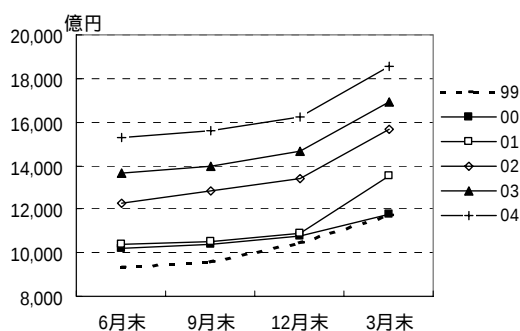
図7 要求払い預金の動向



信金業界での地公体貸出は、地銀業界と同様に年度末に最大となっている。特に01

年度末には急激に増加したが、ペイオフ対策として公金預金と相殺できるローン形態に地公体側がシフトさせたことが指摘できよう。

図 8 地公体向け貸出金の四半期の動き



三業態における地公体との資金取引

地公体との資金取引において、公金預金が減少することは金融機関にとっての調達資金が減少することを意味している。また、定期性預金から要求払い預金に移り、さらに年度内の変動も非常に大きくなっており、安定的な資金ではなくなったことが考えられる。預金保険料の違い（決済用、特定預金の方が保険料は高い）も金融機関側の負担になる可能性がある注）。

注）預金保険料率は、決済用預金が 0.115%、一般預金等は 0.083%。平成 15・16 年度は、「特定預金」（当座・普通・別段預金）が「決済用預金」とみなされて全額保護され、「その他預金等」（特定預金以外の預金等）が「一般預金等」として定額保護された。

地公体への貸出は、地公体側から見ると、銀行等引受債（証券形式）と一時借入を合算したものであるが、三業態共通して年度末である 3 月末に最大となっていた。貸出残高は、年々どの業態も増加している。貸出残高の増大は、財政悪化の背景から地公体の借入れが増えた点と、ペイオフ対策による証券から証書へのシフトが要因と考えられる。同様に、預金の減少も財政悪化による取り崩しとペイオフ対策のための運用の多様化（債券投資へのシフトや複数機

関への分散）が指摘でき、財政悪化とペイオフ対策により貸出残高と公金預金残高の接近がそれぞれの業態で起こっていると考えられる。

金融機関の保有する地方債は、市場公募債や銀行等引受債（証券形式）をプライマリーで引受けたもの、セカンダリーで購入したものに分けることができる。都道府県や政令市レベルの大きな団体の管轄内の地域金融機関は、で引受けた地方債を売却せずに、そのまま保有しつづける場合も多い。信金業界などは、地域にもよるが、よりもの余資運用としての地方債運用額が大きいと推察できる。

おわりに

本稿では、資金取引を量的側面から紹介したため、金利条件まで含める収益性という点からは限界があるが、指定金業務の採算という視点において、資金取引における収益で、その他の収納・支払業務等のコストを賄うという総合採算の時代は終わったといってよいだろう。地方債の引き受けには証券会社等の参入が増え、収納などにはコンビニや郵便局なども参入している。総合採算を前提とした指定金をはじめとする地域金融機関とは異なり、個別取引の採算性を前提にしている主体が競合者となる中では、地域金融機関も個別採算を重視した行動に変化していかざるをえないと言える。

現実には地域金融機関の中でも、収支の上で採算が取れなくても、指定金になれば、自らの金融機関としての信用力の向上、PR 効果といったメリットを重視しているところもある。指定金という看板をどのように判断するのが金融機関の経営課題として残っている。

しかし、ペイオフ凍結解除において地公

体が金融機関の信用力の審査を進めたように、今後、地公体の外郭団体等の整理が進む中では、地公体出資の団体であっても、その単体での財務・経営内容を審査しリスクに応じた金利を求めていくことは必要となっている。さらには地公体自身のリスク許容度、地方分権の進む中では、地公体自身の信用力をチェックしていかなければならない時代が来ている。金融機関にとって地公体への長期貸出（証書形式の銀行等引受債）は、調達資金の平均期間からも課題が多く、現在のような低金利下での固定金利では、積極的にはなれない。今後民間の資金需要が拡大してくれば、特に利ざやの薄い地公体への貸出には消極的になる機関も増えてくると考えられ、地公体といえども信用力に応じた金利条件の見直しが検討課題となってくるであろう。

地域金融機関にとって、その地域からの離脱は不可能であり、地公体が重要な取引先であることは言うまでもない。しかしながら、地公体も金融機関も透明で合理的な取引関係は、住民、株主等への説明責任の点からも必要とされ、金融機関と地公体の双方が自立した関係を構築することが急務である。収納・支払業務に関しては、マルチペイメントネットワークやクレジットカードでの税金支払いなど効率化、省力化への多くの新しい仕組みが出てきており、双方の負担を軽減し、改善していくことが期待される。

収益力向上に課題を残す大手金融グループの決算

鈴木 博

要旨

主要7金融グループの2005年3月期決算は、個々のグループによって差はあるものの、全体として、不良債権処理にかかる与信関係費用の減少を主因に黒字体質化が進み、不良債権比率も大きく低下するなど財務内容も改善した。しかし、本業の収益動向を示す業務粗利益は依然減少傾向にあり、役務取引等利益は増加したが最大のシェアを占める資金利益の減少が続くなど、収益性向上はあまり進んでいない。収益力強化の観点からの貸出業務の再構築やノンバンクを含むグループ会社のシナジー効果発揮が必要と思われる。

黒字計上が増えた大手金融グループの決算

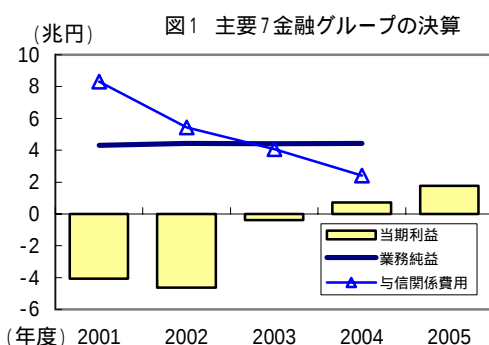
2005年3月期の手当金融機関の決算は、主要7金融グループ（図1の注1参照）についてみると、三井住友フィナンシャルグループとUFJホールディングスを除いて、5グループが経常利益、当期利益とも黒字を計上するなど、全体として黒字体質化が進んだ。

黒字体質化が進んだ最大の要因は、不良債権処理にともなう与信関係費用（貸出金償却費や貸倒引当金繰入額など）が減少し、

業務純益の範囲内に収まってきたことによるものである（図1）。主要7金融グループ合計の与信関係費用は、2004年度は2兆4千億円程度となり、前年度の4兆円強の水準から大きく低下した。

