「貯蓄＝投資」の意味

専務取締役　田中　久義

この式は経済学の入門編で誰もが学ぶ恒等式である。恒等式という言葉からは、そのまま受け入れなければならない、という印象を受けるのではないだろうか。

法学部出身であったため、寮内で先輩が主催する勉強会で、改めて経済学の教科書を読まされた。そこで出会ったのが標記の式である。その説明に、貯蓄は投資の源泉である、とあり、それを図式風に示せば「貯蓄→投資」ということであった。このことは経済学では常識であるらしく、これを前提にして政策を含めたいろいろな議論が行なわれている。

ところが、その理解は間違っているという主張が現われた。先の式は、投資が貯蓄の源泉であると読むべき、つまり「貯蓄←投資」であるという。確かに、これを前提にすると、経済の素直な説明が可能となる。例えばある企業が 100 の投資を行なって資産を取得したとする。それはいろいろな代金の支払を通じて売上を形成してＧＤＰを押し上げるとともに、最終的には誰かの貯蓄になる。なぜなら貯蓄＝投資なのだから。

では、企業はどうして投資できるのだろうか。その原資は自らの貯蓄の取り崩しか、金融機関からの借入れで賄われる。このうち企業の貯蓄取り崩し部分は他の企業や個人の貯蓄に振り替わるだけである。その限りで貯蓄総額は一定である。借入れ、つまり金融機関の信用創造部分が新たな資産形成という意味での投資を可能とし、それによって貯蓄が増加し、経済を成長させる。

次に貯蓄と経済成長の関係は、貯蓄＝所得－消費という式から導かれる。ここで、所得を 100、貯蓄をゼロとすると、消費は 100 となる。消費で支払われたお金は小売店の売上となり、それが卸そしてメーカーの売上となってＧＤＰを形成する。このケースで 10 を貯蓄に回したとする。その結果、消費つまり売上は 90 に減少し、それだけＧＤＰも縮小することになる。つまり貯蓄は結果として経済の縮小をもたらすというのである。

先の式をさらに展開すると「貯蓄＝投資＋貿易黒字＋財政赤字」という式が導き出される。これが意味するのは、右辺の 3 項が貯蓄の源泉となることである。他の項目が変化しないと仮定すれば、世界に冠たるわが国の個人貯蓄が 1400 兆円までに積み上がるのに、財政赤字も寄与しているということになる。さらには、個人の貯蓄率が低く 2 つの赤字を抱えているアメリカについてみると、貿易赤字と財政赤字が打ち消しあった残りの差額と投資が企業貯蓄となっていることになる。

このような見方では財政赤字の評価も一変してしまう。財政赤字が貯蓄増をもたらしたのだから、今度は貯蓄を崩して財政を立て直すべき、という論になる。ただし、それを消費税で実現することはできない。なぜなら、消費税の引き上げは消費の減少を通じて売上つまりＧＤＰの減少をまねくため、全体として経済は縮小することになるからである。

ひとつの式をみる方向を変えただけで説明ががらりと変わってしまう、というのは怖いことである。ましてその結果として現在直面している問題解決の方向が異なってしまうとあっては、もっと恐ろしい。このようなあやふやな側面をもつ経済学に依存していることを、常に頭に置き、自ら考える姿勢を持つことが求められているのかもしれない。矢印は一体どっちを向いているのだろうか。

情勢判断

国内経済金融

景気拡大続くが、目先は株価・長期金利とももみ合う展開か

南　武志

要旨

冬季ボーナスの改善や厳冬を背景に、個人消費が好調さを維持するなど、民間最終需要が順調に自律的回復を続けている。更に、海外経済の堅調さが輸出数量を押し上げており、06 年も緩やかながらも着実な景気拡大は持続すると予想。すでに消費者物価もプラスに転じているが、日本銀行はこれが定着する 06 年春にも量的緩和政策の枠組み解除を実施すると見る。ただし、政策金利を引き上げまでには多少時間がかかるだろう。

マーケットでは、株価は年末年初と高値圏で推移したが、ライブドア問題やそれに起因する東証のシステム処理能力の限界もあって大きく調整、長期金利は 1.4%台でもみ合う展開となった。為替レート（対ドル）は対ドルで円高傾向が強まっている。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

項目＼年／月		2006年 1月（実績）	3月（予想）	6月（予想）	9月（予想）	12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）	(%)	0.1009	0.10～0.15	0.10～0.17	0.10～0.18	0.10～0.20
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	(%)	1.435	1.40～1.70	1.50～1.80	1.50～1.90	1.50～2.00
為替レート 対ドル	(円/ドル)	114.42	112～119	110～120	105～115	105～115
為替レート 対ﾕｰﾛ	(円/ﾕｰﾛ)	140.81	135～145	130～140	130～140	130～140
日経平均株価	(円)	15,361	16,000±500	16,250±500	16,500±500	16,500±500

（資料）NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより農中総研作成
（注）実績は06年1月23日時点。

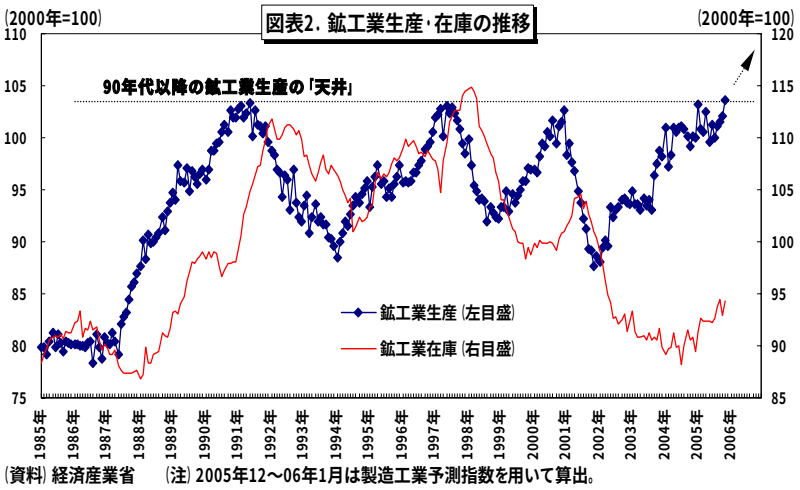
国内景気：現状・展望

2006 年の日本経済は、様々な意味で「正念場」を迎えることになる。その中心は、当社も含めた大方の予想では、少なくとも 06 年内については緩やかながらも着実な景気拡大が持続するとのことだが、果たしてこうした楽観的な景気シナリオに死角はないのか、という点である。また、「失われた 10 年」と呼ばれる 90 年代以降の長期経済停滞に終止符を打ち、非常時対応で発動されていた財政金融政策という「生命維持装置」を外しても大丈夫なほど、日本経済は強くなったのか、という点が指摘できるだろう。

90 年代後半以降、長らく続いてきたデフレ状態も物価指数の上では 05 年 11 月にはプラスに転じており、当面は小幅プラスが続くとの見方が有力である。また、資産デフレを象徴していた地価も東京都心部を中心に上昇に転じており、これまた減少傾向が強かった銀行貸出も緩やかな増加に転じている。経済指標の面からは、90 年代に入ってからは天井らしき存在が意識されていた鉱工業生産が 05 年 11 月分には突破し、過去最高を記録している。このように、明らかに過去 15 年間ほどの景気情勢とは異なる動きが出ていることは紛れもない事実である。こうした経済正常化の動きを阻害

しないような慎重な政策運営がなされることを期待したい。

なお、12 月中旬以降に公表された月次経済指標などからも先行きも景気拡大継続が予想される内容となっている。特に、ボーナスの増加などが消費者心理を好転させ、消費を促進する効果をもたらしている。景気の拡大スピードは決して速いわけではないが、着実に潜在成長率を上回る息の長い経済成長を持続しており、先行きに関してもそれを阻害するような材料は特に見当たらない状況である。12 月時点に示した 05 年度+2.9%成長、06 年度+2.0%成長との予想に変更はない。



一方、物価に関しては、11 月の消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合）では前年比プラスに転じた。それ以外の一時的・政策的な要因を除く部分でも下げ止まっている状況であり、先行き暫くは小幅なプラス状態が続く可能性が強い。しかし、原油価格が現状程度（60 ドル／バレル台）で推移すれば、石油製品価格の物価押し上げ効果は 06 年度入り後に大きく低下する他、電力料金・医療費などが値下がりするものと見られている。マクロ的な需給（GDP ギャップ）は縮小に向かうものの、06 年度にかけて物価上昇率が加速的に高まることは現時点では必ずしも見通せるわけではない。

金融政策の動向・見通し

後掲の拙稿「2006 年の金融政策展望」で詳しく述べているように、政府・与党からの厳しい牽制にも関わらず、福井日銀総裁は繰り返し量的緩和政策解除への意欲を口にしており、どうやら日銀は近々実施に移す意向を固めていると判断している。そうした情勢を反映して、時間軸効果は徐々に剥落し始めており、ターム物金利は高まる傾向にある。量的緩和解除の時期は 4～6 月期という見方に変更はない。

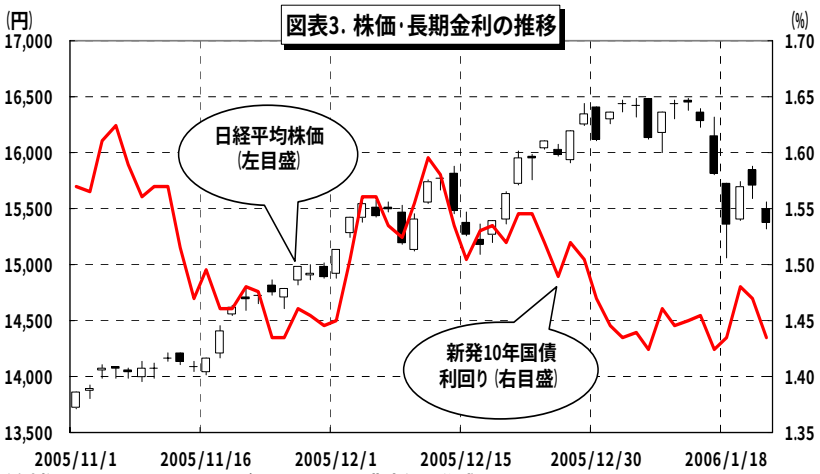
なお、世界的に見れば、消費者物価前年比が+1%に満たない状況はデフレ警戒水域であると認識されていることなどを踏まえれば、早期の政策金利引上げは実施すべきではないだろう。ポスト量的緩和政策としてのゼロ金利解除については、デフレへの後戻りの可能性が完全に消滅してからでも遅くはないだろう。それゆえ、今後の焦点は「何をゼロ金利政策解除の条件として明示するか」であると考える。

市場動向：現状・見通し・注目点

年末年始にかけて日経平均株価が 16,000 円台を回復したが、高値警戒感が浮上する中ライブドア疑惑問題が表面化し、大幅に調整。一方、長期金利（新発 10 年国債利回り）は 12 月上旬に 1.6%目前まで上昇した

後は、ほぼ一貫して低下基調を辿った。為替レートは 1 ドル＝120 円台前半まで円安が進行した後、米国の利上げ打ち止め感が急浮上、円高方向へ急激に揺れ戻しが入った。以下、各市場の現状・見通し・注目点について述べてみたい。

図表3. 株価･長期金利の推移



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

①債券市場

景気拡大の持続性やデフレ脱却への思惑が強まる中、長期金利は 12 月上旬にかけて 1.6%まで上昇した。しかし、12 月は国債償還が多い月でもあり、その手当てが見込まれた他、06 年度予算での新規発行債の 30 兆円未満への抑制や手厚い国債管理政策に対するマーケットからの信認もあり、長期金利はじり安傾向が強まり、06 年年明け後は 1.4%台でのもみ合いとなっている。なお、イールドカーブとしては、金融政策の影響が強い中短期ゾーンが若干膨らんだのに対し、長期～超長期ゾーンは逆に低下するなど、フラットニングが進行している。冒頭で触れたように、長期金利に対する上昇要因は消滅したわけではなく、むしろ強まっているように感じられるが、なかなか上昇する兆しは見えてこない。なお、こうした現象は日本だけに留まらず、米国など先進国の債券市場を通しても、景気拡大・株価上昇が持続する中、長期金利上昇は抑制された状況が常態化している。

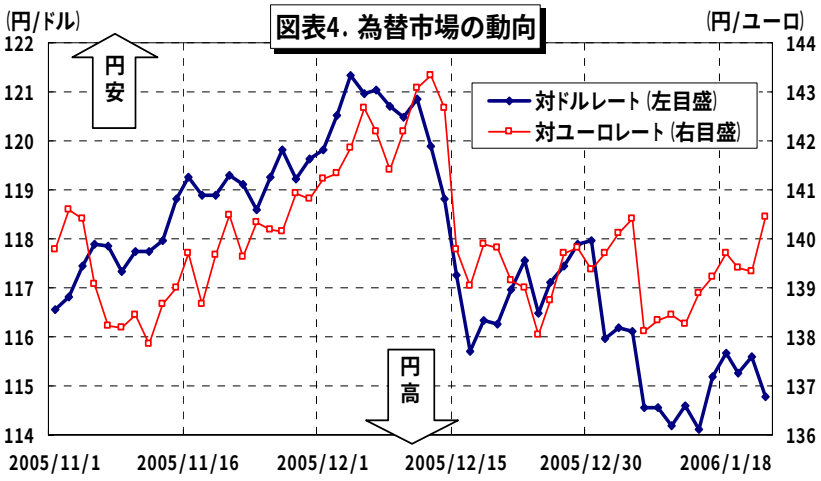
しかしながら、先行きも景気拡大が継続し、企業部門が資金余剰状態を徐々に解消させ、設備資金などの借入需要の回復が明確化していけば、長期金利に対しては上昇圧力がかかり続けると見る。一方で、06 年度にかけても物価上昇率は抑えられた状態が予想され、当面は政策金利のゼロ金利状態は続くと見られる。長期金利の水準は現状 1.4%台からの上昇は不可避とみるが、それは上昇局面入りを意味するものではなく、レンジの上方シフトに限定されるだろう。06 年度中は概ね 1%台後半での展開を予想している。

②株式市場

株価は 05 年末にかけて上伸した後、06 年入り後は時折昨年来高値を更新しつつも日経平均株価 16,500 円を目前に高値警戒感から上値の重い展開となっていた。そこに、ライブドアの証券取引法違反容疑が急浮上し、更にそれに反応した投げ売りが大量に出た結果、東証システムの処理能力の限界に抵触しそうになったために全銘柄の売買停止する事態に陥った。前者の問題は、今や透明性が向上した日本企業・株式市場全体に関連性のある問題ではないと捉えているが、後者の株式売買システムの不備は、

日本市場全体のリスクを高める可能性があり、健全な資本市場の発展や経済成長への悪影響も懸念されるところである。東証を始め、各証券取引所のシステム増強や処理の正確性などが早急に求められる。

なお、ファンダメンタルズ面からは、民間最終需要の本格的・自律的回復を背景に、内需関連産業（特に、これまで景気波及効果の小さかった第三次産業など）などが引き続き相場全体を牽引するというシナリオを変更する必要はないものと思われる。今回の上げ相場の中で出遅れ感が目立っていたハイテク関連株への物色も強まりつつある。こうした業種を含めて、06 年は企業サイドが価格設定力を獲得できるかどうかが焦点となるだろう。



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

③為替市場

9 月上旬から 12 月上旬まで、ほぼ一貫して為替レートは対ドル・対ユーロで円安が進行、一時 1 ドル＝121 円台まで円が売られた。しかし、その後は急速に円高の巻き返しがあり、1 月中旬には対ドルで 113 円台まで戻る場面もあった。この背景として指摘されていることは、①米国利上げが最終段階に入ってきているとの認識が強まったこと、②一方で、日本では金融緩和政策が近い将来正常化に向かう可能性が高いこと、などといった日米金利格差への思惑が指摘できる。①に関しては、FF 先物レートからは、利上げの回数はあと 1 回か 2 回かで分かれているものの、打ち止めは間近との見方は有力である。②については、前述の通り、日本では当分の間、政策金利のゼロ状態が続くと見られる。それゆえ、日米金利差の動向は米国金融政策に委ねられており、今後とも注目していく必要があるだろう。なお、金利格差が依然として残っていることから、先行きの対ドルレートは再びドル高方向に反転するとの見方もあるが、利上げ継続が予想されている次回 1 月 31 日の FOMC 後に、打ち止めを示唆するようなニュアンスの表現が出れば、円高ドル安基調が強まる可能性が高いだろう。

一方、対ユーロレートも同様に、1 ユーロ＝143 円台まで円安が進展した後、急速に円高方向に振れ、その後は 140 円絡みのもみ合いとなっている。ユーロランドのインフレ率は欧州中央銀行（ECB）がインフレ・リファレンスとして公表している数値（2%に近い 1%台後半）を上回っている他、景気回復力も強まっていることもあるため、利上げ予想は根強く残っている。円の対ユーロレートは、当面は現状の 140 円／ユーロ絡みでの展開が続くと見る。

（2006.1.24 現在）

国内経済金融

2006年の金融政策展望

～「量的緩和政策」後の政策運営～

南　武志

日本銀行は2001年3月に現行の量的緩和政策を導入したが、当初から消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合、以下コア CPI）が安定的なプラス状態となるまでそれを継続するとしてきた。そのコア CPI は 05 年 11 月分から前年比プラスに転じており、先行きも当面は小幅プラス状態が持続する可能性が高い。こうした状況の下、政府・与党サイドからの反発にも関わらず、福井日銀総裁らは量的緩和政策解除への意欲を前面に出しており、マーケットも 4 月にも解除されるとの予想が多くなっている。以下では、量的緩和政策の後の政策運営や課題に関して考えてみたい。

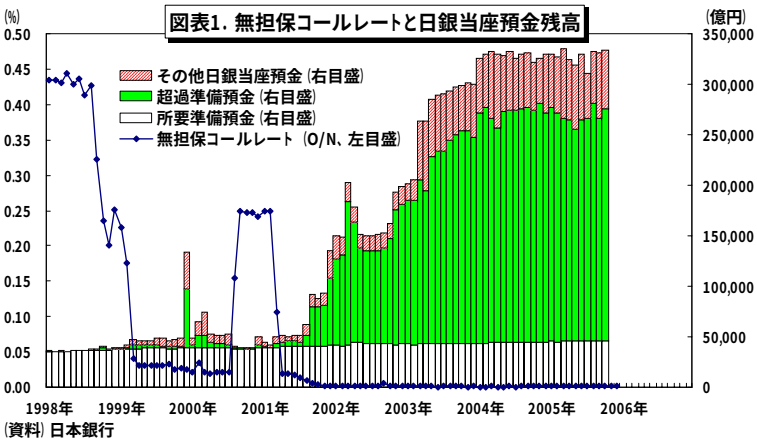
量的緩和政策の意図

まず、現行の量的緩和政策を簡単にまとめてみよう。政策運営の面からみれば、金融政策の操作目標を「無担保コールレート翌日物（金利）」から「日銀当座預金残高（量）」へ変更したこと、コア CPI が安定的にゼロ％以上になるまでこの政策を続けることをコミットメントしたこと、そして当預残高目標を達成するために中長期国債買入オペの増額を筆頭とするオペの多様化を行ったこと、等がある。

次に、現象面から見れば、所要準備（05 年 10 月時点で 4 兆 6,000 億円余り）を上回るような資金供給を行ったことで、準備預金を含む日銀当座預金残高は目標とするレンジ（当初は 5 兆円、その後は漸進的に引き上げられ、06 年 1 月現在 30～35 兆円）に誘導された。つまり、金融機関にとっては金利を生まない現金・日銀当座預金を 25 兆円前後保有するという状況が発生している。また、結果的に、かつての政策金利であった無担保コールレート翌日物から長めのターム物金利までほぼゼロ％となって、債券利回りも全般的に押し下げられた。

ちなみに、前・日銀審議委員の植田和男東京大学教授は、量的緩和政策について、「ゼロ金利政策をインフレ率が安定的にゼロ％以上になるまで続けるという時間軸効果と、ゼロ金利実現に必要な以上の流動性供給を（長期国債買い切りオペも活用して）実施する政策の組み合わせである」と表現している。

こうした量的緩和政策は、総需要を喚起してデフレ脱却を促す金融緩和策という面

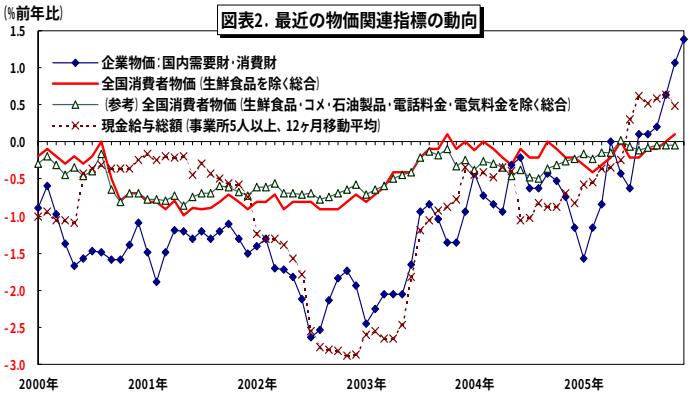


の他にも、90 年代後半以降に顕在化した金融システム不安への対応という役割も担っていた。更に、救済という破綻前処理も含めて金融機関の経営破綻処理スキームが確立していなかったという金融行政の不備も手伝って、量的緩和政策が当初想定されなかった未曾有の規模になった可能性は高い。なお、近年では銀行収益の好調さや銀行株価のパフォーマンスの良さに表れているように、不良債権処理など銀行問題は沈静化している他、冒頭で触れたようにデフレ脱却も目前に迫っているとの認識が増えつつあるなど、01 年 3 月から実施されている量的緩和政策は役目を終えたとの見方が強い。

量的緩和政策解除を巡る論点

金利機能という金融市場（特に短期金融市場）の役割を殺してしまう量的緩和政策は明らかに異例であり、非常時対応であることは間違いない。もちろん、戦後の先進国の中で初めてデフレに陥った 90 年代後半以降の日本経済は異常事態に陥っており、非常時対応が必要だったことは言うまでもない。しかし、実体経済が正常化すれば、金融政策も平時のそれ（政策金利はプラスで、超過準備がほぼゼロになるような状態）に戻るのは至極当然のことである。

図表2. 最近の物価関連指標の動向



(資料) 総務省、日本銀行

ここでは、「日本経済は正常化した」と判断する基準をどこに置くべきかが問題になってくる。繰り返しになるが、日銀は量的緩和政策をコア CPI の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで続けるとしており、それが再びマイナスに戻らないとの確信やその時点での経済・物価情勢に問題がなければ、解除すると表明している。

ここで浮上してくる論点は、「経済の正常化」をデフレ脱却と同義とするのはよしとしても、果たしてデフレと非デフレの境目をコア CPI 上昇率ゼロ%に置いてもよいかどうかという点であり、更に言えば、物価の安定を示すインフレ率として日銀はそれをどの水準と考えているのか、ということであろう。

「物価の安定」の数値化

経済規模の大きな国・地域として、米国、EU、日本を挙げることが多いが、いずれの国も金融政策運営にインフレ目標は導入していない。もちろん、インフレ目標を導入せずとも「物価の安定」を達成する手段はあり、米国・EU ではそれを概ね実現できていると考えられる。なお、この米国、EU では中央銀行首脳の発言などを通じて、どの程度のインフレ率が「物価の安定」した状態であるか等についてマーケットはほぼ把握できている。例えば、FRB では食品・エネルギーを除く個人消費支出デフレーター（コア PCE）上昇率が+1～2%程度と見なされており、ECB では総合消費者物価指数(HICP、Harmonized Index of Consumer Prices）が+2%に近い+1%台後半というインフレ参

照値を公表している)。また、英国、オーストラリア、ニュージーランド、スウェーデン、韓国などインフレ目標を導入している国でも+2%前後の数値を掲げる国が多い。

新日銀法施行以来、日銀は「独立性」とともに「説明責任」や「政策運営の透明性」が求められてきた。ゼロ金利政策解除後の2000年10月には『「物価の安定」についての考え方』という報告書が公表されたが、「物価の安定」を数値化できるかどうかについては今後の検討課題とされ、5年以上経過した現時点でもそれに対するきちんとした回答が提示されていない。ちなみに、当該レポートでは、物価の安定に関して「物価指数の変化率でみて若干プラスの上昇率を目指すべきとの考え方は検討に値する」としていた。なお、国・地域によって若干の違いがあるとしても、日本以外の中央銀行ではインフレ率2%程度を「物価の安定」した状況と判断しているようである。

インフレ目標導入に関する検討

物価の番人とされる中央銀行であるが、一国の経済政策の優先順位として「物価の安定」が犠牲にされることも歴史的には少なからずあり、また、他の目的のために金融政策が割り当てられることが多かった。日本では、70年代前半、80年代末にインフレ率が高まる時期があったが、これは金融政策が専ら「国際収支の均衡」「為替レートの安定」「高雇用維持」といった目的に充てられ、かつ政治的圧力からの隔壁が薄かったことで、結果的に中長期的な「物価の安定」への配慮が疎かになった点は否めない。

金融政策運営の枠組みとして、インフレ目標という枠組みがある。これは、中央銀行もしくは、政府と中央銀行が合同で目標インフレ率を設定し、一定の期間内にそれを実現するために中央銀行は金融政策を行う、とする政策フレームワークである。前節で見たように、世界にはインフレ目標を導入している中央銀行は数多く存在しており、インフレ抑制に一定の効果があるとの評価がなされているようだ。

日本でも2000年前後にデフレが深刻になる中で、一部で導入を主張する主張が高まった時期があった。しかし、意図的にインフレ率を高めようとするインフレ調整政策などと混同する意見や、インフレ目標を導入すればハイパーインフレになる、または効果がない、といった意見など、概ね批判的・否定的な意見が多かった。日銀からも、独自の判断で政策運営する権限を剥奪されるといった半ば組織防衛的な意識もあって、導入に対して消極的な見解が示された。ただし、インフレ目標そのものは、多くの中央銀行が採用している政策フレームワークであり、これ自体の筋が悪いという意見は経済学のメインストリームに位置する学者からは聞かれない。

なお、インフレ目標のメリットとして、①政策の透明性向上、②政治的圧力に対する防御、③目標値を掲げることで、期待インフレ率が安定する、などが指摘されている。また、インフレ目標を導入したからといっても、実際には中央銀行は何らかの事情により現実のインフレ率が目標インフレ率から一時的に離脱することがあったとしても、中長期的な観点からそれが許容できると判断した場合、きちんと説明すれば容認される「柔軟性のある政策フレームワーク」として運営されていることが指摘され

ることが多い。

求められる一層の透明性向上

もちろん、インフレ目標など導入せずとも、グリーンスパン議長の下での米国 FRB などを見ても分かるように、マーケットとの対話を重ね、政策運営の透明性や説明責任さえ果たしていれば、金融政策や中央銀行への信認は維持される。しかし、グリーンスパン議長というカリスマが退任した後の FRB 議長には、裁量的な政策運営よりもルールに基づいた政策運営をすべきというのが信条であるバーナンキ米 CEA 委員長が就任するのは、将来からすれば象徴的な出来事になった可能性もある。

一方で、日銀の政策運営を巡っては、説明不足であるといった感が強く、不透明性は拭えない。推測するに、量的緩和政策が半ば政府サイドからの強い要請に応えるという、半ば圧力に屈する形で導入したとの思いが強いからではないだろうか。90 年代に入ってからの政策運営もそうであったが、03 年以降の量的目標引き上げの理由がうまく説明できていない印象は否めない。

政府との政策共有の重要性

一方で、冒頭でも触れたが、量的緩和政策解除を巡って政府・与党からは、デフレ脱却が確実なものとなっておらず時期尚早との牽制が強まっており、「中央銀行の独立性」とは何を意味するか、という問題も改めて提起されている。前節でも触れたが、日本でもある政策に対して金融政策が割り当てられた結果、物価の安定が達成できなかった経験を何度もしてきた。また、インフレ予防的な利上げに対して与党政治家が不快感を示すように、中央銀行にはある程度の独立性がなければ政策判断に対して政治的な介入を遮断することは困難である。

しかしながら、中央銀行も金融政策という政策を担当する一部局であり、公的部門の一翼を担っていることもれっきとした事実である。政府と中央銀行が行う政策に整合性がなければ、実体経済やマーケットは混乱する可能性がある。これまでは「デフレ脱却」という政策目標を共有し、それに向けて互いに協調してきたように見えるが、デフレ脱却の判断および「その後」の政策運営に関しては、少なくとも日銀はスタンスを表明していないし、そのフレームワークも不明である。しかし、出口政策への移行は早ければ 2～3 ヵ月後に迫っているとされており、このまま何の指針も示されないままであると、マーケットのボラティリティが高まることが予想される。

企業の経営体力が回復すると同時に金融システム不安が沈静化した日本経済にとっての当面の課題は、公的債務の持続可能性の問題であることは疑うべくもない。この問題を考える際にも、長期金利の不規則な変動を回避することに対して日銀が果たせる役割は少なくない。経済財政諮問会議の場を利用して、デフレ後の経済政策運営に対する両者の議論を深める努力が必要であろう。

【参考文献】

植田和男（2005）「ゼロ金利との闘い」、日本経済新聞社

田中隆之（2002）「現代日本経済論」、日本評論社

南武志（2005）「金融市場の構造変化と金融政策の展望」、『農林金融』2005 年 8 月

海外経済金融

利上げの着地点が注目される米国金融政策

永井　敏彦

要旨

- **ハリケーンの影響等で05年9月、10月に一時的に落ち込んだ米国景気は、11月以降順調に回復した。しかし住宅着工件数の陰りや消費者信用残高の減少がみられ、今後利上げの実体経済への影響が徐々に現れるであろう。**
- **物価はおおむね落ち着いているが、最近原油価格が再び高騰しており、今後のインフレ圧力について注意していく必要がある。**
- **ＦＲＢの金融政策は緩和的な状態を脱し、ＦＯＭＣ議事録にも今後の利上げの数がそれほど多くないであろう、との表現がある。但し、景気を落ち込ませずインフレを加速させない政策金利の均衡点がどの水準になるかの議論は、もう少し続くであろう。**

雇用・生産は概ね堅調推移だが住宅市場等にみられる調整の兆し

米国経済は、ハリケーンの影響で05年9月・10月に一時的に落ち込んだが、11月以降順調に回復した。

12月の非農業雇用者数は、季調済前月比で＋10万8千人増加と市場の予想値に届かなかったが、11月の増加数が大幅に上方改訂され＋30万5千人となった。次に12月の鉱工業生産指数は、季調済前月比で＋0.6%の上昇となった。同指数上昇率は9月にマイナスを記録したものの、10月以降3ヶ月連続のプラスとなった。また1月の消費者センチメント指数（ミシガン大調査）も9月に76.9、10月に74.2と大幅に低下したが、その後上昇を続けて1月には93.4となり、消費者心理も改善した。

ＩＣＳＣ（国際ショッピングセンター）の調査によれば、11～12月の既存店小売売上高は前年比＋3.5%となり（前年は＋2.3%）、年末商戦も善戦であった。

このように景気が比較的堅調に推移している理由は、9月のハリケーン被害、及びボーイング社ストライキに伴う生産減少が、逆にバネとなり景気を押し上げたこと、また政府が被災地救援の支出を始めたこと、そしてエネルギー価格が落ち着いたことである。このような基盤のうえで、雇用と生産が増加している

これに対して、長年にわたり活況を呈してきた住宅市場が、ここへきて陰りをみせている。12月の住宅着工件数は季調済前月比で▲8.9%と大幅な落ち込みをみせた（図１）。ここで注目したいのは、住宅着工件数の地区別内訳である。北東部(Northeast)が▲14.0%、中西部(Midwest)が▲23.6%、西部(West)が▲21.7%と大幅に減少したのに対し、南部(South)は＋5.2%増加した。南部にはハリケーンの被害を受けた地域が含まれているので、復興需要により住宅着工が増加したが、それでも他地区の減少をカバーできなかった。

図１が示すとおり、住宅ローン金利と数ヵ月後の住宅着工件数の相関度は高い。従って、7月から11月にかけての長期金利上昇が、住宅着工件数を減少させる可能性に留意する必要がある。

また消費者信用残高は、ここ数年の間ほと

んど減少しなかったが、10 月に▲4.7%、11 月に▲0.4%と 2 ヶ月連続で減少した（季調済前期比年率）。自動車ファイナンス会社の新車ローン金利（60 ヶ月）をみると、03 年平均が 3.40%であったが、その後上昇を続け、05 年 11 月には 6.40%となった。

貸出の伸び鈍化については、通貨監督局（ＯＣＣ）の金融機関に対する指導が影響している可能性もある。ＯＣＣは、借入してしばらくの期間利払いだけで元金を返済しない貸出(Interest Only)等非伝統的住宅ローンや、所得に対する借入比率が高い貸出について、融資基準を厳格化しリスク管理を強化するよう求めてきた。

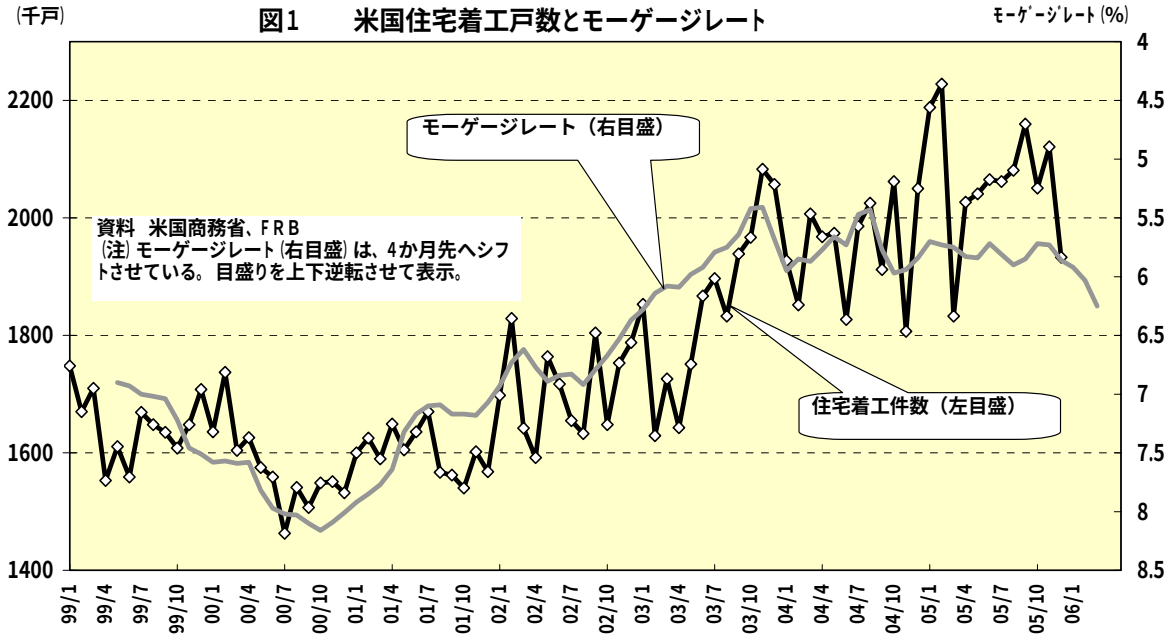
ＦＲＢは 04 年 6 月末以降累計 3.25%の利上げを実施したが、実体経済への影響はこれまで必ずしも明らかではなかった。利上げ効果は、むしろ今後次第に現れるかもしれない。

物価はまずまずの安定だが上昇圧力は依然残る

ここ数ヶ月間エネルギー価格の変動が激しいが、現時点で入手できる物価統計の範囲では、エネルギー価格の低下が物価を落ち着かせる形になっている。12 月の消費者物価上昇率は前年同月比＋3.4%となり、直近ピークである 9 月の＋4.7%と比較すれば鈍化した。一方食料・エネルギーを除いたコアインフレ率は 12 月に＋2.2%となり、05 年を通してほぼこの水準程度の横ばいが続いた。この間エネルギー価格の大きな変動があったが、コアインフレへの影響は極めて限定的であった。

ＦＲＢはインフレの現状について、①インフレ圧力（エネルギー・原材料価格や賃金の上昇度合い）、②インフレ圧力の波及力（企業が原材料価格上昇分を製品・サービス価格に転嫁できる度合い）、③長期的インフレ期待の三つの要因に分解してコメントしている。12 月 13 日のＦＯＭＣ議事録や、1 月 18 日に公表されたベージュブック（地区連銀経済報告）に基づき、ＦＲＢが現時点で各々の要因をどうみているかを整理してみたい。

①のインフレ圧力は、エネルギー価格の下



落により多少弱まった。しかし、新たに「資源利用度の上昇」という言葉が登場した。資源とは具体的には、労働力や設備のことを指しているとみられる。つまり失業率の低下が労働需給の逼迫を、そして設備稼働率の上昇が製品需給の逼迫を示唆している、ということである（図２）。

②のインフレ圧力の波及力については、従来からの見方にほとんど変化がない。「生産者は投入価格上昇分を取り戻そうとしているが、一部地区では競争激化が価格上昇を抑制し、価格転嫁が困難である。建築資材の分野では価格上昇が広範にみられた」、というのが現状判断である。つまり価格転嫁の実現度合いは、地区や産業セクターによってまちまちである。

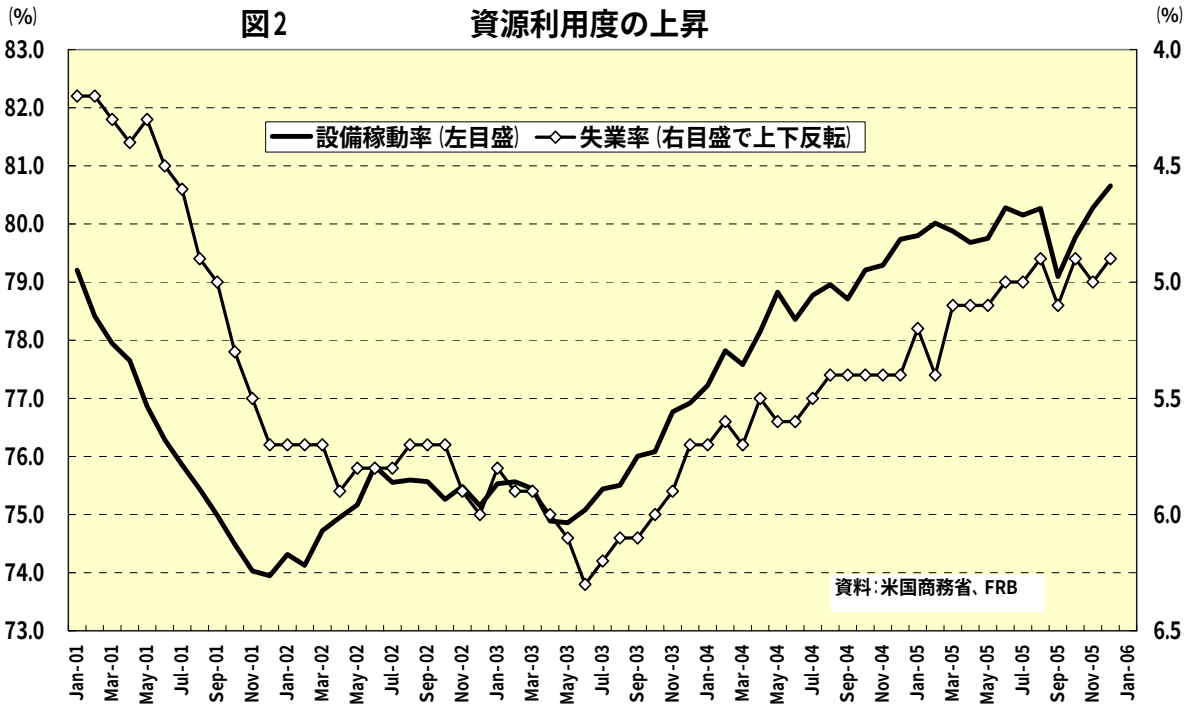
③の長期的インフレ期待については、「秋の初めからエネルギー価格が下落したため、引き続き抑制されている、との評価が示された。

なおイランの核開発問題に関する緊張の高まりや、ナイジェリアでの反政府武装勢力による油田施設への攻撃が材料となり、最近原油価格は再び急ピッチで上昇しており、ＷＴＩは１月23日に68.10ドル／バレルとなった。今後も、原油価格上昇や資源利用度の高まりを起点としたインフレ圧力から目が離せない。

新たな局面に入ったＦＲＢの金融政策

12月13日のＦＯＭＣ声明文の特徴は、今後の金融政策に関して、以前とは異なった表現が用いられたことである。利上げが開始となった04年６月30日から前回（05年11月１日）までは、持続的経済成長及び物価安定に関する上振れ・下振れリスクがほぼ等しいとしたうえで、「慎重に状況をみながら緩和的な金融政策を解除することは可能である」、という方向性が示されていた。ところが12月13日では、リスク・バランスがほぼ等しいという従来の見方を変更していないものの、「今後慎重な利上げを続行する必要があるだろう」、と表現を様変わりさせた。

図2　資源利用度の上昇



ＦＯＭＣ議事録によれば、今後の金融政策について次のような表現があった。

「消費や投資は明らかに勢いを増しており、エネルギー価格高騰の間接効果が今後引き続きコアインフレの安定を脅かす可能性があるため、今回利上げはインフレやインフレ期待を抑制するために適切であると考えられる」。

「大方のメンバーはさらなる利上げが必要と考えているが、利上げ効果が実体経済に及ぶまでの時間的ズレにより十分に発揮されていないことに注意すべきである。一方で資産価格の動向や資源利用度上昇の物価への影響も考慮しなければならない。今後どの程度の利上げが必要かについては、意見が分かれた」。

「過去 18 ヶ月の利上げは金融緩和状態を相当修正しており、もはや緩和的な状態とはいえない。今後必要な利上げの数はそれほど多くないだろう」。

これらの文言からも明らかなように、ＦＲＢの金融政策は新たな局面に入っている。金融が緩和状態であれば、利上げを継続することにさほど問題はなかったが、今後利上げを実施するかどうかは、その時々の経済情勢や物価情勢に大きく依存することになる。また利上げ効果が実体経済に及ぶまでには時間的ズレがある、という言及は見落とせない。何故なら、これまでの利上げの累積効果を見極めるために、追加利上げの休止がありうることを示唆しているからである。

今後の金融政策をどう読むか

ではＦＦレート誘導水準は、どの辺に着地するのであろうか。当農中総研は 05 年 11 月の経済見通しで、ＦＦレート誘導水準は 4.5%まで引き上げられ、その後は様子見に転じると予測した。つまり 1 月 31 日のＦＯＭＣで 0.25%引き上げて、その後はしばらく利上げ打ち止めということである。

ここで振り返っておきたいのは、12 月下旬に 2 年国債の利回りが 10 年国債を上回る逆イールドが起きたことである（1 月 24 日現在では、2 年国債と 10 年国債の利回りは同水準の 4.35%）。過去の事例では、長短金利逆転直後に景気が減速に転じたことが何回かあった。これに対して、長短金利ともに絶対水準が低いこともあり、「過去の事例は当てはまらない」とする意見は多い。仮にそうだとしても、長短金利の接近あるいは逆転について確かなことは、金融機関の資金調達・運用の採算が悪化し、貸出の伸びにブレーキがかかる可能性が高まることである。今後利上げの副作用への目配りも必要となる。

一方で、現在、市場参加者の多くは 4.75%までの引き上げを予測している。これは、現状の景気の底堅さやＦＲＢが指摘した資源利用度の上昇を重視した見方である。また 12 月以降の原油価格の高騰が急ピッチであり、新たなインフレ圧力になるかどうか、気になるところである。景気を落ち込ませずインフレを加速させない政策金利の均衡点がどの水準となるかの議論は、もうしばらく続くであろう。

（2006.1.24 現在）

今月の情勢　～経済･金融の動向～

原油市況

原油価格は、12 月中旬から下旬にかけて WTI（期近物）が 1 バレル＝60 ドルを下回る水準まで下落した。しかし年明け以降は、イラン核開発問題やナイジェリアでの武装勢力による石油精製施設への攻撃など、供給不安観測の高まりから再上昇し、1 月下旬には再び 68 ドル台と約 4 ヶ月半ぶりの高値となった。今回は天候要因による一時的な上昇とは異なるため、昨年 8 月末の最高値（70.85 ドル）を目指す展開も想定される。

米国経済

米国では、景気拡大が続いている。非農業雇用者数の伸びがハリケーン後一時鈍化したが、11 月、12 月には増加し、雇用環境が改善。消費者マインドもハリケーン前の水準まで回復している。1 月のエコノミスト予想によれば、今後も 3%台半ばの経済成長が続くと見込まれている。一方、米政策金利は 12 月 13 日に 0.25%引き上げられ 4.25%になったが、声明文から「緩和的な金融政策」という表現が削除されたことから利上げ打ち止め時期が接近してきたとの見方が優勢となっている。米長期金利は 12 月初旬に 4.5%台に上昇した後、このところは 4.3%台に小幅低下して推移している。

国内経済

わが国では、企業部門の好調さが家計部門へ波及しており、緩やかに景気が回復している。足下 11 月の生産は、4 ヶ月連続のプラスとなり、12 月も上昇するが、1 月にはマイナスとなる見通し。また、設備投資は企業収益の改善を受け増加傾向が続いている。先行指標となる 11 月の機械受注は 2 ヶ月連続で増加した。冬季賞与の増加など雇用・所得環境の改善を背景に先行き消費拡大への期待などから消費者マインドも改善・向上している。

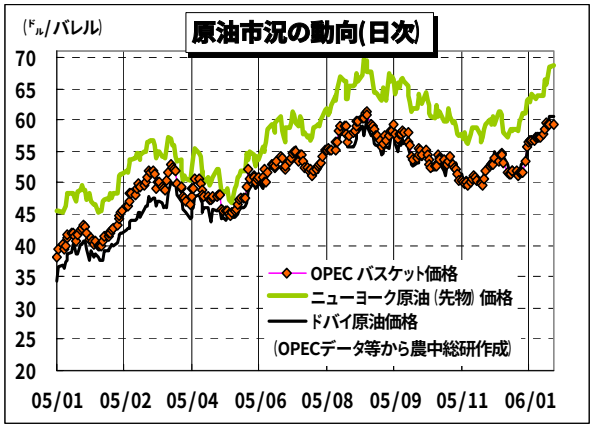
為替･金利･株価

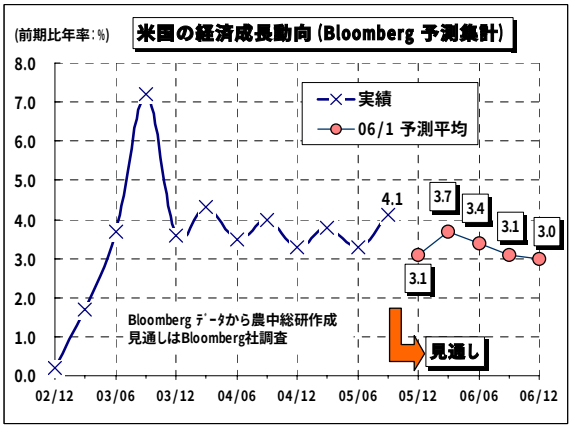
外国為替市場では 9 月上旬以降、米国の金利先高期待からドル高が急進し、12 月初旬には一時 1 ドル＝121 円を割り込む場面もあった。その後は米金利先高観が後退したことを背景に 114 円台まで円高方向で推移している。日本の長期金利の目安である新発 10 年国債利回りは、景気拡大やデフレ脱却期待から 12 月上旬にかけて一時 1.6%台に上昇したが、その後は 1.4%台に低下して推移。一方、消費者物価は前年比上昇に転じ、原油高に加え特殊要因の剥落から先行きもプラス圏で推移する見通し。日経平均株価は、国内景気回復や構造改革続行への期待感等を背景に昨年来高値となる 16,400 円台まで上昇した後、ライブドア問題やそれに起因する東証のシステム処理能力の限界も重なり大きく下落した。

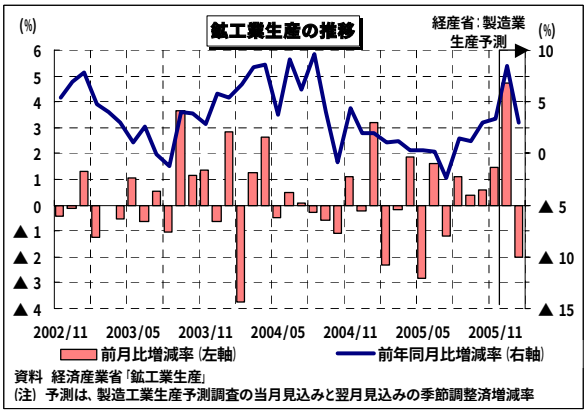
政府･日銀の景況判断

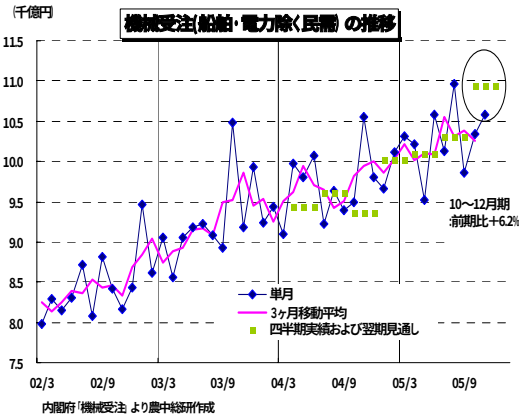
政府は 1 月の「月例経済報告」で景気判断を「緩やかに回復」と 5 ヶ月連続で据え置き。一方、日銀は 1 月の景況判断を「着実に回復を続けている」と 4 ヶ月ぶりに上方修正した。

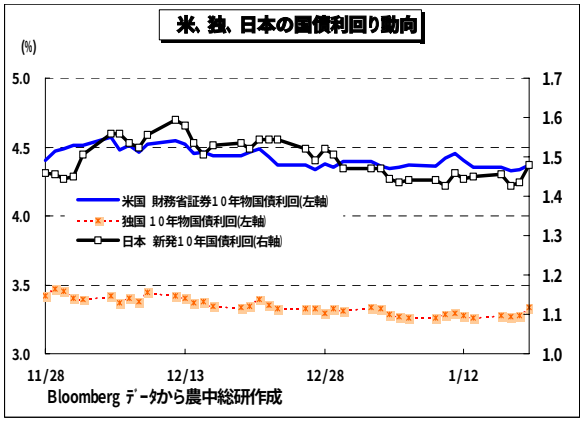
内外の経済金融データ

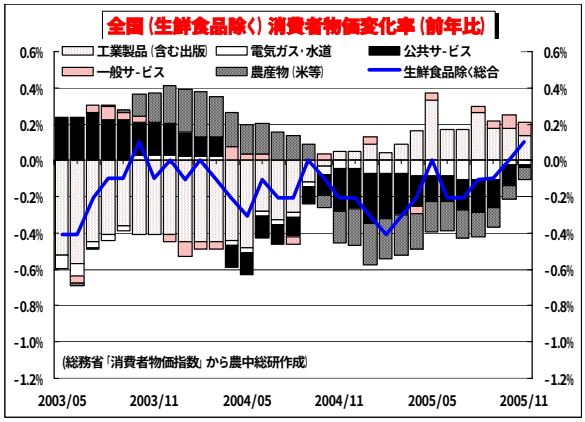












（詳しくは、ホームページ-トピックス-〔今月の経済・金融情勢〕http://www.nochuri.co.jp へ）

国内経済金融

富裕層の相続の現状

田口　さつき

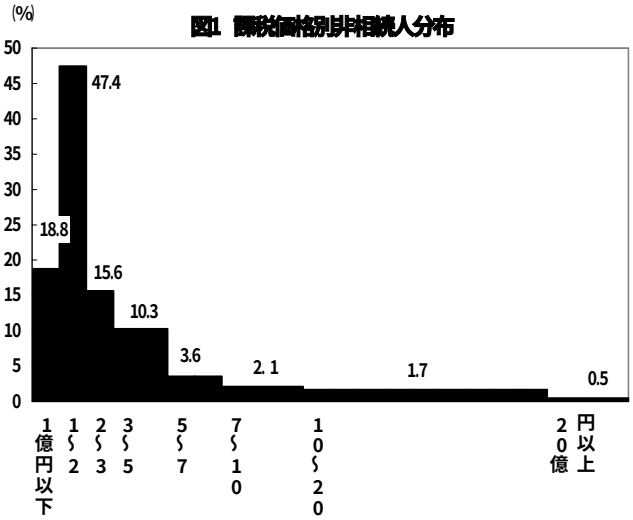
金融業界ではリテール戦略の一環として富裕層への取り組みが盛んになっている。中でも遺言信託をはじめとする相続に対する関心は高く、今後重要な金融サービス分野になると見られている。そこで本稿では、相続に関する資料を手がかりに富裕層の資産保有の状況、相続の動向などを概観してみたい。

相続税は、相続や遺贈などによって取得した財産の価額の合計額が基礎控除額を超える場合に課税される。現行の基礎控除額は、1,000 万円に法定相続人の数を掛けたものに 5,000 万円を足して計算（注 1）される。やや古いデータではあるが、総務省「全国消費実態調査」（99 年末日）では、2 人以上の世帯の資産額は平均 4,943 万円、負債を除いた純資産額は同 4,387 万円であり、基礎控除額を下回る。また、同統計によると、純資産額が 5,000 万円～1 億円未満の世帯は全体の 19.8%、1 億円超の世帯は同+8.9%を占める。これらを考慮すると、相続税の発生状況をみることで、富裕層（注 2）（かつ、おそらく高齢者）の生前の資産保有状況などが類推できる。

国税庁統計年報によると、03 年現在の状況（最新値）は、相続税の課税対象となる財産を残して亡くなった人の数（被相続人）は、44,438 人。相続税の対象となった財産（取得財産）の総額は約 11.8 兆円、財産の総額から債務や基礎控除などを引いて算出された課税価格は、約 10.4 兆円となった。被相続人一人当たりの財産額は、平均 2 億 6,560 万円だった。