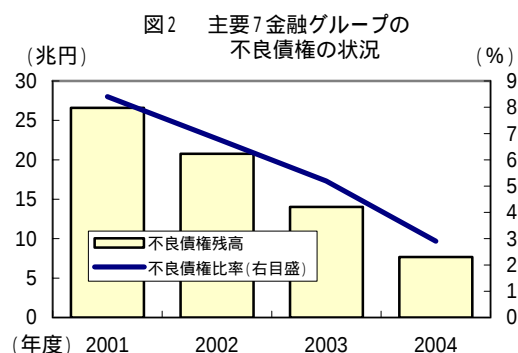
不良債権処理の進捗

与信関係費用の低下とともに、不良債権残高や不良債権比率も低下した。2002年10月に公表された金融再生プログラムにおいて、2004年度までに主要行の不良債権比率を半分程度に低下させる方針が打ち出されたが、2004年度末の主要7金融グループの不良債権比率は2.9%となり、2001年度末の



資料 各社決算短信、同説明資料

- (注) 1. 主要7金融グループ(みずほフィナンシャルグループ、三菱東京フィナンシャルグループ、三井住友フィナンシャルグループ、UFJホールディングス、りそなホールディングス、住友信託、三井トラストホールディングス)の連結決算数値の合計
 2. 業務純益は一般貸倒引当金繰入前
 3. 与信関係費用は業務純益から控除する項目であるが、上図ではプラス表示
 4. 2005年度は各社の決算予想数値



資料 各社決算短信、同説明資料

- (注) 1. 不良債権は金融再生法開示債権
 2. 各社の銀行・信託銀行子会社の合算(りそな信託は含まず、みずほ信託は2002年度以降含む)

8.4%に比べて3分の1近くまで低下した(図2)。また、個々のグループにおいても、金融再生プログラムの目標を達成した。

各銀行の自己資本については、銀行によってやや格差はあるが、一時問題となった中核的自己資本(Tier 1)に占める繰延税金資産の割合は全般的に低下しており、今後は公的資本返済の動きが本格化するものと思われる。

以上のように、主要金融グループの決算の好転は、不良債権処理が進捗してその負担が減少してきたことに主因がある。

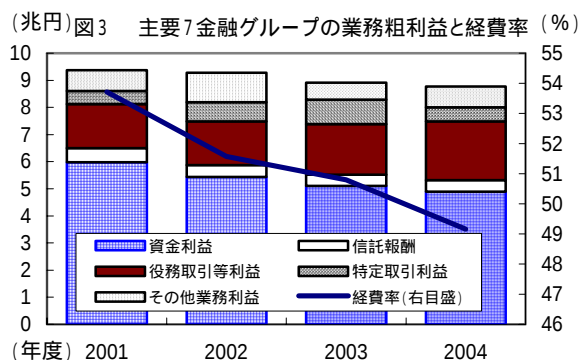
こうした傾向は、2005年度にはさらに明瞭となる。各社の決算予想によれば、2004年度に高水準の不良債権処理負担によって赤字決算となった三井住友フィナンシャルグループやUFJホールディングスも、2005年度には黒字に転化し、7金融グループ(2005年度下期以降は三菱東京フィナンシャルグループとUFJホールディングスの合併が予定されており6グループとなる見込)のすべてが黒字を計上する見込みである。各社の不良債権処理の進捗度合等を勘案すれば、その実現の可能性は高いとみられる。

収益性向上に遅れ

しかし、一方で、収益性の向上はあまり進んでいない。金融機関の本来業務に基づく収益を示す業務粗利益(トップライン収益)は、個々のグループによってその大きさや動きに違いはあるが、主要7金融グループ全体として、過去3年間は減少傾向で推移してきた(図3)。各種手数料などが含まれる役務取引等利益は増加しているが、最大のシェアを占める資金利益が減少傾向にあ

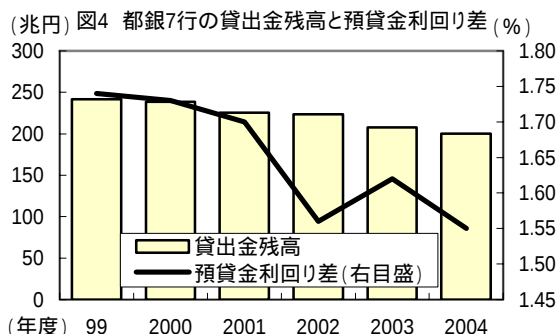
ることが業務粗利益減少の主因である。

図1でみたように、主要7金融グループの業務純益は過去3年間ほぼ横這いで推移し



たが、業務粗利益が減少傾向にあるなかで、経費率が大きく低下しており(図3)、人件費や物件費などの営業経費の削減によって業務粗利益減少を埋め合わせ、業務純益の低下を回避してきたことがみとれる。

次に、業務粗利益減少の主因である資金利益の減少は、主として、貸出金残高の減少と預貸金利回り差の縮小によってもたらされたものである。主要7金融グループの貸出金の大部分を占める7都銀の貸出金残高と預貸金利回り差の推移をみると(図4)



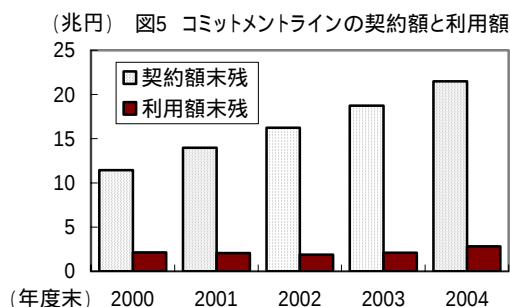
貸出金残高は、資金需要の低迷や不良債権処理などの影響もあり、年々減少を続けており、2003年度には前年度対比▲16兆円となり、2004年度も同▲8兆円となった。また、預貸金利回り差も縮小しており、2002年度に大きく縮小した後、2003年度はやや持ち直したが、2004年度に再び縮小し1.55%となっている。

資金利益の減少には、保有有価証券の利回り低下なども影響しているが、最大の要因は上記のような貸出金残高の減少と預貸金利回り差の縮小である。

貸出業務の収益性について

主要7金融グループの資金運用の中心は貸出金であるが、前記のように、貸出業務にかかる資金利益は減少傾向にある。ただし、これに関しては、若干の修正が必要である。近年、貸出業務においては、コミットメントラインなどの与信形式やシンジケートローンなどの与信方法が増加している。

コミットメントラインの場合、その契約額末残は2004年度末で22兆円（但し、7グループ以外に地銀や第二地銀なども含めた金額）に達しているが、コミットメントラインにかかるコミットメントフィーは資金利益ではなく、役務取引等利益に含



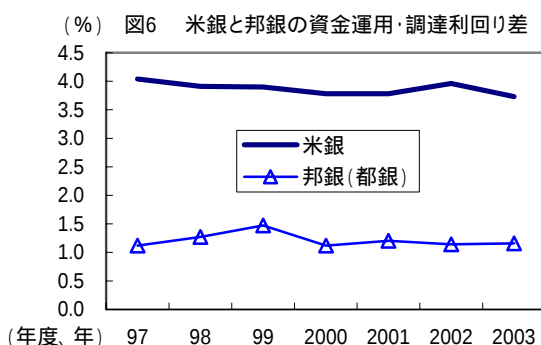
資料 日銀「金融経済統計月報」

(注) 1. 主要7グループ以外に地銀、第二地銀、新生あおぞら銀行を含む

まれる。シンジケートローンの手数料も同様である（ローン自体は資金利益に寄与）。このほか、貸出債権を証券化して売却したような場合も、元利償還金の管理などのサービサーとしての収入は役務取引等利益となる。このため、こうした業務の拡大は資金利益の増加につながりにくく、役務取引等利益を増加させることとなる。

貸出業務の収益性を考える場合には、上記のような動きを考慮する必要があるが、それらを含めた場合でも、米国商業銀行と比べると、邦銀の低収益性は明瞭である。

図6は米銀と邦銀（都銀）の資金運用と資金調達との利鞘をみたものであるが、都銀が1%台強の利鞘であるのに対し、米銀は4%程度の利鞘が存在している。米銀の場合はこうした利鞘の厚さに加えて、信用リスクのコストも収益の範囲内に十分に抑えられている。図6では、有価証券による資金運用なども含まれているが、利鞘の格差の主因は何と言っても貸出金の利鞘である。



資料 FDIC、Banking Statistics

全銀協「全国銀行財務諸表分析」

米銀の場合は、貸出全体に占めるホームエクイティローンを含む不動産担保貸出やクレジットカードによる消費者信用などの個人向け貸出の割合が大きいのにに対して、邦銀の場合は企業向け貸出の割合が大きく、こうした貸出内容の相違が、利鞘の格差に

影響している。

大手金融グループの収益力強化の戦略

不良債権処理費用の増加などもあり、邦銀はここ数年リテール戦略を強化するなどの収益性向上対策を実施してきた。

貸出業務では、個人向け住宅ローンの積極展開や消費者金融会社との提携などによる消費者向け貸出の拡大、中小企業向けの無担保・第三者保証不要のビジネスローン伸張などの対策を実施し、住宅ローンや中小企業向けビジネスローンなどにおいては、それなりの成果もみられた。しかし、現状では、貸出金全体の構成を大きく変えるには至らず、従って、前記のように、預貸金利回り差は依然縮小傾向にある。

非金利収入の分野では、投資信託や保険商品の窓販、シンジケートローンの推進などによる手数料収入の拡大、振込手数料などの増加などに取り組み、役務取引等利益は前記のように大きく増加した。しかし、資金利益の減少を埋め合わせるまでには至っていない。

トレーディング勘定の損益である特定取引利益や債券や外国為替の売買益などが含まれるその他業務利益は、相場変動等によって大きく変動するため、収益の柱にはなりにくい。

不良債権処理がほぼ終了したと思われるみずほフィナンシャルグループや三菱東京フィナンシャルグループの2004年度決算において、ROA（総資産利益率）は0.3%～0.5%程度である。これを欧米の大手金融グループと比較すると、リテール業務の収益性が高いシティグループやバンカメなどは1%を大きく上回っており、その格差は大き

い（注1）。

今後の方向としては、各社とも、住宅ローンや消費者ローンの増強、カード事業や金融商品販売の強化、中小企業向け貸出増加などのリテール業務への一層の注力、投資銀行業務の拡大などの戦略を打ち出しているが、収益力強化には、資金運用の最大のシェアを占める貸出業務の収益性向上が必要である。それには、消費者ローンなどの利鞘の厚い貸出を取り込んでいくとともに、法人向け貸出について、貸出対象となる資金用途に応じて、プロジェクトファイナンスやノンリコースローンなどの融資手法を活用し、その対象事業のリスクに見合った金利設定を行うなどの工夫が必要であろう。

また、邦銀の貸出業務の低収益性については、個人の資産選択が預金に集中し、このため預金取扱機関による貸出を通じた資金供給が借入需要に比べて相対的に大きいことも一因と思われる。「貯蓄から投資へ」の流れのなかで、預貸金業務による収益性よりも、投資信託の組成・販売等の収益性の方が高い状況であれば、そうした分野にシフトしていくことも有効であろう。

また、銀行以外のクレジットカード会社や消費者金融会社、あるいは資産運用会社などのノンバンクも含めたグループ全体のシナジー効果発揮による収益向上も重要と思われる。

（注1）欧米の大手金融グループでは、リテール部門のウェイトが高いシティグループやバンカメなどのROAが高く、HSBCなどがこれに続くが、企業取引やホールセール部門のウェイトが高いJPモルガン・チェースやUBSなどのROAは、それほど高くない。

営業力強化を図る静清信用金庫

古江 晋也

- ・静清信金は昨年以降、渉外活動や業務プロセスの見直しを行い、「攻めの経営」へとシフトすることで地域金融機関のひしめく静岡市内の競争激化に対処しようと努めている。
- ・業務プロセス等の見直しは、渉外担当者の午前中の業務を集金から融資開拓にシフトさせ、成約の可能性を勘案して訪問回数を調節するなど費用対効果を念頭においた渉外活動の見直し、営業推進方策やアプローチ先の動向に関する本支店間の緊密な情報共有、渉外活動成果の「検証・確認」の徹底化、の三つにまとめることができ、このプロセスを実直に行うことで組織を活性化させた。
- ・静清信金は法人部門・個人リテール部門の区分を行わず、営業を展開している。中小企業・個人企業融資では、決算内容を融資条件とせず、事業者の人柄、資質、風評、地元での実績などを基準に審査する「ご近所ローン」を導入した。個人リテールでは、住宅ローンの借換融資が増加し、顧客の立場に立った提案型営業を心掛けている。
- ・支店では融資担当職員の渉外活動への参加、後方事務担当と窓口担当が業務の繁閑に応じてサポートしあうなど、営業力強化に向けた効率的な人員活用を行っている。

静清信金の概要

静岡県は比較的都銀の影響が少なく、また信用組合も少ないため静岡・清水・スル

ガの地銀3行と14の信用金庫の活躍が目立つ地域である。製造業などの産業基盤が比較的維持されているため、各金融機関の経営も他地域に比べると劣化度合が小さく、地域金融機関の合併・再編の少ない地帯である。

静岡市内は、静清信用金庫（以下、静清信金・写真1）、静岡銀行、清水銀行、しずおか信用金庫等が本店を置く金融激戦区であり、とりわけ、静清信金としずおか信用金庫は、営業エリアの約8割が重なっている。静清信金は静岡市内を中心に43店舗を展開し、静清信金の貸出金業種別残高構成（2005年3月末）は、個人・31.2%、製造業・19.7%、卸売・小売業・13.9%、不動産業12.0%となっている（静清信金の概要は表1を参照）。