財産総額別の被相続人の分布は公表されていないが、課税価格別では、被相続人の数は 1～2 億円の階層が最も多く、全体の約 5 割を占める（図 1）。次に多いのが 1 億円以下の階層で約 2 割となり、2～3 億円の階層（約 15%）、3～5 億円の階層（約 10%）が続く。

図1 課税価格別非相続人分布



国税庁「国税庁統計年報」より農中総研作成

財産等の内訳は、土地が約 6 割、現金・預貯金等が約 2 割、有価証券が約 1 割とな

っており、圧倒的に土地（宅地、田・畑・山林・その他の土地）の比重が大きい。

土地については、宅地（借地権を含む）の価額が最も多く、畑(耕作権及び永小作権を含む。)、田(耕作権及び永小作権を含む。)、山林と続く。宅地については、被相続人の94.5％が生前に保有している一方、畑（35.7%）、田（30.0%）、山林（24.0%）はあまり保有されていない。被相続人一人当たりの財産額は、平均で宅地1億49万円、畑 5,747 万円、田 4,632 万円、山林 4,286 万円となった。ちなみに家屋・構築物は90.6%の被相続人が保有し、その額は平均1,424 万円であるが、財産に占める比重は5%で土地に比べると極めて小さい。

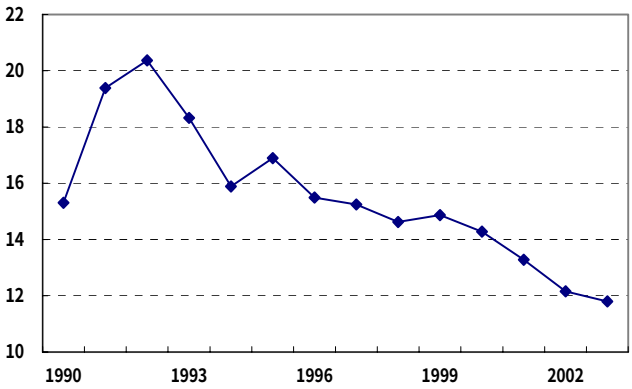
現金・預貯金等については、被相続人の99.2%が生前に保有しており、その額は被相続人一人当たり平均4,851万円だった。

有価証券は、被相続人の74.1%が保有しており、その額は被相続人一人当たり平均3,240 万円だった。うち、企業のオーナーやその家族の持分と見られる特定同族会社の株式及び出資は、被相続人の19.9%が保有しており、その額は被相続人一人当たり平均 3,845 万円だった。それ以外の株式及び出資は、被相続人の62.0%が保有しており、その額は被相続人一人当たり平均1,446万円だった。公債及び社債や投資・貸付信託受益証券を持つ被相続人は全体の約 2 割程度である。

財産を受け取る法定相続人は、3～4 人の層が最も多くなっている。

次に推移であるが、被相続人の数は92 年、財産の総額は 93 年以降、減少傾向にある。また、被相続人一人当たりの平均財産額も 92 年をピークに減少傾向にある（図 2)。

図2 相続人の取得財産価額の推移



国税庁「国税庁統計年報」より農中総研作成

このような被相続人、及びその財産額の減少傾向は、主に資産価値がバブル崩壊後下がったためと考えられる。特に土地が財産において大きな比重を占めているだけに地価の下落の影響は大きかったようだ（図3)。

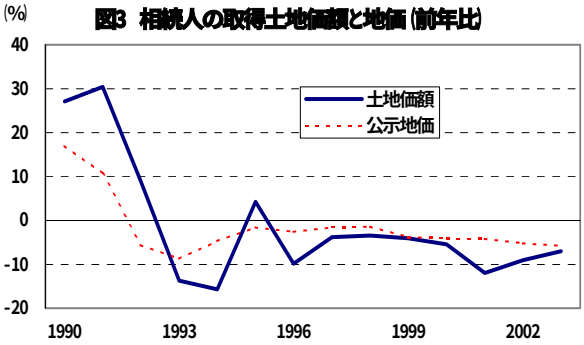
被相続人が土地を保有する比率は 95%程度で 80 年代後半から横ばいで推移する一方、地価の下落から財産総額に占める土地の比率は低下しており、かわりに現金・預貯金等の比率が上昇している。

以上、国税庁統計年報をもとに富裕層の相続の状況を見てきた。各金融機関による

と、遺言信託の顧客として 1 億円以上の資産を保有する資産家を対象としているが、今回の分析からは、課税価格 1～2 億円に相当する財産を持つ富裕層が最も多いことがわかった。おそらく、遺言信託はこの層にうまくアプローチできるかどうかが課題となるとみられる。

また、宅地の保有比率が高く、これらが財産に占める比重が高いことがわかった。富裕層の関心事としては、土地の相続が最も大きいと考えられる。そのため、土地に関する助言能力は非常に重要となろう。特に、相続税の課税されるかどうか、あるいは課税された場合の課税額は地価の影響が大きく、顧客のニーズを満たすために地価（路線価）の動向には注意が必要だろう。

図3 相続人の取得土地価額と地価（前年比）



国税庁「国税庁統計年報」、国土交通省「地価公示」より農中総研作成

(注 1)基礎控除の改正は、88 年、92 年、94 年に行われた。94 年から基礎控除額は、5000 万円＋1000 万円×法定相続人。

(注 2)本稿では純資産が 5,000 万円以上の層を富裕層とした。

今月の焦点

国内経済金融

金融機関の個人ローン戦略－1

～地域シェア No.1 のメリットを生かす飯田信用金庫～

永井　敏彦

要旨

- 飯田信用金庫（以下、同信金と表記）の営業基盤である飯伊地区では、経済の回復傾向がみられるが、人口減少や企業の廃業という問題が続いており、法人の資金需要が伸び悩んでいる。
- こうした環境のもと、同信金は個人ローン、特に住宅ローンを目覚しく伸長させている。その原動力は、営業担当者の地道な努力に加え、地域シェアトップの金融機関としての優位性を生かしていることである。
- 同信金は、地域トップとしての地位に甘んじることなく、地域との密着度を一層高める営業活動を展開し、またより多くの顧客のメインバンクになるように努めている。

飯伊地区経済は回復傾向にあるが人口減少や地場企業の廃業に直面

飯田信用金庫（以下同信金と表記）は、長野県南部の飯伊地区（飯田市及び下伊那郡の17 市町村、人口は 18 万人弱）を営業基盤としている。

同地区の主要地場産業は建築業と製造業であるが、製造業の分野では、電機・精密機械等の他地域からの進出産業のほか、水引・半生菓子・漬物・味噌醤油・酒造等多様な伝統産業がある。

飯田市は、鉄道の利便性に難があるものの、中央高速道路で名古屋まで 1 時間半と、地理的に恵まれた場所にある。05 年の愛知万博開催時には、飯田市の西に接する阿智村の昼神温泉が宿泊地・観光地として賑わった。現在、飯田市・浜松市間の三遠南信自動車道の工事が進められており、将来的には浜松市や豊橋市との交流が深まることが期待されている。但し製造業の出荷は中京方面よりも東京方面のほうが多く、経済面では名古屋よりもむしろ東京との関係が強い。東京までの時間は、高速道路で 3～4 時間である。

表　飯田信用金庫の概要

（単位：百万円）

	平成16年度	平成15年度
当期純利益	1,783	1,065
経常利益	2,757	1,502
預金積金残高	394,665	389,406
貸出金残高	244,546	243,990
預貸率	61.96%	62.65%
自己資本比率	15.87%	15.15%
役職員数	330人	335名

資料：飯田信用金庫　経営情報

飯田信金経営相談所が毎月発行している「飯伊地区産業経済動向」によれば、同地区内製造業の景況判断指数（DI）は 05 年 11 月に 17.4 と前月比 5.9 ポイント上昇し、6 ヶ月連続のプラスとなった。業種間の差はみられるものの、主力産業の電機・電子・精密機械を中心に、回復傾向が鮮明になっている。

しかし、同地区経済を取り巻く環境には引き続き厳しいものがある。若者の地域外への流出により人口の減少傾向が続いている。また、規模が小さな地場企業では、後継者不足等による廃業が後を絶たない。特に建設業では、官公需建設需要伸び悩みの影響で、景況感が停滞している。そして飯田市郊外に通称アッ

プルロードというバイパスができてから、ショッピングセンターがこのバイパス沿いに出店するようになり、駅に近い商店街でも、日曜日に閉店する商店が多くなった。

地区内シェア No.1 を実現した営業力

同信金は、飯田市内に本店と 14 支店、下伊那郡の町村に 9 支店の合計 24 営業店を設置しており、それぞれ担当エリアがある。また営業担当者の担当区分は、そのエリアを細分化したものであり、その中で法人・個人の両方を担当する形となっている。営業担当者数は 88 名で、大型支店であれば、1 支店当り 5〜6 名の営業担当者が配置されている。営業担当者は一日に、法人・個人合わせて 30〜40 軒（山村地域であれば 20 軒程度）訪問している。

飯伊地区内の銀行・信金・信組（八十二銀行・長野銀行・飯田信金・長野県信組の 4 金融機関）において、05 年 9 月末時点で同信金の預金シェアは 57%、貸出シェアは 60%強といずれも過半数を超えている。八十二銀行のシェアを追い越したのは数十年前になる。

このように同信金が大きなシェアを確保している一つの理由は、比較的規模が大きな銀行の影響力がさほど強くないことである。飯伊地区の外を見渡すと、例えば松本市・諏訪市には、みずほ銀行の支店が、また中津川市にはＵＦＪの支店があり、地元優良企業に対する短期資金貸出のアプローチを行っている。これに対して同地区内では、メガバンクの支店がない（但し、日本住宅ローンの融資実績はある）。

もう一つの理由は、営業担当者の預金・貸出増加に向けた多大な努力や内部事務の効率化である。金融機関経営の効率性指標の一つに、職員1人当たりの預金量があるが、飯田信金はかつてこの指標において全国の信金で第一位になったことがあり、今でも 6〜7 位程度の上位にランクインしている。

こうした好成績を実現した秘訣は、地域密着型の営業展開を徹底していることである。営業担当者が地域の情報をきちんと把握していることが、最大の強みとなっている。今では零細企業も含めて、同地区内の大半の企業と取引がある。

地区内シェア No.1 のメリットは大きい。もともと飯伊地区では金融機関の数が少ないので、地域住民はいずれの金融機関もよく知っている。特に同信金の知名度は高いため、営業担当者は訪問先で快く受け入れられている。こうした知名度の高さが営業活動のやりやすさにつながっている。

なお同信金は、地域トップの金融機関としての立場から環境問題への取り組みにも熱心であり、4 年前に ISO14001 を取得した。

住宅ローンに対する取り組み強化

同信金は、以前から大ロットで効率が良い事業性融資を主体とした営業を展開しており、中小企業診断士の養成や取引先企業に対する経営アドバイスに注力してきた。

今でも事業性融資は重要であり、各支店では店長席（支店長・次長）クラスが中心となって営業活動を行っている。しかし前述のとおり、地場企業の経営環境には引き続き厳しいものがある。3 年ほど前から割引手形・手形貸付の需要が減少するようになった。また業況が芳しくない企業も増え、法人貸出の伸長が難しくなった。

こうした環境のもと、同信金は個人ローンの増強に一層力を入れるようになった。その中心となっているのが住宅ローンである。05 年 9 月

末の住宅ローン残高は、前年同期比13.9%増加の454億円となった。05年4-9月期の半年間で、357件の新規実行と192件の借り換えを行った。

こうした実績を積み上げることができた一つの理由は、金利優遇キャンペーンにより借り換え需要が盛り上がったことである。特に、住宅金融公庫の借入金利が上昇する段階に差し掛かる個人を中心に、10年固定金利または3年固定金利商品等を提示することで、積極的な借り換え提案を行った。これまでは住公案件が借り換えの中心であったが、今後は他行案件がターゲットとなる。フラット35も取り扱っているが、件数は多くない。これは、同信金自身が提供する住宅ローン商品の低金利のほうが魅力であるからとみられる。

住宅ローンの営業で成果をあげるには、顧客に直接会って話をすることが最も有効である。まず「借り換え提案書をつくらせてください」、と話を切り出す。そして借り換えシミュレーションソフトの活用により提案書を作成し、顧客に提示する。この他、地道に登記簿謄本で借入状況を確認すること、チラシを配ることも効果的である。また月一回、日曜ローン相談会を開催しており、毎回1～2件は成約している。

以前は、住宅ローンに保証会社の保証を付するケースは少なく、親戚の人等が保証人になることが多かった。この場合、借入人は保証料を負担する必要がなかった。地域内外での人の出入りが少なく、昔から住んでいる人が債務保証の責任を全うしないことはないという前提であった。しかし最近では少子化の影響で兄弟の数が減り、保証人になる人が少なくなったため、今後はしんきん保証基金や全国保証の保証の活用が増えるとみられる。またリフォームローンについては、しんきん保証基金や㈱ジャックスが保証している。

住宅ローンセンターは設置していない。それは、地域内のほとんどの業者と取引があり、密接な関係を構築しているため、センターの設置が必要ないからである。但し大手プレハブメーカーとの取引がなかったため、業務部内に、大手業者専担者を配置した。

自動車ローン・消費者ローンへの対応

自動車ローンについては、物販と金融を同時に対応できるディーラーの力が強いが、ディーラーとの競争にあたってのポイントは、次の三点である。

第一に、ディーラーの割賦販売より低い金利を提示することである。

第二に、顧客との長期にわたる関係をいかに維持できるかである。例えば同信金は、自動車ローンを完済して3年以内の人をリピートプランの対象とし、金利を0.25%優遇している。金利を下げると収益額が減少するが、自動車ローン取引を通じた長期取引継続を重視している。

第三に、顧客が自動車購入に踏み切る前にいかに接触できるかである。そのためには広告が重要である。飯伊地区の地元新聞である信州日報に、毎週帯広告を掲載している。この他、タブロイド版のコミュニティ誌にも広告を掲載している。さらに、店舗やＡＴＭに加え、自動車教習所・自動車修理会社・中古車ディーラー（メーカー系列でないところ）等、自動車に関するニーズがある人が集まる場所にパンフレットを置いている。このパンフレットを郵送かファックス送信すれば、自動車ローンの申し込みができる。また実際に購入する車種が決まる前に、借入申し込み金額が決まっていれば、仮審査が可能となっている。

またカードローンでは、「きゃっする」という商品を提供している。資金使途は自由で、信金ギャランティ㈱の保証が付いている。この商品を取り扱うにあたり、同信金内では議論があった。仮に延滞が発生した場合、信用リスクについては保証されているものの、営業店が延滞回収作業を行わなければならず、この負担に対する懸念があったためである。しかし、過去の何十万件というデータに裏付けられている保証会社の審査基準に従った与信判断を行うこととした。カードローンの分野でも他行との競争は強まっており、断れば他行に取られることもあるからである。

一方同信金は、顧客の取引実績をポイント化し、ポイントに応じた段階的なサービスを提供する、「アップるポイント」を導入している。ポイント数の段階に応じて、消費者ローン金利・期間限定定期預金の金利・ＡＴＭ時間外手数料・個人インターネットバンキング利用手数料等が優遇される。一人でも多くの顧客から、同信金をメインバンクにしてもらうためである。「アップるポイント」は、営業担当者の訪問先での話題提供のネタになっており、営業推進をしやすくする一つのツールになっている。営業活動において、融資や預金の話が毎回あるわけではないからである。

おわりに

地域金融機関にとって最も重要なことは、地域でのシェアであるといわれているが、同信金は地域シェアトップの優位性を生かした営業展開をしている。同信金の個人ローン伸張には目覚しいものがある。その背景に営業担当者の地道な努力があることは言うまでもないが、トップの金融機関であるために地域から高い信頼を得ており、それが営業活動のやりやすさ、そして業績向上という好循環につながっていることが注目される。

もちろん地域経済の動向には依然として厳しさも残り、経営環境は決して恵まれているわけではない。しかしそういう状況下でも、地域の情報を丹念に集めるとともに、より多くの顧客のメインバンクになろうとする営業を展開し、業績を伸ばしている同信金の経営戦略が示唆するものは大きい。

国内経済金融

金融機関における環境問題･CSR の取り組み－４

～CSR を経営戦略と位置付ける滋賀銀行～

古江　晋也

要旨

･滋賀銀行は「銀行自らが環境保全を実践することによって初めて顧客に環境保全の実施を要求できる」という明確なポリシーのもと、自行の環境負荷軽減と事業活動による環境負荷の軽減の双方に取り組んでいる。

･滋賀銀行は、CSR を経営戦略の一つであると明確に位置付けており、環境配慮型金融商品･サービスを提供することで CSR を本業の一部としている。現在、同行は「環境保全に取り組む銀行」というイメージが高まりつつあり、CSR 戦略がブランドイメージを強化している。

はじめに

本稿では、00 年 3 月に ISO14001 の認証取得を行い、01 年 UNEP 金融機関声明に日本の市中銀行で初めて署名を行った滋賀銀行の取り組みを報告する。

「三方よし」と CSR 戦略

「三方よし」(注1)とは、「売り手よし」「買い手よし」「世間よし」を意味し、江戸から明治期にかけて繁栄した近江（現在の滋賀県）商人の経営哲学である。

「売り手よし」「買い手よし」とは、売り手と買い手の当事者間を表しているが、事業を成功させるためには、当事者間に留まらず、地域の人々など「世間」にも信頼されなくてはならない、という考えが「三方よし」に含まれている。

この「三方よし」という近江商人の経営理念の現代版が CSR であると考え、「環境経営」を主軸とした CSR 戦略に取り組んでいる金融機関の一つが滋賀銀行である。

(注1)「三方よし」については、財団法人　滋賀県産業支援プラザホームページを参照。

滋賀銀行の概要等

滋賀銀行は滋賀県内（112 店）を中心に、京都府（14 店）、大阪府（4 店）等にも店舗展開を行っている。05 年 3 月末の滋賀県内における預金残高シェアは 44%、貸出残高シェアは 43%を誇っているが、京都、大阪への県外貸出が多いことも大きな特色である。

同行は、預金者の受取利息（税引後）の 3%を琵琶湖の浄化運動を支援する財団法人に寄付し、同行も預金者の寄付額と同額を寄付する「愛のみずうみ口座」（92 年）やメモ用紙などにリサイクルするために不要書類を破砕処理し、ブロック上に圧縮固形化する分解破砕システムの導入（94 年）など環境保全活動に取り組んできたが、環境保全活動を中心とした CSR に戦略的に取り組み始めたのは 00 年頃からであった。

自らが実践しなければならない

金融機関における環境への取り組みは、金融機関自らが省エネ、グリーン購入等を通じて環境負荷への軽減を図っていく方法と、融資などの事業活動を通じて環境負荷を軽減する方法がある。

滋賀銀行の経営陣は「銀行自らが環境保全を実践することによって初めて顧客に環境保全の実施を要求できる」という明確なポリシーのもと、同行自らの環境負荷軽減と事業活動による環境負荷の軽減の双方に取り組んでいる。

まず、同行の環境負荷軽減については、消費電力の削減、紙の使用量削減、紙ゴミのリサイクル、グリーン購入などを実施しているが、そのなかで地球温暖化ガス（CO_2）の排出量については6%の数値削減目標を設定するといったユニークな取り組みを行っている（期間：04年4月～07年3月）。

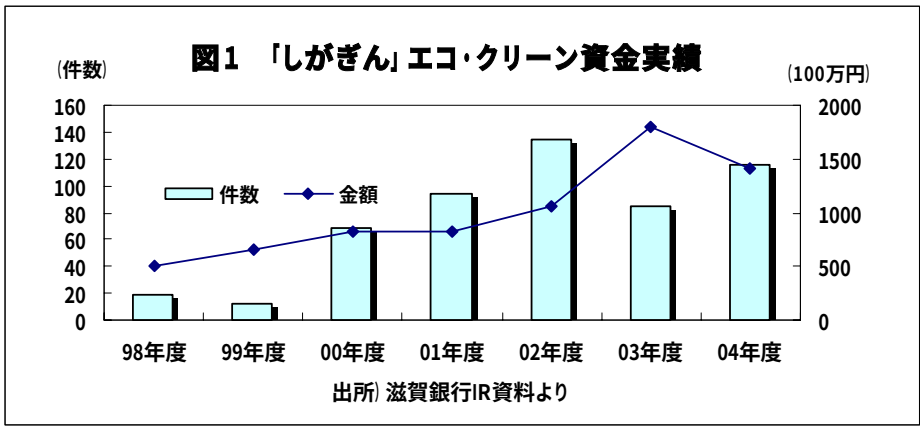
環境会計の導入については前向きな姿勢を見せている。同行は、環境会計を単に会計的な役割として捉えるのではなく、アカウンタビリティ（説明責任）の一つであり、公開することに大きな意義があると考えている。

環境対応型商品は事業性融資から

事業活動を通じた環境負荷低減は、企業・事業者向け融資から開始した。98年、環境保全の取り組みに対して低利融資を行う「しがぎんエコ・クリーン資金」を商品化し、「みずすまし」（水質汚濁防止の設備資金）、「ISO」、「省エネ・温暖化ガス削減」（99年）、「リサイクル」（99年）、「土壌汚染防止」（99年）の5プランを発売した（図1参照。05年12月末、実行累計は613件、80億3400万円）。ただし、「しがぎんエコ・クリーン資金」は個人顧客との取引には結びつきにくいこともあり、個人向けの環境配慮型金融商品も展開していった。

環境対応型個人向け商品

滋賀銀行は03年から個人向け顧客商品として「『しがぎん』エコプラス定期」を発売した。同定期預金はダイレクトチャネルを活用するため、定期預金申込用紙が不用となる。そこで、同行ではその用紙代金を7円と見なし、ダイレクトチャネルによって節約できた申込用紙代金の7円を1件ごとに、同行が負担して積み立て、貯まった金額を環境保全団体（「おうみNPO活動基金」）に寄付している（なお、05年11月以降の取り扱い分より、滋賀県内の小学校の「学校ビオトープ」づくりの資金として寄付することに変更）。一方、同定期預金は金利優遇「店頭



表示金利＋0.03%（預入期間 1 年以上）」を実施することで、顧客にもメリットを付与している。05 年 12 月末の取扱高は 46 万 2870 件、3667 億 7600 万円である。

また、CSR の観点から「エコ住宅ローン」に「耐震」をも取り入れた「エコ＆耐震住宅ローン」の取り扱いを 05 年 8 月より開始した。「エコ＆耐震住宅ローン」の利用条件は、①ガス（都市ガス・LP ガス）利用住宅、②オール電化住宅、③太陽光発電システム導入住宅、④耐震住宅であり、当初期間は店頭金利より最大 1.2%の金利優遇等が実施される。

耐震を取り入れた理由は、滋賀県には琵琶湖西岸断層帯があり、地震調査研究推進本部の「琵琶湖西岸断層帯の評価」では、「琵琶湖西岸断層帯全体が一つの区間として活動し、マグニチュードは 7.8 程度、今後 30 年以内の地震発生確率は 0.09%から 9%」とされていることにある(注2)。そのため同行は、顧客の生命と財産を守るという観点から「耐震＆エコ」を商品化した。現在、住宅ローンの約 2 割が「エコ＆耐震」商品であり、営業努力が実りつつある。

(注2) 滋賀県庁ホームページ「琵琶湖西岸断層帯、東南海・南海地震等に関する情報」を参照。

PLB 格付

05 年 12 月、滋賀銀行は「しがぎん琵琶湖原則支援資金（PLB 資金）」の取り扱いを開始した。同支援資金は、滋賀銀行が策定した「しがぎん琵琶湖原則（PLB）」に基づいて、企業の CSR 経営を独自に格付（PLB 格付）し、CSR 促進事業に対して通常より最大 0.5%を優遇する融資制度である。PLB 格付は ISO14001 等の認証取得、環境会計の導入、法令遵守方針など 15 項目を 3 段階で評価し、5 ランクに区分して金利優遇を行う仕組みとなっている。

滋賀銀行の CSR 戦略

近年、環境問題ないしは CSR に戦略的に取り組む金融機関が増加しているが、その多くは始めたばかりである。それに対して、滋賀銀行は 00 年に ISO14001 の認証取得を行って以降、すでに 5 年が経過しているが、その取り組みは活発化している。ここでは、滋賀銀行の CSR 戦略を概観することで、その原動力を検討する。

(1) 一貫した取り組み

滋賀銀行の CSR 戦略の特色の一つは、環境保全の取り組みに焦点を当て、トップダウンで実施していることである。

滋賀銀行は 90 年代後半から環境保全を中心に取り組んでいるが、その過程において髙田頭取は、当初から「環境問題への取り組みは当行の社会的責任である」というメッセージをわかり易く行員に伝えてきた。

現在では、環境保全を「クリーンバンクしがぎん」というスローガンのもと CSR という枠組のなかで実施している。ここでいう「クリーン」とは、①省資源・省エネルギーの「エコオフィスづくり」、②環境対応型金融商品・サービスの開発、提供による地域への環境保全活動への働きかけ、③倫理観の強い行員づくり、④透明度の高い情報開示、ということを意味しているが、CSR 戦略の中心は環境保全であり、一貫した取り組みが行われている。

(2) 環境意識の高い行員の育成

豊かな水資源を供給している琵琶湖は環境保全のシンボルでもある。04 年、髙田頭取が当時代表幹事を務めていた滋賀経済同友会は「三方よし」の精神をもとに「滋賀 CSR 診断モデル」を発表した。同診断モデルには「企業風土、経営者の理念および利益についての考え方」、「倫理価値の共有と社内への浸透」、「顧客、取引先との誠実な関係の創造と維持」、「自然資本の有効活用と保全への関わり」など 6 つのカテゴリーから構成され、CSR 診断を中堅・中小企業においても実施できるようにしている。質問内容は、「顧客、取引先との人間関係において、『尊敬の心』を基本としているか」「顧客、取引先との取引において、なあなあ主義を排除しているか」などであるが、「滋賀の自然保全のための取り組みなどについて社員と共有を図る機会を持っているか」「水の保全・浄化を意識した事業活動を営んでいるか」といったユニークな項目もあり、これを 4 段階で評価する。

滋賀銀行は、この CSR 診断評価シートを活用して調査を行った。その結果によると、経営層、支店長、男性行員、女性行員によって各項目とも意見の相違が見られたが、環境関連の項目については、保護することで意見が一致していた。また、同行が環境保全活動を実施する場合でも行員の理解が得られやすい状況にある。

このように同行の行員の環境意識が高い要因は、滋賀県は相対的に環境意識が高い地域であることの他に、行内で行う環境学習等も重要な役割を果している。

環境学習とは、毎年、新入行員に行われる CSR 研修であり、植樹や除草作業が行われる。この研修を通じて新入行員は、滋賀銀行が環境に熱心であることを実感するという。

(3) 風通しの良い組織

97 年、髙田頭取は就任時に「フレッシュ（fresh）、フランク（frank）、フォワード（forward）」を柱とし、「発言を自由に行うように」と行員に語った。このようなこともあり、風通しの良い組織となっている。

商品開発においても同行は、各部が階層的に企画立案等を行うのではなく、横並びで行われる。「エコ＆耐震住宅ローン」の商品化においても審査部や営業統轄部の若手行員や支店長代理クラスの行員が集まって議論が行われた。

また、CSR 室には、各部署が気安く訪れることができ、環境関連の研修についても、人事部が協力的に対応している。

(4) CSR の本業化

近年、CSR への関心が急速に高まっているが、一方では 80 年代後半に注目が集まったメセナ（企業の文化・芸術擁護）やフィランソロピー（社会貢献活動）のようになるのではないか、という懸念がある。メセナ活動等が 90 年代に急速に色褪せていった理由の一つは「利益の還元」というスタンスであった。そのため、企業業績が低迷すればメセナ活動等が大きく後退していく結果となった。また、同活動等は本業と無関係であるため長続きしないと指摘されることもあった。

しかし、滋賀銀行は CSR 戦略を経営戦略とし、環境関連の商品開発も比較的早い時期から開発することで本業に結び付けてい

る。さらに、省エネ等の取り組みは環境保全であるとともにコストダウンに繋がる。

つまり、滋賀銀行の CSR 戦略は、「利益の還元」ではなく、本業に結び付けて取り組んでいることも特色の一つである。

おわりに

90 年前後、企業はその収益の一部を社会に還元すべきである、としてメセナやフィランソロピーが唱えられた。しかし、その後の長引く景気低迷により、企業業績は悪化し、メセナ活動等からの撤退が相次いだ。そのため「ご都合主義」であるという批判も行われた。

近年、CSR が大きな高まりを見せている。CSR が重視されてきた背景の一つには、コンプライアンスを無視した企業行動が相次いで発覚し、厳しい批判に晒されたことにある。ただし、法令遵守は企業存続の大前提であり、他の企業と差異化できない。そのため、環境保全、社会貢献、地域活性化などに力点を置く金融機関もある。

滋賀銀行における環境への取り組みは、今日では CSR の一環として強力に進められている。その原動力を検討すれば、①環境問題への一貫した取り組み、②環境意識の高い行員の育成、③風通しの良い組織、④CSR の本業化、にまとめることができる。

CSR を重視する金融機関は、トップから現場の第一線まで CSR の重要性を認識しなければならない。そうしなければ、すばらしい環境配慮型金融商品を開発しても単なる「品揃え」のひとつに過ぎないこととなる。したがって、CSR 戦略は組織内部への取り組みと組織外部への取り組みが不可欠である。

滋賀銀行は組織内外に「CSR は現代版の『三方よし』」、「自らが実践しなければならない」とわかり易く経営スタンスを発信し、実践してきた。このことが、ステークホルダーの共感を呼ぶことに繋がり、環境への取り組みに賛同した顧客と取引が始まったケースもあった。

滋賀銀行の CSR は同行のブランドイメージの向上を図るブランド戦略である点でも注目される。

参考資料

・滋賀銀行[2005]『ディスクロージャー誌』『CSR リポート』

・滋賀銀行ホームページ及び IR 資料

・滋賀県庁ホームページ

・財団法人　滋賀県産業支援プラザホームページ

情勢判断

国内経済金融

景気拡大続くが、目先は株価・長期金利とももみ合う展開か

南　武志

要旨

冬季ボーナスの改善や厳冬を背景に、個人消費が好調さを維持するなど、民間最終需要が順調に自律的回復を続けている。更に、海外経済の堅調さが輸出数量を押し上げており、06 年も緩やかながらも着実な景気拡大は持続すると予想。すでに消費者物価もプラスに転じているが、日本銀行はこれが定着する 06 年春にも量的緩和政策の枠組み解除を実施すると見る。ただし、政策金利を引き上げまでには多少時間がかかるだろう。

マーケットでは、株価は年末年初と高値圏で推移したが、ライブドア問題やそれに起因する東証のシステム処理能力の限界もあって大きく調整、長期金利は 1.4%台でもみ合う展開となった。為替レート（対ドル）は対ドルで円高傾向が強まっている。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

項目＼年／月		2006年 1月（実績）	3月（予想）	6月（予想）	9月（予想）	12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）	(%)	0.1009	0.10～0.15	0.10～0.17	0.10～0.18	0.10～0.20
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	(%)	1.435	1.40～1.70	1.50～1.80	1.50～1.90	1.50～2.00
為替レート 対ドル	(円/ドル)	114.42	112～119	110～120	105～115	105～115
為替レート 対ﾕｰﾛ	(円/ﾕｰﾛ)	140.81	135～145	130～140	130～140	130～140
日経平均株価	(円)	15,361	16,000±500	16,250±500	16,500±500	16,500±500

（資料）NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより農中総研作成
（注）実績は06年1月23日時点。

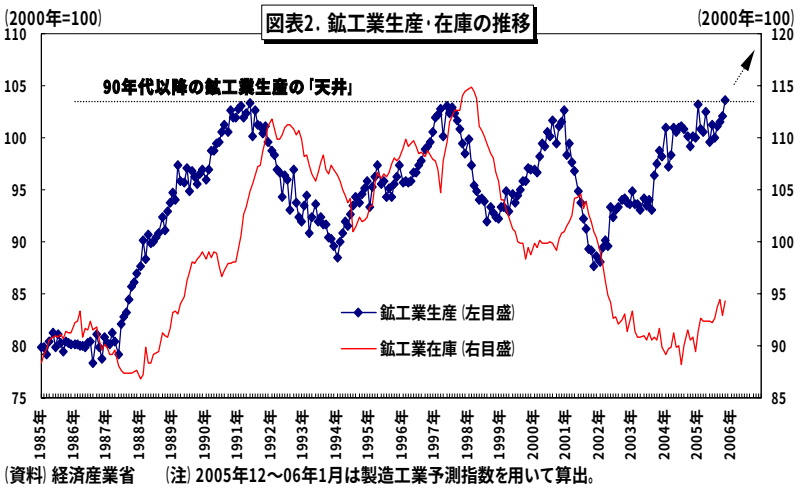
国内景気：現状・展望

2006 年の日本経済は、様々な意味で「正念場」を迎えることになる。その中心は、当社も含めた大方の予想では、少なくとも 06 年内については緩やかながらも着実な景気拡大が持続するとのことだが、果たしてこうした楽観的な景気シナリオに死角はないのか、という点である。また、「失われた 10 年」と呼ばれる 90 年代以降の長期経済停滞に終止符を打ち、非常時対応で発動されていた財政金融政策という「生命維持装置」を外しても大丈夫なほど、日本経済は強くなったのか、という点が指摘できるだろう。

90 年代後半以降、長らく続いてきたデフレ状態も物価指数の上では 05 年 11 月にはプラスに転じており、当面は小幅プラスが続くとの見方が有力である。また、資産デフレを象徴していた地価も東京都心部を中心に上昇に転じており、これまた減少傾向が強かった銀行貸出も緩やかな増加に転じている。経済指標の面からは、90 年代に入ってからは天井らしき存在が意識されていた鉱工業生産が 05 年 11 月分には突破し、過去最高を記録している。このように、明らかに過去 15 年間ほどの景気情勢とは異なる動きが出ていることは紛れもない事実である。こうした経済正常化の動きを阻害

しないような慎重な政策運営がなされることを期待したい。

なお、12 月中旬以降に公表された月次経済指標などからも先行きも景気拡大継続が予想される内容となっている。特に、ボーナスの増加などが消費者心理を好転させ、消費を促進する効果をもたらしている。景気の拡大スピードは決して速いわけではないが、着実に潜在成長率を上回る息の長い経済成長を持続しており、先行きに関してもそれを阻害するような材料は特に見当たらない状況である。12 月時点に示した 05 年度+2.9%成長、06 年度+2.0%成長との予想に変更はない。



一方、物価に関しては、11 月の消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合）では前年比プラスに転じた。それ以外の一時的・政策的な要因を除く部分でも下げ止まっている状況であり、先行き暫くは小幅なプラス状態が続く可能性が強い。しかし、原油価格が現状程度（60 ドル／バレル台）で推移すれば、石油製品価格の物価押し上げ効果は 06 年度入り後に大きく低下する他、電力料金・医療費などが値下がりするものと見られている。マクロ的な需給（GDP ギャップ）は縮小に向かうものの、06 年度にかけて物価上昇率が加速的に高まることは現時点では必ずしも見通せるわけではない。

金融政策の動向・見通し

後掲の拙稿「2006 年の金融政策展望」で詳しく述べているように、政府・与党からの厳しい牽制にも関わらず、福井日銀総裁は繰り返し量的緩和政策解除への意欲を口にしており、どうやら日銀は近々実施に移す意向を固めていると判断している。そうした情勢を反映して、時間軸効果は徐々に剥落し始めており、ターム物金利は高まる傾向にある。量的緩和解除の時期は 4～6 月期という見方に変更はない。

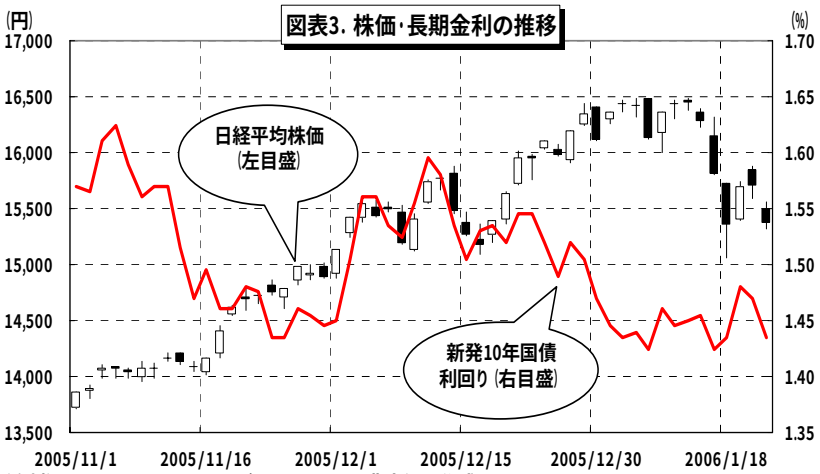
なお、世界的に見れば、消費者物価前年比が+1%に満たない状況はデフレ警戒水域であると認識されていることなどを踏まえれば、早期の政策金利引上げは実施すべきではないだろう。ポスト量的緩和政策としてのゼロ金利解除については、デフレへの後戻りの可能性が完全に消滅してからでも遅くはないだろう。それゆえ、今後の焦点は「何をゼロ金利政策解除の条件として明示するか」であると考える。

市場動向：現状・見通し・注目点

年末年始にかけて日経平均株価が 16,000 円台を回復したが、高値警戒感が浮上する中ライブドア疑惑問題が表面化し、大幅に調整。一方、長期金利（新発 10 年国債利回り）は 12 月上旬に 1.6%目前まで上昇した

後は、ほぼ一貫して低下基調を辿った。為替レートは 1 ドル＝120 円台前半まで円安が進行した後、米国の利上げ打ち止め感が急浮上、円高方向へ急激に揺れ戻しが入った。以下、各市場の現状・見通し・注目点について述べてみたい。

図表3. 株価･長期金利の推移



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

①債券市場

景気拡大の持続性やデフレ脱却への思惑が強まる中、長期金利は 12 月上旬にかけて 1.6%まで上昇した。しかし、12 月は国債償還が多い月でもあり、その手当てが見込まれた他、06 年度予算での新規発行債の 30 兆円未満への抑制や手厚い国債管理政策に対するマーケットからの信認もあり、長期金利はじり安傾向が強まり、06 年年明け後は 1.4%台でのもみ合いとなっている。なお、イールドカーブとしては、金融政策の影響が強い中短期ゾーンが若干膨らんだのに対し、長期～超長期ゾーンは逆に低下するなど、フラットニングが進行している。冒頭で触れたように、長期金利に対する上昇要因は消滅したわけではなく、むしろ強まっているように感じられるが、なかなか上昇する兆しは見えてこない。なお、こうした現象は日本だけに留まらず、米国など先進国の債券市場を通しても、景気拡大・株価上昇が持続する中、長期金利上昇は抑制された状況が常態化している。

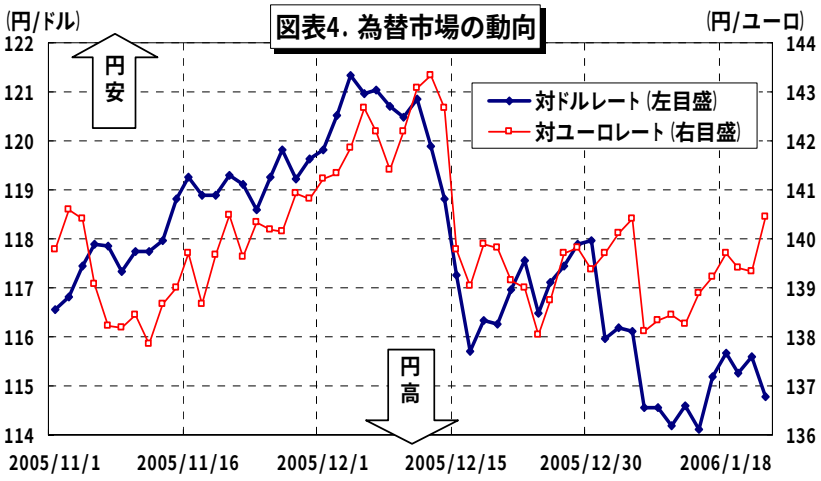
しかしながら、先行きも景気拡大が継続し、企業部門が資金余剰状態を徐々に解消させ、設備資金などの借入需要の回復が明確化していけば、長期金利に対しては上昇圧力がかかり続けると見る。一方で、06 年度にかけても物価上昇率は抑えられた状態が予想され、当面は政策金利のゼロ金利状態は続くと見られる。長期金利の水準は現状 1.4%台からの上昇は不可避とみるが、それは上昇局面入りを意味するものではなく、レンジの上方シフトに限定されるだろう。06 年度中は概ね 1%台後半での展開を予想している。

②株式市場

株価は 05 年末にかけて上伸した後、06 年入り後は時折昨年来高値を更新しつつも日経平均株価 16,500 円を目前に高値警戒感から上値の重い展開となっていた。そこに、ライブドアの証券取引法違反容疑が急浮上し、更にそれに反応した投げ売りが大量に出た結果、東証システムの処理能力の限界に抵触しそうになったために全銘柄の売買停止する事態に陥った。前者の問題は、今や透明性が向上した日本企業・株式市場全体に関連性のある問題ではないと捉えているが、後者の株式売買システムの不備は、

日本市場全体のリスクを高める可能性があり、健全な資本市場の発展や経済成長への悪影響も懸念されるところである。東証を始め、各証券取引所のシステム増強や処理の正確性などが早急に求められる。

なお、ファンダメンタルズ面からは、民間最終需要の本格的・自律的回復を背景に、内需関連産業（特に、これまで景気波及効果の小さかった第三次産業など）などが引き続き相場全体を牽引するというシナリオを変更する必要はないものと思われる。今回の上げ相場の中で出遅れ感が目立っていたハイテク関連株への物色も強まりつつある。こうした業種を含めて、06 年は企業サイドが価格設定力を獲得できるかどうかが焦点となるだろう。



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

③為替市場

9 月上旬から 12 月上旬まで、ほぼ一貫して為替レートは対ドル・対ユーロで円安が進行、一時 1 ドル＝121 円台まで円が売られた。しかし、その後は急速に円高の巻き返しがあり、1 月中旬には対ドルで 113 円台まで戻る場面もあった。この背景として指摘されていることは、①米国利上げが最終段階に入ってきているとの認識が強まったこと、②一方で、日本では金融緩和政策が近い将来正常化に向かう可能性が高いこと、などといった日米金利格差への思惑が指摘できる。①に関しては、FF 先物レートからは、利上げの回数はあと 1 回か 2 回かで分かれているものの、打ち止めは間近との見方は有力である。②については、前述の通り、日本では当分の間、政策金利のゼロ状態が続くと見られる。それゆえ、日米金利差の動向は米国金融政策に委ねられており、今後とも注目していく必要があるだろう。なお、金利格差が依然として残っていることから、先行きの対ドルレートは再びドル高方向に反転するとの見方もあるが、利上げ継続が予想されている次回 1 月 31 日の FOMC 後に、打ち止めを示唆するようなニュアンスの表現が出れば、円高ドル安基調が強まる可能性が高いだろう。

一方、対ユーロレートも同様に、1 ユーロ＝143 円台まで円安が進展した後、急速に円高方向に振れ、その後は 140 円絡みのもみ合いとなっている。ユーロランドのインフレ率は欧州中央銀行（ECB）がインフレ・リファレンスとして公表している数値（2%に近い 1%台後半）を上回っている他、景気回復力も強まっていることもあるため、利上げ予想は根強く残っている。円の対ユーロレートは、当面は現状の 140 円／ユーロ絡みでの展開が続くと見る。

（2006.1.24 現在）

国内経済金融

2006年の金融政策展望

～「量的緩和政策」後の政策運営～

南　武志

日本銀行は2001年3月に現行の量的緩和政策を導入したが、当初から消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合、以下コア CPI）が安定的なプラス状態となるまでそれを継続するとしてきた。そのコア CPI は 05 年 11 月分から前年比プラスに転じており、先行きも当面は小幅プラス状態が持続する可能性が高い。こうした状況の下、政府・与党サイドからの反発にも関わらず、福井日銀総裁らは量的緩和政策解除への意欲を前面に出しており、マーケットも 4 月にも解除されるとの予想が多くなっている。以下では、量的緩和政策の後の政策運営や課題に関して考えてみたい。

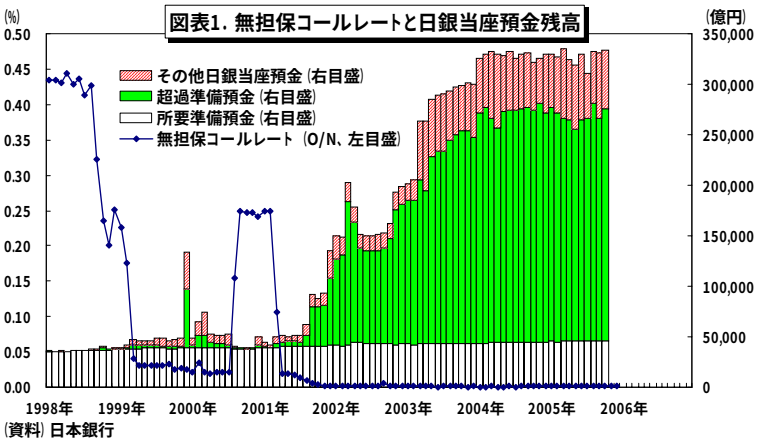
量的緩和政策の意図

まず、現行の量的緩和政策を簡単にまとめてみよう。政策運営の面からみれば、金融政策の操作目標を「無担保コールレート翌日物（金利）」から「日銀当座預金残高（量）」へ変更したこと、コア CPI が安定的にゼロ％以上になるまでこの政策を続けることをコミットメントしたこと、そして当預残高目標を達成するために中長期国債買入オペの増額を筆頭とするオペの多様化を行ったこと、等がある。

次に、現象面から見れば、所要準備（05 年 10 月時点で 4 兆 6,000 億円余り）を上回るような資金供給を行ったことで、準備預金を含む日銀当座預金残高は目標とするレンジ（当初は 5 兆円、その後は漸進的に引き上げられ、06 年 1 月現在 30～35 兆円）に誘導された。つまり、金融機関にとっては金利を生まない現金・日銀当座預金を 25 兆円前後保有するという状況が発生している。また、結果的に、かつての政策金利であった無担保コールレート翌日物から長めのターム物金利までほぼゼロ％となって、債券利回りも全般的に押し下げられた。

ちなみに、前・日銀審議委員の植田和男東京大学教授は、量的緩和政策について、「ゼロ金利政策をインフレ率が安定的にゼロ％以上になるまで続けるという時間軸効果と、ゼロ金利実現に必要な以上の流動性供給を（長期国債買い切りオペも活用して）実施する政策の組み合わせである」と表現している。

こうした量的緩和政策は、総需要を喚起してデフレ脱却を促す金融緩和策という面

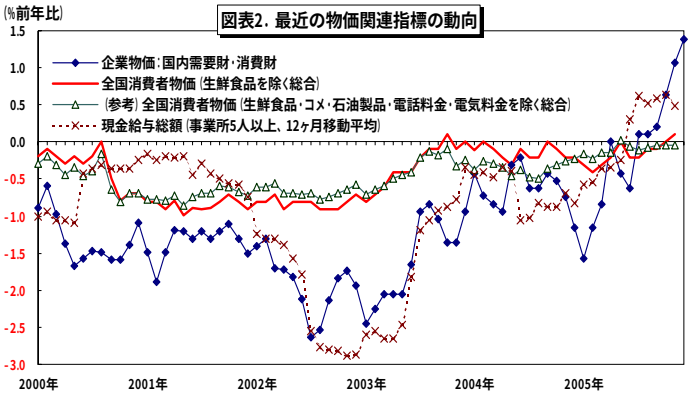


の他にも、90 年代後半以降に顕在化した金融システム不安への対応という役割も担っていた。更に、救済という破綻前処理も含めて金融機関の経営破綻処理スキームが確立していなかったという金融行政の不備も手伝って、量的緩和政策が当初想定されなかった未曾有の規模になった可能性は高い。なお、近年では銀行収益の好調さや銀行株価のパフォーマンスの良さに表れているように、不良債権処理など銀行問題は沈静化している他、冒頭で触れたようにデフレ脱却も目前に迫っているとの認識が増えつつあるなど、01 年 3 月から実施されている量的緩和政策は役目を終えたとの見方が強い。

量的緩和政策解除を巡る論点

金利機能という金融市場（特に短期金融市場）の役割を殺してしまう量的緩和政策は明らかに異例であり、非常時対応であることは間違いない。もちろん、戦後の先進国の中で初めてデフレに陥った 90 年代後半以降の日本経済は異常事態に陥っており、非常時対応が必要だったことは言うまでもない。しかし、実体経済が正常化すれば、金融政策も平時のそれ（政策金利はプラスで、超過準備がほぼゼロになるような状態）に戻るのは至極当然のことである。

図表2. 最近の物価関連指標の動向



(資料) 総務省、日本銀行

ここでは、「日本経済は正常化した」と判断する基準をどこに置くべきかが問題になってくる。繰り返しになるが、日銀は量的緩和政策をコア CPI の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで続けるとしており、それが再びマイナスに戻らないとの確信やその時点での経済・物価情勢に問題がなければ、解除すると表明している。

ここで浮上してくる論点は、「経済の正常化」をデフレ脱却と同義とするのはよしとしても、果たしてデフレと非デフレの境目をコア CPI 上昇率ゼロ%に置いてもよいかどうかという点であり、更に言えば、物価の安定を示すインフレ率として日銀はそれをどの水準と考えているのか、ということであろう。

「物価の安定」の数値化

経済規模の大きな国・地域として、米国、EU、日本を挙げることが多いが、いずれの国も金融政策運営にインフレ目標は導入していない。もちろん、インフレ目標を導入せずとも「物価の安定」を達成する手段はあり、米国・EU ではそれを概ね実現できていると考えられる。なお、この米国、EU では中央銀行首脳の発言などを通じて、どの程度のインフレ率が「物価の安定」した状態であるか等についてマーケットはほぼ把握できている。例えば、FRB では食品・エネルギーを除く個人消費支出デフレーター（コア PCE）上昇率が+1～2%程度と見なされており、ECB では総合消費者物価指数(HICP、Harmonized Index of Consumer Prices）が+2%に近い+1%台後半というインフレ参

照値を公表している)。また、英国、オーストラリア、ニュージーランド、スウェーデン、韓国などインフレ目標を導入している国でも+2%前後の数値を掲げる国が多い。

新日銀法施行以来、日銀は「独立性」とともに「説明責任」や「政策運営の透明性」が求められてきた。ゼロ金利政策解除後の2000年10月には『「物価の安定」についての考え方』という報告書が公表されたが、「物価の安定」を数値化できるかどうかについては今後の検討課題とされ、5年以上経過した現時点でもそれに対するきちんとした回答が提示されていない。ちなみに、当該レポートでは、物価の安定に関して「物価指数の変化率でみて若干プラスの上昇率を目指すべきとの考え方は検討に値する」としていた。なお、国・地域によって若干の違いがあるとしても、日本以外の中央銀行ではインフレ率2%程度を「物価の安定」した状況と判断しているようである。

インフレ目標導入に関する検討

物価の番人とされる中央銀行であるが、一国の経済政策の優先順位として「物価の安定」が犠牲にされることも歴史的には少なからずあり、また、他の目的のために金融政策が割り当てられることが多かった。日本では、70年代前半、80年代末にインフレ率が高まる時期があったが、これは金融政策が専ら「国際収支の均衡」「為替レートの安定」「高雇用維持」といった目的に充てられ、かつ政治的圧力からの隔壁が薄かったことで、結果的に中長期的な「物価の安定」への配慮が疎かになった点は否めない。

金融政策運営の枠組みとして、インフレ目標という枠組みがある。これは、中央銀行もしくは、政府と中央銀行が合同で目標インフレ率を設定し、一定の期間内にそれを実現するために中央銀行は金融政策を行う、とする政策フレームワークである。前節で見たように、世界にはインフレ目標を導入している中央銀行は数多く存在しており、インフレ抑制に一定の効果があるとの評価がなされているようだ。

日本でも2000年前後にデフレが深刻になる中で、一部で導入を主張する主張が高まった時期があった。しかし、意図的にインフレ率を高めようとするインフレ調整政策などと混同する意見や、インフレ目標を導入すればハイパーインフレになる、または効果がない、といった意見など、概ね批判的・否定的な意見が多かった。日銀からも、独自の判断で政策運営する権限を剥奪されるといった半ば組織防衛的な意識もあって、導入に対して消極的な見解が示された。ただし、インフレ目標そのものは、多くの中央銀行が採用している政策フレームワークであり、これ自体の筋が悪いという意見は経済学のメインストリームに位置する学者からは聞かれない。

なお、インフレ目標のメリットとして、①政策の透明性向上、②政治的圧力に対する防御、③目標値を掲げることで、期待インフレ率が安定する、などが指摘されている。また、インフレ目標を導入したからといっても、実際には中央銀行は何らかの事情により現実のインフレ率が目標インフレ率から一時的に離脱することがあったとしても、中長期的な観点からそれが許容できると判断した場合、きちんと説明すれば容認される「柔軟性のある政策フレームワーク」として運営されていることが指摘され

ることが多い。

求められる一層の透明性向上

もちろん、インフレ目標など導入せずとも、グリーンスパン議長の下での米国 FRB などを見ても分かるように、マーケットとの対話を重ね、政策運営の透明性や説明責任さえ果たしていれば、金融政策や中央銀行への信認は維持される。しかし、グリーンスパン議長というカリスマが退任した後の FRB 議長には、裁量的な政策運営よりもルールに基づいた政策運営をすべきというのが信条であるバーナンキ米 CEA 委員長が就任するのは、将来からすれば象徴的な出来事になった可能性もある。

一方で、日銀の政策運営を巡っては、説明不足であるといった感が強く、不透明性は拭えない。推測するに、量的緩和政策が半ば政府サイドからの強い要請に応えるという、半ば圧力に屈する形で導入したとの思いが強いからではないだろうか。90 年代に入ってからの政策運営もそうであったが、03 年以降の量的目標引き上げの理由がうまく説明できていない印象は否めない。