最近の静岡県中部地区景況は、約4割の

写真1、静清信金本店



中小企業が景気回復を実感しており、設備投資意欲も高まっている状況にあるという（2005年1月時点）^{（注）}。こうした地域経済を背景に静清信金は、昨年以降、渉外活動や業務プロセスの見直し等を行い、攻めの経営へとシフトすることで、競争の激化に対処しようと努めている。

（注）静清信金・経営相談部が静清信金取引先企業の経営者で構成された「せいしんビジネスクラブ」に行ったアンケート調査より。

渉外活動の見直し

静清信金は組織内で個人リテール部門・法人部門の区分をしておらず、営業推進部が両部門を管轄し、営業店でも個人・法人を区別せずに営業を展開している。

昨年、静清信金は事業融資および住宅ローンを中心に大きく伸ばした。この要因は静清信金が渉外活動の見直し、営業店管理の改革など一連の業務プロセスを抜本的に見直したことに秘密がある。

渉外活動の見直しは、まず渉外担当者に午前中は事業者融資開拓活動に専念させ、午後は、渉外担当者の判断で融資開拓や集金・サービス業務を行うこととした。

支店内・本支店間の情報共有化

渉外活動で集められた情報は支店内・本支店間で共有化することが試みられている。渉外担当者は、収集した情報をノートに記録する。このノートを当金庫では「情報ノート」と呼び、誰がどのような情報を集めてきたのか、が記される。渉外担当者は情報ノートを日報とともに夕方、支店長へ提出する。支店長は情報ノートをもとに案件

表1 静清信金の概要（単位：百万円）

	2003年3月期	2004年3月期
経常収益	11,798	11,553
経常費用	10,583	10,334
当期純利益	883	1,186
預金積金残高	539,161	549,859
貸出金残高	311,638	321,180
会員数	49,632人	50,126人
職員数	622人	603人

成約の難易度等を考慮して担当者に割振る。この作業は毎日行われている。

また、営業店は、融資の見込み先をリストアップして本部と事前協議を行う。この時、資産状況、計画の妥当性などの資料も一緒に提出する。

案件が融資条件と合わない場合の対応も本部と協議しておく。このように支店と本部が事前の協議・検討を緊密に行うことによって融資決定のスピードが早く、案件成約後の手続きもスムーズに行くという。さらに、本支店間の緊密な連携は、支店と本部の心理的な距離を縮める役割もあるという。

行動管理による「検証・確認」

静清信金の業務プロセスの見直しで特筆すべきことは、営業活動が本部の指示通りに行われているかどうかを「検証・確認」することにある。従来は、本部が営業活動についての方針を打ち出しても、営業店が実行したかどうかについては特に確認しなかった。そこで、本部が定めた目標を各営業店が達成したかどうかの確認を徹底することにしたのである。

定期積金は費用対効果で

定期積金には費用対効果の考え方を取り入れた。定期積金は、集金とともに顧客の住宅取得計画や子弟の進学などの融資案件獲得につながる情報収集を行うことに意義がある。ただし、静清信金は成約に結びつく情報がなかなか得られないと判断した場合、一定の基準を設定して定積集金を行わないことで合理化を目指した。

つまり、静清信金の業務プロセス改革をまとめてみれば、融資開拓および費用対効果を念頭ににおいた渉外活動の見直し、本支店間の緊密な情報共有、本部による「検証・確認」の徹底化、の三つにまとめることができ、このプロセスを実直に行うことで組織を活性化させていったといえる。

営業店における渉外業務

静清信金はフェイス・トゥ・フェイスを重視する地域金融機関であるが、その一方でデータベースを用いた取組みも行っている。データベースは、すべての支店で活用でき、顧客の財務状況に応じた金利設定や金融商品販売を行っている。

例えば、片羽支店（写真2）の貸出は、肩代わり案件獲得が中心である。渉外担当者は、融資先企業の問題解決につながる提案型営業を心掛けており、提案型営業を行うための必要な情報は、静清信金が蓄積したデータベースや経営相談部が発行しているレポートを活用している。

中小企業・個人事業者への営業

静清信金における中小企業・個人事業融資の取組みとして注目される商品は、「ご近所ローン」である。「ご近所ローン」と

は、営業区域内の法人・個人事業者を対象にした無担保ローンであり、運転資金・設備資金として活用することを目的とし、融資限度額は500万円までである。小口分散することで信用リスクを小さくしているといえる。

「ご近所ローン」の特色は、融資決定に決算内容を条件としていないことであり、決算が赤字であっても融資を行う場合がある。審査プロセスは、支店長がローン利用希望者と面接し、人柄、資質、経営状況、風評、地元での実績などを重視する。そのため、「ご近所ローン」は、「融資の目利き」を育てることになり、若手職員に融資業務を教える教材ともなる。

2004年9月に始めて以来、3月末までに融資先は700件を超えている。なお、5月末時点で、倒産した融資先は1件もないとのことである。

2005年4月以降は、「ご近所ローン」の他にも「ご繁盛融資」「ご活躍融資」「ご近所当貸」等融資関連商品を拡充し、さらに活発な事業展開を行っている。

融資案件により、本支店間で事前協議・検討が行われる。本部が統一的なフローチャートやマニュアルを作成し、業務の簡素化が図られている。マニュアル上は融資判断上、必ず押えるべき情報と多少遅れても差し支えない情報が明確に区分されており、スピーディな回答が顧客にできるようになった。

個人リテール業務

個人リテール業務として当金庫は住宅ローンに力を入れ、相談プラザが地場の工務店・建設業者の窓口となっている。相談プ

写真2、静清信金片羽支店



写真3、静清信金相談プラザ



ラザ（写真 3）は本店ビルに隣接して設置され、業者開拓を主な業務としている。業者訪問は 3 名で行っているが、個人顧客が来店することもある。管轄支店の支店長は、信用力のある業者をリストアップし、相談プラザ職員はリストアップされた業者を訪問する。

新規業者開拓では、まず業者に住宅ローンのパンフレットを渡し、挨拶を行うことから始まる。訪問 3 度目ぐらいから徐々に案件を紹介してもらえるようになるという。既存の業者顧客には 2 ヶ月に一度は訪問を行うことで業者と継続的な関係を築こうとしている。

相談プラザは土曜日にも営業を行っており、

現地販売会などに出向いて業者の営業マンやローン利用者に対する営業活動を行う。なお、相談プラザには融資についての決裁権限はなく、所轄の支店で融資案件は処理される。

一定の条件を満たした住宅ローン案件は、「せいしん信用保証」が保証を行い、支店長の権限で決裁される。保証会社の基準に満たない案件については支店長が融資部と協議を行い、プロパー融資が行われることもある。

条件に当てはまらない案件は、支店が本部にファックスを流し、本部の融資判断を待つ。本部は融資できない案件である場合には、案件を獲得しやすいように改善点を指摘する。ただし、リスク判断については機械的、硬直的なものとならないように留意している。