政府との政策共有の重要性

一方で、冒頭でも触れたが、量的緩和政策解除を巡って政府・与党からは、デフレ脱却が確実なものとなっておらず時期尚早との牽制が強まっており、「中央銀行の独立性」とは何を意味するか、という問題も改めて提起されている。前節でも触れたが、日本でもある政策に対して金融政策が割り当てられた結果、物価の安定が達成できなかった経験を何度もしてきた。また、インフレ予防的な利上げに対して与党政治家が不快感を示すように、中央銀行にはある程度の独立性がなければ政策判断に対して政治的な介入を遮断することは困難である。

しかしながら、中央銀行も金融政策という政策を担当する一部局であり、公的部門の一翼を担っていることもれっきとした事実である。政府と中央銀行が行う政策に整合性がなければ、実体経済やマーケットは混乱する可能性がある。これまでは「デフレ脱却」という政策目標を共有し、それに向けて互いに協調してきたように見えるが、デフレ脱却の判断および「その後」の政策運営に関しては、少なくとも日銀はスタンスを表明していないし、そのフレームワークも不明である。しかし、出口政策への移行は早ければ 2～3 ヵ月後に迫っているとされており、このまま何の指針も示されないままであると、マーケットのボラティリティが高まることが予想される。

企業の経営体力が回復すると同時に金融システム不安が沈静化した日本経済にとっての当面の課題は、公的債務の持続可能性の問題であることは疑うべくもない。この問題を考える際にも、長期金利の不規則な変動を回避することに対して日銀が果たせる役割は少なくない。経済財政諮問会議の場を利用して、デフレ後の経済政策運営に対する両者の議論を深める努力が必要であろう。

【参考文献】

植田和男（2005）「ゼロ金利との闘い」、日本経済新聞社

田中隆之（2002）「現代日本経済論」、日本評論社

南武志（2005）「金融市場の構造変化と金融政策の展望」、『農林金融』2005 年 8 月

海外経済金融

利上げの着地点が注目される米国金融政策

永井　敏彦

要旨

- **ハリケーンの影響等で05年9月、10月に一時的に落ち込んだ米国景気は、11月以降順調に回復した。しかし住宅着工件数の陰りや消費者信用残高の減少がみられ、今後利上げの実体経済への影響が徐々に現れるであろう。**
- **物価はおおむね落ち着いているが、最近原油価格が再び高騰しており、今後のインフレ圧力について注意していく必要がある。**
- **ＦＲＢの金融政策は緩和的な状態を脱し、ＦＯＭＣ議事録にも今後の利上げの数がそれほど多くないであろう、との表現がある。但し、景気を落ち込ませずインフレを加速させない政策金利の均衡点がどの水準になるかの議論は、もう少し続くであろう。**

雇用・生産は概ね堅調推移だが住宅市場等にみられる調整の兆し

米国経済は、ハリケーンの影響で05年9月・10月に一時的に落ち込んだが、11月以降順調に回復した。

12月の非農業雇用者数は、季調済前月比で＋10万8千人増加と市場の予想値に届かなかったが、11月の増加数が大幅に上方改訂され＋30万5千人となった。次に12月の鉱工業生産指数は、季調済前月比で＋0.6%の上昇となった。同指数上昇率は9月にマイナスを記録したものの、10月以降3ヶ月連続のプラスとなった。また1月の消費者センチメント指数（ミシガン大調査）も9月に76.9、10月に74.2と大幅に低下したが、その後上昇を続けて1月には93.4となり、消費者心理も改善した。

ＩＣＳＣ（国際ショッピングセンター）の調査によれば、11～12月の既存店小売売上高は前年比＋3.5%となり（前年は＋2.3%）、年末商戦も善戦であった。

このように景気が比較的堅調に推移している理由は、9月のハリケーン被害、及びボーイング社ストライキに伴う生産減少が、逆にバネとなり景気を押し上げたこと、また政府が被災地救援の支出を始めたこと、そしてエネルギー価格が落ち着いたことである。このような基盤のうえで、雇用と生産が増加している

これに対して、長年にわたり活況を呈してきた住宅市場が、ここへきて陰りをみせている。12月の住宅着工件数は季調済前月比で▲8.9%と大幅な落ち込みをみせた（図１）。ここで注目したいのは、住宅着工件数の地区別内訳である。北東部(Northeast)が▲14.0%、中西部(Midwest)が▲23.6%、西部(West)が▲21.7%と大幅に減少したのに対し、南部(South)は＋5.2%増加した。南部にはハリケーンの被害を受けた地域が含まれているので、復興需要により住宅着工が増加したが、それでも他地区の減少をカバーできなかった。

図１が示すとおり、住宅ローン金利と数ヵ月後の住宅着工件数の相関度は高い。従って、7月から11月にかけての長期金利上昇が、住宅着工件数を減少させる可能性に留意する必要がある。

また消費者信用残高は、ここ数年の間ほと

んど減少しなかったが、10 月に▲4.7%、11 月に▲0.4%と 2 ヶ月連続で減少した（季調済前期比年率）。自動車ファイナンス会社の新車ローン金利（60 ヶ月）をみると、03 年平均が 3.40%であったが、その後上昇を続け、05 年 11 月には 6.40%となった。

貸出の伸び鈍化については、通貨監督局（ＯＣＣ）の金融機関に対する指導が影響している可能性もある。ＯＣＣは、借入してしばらくの期間利払いだけで元金を返済しない貸出(Interest Only)等非伝統的住宅ローンや、所得に対する借入比率が高い貸出について、融資基準を厳格化しリスク管理を強化するよう求めてきた。

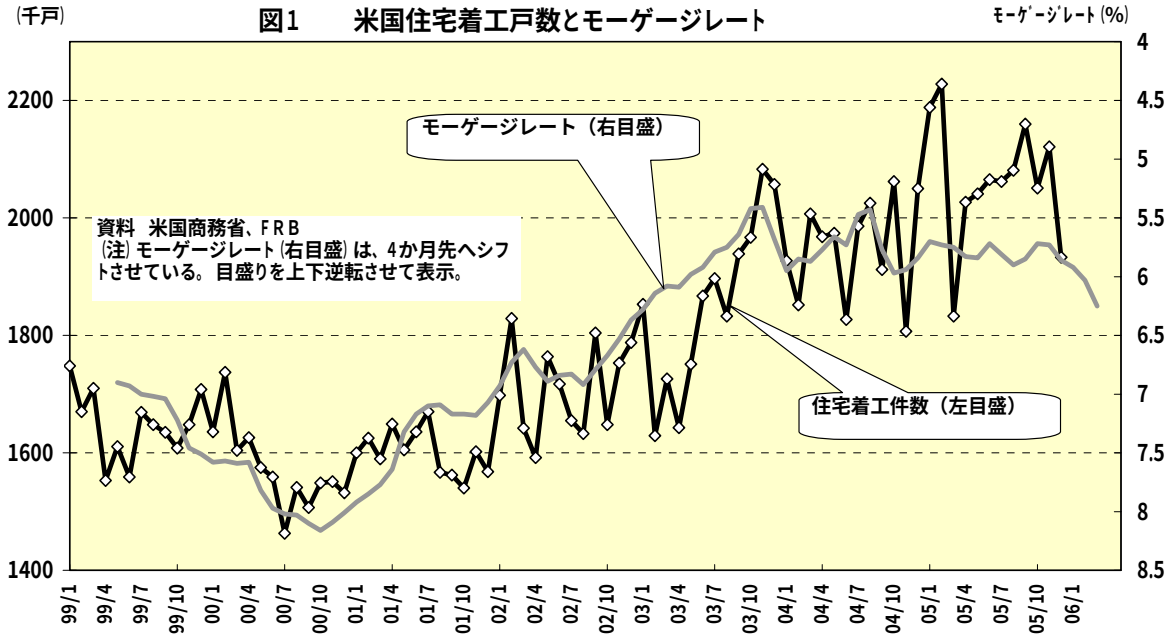
ＦＲＢは 04 年 6 月末以降累計 3.25%の利上げを実施したが、実体経済への影響はこれまで必ずしも明らかではなかった。利上げ効果は、むしろ今後次第に現れるかもしれない。

物価はまずまずの安定だが上昇圧力は依然残る

ここ数ヶ月間エネルギー価格の変動が激しいが、現時点で入手できる物価統計の範囲では、エネルギー価格の低下が物価を落ち着かせる形になっている。12 月の消費者物価上昇率は前年同月比＋3.4%となり、直近ピークである 9 月の＋4.7%と比較すれば鈍化した。一方食料・エネルギーを除いたコアインフレ率は 12 月に＋2.2%となり、05 年を通してほぼこの水準程度の横ばいが続いた。この間エネルギー価格の大きな変動があったが、コアインフレへの影響は極めて限定的であった。

ＦＲＢはインフレの現状について、①インフレ圧力（エネルギー・原材料価格や賃金の上昇度合い）、②インフレ圧力の波及力（企業が原材料価格上昇分を製品・サービス価格に転嫁できる度合い）、③長期的インフレ期待の三つの要因に分解してコメントしている。12 月 13 日のＦＯＭＣ議事録や、1 月 18 日に公表されたベージュブック（地区連銀経済報告）に基づき、ＦＲＢが現時点で各々の要因をどうみているかを整理してみたい。

①のインフレ圧力は、エネルギー価格の下



落により多少弱まった。しかし、新たに「資源利用度の上昇」という言葉が登場した。資源とは具体的には、労働力や設備のことを指しているとみられる。つまり失業率の低下が労働需給の逼迫を、そして設備稼働率の上昇が製品需給の逼迫を示唆している、ということである（図２）。

②のインフレ圧力の波及力については、従来からの見方にほとんど変化がない。「生産者は投入価格上昇分を取り戻そうとしているが、一部地区では競争激化が価格上昇を抑制し、価格転嫁が困難である。建築資材の分野では価格上昇が広範にみられた」、というのが現状判断である。つまり価格転嫁の実現度合いは、地区や産業セクターによってまちまちである。

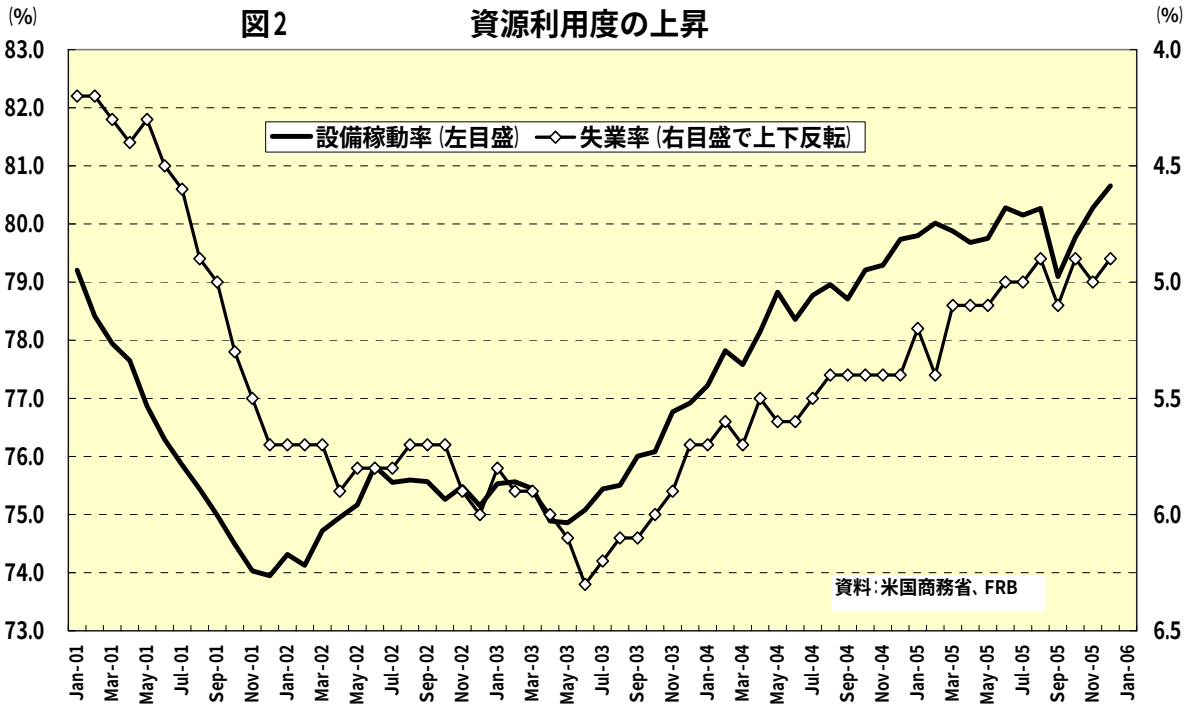
③の長期的インフレ期待については、「秋の初めからエネルギー価格が下落したため、引き続き抑制されている、との評価が示された。

なおイランの核開発問題に関する緊張の高まりや、ナイジェリアでの反政府武装勢力による油田施設への攻撃が材料となり、最近原油価格は再び急ピッチで上昇しており、ＷＴＩは１月23日に68.10ドル／バレルとなった。今後も、原油価格上昇や資源利用度の高まりを起点としたインフレ圧力から目が離せない。

新たな局面に入ったＦＲＢの金融政策

12月13日のＦＯＭＣ声明文の特徴は、今後の金融政策に関して、以前とは異なった表現が用いられたことである。利上げが開始となった04年６月30日から前回（05年11月１日）までは、持続的経済成長及び物価安定に関する上振れ・下振れリスクがほぼ等しいとしたうえで、「慎重に状況をみながら緩和的な金融政策を解除することは可能である」、という方向性が示されていた。ところが12月13日では、リスク・バランスがほぼ等しいという従来の見方を変更していないものの、「今後慎重な利上げを続行する必要があるだろう」、と表現を様変わりさせた。

図2　資源利用度の上昇



ＦＯＭＣ議事録によれば、今後の金融政策について次のような表現があった。

「消費や投資は明らかに勢いを増しており、エネルギー価格高騰の間接効果が今後引き続きコアインフレの安定を脅かす可能性があるため、今回利上げはインフレやインフレ期待を抑制するために適切であると考えられる」。

「大方のメンバーはさらなる利上げが必要と考えているが、利上げ効果が実体経済に及ぶまでの時間的ズレにより十分に発揮されていないことに注意すべきである。一方で資産価格の動向や資源利用度上昇の物価への影響も考慮しなければならない。今後どの程度の利上げが必要かについては、意見が分かれた」。

「過去 18 ヶ月の利上げは金融緩和状態を相当修正しており、もはや緩和的な状態とはいえない。今後必要な利上げの数はそれほど多くないだろう」。

これらの文言からも明らかなように、ＦＲＢの金融政策は新たな局面に入っている。金融が緩和状態であれば、利上げを継続することにさほど問題はなかったが、今後利上げを実施するかどうかは、その時々の経済情勢や物価情勢に大きく依存することになる。また利上げ効果が実体経済に及ぶまでには時間的ズレがある、という言及は見落とせない。何故なら、これまでの利上げの累積効果を見極めるために、追加利上げの休止がありうることを示唆しているからである。

今後の金融政策をどう読むか

ではＦＦレート誘導水準は、どの辺に着地するのであろうか。当農中総研は 05 年 11 月の経済見通しで、ＦＦレート誘導水準は 4.5%まで引き上げられ、その後は様子見に転じると予測した。つまり 1 月 31 日のＦＯＭＣで 0.25%引き上げて、その後はしばらく利上げ打ち止めということである。

ここで振り返っておきたいのは、12 月下旬に 2 年国債の利回りが 10 年国債を上回る逆イールドが起きたことである（1 月 24 日現在では、2 年国債と 10 年国債の利回りは同水準の 4.35%）。過去の事例では、長短金利逆転直後に景気が減速に転じたことが何回かあった。これに対して、長短金利ともに絶対水準が低いこともあり、「過去の事例は当てはまらない」とする意見は多い。仮にそうだとしても、長短金利の接近あるいは逆転について確かなことは、金融機関の資金調達・運用の採算が悪化し、貸出の伸びにブレーキがかかる可能性が高まることである。今後利上げの副作用への目配りも必要となる。

一方で、現在、市場参加者の多くは 4.75%までの引き上げを予測している。これは、現状の景気の底堅さやＦＲＢが指摘した資源利用度の上昇を重視した見方である。また 12 月以降の原油価格の高騰が急ピッチであり、新たなインフレ圧力になるかどうか、気になるところである。景気を落ち込ませずインフレを加速させない政策金利の均衡点がどの水準となるかの議論は、もうしばらく続くであろう。

（2006.1.24 現在）

今月の情勢　～経済･金融の動向～

原油市況

原油価格は、12 月中旬から下旬にかけて WTI（期近物）が 1 バレル＝60 ドルを下回る水準まで下落した。しかし年明け以降は、イラン核開発問題やナイジェリアでの武装勢力による石油精製施設への攻撃など、供給不安観測の高まりから再上昇し、1 月下旬には再び 68 ドル台と約 4 ヶ月半ぶりの高値となった。今回は天候要因による一時的な上昇とは異なるため、昨年 8 月末の最高値（70.85 ドル）を目指す展開も想定される。

米国経済

米国では、景気拡大が続いている。非農業雇用者数の伸びがハリケーン後一時鈍化したが、11 月、12 月には増加し、雇用環境が改善。消費者マインドもハリケーン前の水準まで回復している。1 月のエコノミスト予想によれば、今後も 3%台半ばの経済成長が続くと見込まれている。一方、米政策金利は 12 月 13 日に 0.25%引き上げられ 4.25%になったが、声明文から「緩和的な金融政策」という表現が削除されたことから利上げ打ち止め時期が接近してきたとの見方が優勢となっている。米長期金利は 12 月初旬に 4.5%台に上昇した後、このところは 4.3%台に小幅低下して推移している。

国内経済

わが国では、企業部門の好調さが家計部門へ波及しており、緩やかに景気が回復している。足下 11 月の生産は、4 ヶ月連続のプラスとなり、12 月も上昇するが、1 月にはマイナスとなる見通し。また、設備投資は企業収益の改善を受け増加傾向が続いている。先行指標となる 11 月の機械受注は 2 ヶ月連続で増加した。冬季賞与の増加など雇用・所得環境の改善を背景に先行き消費拡大への期待などから消費者マインドも改善・向上している。

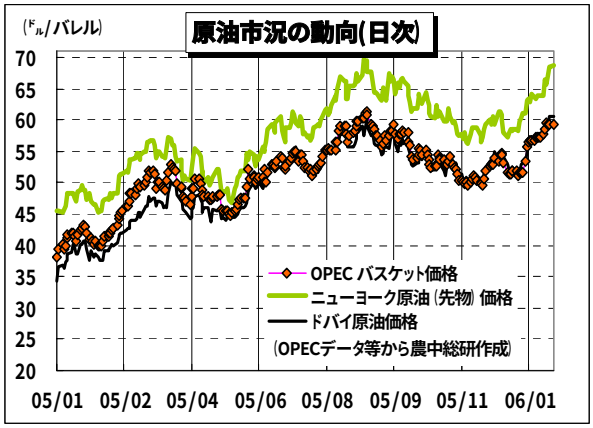
為替･金利･株価

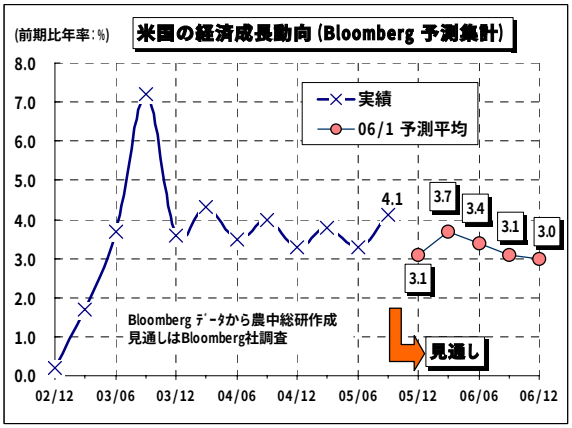
外国為替市場では 9 月上旬以降、米国の金利先高期待からドル高が急進し、12 月初旬には一時 1 ドル＝121 円を割り込む場面もあった。その後は米金利先高観が後退したことを背景に 114 円台まで円高方向で推移している。日本の長期金利の目安である新発 10 年国債利回りは、景気拡大やデフレ脱却期待から 12 月上旬にかけて一時 1.6%台に上昇したが、その後は 1.4%台に低下して推移。一方、消費者物価は前年比上昇に転じ、原油高に加え特殊要因の剥落から先行きもプラス圏で推移する見通し。日経平均株価は、国内景気回復や構造改革続行への期待感等を背景に昨年来高値となる 16,400 円台まで上昇した後、ライブドア問題やそれに起因する東証のシステム処理能力の限界も重なり大きく下落した。

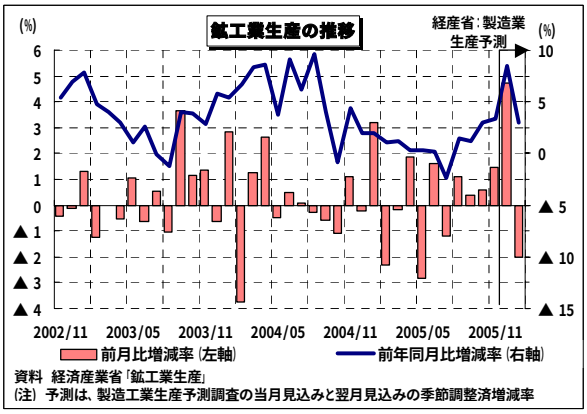
政府･日銀の景況判断

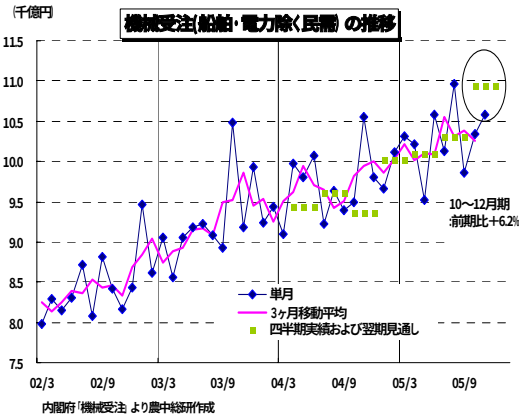
政府は 1 月の「月例経済報告」で景気判断を「緩やかに回復」と 5 ヶ月連続で据え置き。一方、日銀は 1 月の景況判断を「着実に回復を続けている」と 4 ヶ月ぶりに上方修正した。

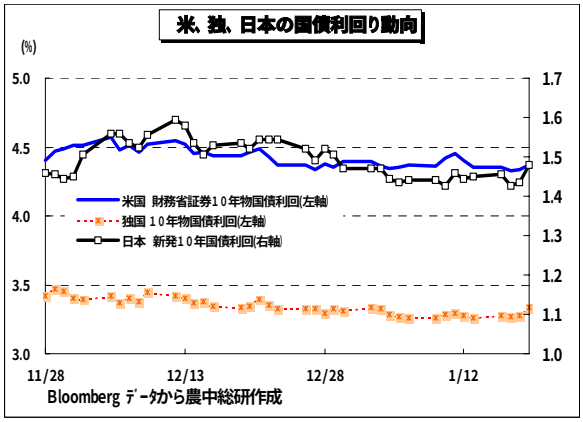
内外の経済金融データ

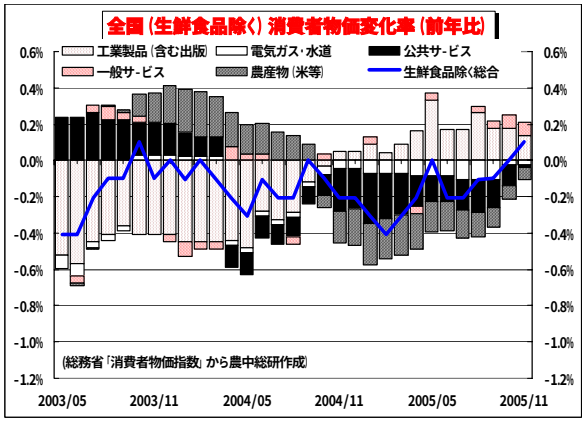












（詳しくは、ホームページ-トピックス-〔今月の経済・金融情勢〕http://www.nochuri.co.jp へ）

国内経済金融

富裕層の相続の現状

田口　さつき

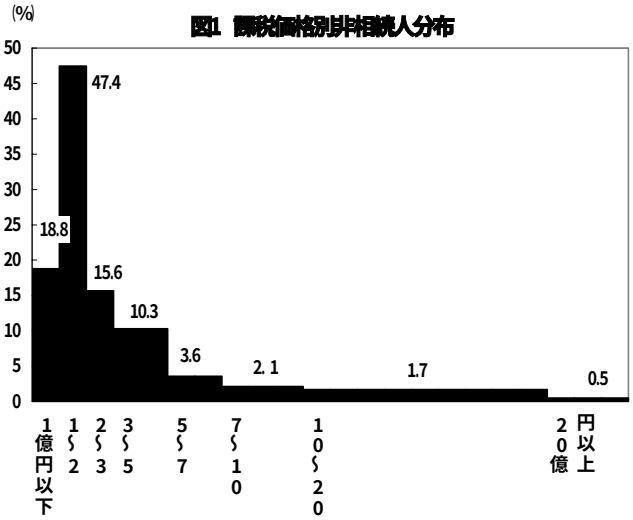
金融業界ではリテール戦略の一環として富裕層への取り組みが盛んになっている。中でも遺言信託をはじめとする相続に対する関心は高く、今後重要な金融サービス分野になると見られている。そこで本稿では、相続に関する資料を手がかりに富裕層の資産保有の状況、相続の動向などを概観してみたい。

相続税は、相続や遺贈などによって取得した財産の価額の合計額が基礎控除額を超える場合に課税される。現行の基礎控除額は、1,000 万円に法定相続人の数を掛けたものに 5,000 万円を足して計算（注 1）される。やや古いデータではあるが、総務省「全国消費実態調査」（99 年末日）では、2 人以上の世帯の資産額は平均 4,943 万円、負債を除いた純資産額は同 4,387 万円であり、基礎控除額を下回る。また、同統計によると、純資産額が 5,000 万円～1 億円未満の世帯は全体の 19.8%、1 億円超の世帯は同+8.9%を占める。これらを考慮すると、相続税の発生状況をみることで、富裕層（注 2）（かつ、おそらく高齢者）の生前の資産保有状況などが類推できる。

国税庁統計年報によると、03 年現在の状況（最新値）は、相続税の課税対象となる財産を残して亡くなった人の数（被相続人）は、44,438 人。相続税の対象となった財産（取得財産）の総額は約 11.8 兆円、財産の総額から債務や基礎控除などを引いて算出された課税価格は、約 10.4 兆円となった。被相続人一人当たりの財産額は、平均 2 億 6,560 万円だった。

財産総額別の被相続人の分布は公表されていないが、課税価格別では、被相続人の数は 1～2 億円の階層が最も多く、全体の約 5 割を占める（図 1）。次に多いのが 1 億円以下の階層で約 2 割となり、2～3 億円の階層（約 15%）、3～5 億円の階層（約 10%）が続く。

図1 課税価格別非相続人分布



国税庁「国税庁統計年報」より農中総研作成

財産等の内訳は、土地が約 6 割、現金・預貯金等が約 2 割、有価証券が約 1 割とな

っており、圧倒的に土地（宅地、田・畑・山林・その他の土地）の比重が大きい。

土地については、宅地（借地権を含む）の価額が最も多く、畑(耕作権及び永小作権を含む。)、田(耕作権及び永小作権を含む。)、山林と続く。宅地については、被相続人の94.5％が生前に保有している一方、畑（35.7%）、田（30.0%）、山林（24.0%）はあまり保有されていない。被相続人一人当たりの財産額は、平均で宅地1億49万円、畑 5,747 万円、田 4,632 万円、山林 4,286 万円となった。ちなみに家屋・構築物は90.6%の被相続人が保有し、その額は平均1,424 万円であるが、財産に占める比重は5%で土地に比べると極めて小さい。

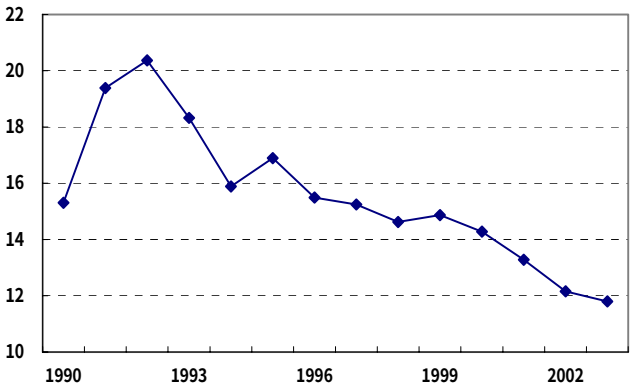
現金・預貯金等については、被相続人の99.2%が生前に保有しており、その額は被相続人一人当たり平均4,851万円だった。

有価証券は、被相続人の74.1%が保有しており、その額は被相続人一人当たり平均3,240 万円だった。うち、企業のオーナーやその家族の持分と見られる特定同族会社の株式及び出資は、被相続人の19.9%が保有しており、その額は被相続人一人当たり平均 3,845 万円だった。それ以外の株式及び出資は、被相続人の62.0%が保有しており、その額は被相続人一人当たり平均1,446万円だった。公債及び社債や投資・貸付信託受益証券を持つ被相続人は全体の約 2 割程度である。

財産を受け取る法定相続人は、3～4 人の層が最も多くなっている。

次に推移であるが、被相続人の数は92 年、財産の総額は 93 年以降、減少傾向にある。また、被相続人一人当たりの平均財産額も 92 年をピークに減少傾向にある（図 2)。

図2 相続人の取得財産価額の推移



国税庁「国税庁統計年報」より農中総研作成

このような被相続人、及びその財産額の減少傾向は、主に資産価値がバブル崩壊後下がったためと考えられる。特に土地が財産において大きな比重を占めているだけに地価の下落の影響は大きかったようだ（図3)。

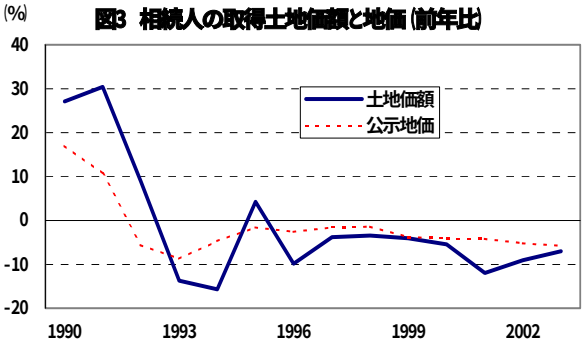
被相続人が土地を保有する比率は 95%程度で 80 年代後半から横ばいで推移する一方、地価の下落から財産総額に占める土地の比率は低下しており、かわりに現金・預貯金等の比率が上昇している。

以上、国税庁統計年報をもとに富裕層の相続の状況を見てきた。各金融機関による

と、遺言信託の顧客として 1 億円以上の資産を保有する資産家を対象としているが、今回の分析からは、課税価格 1～2 億円に相当する財産を持つ富裕層が最も多いことがわかった。おそらく、遺言信託はこの層にうまくアプローチできるかどうかが課題となるとみられる。

また、宅地の保有比率が高く、これらが財産に占める比重が高いことがわかった。富裕層の関心事としては、土地の相続が最も大きいと考えられる。そのため、土地に関する助言能力は非常に重要となろう。特に、相続税の課税されるかどうか、あるいは課税された場合の課税額は地価の影響が大きく、顧客のニーズを満たすために地価（路線価）の動向には注意が必要だろう。

図3 相続人の取得土地価額と地価（前年比）



国税庁「国税庁統計年報」、国土交通省「地価公示」より農中総研作成

(注 1)基礎控除の改正は、88 年、92 年、94 年に行われた。94 年から基礎控除額は、5000 万円＋1000 万円×法定相続人。

(注 2)本稿では純資産が 5,000 万円以上の層を富裕層とした。

今月の焦点

国内経済金融

金融機関の個人ローン戦略－1

～地域シェア No.1 のメリットを生かす飯田信用金庫～

永井　敏彦

要旨

- 飯田信用金庫（以下、同信金と表記）の営業基盤である飯伊地区では、経済の回復傾向がみられるが、人口減少や企業の廃業という問題が続いており、法人の資金需要が伸び悩んでいる。
- こうした環境のもと、同信金は個人ローン、特に住宅ローンを目覚しく伸長させている。その原動力は、営業担当者の地道な努力に加え、地域シェアトップの金融機関としての優位性を生かしていることである。
- 同信金は、地域トップとしての地位に甘んじることなく、地域との密着度を一層高める営業活動を展開し、またより多くの顧客のメインバンクになるように努めている。

飯伊地区経済は回復傾向にあるが人口減少や地場企業の廃業に直面

飯田信用金庫（以下同信金と表記）は、長野県南部の飯伊地区（飯田市及び下伊那郡の17 市町村、人口は 18 万人弱）を営業基盤としている。

同地区の主要地場産業は建築業と製造業であるが、製造業の分野では、電機・精密機械等の他地域からの進出産業のほか、水引・半生菓子・漬物・味噌醤油・酒造等多様な伝統産業がある。

飯田市は、鉄道の利便性に難があるものの、中央高速道路で名古屋まで 1 時間半と、地理的に恵まれた場所にある。05 年の愛知万博開催時には、飯田市の西に接する阿智村の昼神温泉が宿泊地・観光地として賑わった。現在、飯田市・浜松市間の三遠南信自動車道の工事が進められており、将来的には浜松市や豊橋市との交流が深まることが期待されている。但し製造業の出荷は中京方面よりも東京方面のほうが多く、経済面では名古屋よりもむしろ東京との関係が強い。東京までの時間は、高速道路で 3～4 時間である。

表　飯田信用金庫の概要

（単位：百万円）

	平成16年度	平成15年度
当期純利益	1,783	1,065
経常利益	2,757	1,502
預金積金残高	394,665	389,406
貸出金残高	244,546	243,990
預貸率	61.96%	62.65%
自己資本比率	15.87%	15.15%
役職員数	330人	335名

資料：飯田信用金庫　経営情報

飯田信金経営相談所が毎月発行している「飯伊地区産業経済動向」によれば、同地区内製造業の景況判断指数（DI）は 05 年 11 月に 17.4 と前月比 5.9 ポイント上昇し、6 ヶ月連続のプラスとなった。業種間の差はみられるものの、主力産業の電機・電子・精密機械を中心に、回復傾向が鮮明になっている。

しかし、同地区経済を取り巻く環境には引き続き厳しいものがある。若者の地域外への流出により人口の減少傾向が続いている。また、規模が小さな地場企業では、後継者不足等による廃業が後を絶たない。特に建設業では、官公需建設需要伸び悩みの影響で、景況感が停滞している。そして飯田市郊外に通称アッ

プルロードというバイパスができてから、ショッピングセンターがこのバイパス沿いに出店するようになり、駅に近い商店街でも、日曜日に閉店する商店が多くなった。

地区内シェア No.1 を実現した営業力

同信金は、飯田市内に本店と 14 支店、下伊那郡の町村に 9 支店の合計 24 営業店を設置しており、それぞれ担当エリアがある。また営業担当者の担当区分は、そのエリアを細分化したものであり、その中で法人・個人の両方を担当する形となっている。営業担当者数は 88 名で、大型支店であれば、1 支店当り 5〜6 名の営業担当者が配置されている。営業担当者は一日に、法人・個人合わせて 30〜40 軒（山村地域であれば 20 軒程度）訪問している。

飯伊地区内の銀行・信金・信組（八十二銀行・長野銀行・飯田信金・長野県信組の 4 金融機関）において、05 年 9 月末時点で同信金の預金シェアは 57%、貸出シェアは 60%強といずれも過半数を超えている。八十二銀行のシェアを追い越したのは数十年前になる。

このように同信金が大きなシェアを確保している一つの理由は、比較的規模が大きな銀行の影響力がさほど強くないことである。飯伊地区の外を見渡すと、例えば松本市・諏訪市には、みずほ銀行の支店が、また中津川市にはＵＦＪの支店があり、地元優良企業に対する短期資金貸出のアプローチを行っている。これに対して同地区内では、メガバンクの支店がない（但し、日本住宅ローンの融資実績はある）。

もう一つの理由は、営業担当者の預金・貸出増加に向けた多大な努力や内部事務の効率化である。金融機関経営の効率性指標の一つに、職員1人当たりの預金量があるが、飯田信金はかつてこの指標において全国の信金で第一位になったことがあり、今でも 6〜7 位程度の上位にランクインしている。

こうした好成績を実現した秘訣は、地域密着型の営業展開を徹底していることである。営業担当者が地域の情報をきちんと把握していることが、最大の強みとなっている。今では零細企業も含めて、同地区内の大半の企業と取引がある。

地区内シェア No.1 のメリットは大きい。もともと飯伊地区では金融機関の数が少ないので、地域住民はいずれの金融機関もよく知っている。特に同信金の知名度は高いため、営業担当者は訪問先で快く受け入れられている。こうした知名度の高さが営業活動のやりやすさにつながっている。

なお同信金は、地域トップの金融機関としての立場から環境問題への取り組みにも熱心であり、4 年前に ISO14001 を取得した。

住宅ローンに対する取り組み強化

同信金は、以前から大ロットで効率が良い事業性融資を主体とした営業を展開しており、中小企業診断士の養成や取引先企業に対する経営アドバイスに注力してきた。

今でも事業性融資は重要であり、各支店では店長席（支店長・次長）クラスが中心となって営業活動を行っている。しかし前述のとおり、地場企業の経営環境には引き続き厳しいものがある。3 年ほど前から割引手形・手形貸付の需要が減少するようになった。また業況が芳しくない企業も増え、法人貸出の伸長が難しくなった。

こうした環境のもと、同信金は個人ローンの増強に一層力を入れるようになった。その中心となっているのが住宅ローンである。05 年 9 月

末の住宅ローン残高は、前年同期比13.9%増加の454億円となった。05年4-9月期の半年間で、357件の新規実行と192件の借り換えを行った。

こうした実績を積み上げることができた一つの理由は、金利優遇キャンペーンにより借り換え需要が盛り上がったことである。特に、住宅金融公庫の借入金利が上昇する段階に差し掛かる個人を中心に、10年固定金利または3年固定金利商品等を提示することで、積極的な借り換え提案を行った。これまでは住公案件が借り換えの中心であったが、今後は他行案件がターゲットとなる。フラット35も取り扱っているが、件数は多くない。これは、同信金自身が提供する住宅ローン商品の低金利のほうが魅力であるからとみられる。

住宅ローンの営業で成果をあげるには、顧客に直接会って話をすることが最も有効である。まず「借り換え提案書をつくらせてください」、と話を切り出す。そして借り換えシミュレーションソフトの活用により提案書を作成し、顧客に提示する。この他、地道に登記簿謄本で借入状況を確認すること、チラシを配ることも効果的である。また月一回、日曜ローン相談会を開催しており、毎回1～2件は成約している。

以前は、住宅ローンに保証会社の保証を付するケースは少なく、親戚の人等が保証人になることが多かった。この場合、借入人は保証料を負担する必要がなかった。地域内外での人の出入りが少なく、昔から住んでいる人が債務保証の責任を全うしないことはないという前提であった。しかし最近では少子化の影響で兄弟の数が減り、保証人になる人が少なくなったため、今後はしんきん保証基金や全国保証の保証の活用が増えるとみられる。またリフォームローンについては、しんきん保証基金や㈱ジャックスが保証している。

住宅ローンセンターは設置していない。それは、地域内のほとんどの業者と取引があり、密接な関係を構築しているため、センターの設置が必要ないからである。但し大手プレハブメーカーとの取引がなかったため、業務部内に、大手業者専担者を配置した。

自動車ローン・消費者ローンへの対応

自動車ローンについては、物販と金融を同時に対応できるディーラーの力が強いが、ディーラーとの競争にあたってのポイントは、次の三点である。

第一に、ディーラーの割賦販売より低い金利を提示することである。

第二に、顧客との長期にわたる関係をいかに維持できるかである。例えば同信金は、自動車ローンを完済して3年以内の人をリピートプランの対象とし、金利を0.25%優遇している。金利を下げると収益額が減少するが、自動車ローン取引を通じた長期取引継続を重視している。

第三に、顧客が自動車購入に踏み切る前にいかに接触できるかである。そのためには広告が重要である。飯伊地区の地元新聞である信州日報に、毎週帯広告を掲載している。この他、タブロイド版のコミュニティ誌にも広告を掲載している。さらに、店舗やＡＴＭに加え、自動車教習所・自動車修理会社・中古車ディーラー（メーカー系列でないところ）等、自動車に関するニーズがある人が集まる場所にパンフレットを置いている。このパンフレットを郵送かファックス送信すれば、自動車ローンの申し込みができる。また実際に購入する車種が決まる前に、借入申し込み金額が決まっていれば、仮審査が可能となっている。

またカードローンでは、「きゃっする」という商品を提供している。資金使途は自由で、信金ギャランティ㈱の保証が付いている。この商品を取り扱うにあたり、同信金内では議論があった。仮に延滞が発生した場合、信用リスクについては保証されているものの、営業店が延滞回収作業を行わなければならず、この負担に対する懸念があったためである。しかし、過去の何十万件というデータに裏付けられている保証会社の審査基準に従った与信判断を行うこととした。カードローンの分野でも他行との競争は強まっており、断れば他行に取られることもあるからである。

一方同信金は、顧客の取引実績をポイント化し、ポイントに応じた段階的なサービスを提供する、「アップるポイント」を導入している。ポイント数の段階に応じて、消費者ローン金利・期間限定定期預金の金利・ＡＴＭ時間外手数料・個人インターネットバンキング利用手数料等が優遇される。一人でも多くの顧客から、同信金をメインバンクにしてもらうためである。「アップるポイント」は、営業担当者の訪問先での話題提供のネタになっており、営業推進をしやすくする一つのツールになっている。営業活動において、融資や預金の話が毎回あるわけではないからである。

おわりに

地域金融機関にとって最も重要なことは、地域でのシェアであるといわれているが、同信金は地域シェアトップの優位性を生かした営業展開をしている。同信金の個人ローン伸張には目覚しいものがある。その背景に営業担当者の地道な努力があることは言うまでもないが、トップの金融機関であるために地域から高い信頼を得ており、それが営業活動のやりやすさ、そして業績向上という好循環につながっていることが注目される。

もちろん地域経済の動向には依然として厳しさも残り、経営環境は決して恵まれているわけではない。しかしそういう状況下でも、地域の情報を丹念に集めるとともに、より多くの顧客のメインバンクになろうとする営業を展開し、業績を伸ばしている同信金の経営戦略が示唆するものは大きい。

国内経済金融

金融機関における環境問題･CSR の取り組み－４

～CSR を経営戦略と位置付ける滋賀銀行～

古江　晋也

要旨

･滋賀銀行は「銀行自らが環境保全を実践することによって初めて顧客に環境保全の実施を要求できる」という明確なポリシーのもと、自行の環境負荷軽減と事業活動による環境負荷の軽減の双方に取り組んでいる。

･滋賀銀行は、CSR を経営戦略の一つであると明確に位置付けており、環境配慮型金融商品･サービスを提供することで CSR を本業の一部としている。現在、同行は「環境保全に取り組む銀行」というイメージが高まりつつあり、CSR 戦略がブランドイメージを強化している。

はじめに

本稿では、00 年 3 月に ISO14001 の認証取得を行い、01 年 UNEP 金融機関声明に日本の市中銀行で初めて署名を行った滋賀銀行の取り組みを報告する。

「三方よし」と CSR 戦略

「三方よし」(注1)とは、「売り手よし」「買い手よし」「世間よし」を意味し、江戸から明治期にかけて繁栄した近江（現在の滋賀県）商人の経営哲学である。

「売り手よし」「買い手よし」とは、売り手と買い手の当事者間を表しているが、事業を成功させるためには、当事者間に留まらず、地域の人々など「世間」にも信頼されなくてはならない、という考えが「三方よし」に含まれている。

この「三方よし」という近江商人の経営理念の現代版が CSR であると考え、「環境経営」を主軸とした CSR 戦略に取り組んでいる金融機関の一つが滋賀銀行である。

(注1)「三方よし」については、財団法人　滋賀県産業支援プラザホームページを参照。

滋賀銀行の概要等

滋賀銀行は滋賀県内（112 店）を中心に、京都府（14 店）、大阪府（4 店）等にも店舗展開を行っている。05 年 3 月末の滋賀県内における預金残高シェアは 44%、貸出残高シェアは 43%を誇っているが、京都、大阪への県外貸出が多いことも大きな特色である。

同行は、預金者の受取利息（税引後）の 3%を琵琶湖の浄化運動を支援する財団法人に寄付し、同行も預金者の寄付額と同額を寄付する「愛のみずうみ口座」（92 年）やメモ用紙などにリサイクルするために不要書類を破砕処理し、ブロック上に圧縮固形化する分解破砕システムの導入（94 年）など環境保全活動に取り組んできたが、環境保全活動を中心とした CSR に戦略的に取り組み始めたのは 00 年頃からであった。

自らが実践しなければならない

金融機関における環境への取り組みは、金融機関自らが省エネ、グリーン購入等を通じて環境負荷への軽減を図っていく方法と、融資などの事業活動を通じて環境負荷を軽減する方法がある。

滋賀銀行の経営陣は「銀行自らが環境保全を実践することによって初めて顧客に環境保全の実施を要求できる」という明確なポリシーのもと、同行自らの環境負荷軽減と事業活動による環境負荷の軽減の双方に取り組んでいる。

まず、同行の環境負荷軽減については、消費電力の削減、紙の使用量削減、紙ゴミのリサイクル、グリーン購入などを実施しているが、そのなかで地球温暖化ガス（CO_2）の排出量については6%の数値削減目標を設定するといったユニークな取り組みを行っている（期間：04年4月～07年3月）。

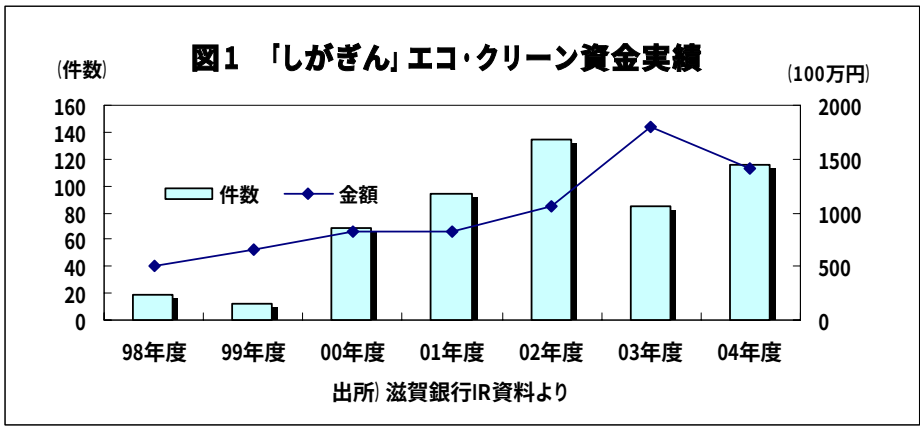
環境会計の導入については前向きな姿勢を見せている。同行は、環境会計を単に会計的な役割として捉えるのではなく、アカウンタビリティ（説明責任）の一つであり、公開することに大きな意義があると考えている。

環境対応型商品は事業性融資から

事業活動を通じた環境負荷低減は、企業・事業者向け融資から開始した。98年、環境保全の取り組みに対して低利融資を行う「しがぎんエコ・クリーン資金」を商品化し、「みずすまし」（水質汚濁防止の設備資金）、「ISO」、「省エネ・温暖化ガス削減」（99年）、「リサイクル」（99年）、「土壌汚染防止」（99年）の5プランを発売した（図1参照。05年12月末、実行累計は613件、80億3400万円）。ただし、「しがぎんエコ・クリーン資金」は個人顧客との取引には結びつきにくいこともあり、個人向けの環境配慮型金融商品も展開していった。

環境対応型個人向け商品

滋賀銀行は03年から個人向け顧客商品として「『しがぎん』エコプラス定期」を発売した。同定期預金はダイレクトチャネルを活用するため、定期預金申込用紙が不用となる。そこで、同行ではその用紙代金を7円と見なし、ダイレクトチャネルによって節約できた申込用紙代金の7円を1件ごとに、同行が負担して積み立て、貯まった金額を環境保全団体（「おうみNPO活動基金」）に寄付している（なお、05年11月以降の取り扱い分より、滋賀県内の小学校の「学校ビオトープ」づくりの資金として寄付することに変更）。一方、同定期預金は金利優遇「店頭



表示金利＋0.03%（預入期間 1 年以上）」を実施することで、顧客にもメリットを付与している。05 年 12 月末の取扱高は 46 万 2870 件、3667 億 7600 万円である。

また、CSR の観点から「エコ住宅ローン」に「耐震」をも取り入れた「エコ＆耐震住宅ローン」の取り扱いを 05 年 8 月より開始した。「エコ＆耐震住宅ローン」の利用条件は、①ガス（都市ガス・LP ガス）利用住宅、②オール電化住宅、③太陽光発電システム導入住宅、④耐震住宅であり、当初期間は店頭金利より最大 1.2%の金利優遇等が実施される。

耐震を取り入れた理由は、滋賀県には琵琶湖西岸断層帯があり、地震調査研究推進本部の「琵琶湖西岸断層帯の評価」では、「琵琶湖西岸断層帯全体が一つの区間として活動し、マグニチュードは 7.8 程度、今後 30 年以内の地震発生確率は 0.09%から 9%」とされていることにある(注2)。そのため同行は、顧客の生命と財産を守るという観点から「耐震＆エコ」を商品化した。現在、住宅ローンの約 2 割が「エコ＆耐震」商品であり、営業努力が実りつつある。

(注2) 滋賀県庁ホームページ「琵琶湖西岸断層帯、東南海・南海地震等に関する情報」を参照。

PLB 格付

05 年 12 月、滋賀銀行は「しがぎん琵琶湖原則支援資金（PLB 資金）」の取り扱いを開始した。同支援資金は、滋賀銀行が策定した「しがぎん琵琶湖原則（PLB）」に基づいて、企業の CSR 経営を独自に格付（PLB 格付）し、CSR 促進事業に対して通常より最大 0.5%を優遇する融資制度である。PLB 格付は ISO14001 等の認証取得、環境会計の導入、法令遵守方針など 15 項目を 3 段階で評価し、5 ランクに区分して金利優遇を行う仕組みとなっている。

滋賀銀行の CSR 戦略

近年、環境問題ないしは CSR に戦略的に取り組む金融機関が増加しているが、その多くは始めたばかりである。それに対して、滋賀銀行は 00 年に ISO14001 の認証取得を行って以降、すでに 5 年が経過しているが、その取り組みは活発化している。ここでは、滋賀銀行の CSR 戦略を概観することで、その原動力を検討する。

(1) 一貫した取り組み

滋賀銀行の CSR 戦略の特色の一つは、環境保全の取り組みに焦点を当て、トップダウンで実施していることである。

滋賀銀行は 90 年代後半から環境保全を中心に取り組んでいるが、その過程において髙田頭取は、当初から「環境問題への取り組みは当行の社会的責任である」というメッセージをわかり易く行員に伝えてきた。

現在では、環境保全を「クリーンバンクしがぎん」というスローガンのもと CSR という枠組のなかで実施している。ここでいう「クリーン」とは、①省資源・省エネルギーの「エコオフィスづくり」、②環境対応型金融商品・サービスの開発、提供による地域への環境保全活動への働きかけ、③倫理観の強い行員づくり、④透明度の高い情報開示、ということを意味しているが、CSR 戦略の中心は環境保全であり、一貫した取り組みが行われている。

(2) 環境意識の高い行員の育成

豊かな水資源を供給している琵琶湖は環境保全のシンボルでもある。04 年、髙田頭取が当時代表幹事を務めていた滋賀経済同友会は「三方よし」の精神をもとに「滋賀 CSR 診断モデル」を発表した。同診断モデルには「企業風土、経営者の理念および利益についての考え方」、「倫理価値の共有と社内への浸透」、「顧客、取引先との誠実な関係の創造と維持」、「自然資本の有効活用と保全への関わり」など 6 つのカテゴリーから構成され、CSR 診断を中堅・中小企業においても実施できるようにしている。質問内容は、「顧客、取引先との人間関係において、『尊敬の心』を基本としているか」「顧客、取引先との取引において、なあなあ主義を排除しているか」などであるが、「滋賀の自然保全のための取り組みなどについて社員と共有を図る機会を持っているか」「水の保全・浄化を意識した事業活動を営んでいるか」といったユニークな項目もあり、これを 4 段階で評価する。

滋賀銀行は、この CSR 診断評価シートを活用して調査を行った。その結果によると、経営層、支店長、男性行員、女性行員によって各項目とも意見の相違が見られたが、環境関連の項目については、保護することで意見が一致していた。また、同行が環境保全活動を実施する場合でも行員の理解が得られやすい状況にある。

このように同行の行員の環境意識が高い要因は、滋賀県は相対的に環境意識が高い地域であることの他に、行内で行う環境学習等も重要な役割を果している。

環境学習とは、毎年、新入行員に行われる CSR 研修であり、植樹や除草作業が行われる。この研修を通じて新入行員は、滋賀銀行が環境に熱心であることを実感するという。

(3) 風通しの良い組織

97 年、髙田頭取は就任時に「フレッシュ（fresh）、フランク（frank）、フォワード（forward）」を柱とし、「発言を自由に行うように」と行員に語った。このようなこともあり、風通しの良い組織となっている。

商品開発においても同行は、各部が階層的に企画立案等を行うのではなく、横並びで行われる。「エコ＆耐震住宅ローン」の商品化においても審査部や営業統轄部の若手行員や支店長代理クラスの行員が集まって議論が行われた。

また、CSR 室には、各部署が気安く訪れることができ、環境関連の研修についても、人事部が協力的に対応している。

(4) CSR の本業化

近年、CSR への関心が急速に高まっているが、一方では 80 年代後半に注目が集まったメセナ（企業の文化・芸術擁護）やフィランソロピー（社会貢献活動）のようになるのではないか、という懸念がある。メセナ活動等が 90 年代に急速に色褪せていった理由の一つは「利益の還元」というスタンスであった。そのため、企業業績が低迷すればメセナ活動等が大きく後退していく結果となった。また、同活動等は本業と無関係であるため長続きしないと指摘されることもあった。