最近では住宅公庫からの借換融資が多く、借換案件を獲得するため情報収集がますます重要となってきた。案件獲得は、より低い金利が決め手となることが少なくないが、目先の金利負担の軽さではなく、最終期限までの損得判断を示すなど顧客の立場に立った営業を試みている。審査期間は 1～2 日である。

高齢者層の囲い込み

静清信金は、個人リテール戦略として高齢者層の囲い込みも積極的に行っている。当金庫内では若年者対応に比べ、年金受給前の顧客層に働きかけるほうが効果的との見方も多い。

高齢者層を取り込むため年金受給者を対象とした『youyou 倶楽部』を設立し、大相撲観戦、京都の紅葉狩りや寺院巡り、観劇

等の企画を行い、営業活動に繋げている。年金受給前の顧客層に対しては年金予約に力を入れ、年金予約や年金指定を行った顧客には、誕生日プレゼントや各種優遇措置の適用を行うという。

例えば片羽支店は 1 日の平均来店客数が 120 名程である。同支店は年金相談日に来店者に苗の小鉢をプレゼントするなどイベント的なことを行い、顧客来店誘致にも取り組んでいる。

店舗戦略

店舗政策上は市場状況、取引状況、収益性等を勘案した店舗特性により、各営業店を総合推進店舗、事業者推進店舗、消費者推進店舗、効率化店舗に区分しており、それぞれの特性に応じた業績目標を付与している。

なお、末広支店と西小川支店の 2 店舗は、原則、預金・消費者ローン取扱のみの個人特化型店舗である。末広支店は清水支店の、西小川支店は焼津支店のサテライト店へと変更され、事業融資等は母店である清水支店や焼津支店が担当している。

現在、狭域高密度に店舗網が確保されているため、新規出店は考えていない。

支店における営業推進方針は本部と個別折衝を行い、方針決定が行われる。「営業係」「融資係」といった組織上の区分を無くし、「営業係」とした。そのため、融資担当者は外回り営業も行い、融資担当者が営業を行っている間は、他の職員が融資窓口業務を担当する。

また従来テラーは通帳を受け取り、管理者は印鑑照合、検印作業を行っていた。しかし、今日では窓口の端末のみで処理が行

われ、バックオフィス業務の省力化が進んでいる。そこで静清信金は「共同机」という数人が作業できる机を設置することにした。共同机は高さを調整することができ、日中は机を高くした状態にして、職員は立ち姿勢のままで作業を行う。これは、店頭業務を優先させ、機敏な業務を行うことを目的としている。

おわりに

静清信金は業務の見直しによって組織を活性化し、「攻めの経営」に転換している。つまり、営業力強化のための人員配置、融資案件獲得を最優先した渉外担当者の活用、「ご近所ローン」などの新規商品開発と積極的な販売を実施することで業績の改善を図っている。

さらに本部が行う営業店の実施事項に関する検証・確認は、業績向上をより確かなものにする上で重要なプロセスである。ただし、検証・確認作業が十全に機能する前提条件は、本部と支店の間で常に緊密な情報の共有化が行われることにあり、組織内部の風通しの良さや気兼ねなく情報交換できる体制が不可欠であるといえよう。

親和銀行の店舗戦略

永井 敏彦

要旨

- ・ 親和銀行は、平成 15 年 4 月の九州銀行との合併以降、経営効率化の柱として店舗統廃合に取り組んでおり、店舗数を 180 カ店から 138 カ店へと削減した。
- ・ 店舗統廃合に伴う顧客の利便性低下を補完するために、コンビニ ATM 提携の拡充や、インターネット・バンキング等チャネルの多様化に取り組んでいる。
- ・ 同行の営業エリア内には数多くの離島があるが、同行の支店が島内住民にとって不可欠なインフラであることに鑑み、島内で唯一の支店の統廃合は避けるようにしている。
- ・ このように同行は、「経営の効率化」と「地域への貢献」を共に追求している。

地域経済と顧客基盤

親和銀行は長崎県の地方銀行であり、明治 12 年 (1879 年) に前身の第九十九国立銀行として、平戸で創業を開始した。その後地域の金融機関と合併を繰り返し、昭和 14 年に現在の親和銀行がスタートした。平成 14 年 4 月には持株会社として「九州親和ホールディングス」が設立され、「親和銀行」と「しんわディーシーカード」がその傘下に置かれることとなった。

表 親和銀行の概要

(平成16年3月31日現在)

創業	明治12年2月15日
設立	昭和14年9月1日
資本金	209億円
従業員数	2,336名
預金	2兆3,778億円(譲渡性預金を含む)
貸出金	1兆9,015億円

資料:株式会社 九州親和フィナンシャルグループ
2004ディスクロージャー誌

本店所在地の佐世保市はもともと人口が 100 人程度の小さな村であったが、石炭が産出され軍港が設立してから人口が増え、戦前は軍の基地として栄えた。

長崎県の主たる産業は造船業・水産業・観光業である。水産業は漁業者の高齢化等により先行きの拡大が難しい状況にあるが、観光業については回復の兆しがみられる。ハウステンボスは経営破綻以降再生を進めており、この 2 月頃から来客数が増えている。韓国や台湾からの観光客も多い。造船業の受注は足下では良いが、長期的な受注見通しには不透明感もある。

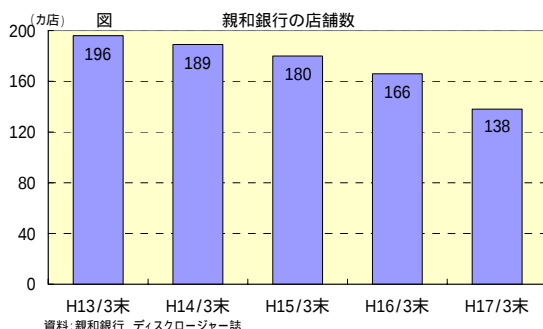
同行はもともと長崎県を主たる基盤としていたが、平成 15 年 4 月の九州銀行 (本拠地は佐世保市だが福岡県に積極的に進出していた) との合併を機に、福岡県も主要営業エリアに加わり、今では福岡県・佐賀県も含めた「北部九州経済圏」を主要営業基盤としている。平成 16 年 3 月末現在の北部九州 3 県ベースでみると、預金残高県別シェアは長崎県内が 73.2%、福岡県内が 18.9%、佐賀県内が 4.4% であり、貸出金残高県別シェアは長崎県内が 62.9%、福岡県内が 26.5%、佐賀県内が 2.9% である。また、貸出金の中身をみると、中小企業向けが 66.1%、個人向けが 18.7% であ