しかし、滋賀銀行は CSR 戦略を経営戦略とし、環境関連の商品開発も比較的早い時期から開発することで本業に結び付けてい

る。さらに、省エネ等の取り組みは環境保全であるとともにコストダウンに繋がる。

つまり、滋賀銀行の CSR 戦略は、「利益の還元」ではなく、本業に結び付けて取り組んでいることも特色の一つである。

おわりに

90 年前後、企業はその収益の一部を社会に還元すべきである、としてメセナやフィランソロピーが唱えられた。しかし、その後の長引く景気低迷により、企業業績は悪化し、メセナ活動等からの撤退が相次いだ。そのため「ご都合主義」であるという批判も行われた。

近年、CSR が大きな高まりを見せている。CSR が重視されてきた背景の一つには、コンプライアンスを無視した企業行動が相次いで発覚し、厳しい批判に晒されたことにある。ただし、法令遵守は企業存続の大前提であり、他の企業と差異化できない。そのため、環境保全、社会貢献、地域活性化などに力点を置く金融機関もある。

滋賀銀行における環境への取り組みは、今日では CSR の一環として強力に進められている。その原動力を検討すれば、①環境問題への一貫した取り組み、②環境意識の高い行員の育成、③風通しの良い組織、④CSR の本業化、にまとめることができる。

CSR を重視する金融機関は、トップから現場の第一線まで CSR の重要性を認識しなければならない。そうしなければ、すばらしい環境配慮型金融商品を開発しても単なる「品揃え」のひとつに過ぎないこととなる。したがって、CSR 戦略は組織内部への取り組みと組織外部への取り組みが不可欠である。

滋賀銀行は組織内外に「CSR は現代版の『三方よし』」、「自らが実践しなければならない」とわかり易く経営スタンスを発信し、実践してきた。このことが、ステークホルダーの共感を呼ぶことに繋がり、環境への取り組みに賛同した顧客と取引が始まったケースもあった。

滋賀銀行の CSR は同行のブランドイメージの向上を図るブランド戦略である点でも注目される。

参考資料

・滋賀銀行[2005]『ディスクロージャー誌』『CSR リポート』

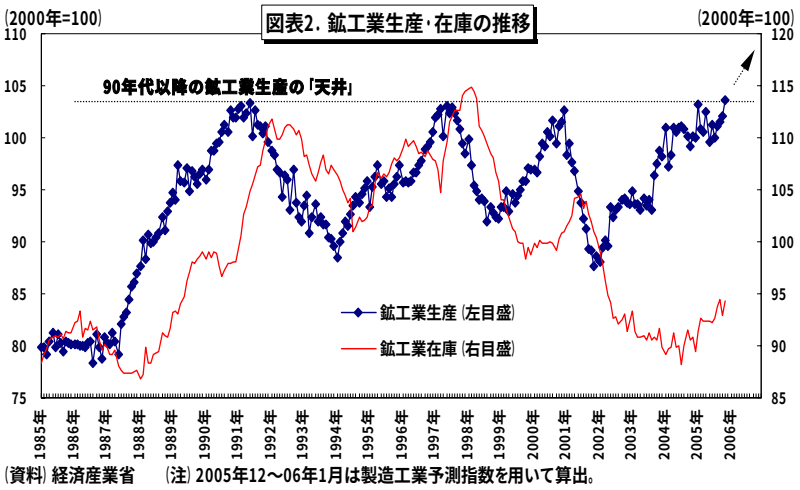
・滋賀銀行ホームページ及び IR 資料

・滋賀県庁ホームページ

・財団法人　滋賀県産業支援プラザホームページ

しないような慎重な政策運営がなされることを期待したい。

なお、12 月中旬以降に公表された月次経済指標などからも先行きも景気拡大継続が予想される内容となっている。特に、ボーナスの増加などが消費者心理を好転させ、消費を促進する効果をもたらしている。景気の拡大スピードは決して速いわけではないが、着実に潜在成長率を上回る息の長い経済成長を持続しており、先行きに関してもそれを阻害するような材料は特に見当たらない状況である。12 月時点に示した 05 年度+2.9%成長、06 年度+2.0%成長との予想に変更はない。



一方、物価に関しては、11 月の消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合）では前年比プラスに転じた。それ以外の一時的・政策的な要因を除く部分でも下げ止まっている状況であり、先行き暫くは小幅なプラス状態が続く可能性が強い。しかし、原油価格が現状程度（60 ドル／バレル台）で推移すれば、石油製品価格の物価押し上げ効果は 06 年度入り後に大きく低下する他、電力料金・医療費などが値下がりするものと見られている。マクロ的な需給（GDP ギャップ）は縮小に向かうものの、06 年度にかけて物価上昇率が加速的に高まることは現時点では必ずしも見通せるわけではない。

金融政策の動向・見通し

後掲の拙稿「2006 年の金融政策展望」で詳しく述べているように、政府・与党からの厳しい牽制にも関わらず、福井日銀総裁は繰り返し量的緩和政策解除への意欲を口にしており、どうやら日銀は近々実施に移す意向を固めていると判断している。そうした情勢を反映して、時間軸効果は徐々に剥落し始めており、ターム物金利は高まる傾向にある。量的緩和解除の時期は 4～6 月期という見方に変更はない。

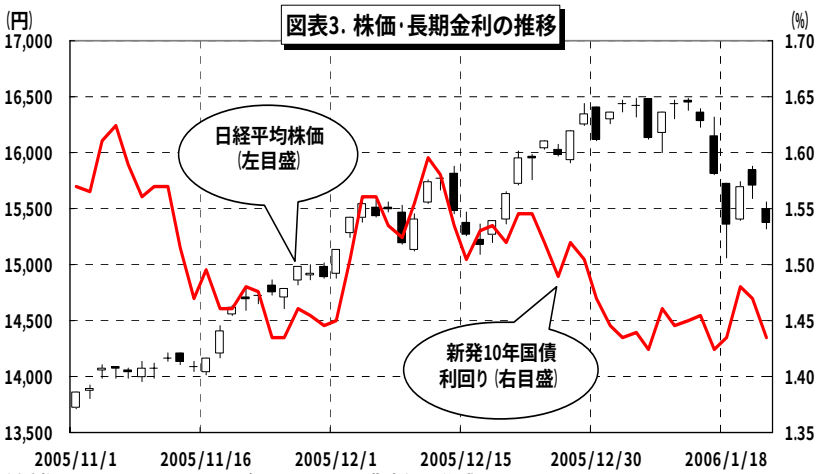
なお、世界的に見れば、消費者物価前年比が+1%に満たない状況はデフレ警戒水域であると認識されていることなどを踏まえれば、早期の政策金利引上げは実施すべきではないだろう。ポスト量的緩和政策としてのゼロ金利解除については、デフレへの後戻りの可能性が完全に消滅してからでも遅くはないだろう。それゆえ、今後の焦点は「何をゼロ金利政策解除の条件として明示するか」であると考える。

市場動向：現状・見通し・注目点

年末年始にかけて日経平均株価が 16,000 円台を回復したが、高値警戒感が浮上する中ライブドア疑惑問題が表面化し、大幅に調整。一方、長期金利（新発 10 年国債利回り）は 12 月上旬に 1.6%目前まで上昇した

後は、ほぼ一貫して低下基調を辿った。為替レートは 1 ドル＝120 円台前半まで円安が進行した後、米国の利上げ打ち止め感が急浮上、円高方向へ急激に揺れ戻しが入った。以下、各市場の現状・見通し・注目点について述べてみたい。

図表3. 株価･長期金利の推移



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

①債券市場

景気拡大の持続性やデフレ脱却への思惑が強まる中、長期金利は 12 月上旬にかけて 1.6%まで上昇した。しかし、12 月は国債償還が多い月でもあり、その手当てが見込まれた他、06 年度予算での新規発行債の 30 兆円未満への抑制や手厚い国債管理政策に対するマーケットからの信認もあり、長期金利はじり安傾向が強まり、06 年年明け後は 1.4%台でのもみ合いとなっている。なお、イールドカーブとしては、金融政策の影響が強い中短期ゾーンが若干膨らんだのに対し、長期～超長期ゾーンは逆に低下するなど、フラットニングが進行している。冒頭で触れたように、長期金利に対する上昇要因は消滅したわけではなく、むしろ強まっているように感じられるが、なかなか上昇する兆しは見えてこない。なお、こうした現象は日本だけに留まらず、米国など先進国の債券市場を通しても、景気拡大・株価上昇が持続する中、長期金利上昇は抑制された状況が常態化している。

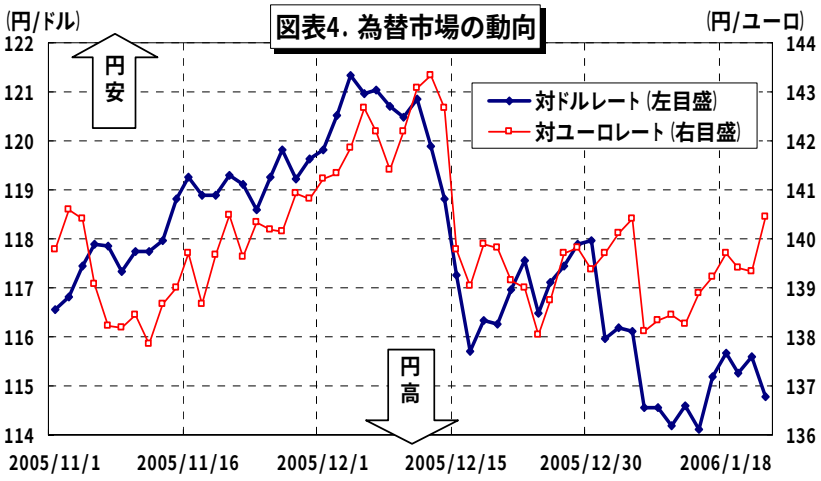
しかしながら、先行きも景気拡大が継続し、企業部門が資金余剰状態を徐々に解消させ、設備資金などの借入需要の回復が明確化していけば、長期金利に対しては上昇圧力がかかり続けると見る。一方で、06 年度にかけても物価上昇率は抑えられた状態が予想され、当面は政策金利のゼロ金利状態は続くと見られる。長期金利の水準は現状 1.4%台からの上昇は不可避とみるが、それは上昇局面入りを意味するものではなく、レンジの上方シフトに限定されるだろう。06 年度中は概ね 1%台後半での展開を予想している。

②株式市場

株価は 05 年末にかけて上伸した後、06 年入り後は時折昨年来高値を更新しつつも日経平均株価 16,500 円を目前に高値警戒感から上値の重い展開となっていた。そこに、ライブドアの証券取引法違反容疑が急浮上し、更にそれに反応した投げ売りが大量に出た結果、東証システムの処理能力の限界に抵触しそうになったために全銘柄の売買停止する事態に陥った。前者の問題は、今や透明性が向上した日本企業・株式市場全体に関連性のある問題ではないと捉えているが、後者の株式売買システムの不備は、

日本市場全体のリスクを高める可能性があり、健全な資本市場の発展や経済成長への悪影響も懸念されるところである。東証を始め、各証券取引所のシステム増強や処理の正確性などが早急に求められる。

なお、ファンダメンタルズ面からは、民間最終需要の本格的・自律的回復を背景に、内需関連産業（特に、これまで景気波及効果の小さかった第三次産業など）などが引き続き相場全体を牽引するというシナリオを変更する必要はないものと思われる。今回の上げ相場の中で出遅れ感が目立っていたハイテク関連株への物色も強まりつつある。こうした業種を含めて、06 年は企業サイドが価格設定力を獲得できるかどうかが焦点となるだろう。



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

③為替市場

9 月上旬から 12 月上旬まで、ほぼ一貫して為替レートは対ドル・対ユーロで円安が進行、一時 1 ドル＝121 円台まで円が売られた。しかし、その後は急速に円高の巻き返しがあり、1 月中旬には対ドルで 113 円台まで戻る場面もあった。この背景として指摘されていることは、①米国利上げが最終段階に入ってきているとの認識が強まったこと、②一方で、日本では金融緩和政策が近い将来正常化に向かう可能性が高いこと、などといった日米金利格差への思惑が指摘できる。①に関しては、FF 先物レートからは、利上げの回数はあと 1 回か 2 回かで分かれているものの、打ち止めは間近との見方は有力である。②については、前述の通り、日本では当分の間、政策金利のゼロ状態が続くと見られる。それゆえ、日米金利差の動向は米国金融政策に委ねられており、今後とも注目していく必要があるだろう。なお、金利格差が依然として残っていることから、先行きの対ドルレートは再びドル高方向に反転するとの見方もあるが、利上げ継続が予想されている次回 1 月 31 日の FOMC 後に、打ち止めを示唆するようなニュアンスの表現が出れば、円高ドル安基調が強まる可能性が高いだろう。

一方、対ユーロレートも同様に、1 ユーロ＝143 円台まで円安が進展した後、急速に円高方向に振れ、その後は 140 円絡みのもみ合いとなっている。ユーロランドのインフレ率は欧州中央銀行（ECB）がインフレ・リファレンスとして公表している数値（2%に近い 1%台後半）を上回っている他、景気回復力も強まっていることもあるため、利上げ予想は根強く残っている。円の対ユーロレートは、当面は現状の 140 円／ユーロ絡みでの展開が続くと見る。

（2006.1.24 現在）

国内経済金融

2006年の金融政策展望

～「量的緩和政策」後の政策運営～

南　武志

日本銀行は2001年3月に現行の量的緩和政策を導入したが、当初から消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合、以下コア CPI）が安定的なプラス状態となるまでそれを継続するとしてきた。そのコア CPI は 05 年 11 月分から前年比プラスに転じており、先行きも当面は小幅プラス状態が持続する可能性が高い。こうした状況の下、政府・与党サイドからの反発にも関わらず、福井日銀総裁らは量的緩和政策解除への意欲を前面に出しており、マーケットも 4 月にも解除されるとの予想が多くなっている。以下では、量的緩和政策の後の政策運営や課題に関して考えてみたい。

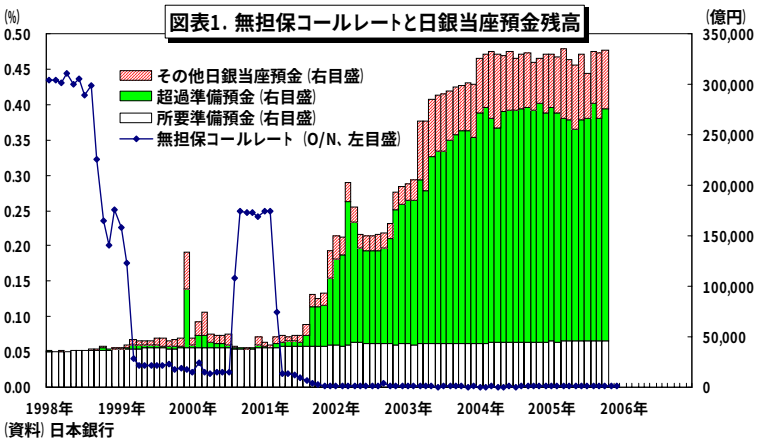
量的緩和政策の意図

まず、現行の量的緩和政策を簡単にまとめてみよう。政策運営の面からみれば、金融政策の操作目標を「無担保コールレート翌日物（金利）」から「日銀当座預金残高（量）」へ変更したこと、コア CPI が安定的にゼロ％以上になるまでこの政策を続けることをコミットメントしたこと、そして当預残高目標を達成するために中長期国債買入オペの増額を筆頭とするオペの多様化を行ったこと、等がある。

次に、現象面から見れば、所要準備（05 年 10 月時点で 4 兆 6,000 億円余り）を上回るような資金供給を行ったことで、準備預金を含む日銀当座預金残高は目標とするレンジ（当初は 5 兆円、その後は漸進的に引き上げられ、06 年 1 月現在 30～35 兆円）に誘導された。つまり、金融機関にとっては金利を生まない現金・日銀当座預金を 25 兆円前後保有するという状況が発生している。また、結果的に、かつての政策金利であった無担保コールレート翌日物から長めのターム物金利までほぼゼロ％となって、債券利回りも全般的に押し下げられた。

ちなみに、前・日銀審議委員の植田和男東京大学教授は、量的緩和政策について、「ゼロ金利政策をインフレ率が安定的にゼロ％以上になるまで続けるという時間軸効果と、ゼロ金利実現に必要な以上の流動性供給を（長期国債買い切りオペも活用して）実施する政策の組み合わせである」と表現している。

こうした量的緩和政策は、総需要を喚起してデフレ脱却を促す金融緩和策という面

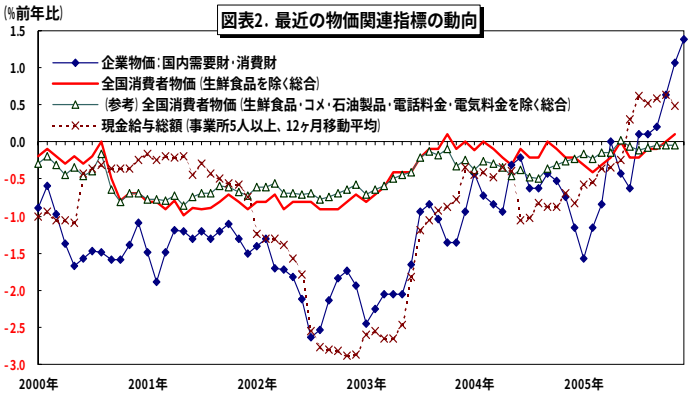


の他にも、90 年代後半以降に顕在化した金融システム不安への対応という役割も担っていた。更に、救済という破綻前処理も含めて金融機関の経営破綻処理スキームが確立していなかったという金融行政の不備も手伝って、量的緩和政策が当初想定されなかった未曾有の規模になった可能性は高い。なお、近年では銀行収益の好調さや銀行株価のパフォーマンスの良さに表れているように、不良債権処理など銀行問題は沈静化している他、冒頭で触れたようにデフレ脱却も目前に迫っているとの認識が増えつつあるなど、01 年 3 月から実施されている量的緩和政策は役目を終えたとの見方が強い。

量的緩和政策解除を巡る論点

金利機能という金融市場（特に短期金融市場）の役割を殺してしまう量的緩和政策は明らかに異例であり、非常時対応であることは間違いない。もちろん、戦後の先進国の中で初めてデフレに陥った 90 年代後半以降の日本経済は異常事態に陥っており、非常時対応が必要だったことは言うまでもない。しかし、実体経済が正常化すれば、金融政策も平時のそれ（政策金利はプラスで、超過準備がほぼゼロになるような状態）に戻るのは至極当然のことである。

図表2. 最近の物価関連指標の動向



(資料) 総務省、日本銀行

ここでは、「日本経済は正常化した」と判断する基準をどこに置くべきかが問題になってくる。繰り返しになるが、日銀は量的緩和政策をコア CPI の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで続けるとしており、それが再びマイナスに戻らないとの確信やその時点での経済・物価情勢に問題がなければ、解除すると表明している。

ここで浮上してくる論点は、「経済の正常化」をデフレ脱却と同義とするのはよしとしても、果たしてデフレと非デフレの境目をコア CPI 上昇率ゼロ%に置いてもよいかどうかという点であり、更に言えば、物価の安定を示すインフレ率として日銀はそれをどの水準と考えているのか、ということであろう。

「物価の安定」の数値化

経済規模の大きな国・地域として、米国、EU、日本を挙げることが多いが、いずれの国も金融政策運営にインフレ目標は導入していない。もちろん、インフレ目標を導入せずとも「物価の安定」を達成する手段はあり、米国・EU ではそれを概ね実現できていると考えられる。なお、この米国、EU では中央銀行首脳の発言などを通じて、どの程度のインフレ率が「物価の安定」した状態であるか等についてマーケットはほぼ把握できている。例えば、FRB では食品・エネルギーを除く個人消費支出デフレーター（コア PCE）上昇率が+1～2%程度と見なされており、ECB では総合消費者物価指数(HICP、Harmonized Index of Consumer Prices）が+2%に近い+1%台後半というインフレ参

照値を公表している)。また、英国、オーストラリア、ニュージーランド、スウェーデン、韓国などインフレ目標を導入している国でも+2%前後の数値を掲げる国が多い。

新日銀法施行以来、日銀は「独立性」とともに「説明責任」や「政策運営の透明性」が求められてきた。ゼロ金利政策解除後の2000年10月には『「物価の安定」についての考え方』という報告書が公表されたが、「物価の安定」を数値化できるかどうかについては今後の検討課題とされ、5年以上経過した現時点でもそれに対するきちんとした回答が提示されていない。ちなみに、当該レポートでは、物価の安定に関して「物価指数の変化率でみて若干プラスの上昇率を目指すべきとの考え方は検討に値する」としていた。なお、国・地域によって若干の違いがあるとしても、日本以外の中央銀行ではインフレ率2%程度を「物価の安定」した状況と判断しているようである。

インフレ目標導入に関する検討

物価の番人とされる中央銀行であるが、一国の経済政策の優先順位として「物価の安定」が犠牲にされることも歴史的には少なからずあり、また、他の目的のために金融政策が割り当てられることが多かった。日本では、70年代前半、80年代末にインフレ率が高まる時期があったが、これは金融政策が専ら「国際収支の均衡」「為替レートの安定」「高雇用維持」といった目的に充てられ、かつ政治的圧力からの隔壁が薄かったことで、結果的に中長期的な「物価の安定」への配慮が疎かになった点は否めない。

金融政策運営の枠組みとして、インフレ目標という枠組みがある。これは、中央銀行もしくは、政府と中央銀行が合同で目標インフレ率を設定し、一定の期間内にそれを実現するために中央銀行は金融政策を行う、とする政策フレームワークである。前節で見たように、世界にはインフレ目標を導入している中央銀行は数多く存在しており、インフレ抑制に一定の効果があるとの評価がなされているようだ。

日本でも2000年前後にデフレが深刻になる中で、一部で導入を主張する主張が高まった時期があった。しかし、意図的にインフレ率を高めようとするインフレ調整政策などと混同する意見や、インフレ目標を導入すればハイパーインフレになる、または効果がない、といった意見など、概ね批判的・否定的な意見が多かった。日銀からも、独自の判断で政策運営する権限を剥奪されるといった半ば組織防衛的な意識もあって、導入に対して消極的な見解が示された。ただし、インフレ目標そのものは、多くの中央銀行が採用している政策フレームワークであり、これ自体の筋が悪いという意見は経済学のメインストリームに位置する学者からは聞かれない。

なお、インフレ目標のメリットとして、①政策の透明性向上、②政治的圧力に対する防御、③目標値を掲げることで、期待インフレ率が安定する、などが指摘されている。また、インフレ目標を導入したからといっても、実際には中央銀行は何らかの事情により現実のインフレ率が目標インフレ率から一時的に離脱することがあったとしても、中長期的な観点からそれが許容できると判断した場合、きちんと説明すれば容認される「柔軟性のある政策フレームワーク」として運営されていることが指摘され

ることが多い。

求められる一層の透明性向上

もちろん、インフレ目標など導入せずとも、グリーンスパン議長の下での米国 FRB などを見ても分かるように、マーケットとの対話を重ね、政策運営の透明性や説明責任さえ果たしていれば、金融政策や中央銀行への信認は維持される。しかし、グリーンスパン議長というカリスマが退任した後の FRB 議長には、裁量的な政策運営よりもルールに基づいた政策運営をすべきというのが信条であるバーナンキ米 CEA 委員長が就任するのは、将来からすれば象徴的な出来事になった可能性もある。

一方で、日銀の政策運営を巡っては、説明不足であるといった感が強く、不透明性は拭えない。推測するに、量的緩和政策が半ば政府サイドからの強い要請に応えるという、半ば圧力に屈する形で導入したとの思いが強いからではないだろうか。90 年代に入ってからの政策運営もそうであったが、03 年以降の量的目標引き上げの理由がうまく説明できていない印象は否めない。

政府との政策共有の重要性

一方で、冒頭でも触れたが、量的緩和政策解除を巡って政府・与党からは、デフレ脱却が確実なものとなっておらず時期尚早との牽制が強まっており、「中央銀行の独立性」とは何を意味するか、という問題も改めて提起されている。前節でも触れたが、日本でもある政策に対して金融政策が割り当てられた結果、物価の安定が達成できなかった経験を何度もしてきた。また、インフレ予防的な利上げに対して与党政治家が不快感を示すように、中央銀行にはある程度の独立性がなければ政策判断に対して政治的な介入を遮断することは困難である。

しかしながら、中央銀行も金融政策という政策を担当する一部局であり、公的部門の一翼を担っていることもれっきとした事実である。政府と中央銀行が行う政策に整合性がなければ、実体経済やマーケットは混乱する可能性がある。これまでは「デフレ脱却」という政策目標を共有し、それに向けて互いに協調してきたように見えるが、デフレ脱却の判断および「その後」の政策運営に関しては、少なくとも日銀はスタンスを表明していないし、そのフレームワークも不明である。しかし、出口政策への移行は早ければ 2～3 ヵ月後に迫っているとされており、このまま何の指針も示されないままであると、マーケットのボラティリティが高まることが予想される。

企業の経営体力が回復すると同時に金融システム不安が沈静化した日本経済にとっての当面の課題は、公的債務の持続可能性の問題であることは疑うべくもない。この問題を考える際にも、長期金利の不規則な変動を回避することに対して日銀が果たせる役割は少なくない。経済財政諮問会議の場を利用して、デフレ後の経済政策運営に対する両者の議論を深める努力が必要であろう。

【参考文献】

植田和男（2005）「ゼロ金利との闘い」、日本経済新聞社

田中隆之（2002）「現代日本経済論」、日本評論社

南武志（2005）「金融市場の構造変化と金融政策の展望」、『農林金融』2005 年 8 月

海外経済金融

利上げの着地点が注目される米国金融政策

永井　敏彦

要旨

- **ハリケーンの影響等で05年9月、10月に一時的に落ち込んだ米国景気は、11月以降順調に回復した。しかし住宅着工件数の陰りや消費者信用残高の減少がみられ、今後利上げの実体経済への影響が徐々に現れるであろう。**
- **物価はおおむね落ち着いているが、最近原油価格が再び高騰しており、今後のインフレ圧力について注意していく必要がある。**
- **ＦＲＢの金融政策は緩和的な状態を脱し、ＦＯＭＣ議事録にも今後の利上げの数がそれほど多くないであろう、との表現がある。但し、景気を落ち込ませずインフレを加速させない政策金利の均衡点がどの水準になるかの議論は、もう少し続くであろう。**

雇用・生産は概ね堅調推移だが住宅市場等にみられる調整の兆し

米国経済は、ハリケーンの影響で05年9月・10月に一時的に落ち込んだが、11月以降順調に回復した。

12月の非農業雇用者数は、季調済前月比で＋10万8千人増加と市場の予想値に届かなかったが、11月の増加数が大幅に上方改訂され＋30万5千人となった。次に12月の鉱工業生産指数は、季調済前月比で＋0.6%の上昇となった。同指数上昇率は9月にマイナスを記録したものの、10月以降3ヶ月連続のプラスとなった。また1月の消費者センチメント指数（ミシガン大調査）も9月に76.9、10月に74.2と大幅に低下したが、その後上昇を続けて1月には93.4となり、消費者心理も改善した。