る。

個人ローン残高は全体の 2 割弱の水
準であるが、今後この分野を伸ばしてい
く。長崎県では若者の流出により人口構
成上高齢者の割合が高まっており、高
齢者の金融ニーズを捉えることが重要に
なってくる。また長崎市内など市街地
での住宅建設が活発であり、住宅ローン
への取組みを強化している。

店舗統廃合への取組み

九州銀行との合併(平成 15 年 4 月)
以降、親和銀行にとって合併効果の実
現による経営効率化が重要な課題であ
り、その柱は店舗統廃合であった。合併
直後のゴールデンウィークに旧九州銀行
の店舗に親和銀行のシステムを導入す
る統合作業を行った。そして約半年間の
システムフリーズ期間の後、平成 15 年
10 月から経営統合による重複店舗の統
廃合を開始した。平成 15 年 3 月末時点
では 180 店舗であったが、その後合計
42 店舗を統廃合し、現在(平成 17 年 4
月 28 日)は 138 店舗となり、統廃合はほ
ぼ収束段階にある(図)。



店舗統廃合の基本は重複店舗の解
消である。ある店舗から半径 1km 以内
(福岡市内の場合は半径 3km 以内)を
目安に配置されている店舗が、重複店

舗として統廃合の検討対象となり、支店
配置図から重複店がリストアップされた。
但し、実際の統廃合店選定にあたって
は、どのようにしたら顧客に対する影響を
最小化できるか、また廃止店舗の職員
や業務を受け入れる支店のキャパシテ
ーが十分か、駐車場スペースは十分か、
統廃合対象店舗の立地条件(住宅地
か商業地か)等、様々な要因を考慮し
た。

顧客から店舗統廃合に関する反対意
見がなかったわけではない。しかし統廃
合は経営の重要課題であったことから、
粛々と進められた。そして、実際の統廃
合のスピードは、当初計画を上回るもの
であった。統廃合を進めるにあたって最
も意識しなければならないのはスピード
であり、集中的に行うことだからである。
時間をかければかけるほど、収益改善効果
が薄れ、経営効率化も遅れてしまう。店
舗統廃合を実施すれば、預金残高等
業務のボリュームが縮小することは不可
避であるが、そうであるとしても統廃合を
先送りする選択肢はないと考えた。最近
長崎県内の支店では、統廃合後の影
響による預金残高減少も、下げ止まりを
みせている。

但し、顧客の利便性低下をカバーする
措置は必要である。顧客のキャッシュ・ポ
イントをカバーするために、アイワイバン
ク・ローソン・イーネットとの提携により、
ATM サービスを拡充した。また以前より、
インターネットバンキング・テレフォンバン
キングに取り組んでおり、顧客が振込
み・残高照会・ローン等の資料請求時に
使えるようになっていたが、今後店舗削

減を補完する措置として、これらのチャネルを一層活用したいと考えている。

現在店舗統廃合がピークアウトの段階に入ったことから、今後の焦点は、店舗数削減による合理化から、店舗の機能分化に移る。今年度から長崎市・佐世保市内などエリアブロック制を導入している地域で、店舗を母店（中核店）とサテライト店に分ける。法人融資機能は母店に集約し、サテライト店は個人取引に特化する。サテライト店は来店誘致型であり渉外機能がないため、必要があれば母店から渉外担当者を派遣する。またサテライト店となる支店と取引していた法人顧客に対しては、近隣支店を利用できなくなる代替措置として、法人向けインターネットバンキング・サービスを提供する。



親和銀行本店

離島での金融インフラとしての役割

長崎県内には離島が多い。対馬は九州と韓国のちょうど中間点に位置しており、長崎県に所属しているが、地理的には福岡県に近い。交通手段としては福岡空港発の飛行機が1日2便あり、高速艇であれば福岡からおよそ2時間である。壱岐は、福岡からおよそ1時間であ

る。

五島列島は長崎県の西部沖合いに位置しているが、北東部の上五島には佐世保市から、西南部の下五島（福江島）には長崎市から高速艇が出ており、それぞれ1時間程度かかる。

また長崎県北部の鷹島町は距離的には九州本土に近いが、完全な離島である。

親和銀行の特徴の一つは、これらの離島内に支店を配置していることである。離島での金融機関の店舗配置状況は島によってまちまちだが、親和銀行の他には郵便局や漁協等の支店が配置されている。いずれの金融機関の支店も島にとって不可欠な金融インフラである。

長崎県内では市町村合併が急速に進んでおり、離島もその例外ではない。平成16年3月に対馬島内6町が対馬市に統合され、壱岐島内4町が壱岐市に統合された。また同年8月には上五島地区の5町が合併し、新上五島町が誕生した。親和銀行は、市町村の公金取扱業務の関係で1市町村最低1店舗の原則を採用しており、これが店舗統廃合の一つの制約条件であった。しかし今後は、市町村合併の動向をにらんだ店舗統廃合のシナリオを描くことができる。

このように島内の複数店舗の統廃合は視野に入っているが、島内の唯一の支店は原則として廃止していない。離島内は人口が少ないこともあり、支店職員一人当たりの経営指標は全て平均を下回っており、効率性の観点からは本来支店を維持することは難しい。しかし、水産業が各島の重要な産業であり、これをサ

ポートしていく必要がある。親和銀行の店舗は、かなり以前から設置されていたという経緯もあり、住民にとって不可欠なインフラになっている。

親和銀行は、離島に支店を残すことは効率性の面で問題が残るものの、地域金融機関の使命だと考えている。以上のように、同行は「経営の効率化」と「地域への貢献」を共に追求している。

米銀の店舗戦略 - 5

～ ウェルズ・ファーゴのインストアブランチ戦略 ～

永井 敏彦

要旨

- ・ ウェルズ・ファーゴは、自己資本 Tier1 ベースで全米第4位の大銀行である。リテール金融分野に力を入れており、「全ての商品を揃え、多様なチャネルを通じて、より多くの人により多くの商品を販売する」戦略を掲げている。
- ・ 店舗展開の目的は、地域での金融商品販売の高いシェア確保である。店舗戦略の要となるインストアブランチは、地元有力スーパー店舗内に設置された支店であり、週7日営業をしており、顧客利便性が高い。
- ・ インストアブランチには、通常の支店にはないメリットがある一方で、課題もいくつかある。店舗戦略全体の中でインストアブランチにどのような役割を求めるのか、を明確にしておくことが大切である。

ウェルズ・ファーゴの沿革

ウェルズ・ファーゴは、1852年に Henry Wells と William Fargo が共同で、サンフランシスコに Wells Fargo & Company を設立したことから誕生した。設立当初は、駅馬車網で手紙や金塊を運ぶ宅配業のほか、送金、預金、金の売買（金地金とドル金貨の両替）、貸金庫等の業務を営んでいた。1860年代には米国西部開拓の進行に歩調を合わせ、拠点数を拡大した。1869年には大陸横断鉄道の完成により、西部と東部の輸送を独占する地位が失われたが、鉄道がない場所への配送のために、駅馬車は20世紀に入るまで活躍し続けた。1905年には銀行部門と宅配部門が分離され、1918年には宅配部門の売却により、ウェルズ・ファーゴは純粋な銀行となった。

その後ウェルズ・ファーゴは、他行を買収することで規模を拡大した。1996年にはロサンゼルスに本拠を置くファースト・インターステート・バンクの敵対的買収に

踏み切った。両銀行ともに経費の伸びを抑制している高収益銀行であったため、統合後のウェルズ・ファーゴは経費を一層削減して経営効率を高めることで、収益力では最強の銀行になる、というのが金融関係者の一致した見方であった。しかし、この買収が裏目に出た。徹底的なコスト削減という方針に対して、ロサンゼルス市の市民や経済界から猛烈な反発が出たが、重複店舗の大量閉鎖、情報システムのスピード統合、7千人の人員削減が強行された。この結果、ATMや小切手決済などで処理ミスが多発したことで顧客からの信頼が低下し、年間10%近い預金が流出するという深刻な顧客離れが発生した。また大幅な人員削減計画が、旧ファースト・インターステート行員の反発を招き、予定していなかった1万5千人の行員まで退職した。こうしてウェルズ・ファーゴは経営危機に陥り、単独での生き残りが難しくなった。

98年6月にウェルズ・ファーゴは、ミネソ

タ州に本拠を置き中西部で勢力を伸ばしていた地域金融機関ノーウェストに買収された。存続会社はノーウェストであったが、ブランド価値が高いウェルズ・ファーゴの名があえて残された。旧ウェルズ・ファーゴが失敗した轍を踏まぬよう、統合処理には二年半という比較的長い期間が費やされた。コスト削減よりもむしろ、高い収入の伸びを確保することで利益を増加させる戦略がとられた。人員削減は極力抑えられ、成長分野へのシフトが行われた。この結果、従業員の混乱は回避され、異なる企業文化の融合も進んだ。

05年3月末現在で、ウェルズ・ファーゴは総資産残高が4,360億ドル、自己資本Tier1ベースで全米第4位、世界ランキングでも第14位の大銀行である。職員数は15万人、店舗数は6,092カ店、顧客数は23百万人である。

表 ウェルズ・ファーゴの財務内容

(単位:10億ドル)

	04/12期	03/12期
総資産	427	388
うち貸出金	289	253
うち有価証券	34	33
預金	230	211
長期負債	74	64
株主資本	38	34
資金運用収支	17	16
貸倒引当金繰入	2	2
非金利収入(注)	13	12
非金利支出	18	17
当期純利益	7	6

資料:Wells Fargo Annual Report 2004

(注)非金利収入とは、投資信託手数料、ローン関連手数料

(住宅ローン証券化による売却益や、売却後の回収事務手数料)等

「金融商品の販売業者」としての戦略

ウェルズ・ファーゴのリテール金融戦略は一言で、「全ての商品を揃え、多様なチャネルを通じて、より多くの人により多くの商品を販売する」と表現できる。提供する商品は、預貯金(小切手取り扱いや各種料金支払いを含む)、各種ローン、資産運用サービスの三分野に分けられるが、それぞれの分野で多種多様な商品が揃っている。

ウェルズ・ファーゴは自らのことを、「銀行というよりは、むしろ金融商品の販売業者」と称している。これは、伝統的な預貸金業務は総合的な金融サービスの一部に過ぎない、という意味であるが、その背後には「個人金融の競争力は、商品の開発力よりも販売力で決まる」、という考え方がある。どれだけ優れた金融商品を開発しても、すぐに他行に真似られる。これに対して商品販売力については、顧客動向に応じて「いつ」、「どこで」、「どのように」、という選択肢をどの程度提示できるかによって、銀行間に容易には追いつけない格差が生じるからである。

ウェルズ・ファーゴは前述のとおり全米で第4位の銀行であるが、店舗展開の目的は、全米をあまねく網羅する規模拡大ではなく、店舗を設置した地域で高いシェアを確保することである。シェアがとれない地域で店舗を展開しても、金融商品販売は無理な価格競争に収斂せざるをえず、採算面での難しさがあるからである。

個々の店舗新設にあたっては、町の交通事情や道路の構成、人の移動の傾向まで綿密な調査が行われる。またCRA(地域再投資法)により、低所得者層

居住地域を含む全ての地域社会の資金ニーズに応える義務があるため、この点に配慮した店舗展開をしている。このように様々な角度からの検討が加えられるが、店舗は基本的に個々の独立した「点」としては捉えられておらず、地域内で支配的な地位を築くためのネットワーク網という「面」を構成する拠点として位置づけられている。

但し、旧来型の店舗ビルを無闇に増やしているわけではない。コストを抑制しながら、顧客の属性・嗜好・行動パターンに合わせて顧客接点を変えていく、あるいは多様な接点の選択肢を提示する柔軟性が必要になっている。このためウェルズ・ファーゴは、店舗だけでなく ATM やインターネットを、重要な顧客接点として、その機能拡充に努めている。

インストアランチの展開

ある地域で支配的な地位を得るために一般的に行われている方法は、地元銀行の買収である。しかし前述のとおり、異なる銀行の統合は必ずしも平坦な道ではなく、リスクもある。

そこでウェルズ・ファーゴは、地域住民に効果的に影響力を及ぼす店舗戦略として、インストアランチを積極的に展開している。

インストアランチは、銀行が排他的な独占契約によりスーパー等の店舗の一角に設置する、個人顧客や中小企業を主たる顧客とした支店である。営業日は週 7 日営業のスーパーに合わせ、営業時間帯も通常支店よりフレキシブルに設定しており、フルバンキングが営まれてい

るケースが多い。「消費者は週平均 2.4 回スーパーに来店する」、「夫婦が共に週末に来店する傾向が強い」、「消費者の大半は、商品の価格よりも買い物の利便性を重視する」、という小売店で観察された顧客行動に着目し、人が集まり金融商品へのニーズが発生しうるところに効果的に出店する、という戦略である。

米銀が指摘しているインストアランチのメリットは、概ね次の三点である。スーパー来店者にとって利便性が高いため、来店者を新規顧客として囲い込むチャンスが広がる。一方銀行店舗の設置により来店者数が増加し、スーパーの商品売り上げが伸びる。このように銀行・スーパーともに、共生による相乗効果の享受が期待できる。小型店舗なので、独立支店よりも初期投資コスト・運営コストともに節減できる。また駐車場をスーパーと共用できる。インストアランチに顧客がシフトすることにより、近隣通常支店の事務量が減少する。

ウェルズ・ファーゴの最初のインストアランチは、90 年に大手食品スーパー・チェーン「セーフウェイ」のサンフランシスコ市内の店舗に開設され、その後同スーパー店舗内での支店を逐次増やしていった。セーフウェイは当時売上高全米第 3 位（現在は第 7 位）のスーパーで、特にカリフォルニア州北部では圧倒的な強さを誇っている。その後ウェルズ・ファーゴは、95 年にカリフォルニア州南部の有力スーパー「ラルフス・グローサリー」の店内にも支店を開設した。

インストアランチの現場を訪問し

て

05 年 1 月に、ウェルズ・ファーゴの Market & Church 支店を訪問し、支店長と面談する機会を得た。この支店は、サンフランシスコ市のダウンタウンから電車で 10 分ほどの商業地にある、前述の大手食品スーパー・チェーン「セーフウェイ」の店舗内に設置されたインスタブランチである(写真参照)。同支店はフルバンキング店舗であり、預金、投資商品、保険商品、個人ローン、事業者ローンなど多様な商品を扱っている。



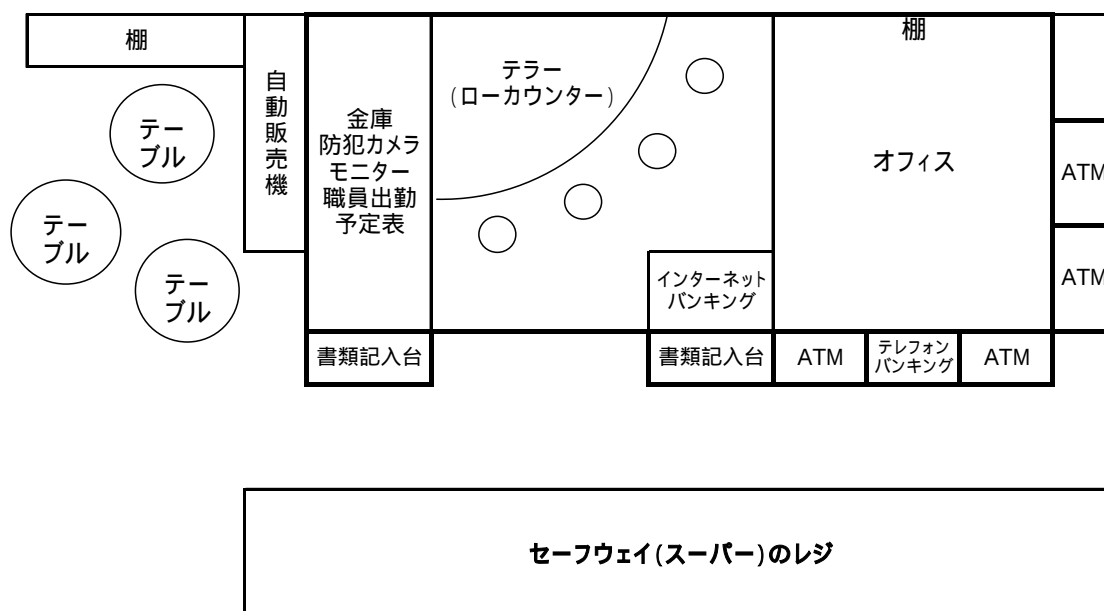
ウェルズ・ファーゴ Market & Church 支店

図のとおり、同支店はセーフウェイの入り口側壁面とレジの間の空間に設置されており、面積が約 30 m²(幅約 10m × 奥行き約 3m)の、横長の小型店舗である。家賃は月 11 千ドル(約 115 万円)である。テラーカウンターは扇形で、一度に 4 名の顧客まで対応できる。テラーカウンターの隣にはオフィスがあるが、ここは事務室である。

支店の構成員は、支店長、次席、テラーであるが、テラーは学生アルバイトで勤務時間が一日二交代制になっている。総勢 10 名で顧客対応をしている。

セーフウェイは年中無休 24 時間営業であるが、同支店の平日の営業時間は 10 時から 19 時である。筆者が来店した時刻は金曜日の 10 時 30 分であったが、開店時に並んでいた顧客の用件処理に時間がかかったためか、テラーカウンターの脇に行列ができていた。11 時前後には顧客が全くおらず、テラーは手持ち無沙汰であった。ところが 12 時近くになると

図 ウェルズ・ファーゴ銀行マーケット&チャーチ支店・見取り図



再び顧客の長蛇の列ができた。支店長によれば、勤め帰りの人の来店が集中する 18 時ころが最も忙しい、ということであった。

支店長と会ってまず印象に残ったのは、外回りや顧客対応に忙しく、表情が緊張気味だったことである。支店長との約束の時刻は 11 時であったが、面談ができたのは 12 時になってからであった。極めて多忙で、昼食時以外に面談の時間をとる余裕がなくなったからであった。

面談を開始した際に、支店長は一枚の紙をみせてくれたが、それは、各支店の業績比較表であった。本店（サンフランシスコ市のダウンタウンに所在）は月次で各支店に業績目標を与え、実績のレビューを行う。目標を超える実績をあげた場合には、ボーナスが支給される。

支店長はこの月次目標を日々の目標に分割し（販売額のほか、顧客に電話する件数等も含まれる）、毎朝のミーティングで各職員に割り振る。つまり、職員全員に日次のノルマが与えられる。

このように同支店では、各職員の業務は営業活動に特化したものである。営業以外の業務、例えばトラブル処理などは、本店の専門スタッフが対応する。

支店長は、このインストアランチが、「全ての商品を揃え、より多くの人により多くの商品を販売する」というウェルズ・ファーゴのリテール金融戦略を体現していること、そして顧客利便性が高いことを強調していた。スーパー店舗内に設置されており、駐車場にも不自由なく、平日の仕事帰りや土日でも開店しているからである。



セーフウェイの外観

おわりに

インストアランチには、問題点もいくつかある。第一に、来店する顧客の用件の大半が各種料金支払等にとどまっており、ローンや投資信託等収益性が高い商品の販売になかなか結びつかない。第二に、スーパー店舗内は賃貸料が高い。従って収益性が高い商品の販売が伸びなければ、コストがかかる割には儲からない店舗になりかねない。第三に、スーパーは土日祝日も含めて開店おり、限られた職員数で休日も顧客対応しなければならない。

さらにクリアすべき課題がある。まず提携するスーパーが地域で名の通ったところか、ターゲットとする顧客層とそのスーパーの顧客層が異なっていないか、を検討しなければならない。

また、店舗戦略のなかでインストアランチにどのような役割を求めるのか、また、そこで働く行員に何を期待するかについて整理しておく必要がある。インストアランチの役割としては、金融商品の販売増加、他支店業務の補完、対顧客相談の充実など、いくつか考えられる。顧客相談が金融商品の販売につながるこ

とは十分に考えられ、これらいくつかの役割は必ずしも相矛盾するものではない。しかし行員数が限られており、一人何役もこなさなければならない状態で、顧客の用件を捌くのに精一杯で相談の時間がなかなかとれない、といったジレンマが発生することがないよう、十分な配慮が求められる。