ＩＣＳＣ（国際ショッピングセンター）の調査によれば、11～12月の既存店小売売上高は前年比＋3.5%となり（前年は＋2.3%）、年末商戦も善戦であった。

このように景気が比較的堅調に推移している理由は、9月のハリケーン被害、及びボーイング社ストライキに伴う生産減少が、逆にバネとなり景気を押し上げたこと、また政府が被災地救援の支出を始めたこと、そしてエネルギー価格が落ち着いたことである。このような基盤のうえで、雇用と生産が増加している

これに対して、長年にわたり活況を呈してきた住宅市場が、ここへきて陰りをみせている。12月の住宅着工件数は季調済前月比で▲8.9%と大幅な落ち込みをみせた（図１）。ここで注目したいのは、住宅着工件数の地区別内訳である。北東部(Northeast)が▲14.0%、中西部(Midwest)が▲23.6%、西部(West)が▲21.7%と大幅に減少したのに対し、南部(South)は＋5.2%増加した。南部にはハリケーンの被害を受けた地域が含まれているので、復興需要により住宅着工が増加したが、それでも他地区の減少をカバーできなかった。

図１が示すとおり、住宅ローン金利と数ヵ月後の住宅着工件数の相関度は高い。従って、7月から11月にかけての長期金利上昇が、住宅着工件数を減少させる可能性に留意する必要がある。

また消費者信用残高は、ここ数年の間ほと

んど減少しなかったが、10 月に▲4.7%、11 月に▲0.4%と 2 ヶ月連続で減少した（季調済前期比年率）。自動車ファイナンス会社の新車ローン金利（60 ヶ月）をみると、03 年平均が 3.40%であったが、その後上昇を続け、05 年 11 月には 6.40%となった。

貸出の伸び鈍化については、通貨監督局（ＯＣＣ）の金融機関に対する指導が影響している可能性もある。ＯＣＣは、借入してしばらくの期間利払いだけで元金を返済しない貸出(Interest Only)等非伝統的住宅ローンや、所得に対する借入比率が高い貸出について、融資基準を厳格化しリスク管理を強化するよう求めてきた。

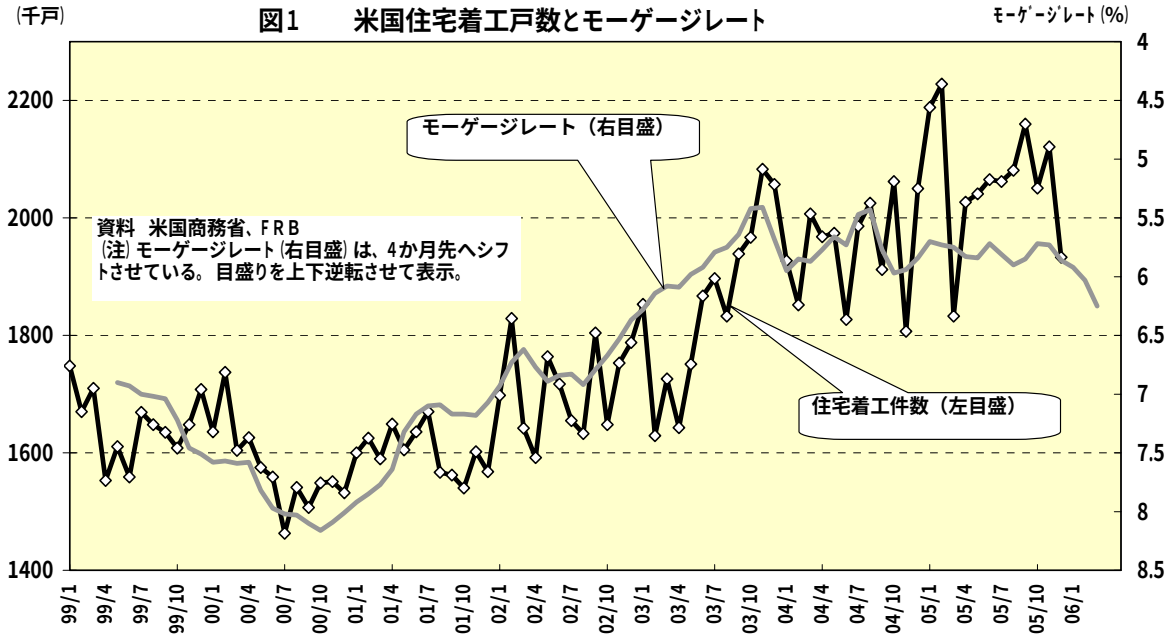
ＦＲＢは 04 年 6 月末以降累計 3.25%の利上げを実施したが、実体経済への影響はこれまで必ずしも明らかではなかった。利上げ効果は、むしろ今後次第に現れるかもしれない。

物価はまずまずの安定だが上昇圧力は依然残る

ここ数ヶ月間エネルギー価格の変動が激しいが、現時点で入手できる物価統計の範囲では、エネルギー価格の低下が物価を落ち着かせる形になっている。12 月の消費者物価上昇率は前年同月比＋3.4%となり、直近ピークである 9 月の＋4.7%と比較すれば鈍化した。一方食料・エネルギーを除いたコアインフレ率は 12 月に＋2.2%となり、05 年を通してほぼこの水準程度の横ばいが続いた。この間エネルギー価格の大きな変動があったが、コアインフレへの影響は極めて限定的であった。

ＦＲＢはインフレの現状について、①インフレ圧力（エネルギー・原材料価格や賃金の上昇度合い）、②インフレ圧力の波及力（企業が原材料価格上昇分を製品・サービス価格に転嫁できる度合い）、③長期的インフレ期待の三つの要因に分解してコメントしている。12 月 13 日のＦＯＭＣ議事録や、1 月 18 日に公表されたベージュブック（地区連銀経済報告）に基づき、ＦＲＢが現時点で各々の要因をどうみているかを整理してみたい。

①のインフレ圧力は、エネルギー価格の下



落により多少弱まった。しかし、新たに「資源利用度の上昇」という言葉が登場した。資源とは具体的には、労働力や設備のことを指しているとみられる。つまり失業率の低下が労働需給の逼迫を、そして設備稼働率の上昇が製品需給の逼迫を示唆している、ということである（図２）。

②のインフレ圧力の波及力については、従来からの見方にほとんど変化がない。「生産者は投入価格上昇分を取り戻そうとしているが、一部地区では競争激化が価格上昇を抑制し、価格転嫁が困難である。建築資材の分野では価格上昇が広範にみられた」、というのが現状判断である。つまり価格転嫁の実現度合いは、地区や産業セクターによってまちまちである。

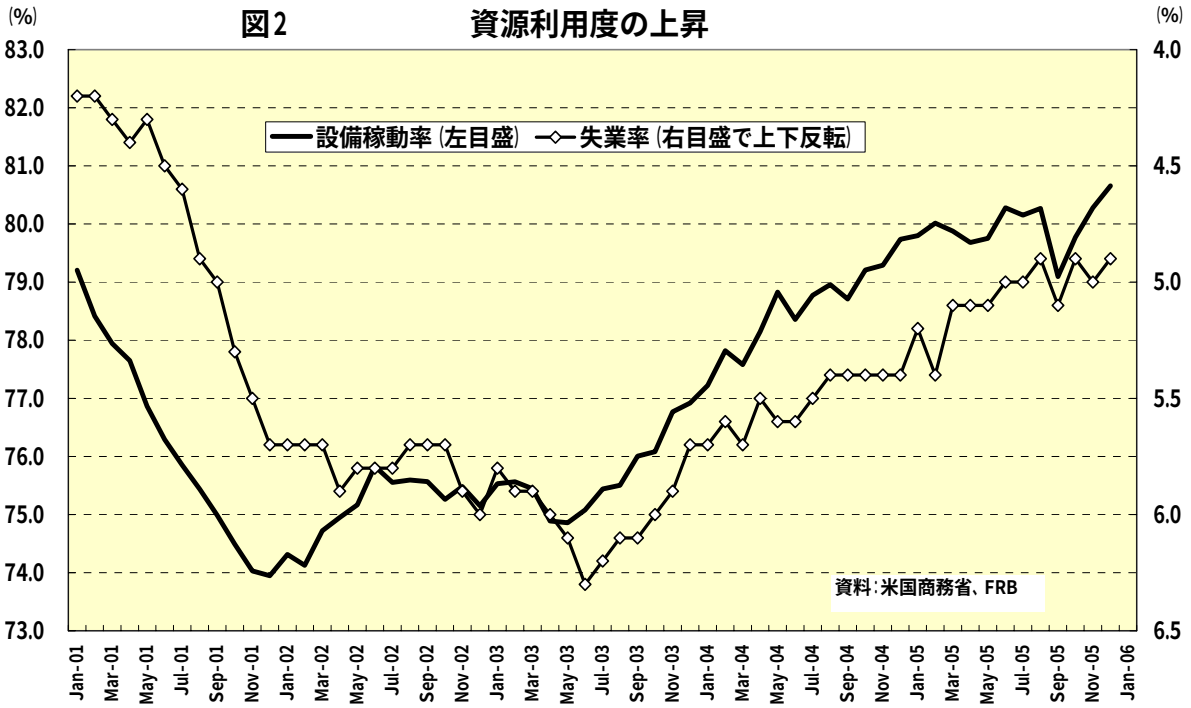
③の長期的インフレ期待については、「秋の初めからエネルギー価格が下落したため、引き続き抑制されている、との評価が示された。

なおイランの核開発問題に関する緊張の高まりや、ナイジェリアでの反政府武装勢力による油田施設への攻撃が材料となり、最近原油価格は再び急ピッチで上昇しており、ＷＴＩは１月23日に68.10ドル／バレルとなった。今後も、原油価格上昇や資源利用度の高まりを起点としたインフレ圧力から目が離せない。

新たな局面に入ったＦＲＢの金融政策

12月13日のＦＯＭＣ声明文の特徴は、今後の金融政策に関して、以前とは異なった表現が用いられたことである。利上げが開始となった04年６月30日から前回（05年11月１日）までは、持続的経済成長及び物価安定に関する上振れ・下振れリスクがほぼ等しいとしたうえで、「慎重に状況をみながら緩和的な金融政策を解除することは可能である」、という方向性が示されていた。ところが12月13日では、リスク・バランスがほぼ等しいという従来の見方を変更していないものの、「今後慎重な利上げを続行する必要があるだろう」、と表現を様変わりさせた。

図2　資源利用度の上昇



ＦＯＭＣ議事録によれば、今後の金融政策について次のような表現があった。

「消費や投資は明らかに勢いを増しており、エネルギー価格高騰の間接効果が今後引き続きコアインフレの安定を脅かす可能性があるため、今回利上げはインフレやインフレ期待を抑制するために適切であると考えられる」。

「大方のメンバーはさらなる利上げが必要と考えているが、利上げ効果が実体経済に及ぶまでの時間的ズレにより十分に発揮されていないことに注意すべきである。一方で資産価格の動向や資源利用度上昇の物価への影響も考慮しなければならない。今後どの程度の利上げが必要かについては、意見が分かれた」。

「過去 18 ヶ月の利上げは金融緩和状態を相当修正しており、もはや緩和的な状態とはいえない。今後必要な利上げの数はそれほど多くないだろう」。

これらの文言からも明らかなように、ＦＲＢの金融政策は新たな局面に入っている。金融が緩和状態であれば、利上げを継続することにさほど問題はなかったが、今後利上げを実施するかどうかは、その時々の経済情勢や物価情勢に大きく依存することになる。また利上げ効果が実体経済に及ぶまでには時間的ズレがある、という言及は見落とせない。何故なら、これまでの利上げの累積効果を見極めるために、追加利上げの休止がありうることを示唆しているからである。

今後の金融政策をどう読むか

ではＦＦレート誘導水準は、どの辺に着地するのであろうか。当農中総研は 05 年 11 月の経済見通しで、ＦＦレート誘導水準は 4.5%まで引き上げられ、その後は様子見に転じると予測した。つまり 1 月 31 日のＦＯＭＣで 0.25%引き上げて、その後はしばらく利上げ打ち止めということである。

ここで振り返っておきたいのは、12 月下旬に 2 年国債の利回りが 10 年国債を上回る逆イールドが起きたことである（1 月 24 日現在では、2 年国債と 10 年国債の利回りは同水準の 4.35%）。過去の事例では、長短金利逆転直後に景気が減速に転じたことが何回かあった。これに対して、長短金利ともに絶対水準が低いこともあり、「過去の事例は当てはまらない」とする意見は多い。仮にそうだとしても、長短金利の接近あるいは逆転について確かなことは、金融機関の資金調達・運用の採算が悪化し、貸出の伸びにブレーキがかかる可能性が高まることである。今後利上げの副作用への目配りも必要となる。

一方で、現在、市場参加者の多くは 4.75%までの引き上げを予測している。これは、現状の景気の底堅さやＦＲＢが指摘した資源利用度の上昇を重視した見方である。また 12 月以降の原油価格の高騰が急ピッチであり、新たなインフレ圧力になるかどうか、気になるところである。景気を落ち込ませずインフレを加速させない政策金利の均衡点がどの水準となるかの議論は、もうしばらく続くであろう。

（2006.1.24 現在）

今月の情勢　～経済･金融の動向～

原油市況

原油価格は、12 月中旬から下旬にかけて WTI（期近物）が 1 バレル＝60 ドルを下回る水準まで下落した。しかし年明け以降は、イラン核開発問題やナイジェリアでの武装勢力による石油精製施設への攻撃など、供給不安観測の高まりから再上昇し、1 月下旬には再び 68 ドル台と約 4 ヶ月半ぶりの高値となった。今回は天候要因による一時的な上昇とは異なるため、昨年 8 月末の最高値（70.85 ドル）を目指す展開も想定される。

米国経済

米国では、景気拡大が続いている。非農業雇用者数の伸びがハリケーン後一時鈍化したが、11 月、12 月には増加し、雇用環境が改善。消費者マインドもハリケーン前の水準まで回復している。1 月のエコノミスト予想によれば、今後も 3%台半ばの経済成長が続くと見込まれている。一方、米政策金利は 12 月 13 日に 0.25%引き上げられ 4.25%になったが、声明文から「緩和的な金融政策」という表現が削除されたことから利上げ打ち止め時期が接近してきたとの見方が優勢となっている。米長期金利は 12 月初旬に 4.5%台に上昇した後、このところは 4.3%台に小幅低下して推移している。

国内経済

わが国では、企業部門の好調さが家計部門へ波及しており、緩やかに景気が回復している。足下 11 月の生産は、4 ヶ月連続のプラスとなり、12 月も上昇するが、1 月にはマイナスとなる見通し。また、設備投資は企業収益の改善を受け増加傾向が続いている。先行指標となる 11 月の機械受注は 2 ヶ月連続で増加した。冬季賞与の増加など雇用・所得環境の改善を背景に先行き消費拡大への期待などから消費者マインドも改善・向上している。

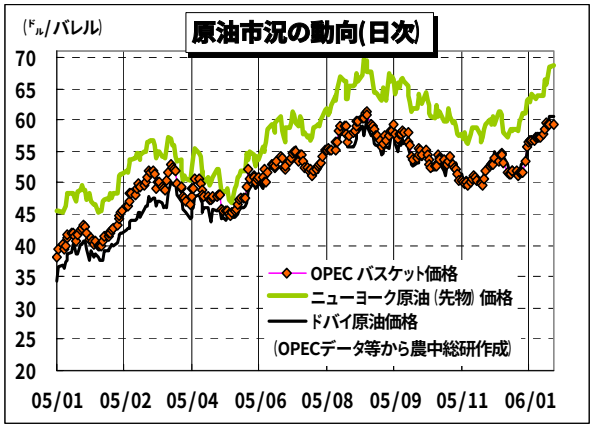
為替･金利･株価

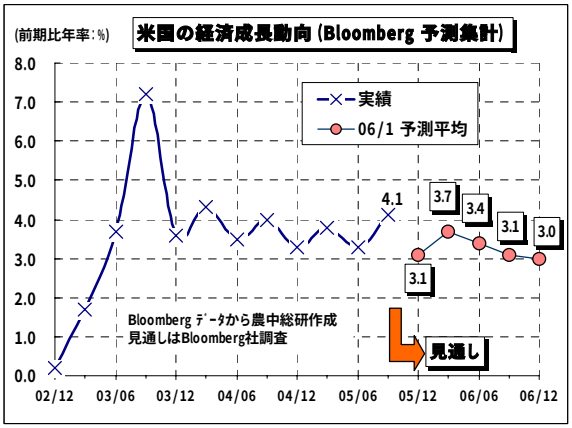
外国為替市場では 9 月上旬以降、米国の金利先高期待からドル高が急進し、12 月初旬には一時 1 ドル＝121 円を割り込む場面もあった。その後は米金利先高観が後退したことを背景に 114 円台まで円高方向で推移している。日本の長期金利の目安である新発 10 年国債利回りは、景気拡大やデフレ脱却期待から 12 月上旬にかけて一時 1.6%台に上昇したが、その後は 1.4%台に低下して推移。一方、消費者物価は前年比上昇に転じ、原油高に加え特殊要因の剥落から先行きもプラス圏で推移する見通し。日経平均株価は、国内景気回復や構造改革続行への期待感等を背景に昨年来高値となる 16,400 円台まで上昇した後、ライブドア問題やそれに起因する東証のシステム処理能力の限界も重なり大きく下落した。

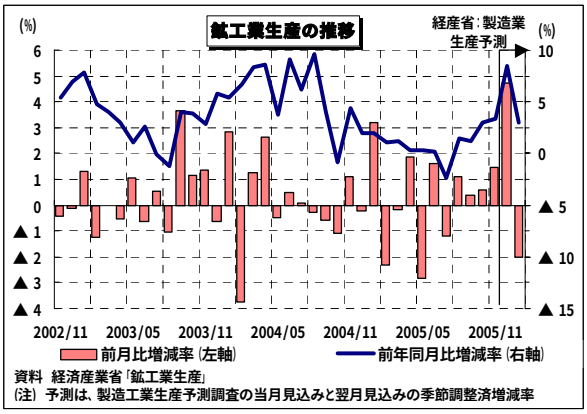
政府･日銀の景況判断

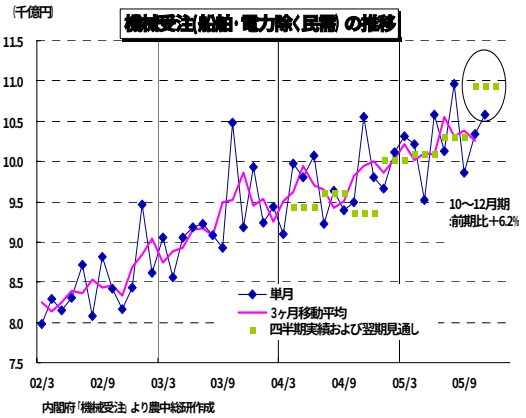
政府は 1 月の「月例経済報告」で景気判断を「緩やかに回復」と 5 ヶ月連続で据え置き。一方、日銀は 1 月の景況判断を「着実に回復を続けている」と 4 ヶ月ぶりに上方修正した。

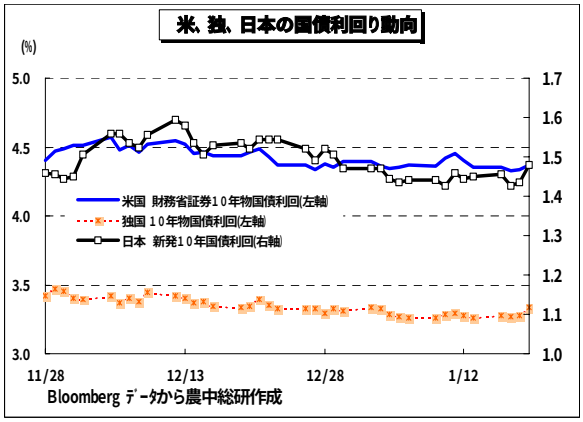
内外の経済金融データ

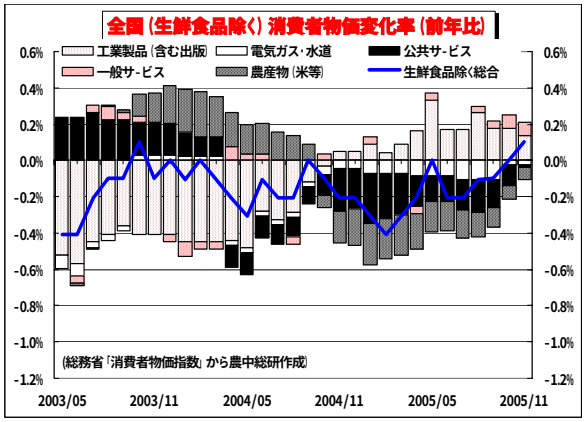












（詳しくは、ホームページ-トピックス-〔今月の経済・金融情勢〕http://www.nochuri.co.jp へ）

国内経済金融

富裕層の相続の現状

田口　さつき

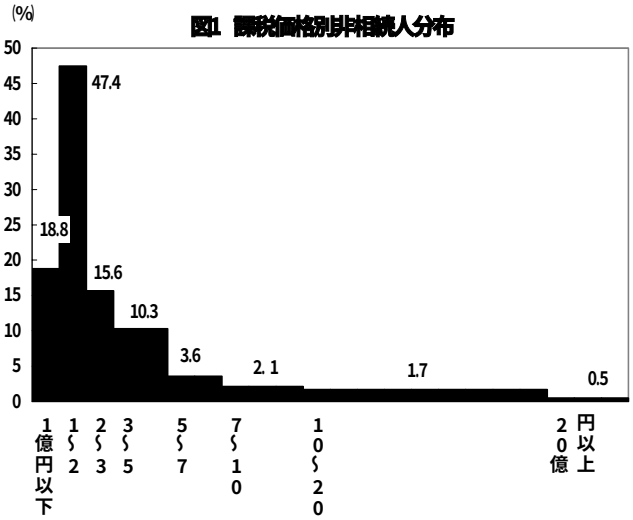
金融業界ではリテール戦略の一環として富裕層への取り組みが盛んになっている。中でも遺言信託をはじめとする相続に対する関心は高く、今後重要な金融サービス分野になると見られている。そこで本稿では、相続に関する資料を手がかりに富裕層の資産保有の状況、相続の動向などを概観してみたい。

相続税は、相続や遺贈などによって取得した財産の価額の合計額が基礎控除額を超える場合に課税される。現行の基礎控除額は、1,000 万円に法定相続人の数を掛けたものに 5,000 万円を足して計算（注 1）される。やや古いデータではあるが、総務省「全国消費実態調査」（99 年末日）では、2 人以上の世帯の資産額は平均 4,943 万円、負債を除いた純資産額は同 4,387 万円であり、基礎控除額を下回る。また、同統計によると、純資産額が 5,000 万円～1 億円未満の世帯は全体の 19.8%、1 億円超の世帯は同+8.9%を占める。これらを考慮すると、相続税の発生状況をみることで、富裕層（注 2）（かつ、おそらく高齢者）の生前の資産保有状況などが類推できる。

国税庁統計年報によると、03 年現在の状況（最新値）は、相続税の課税対象となる財産を残して亡くなった人の数（被相続人）は、44,438 人。相続税の対象となった財産（取得財産）の総額は約 11.8 兆円、財産の総額から債務や基礎控除などを引いて算出された課税価格は、約 10.4 兆円となった。被相続人一人当たりの財産額は、平均 2 億 6,560 万円だった。

財産総額別の被相続人の分布は公表されていないが、課税価格別では、被相続人の数は 1～2 億円の階層が最も多く、全体の約 5 割を占める（図 1）。次に多いのが 1 億円以下の階層で約 2 割となり、2～3 億円の階層（約 15%）、3～5 億円の階層（約 10%）が続く。

図1 課税価格別非相続人分布



国税庁「国税庁統計年報」より農中総研作成

財産等の内訳は、土地が約 6 割、現金・預貯金等が約 2 割、有価証券が約 1 割とな

っており、圧倒的に土地（宅地、田・畑・山林・その他の土地）の比重が大きい。

土地については、宅地（借地権を含む）の価額が最も多く、畑(耕作権及び永小作権を含む。)、田(耕作権及び永小作権を含む。)、山林と続く。宅地については、被相続人の94.5％が生前に保有している一方、畑（35.7%）、田（30.0%）、山林（24.0%）はあまり保有されていない。被相続人一人当たりの財産額は、平均で宅地1億49万円、畑 5,747 万円、田 4,632 万円、山林 4,286 万円となった。ちなみに家屋・構築物は90.6%の被相続人が保有し、その額は平均1,424 万円であるが、財産に占める比重は5%で土地に比べると極めて小さい。

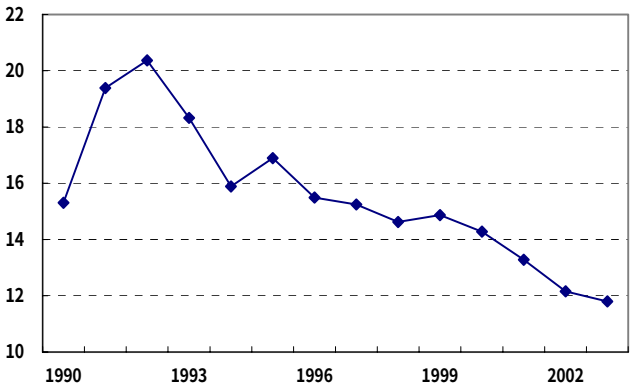
現金・預貯金等については、被相続人の99.2%が生前に保有しており、その額は被相続人一人当たり平均4,851万円だった。

有価証券は、被相続人の74.1%が保有しており、その額は被相続人一人当たり平均3,240 万円だった。うち、企業のオーナーやその家族の持分と見られる特定同族会社の株式及び出資は、被相続人の19.9%が保有しており、その額は被相続人一人当たり平均 3,845 万円だった。それ以外の株式及び出資は、被相続人の62.0%が保有しており、その額は被相続人一人当たり平均1,446万円だった。公債及び社債や投資・貸付信託受益証券を持つ被相続人は全体の約 2 割程度である。

財産を受け取る法定相続人は、3～4 人の層が最も多くなっている。

次に推移であるが、被相続人の数は92 年、財産の総額は 93 年以降、減少傾向にある。また、被相続人一人当たりの平均財産額も 92 年をピークに減少傾向にある（図 2)。

図2 相続人の取得財産価額の推移



国税庁「国税庁統計年報」より農中総研作成

このような被相続人、及びその財産額の減少傾向は、主に資産価値がバブル崩壊後下がったためと考えられる。特に土地が財産において大きな比重を占めているだけに地価の下落の影響は大きかったようだ（図3)。

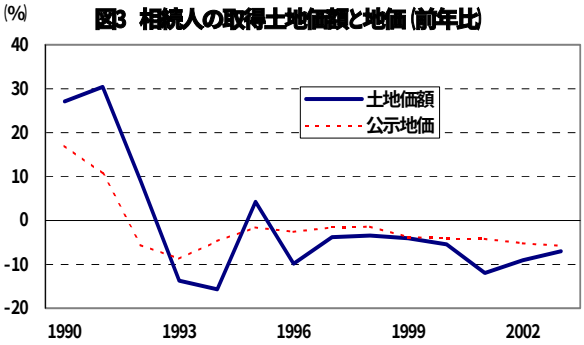
被相続人が土地を保有する比率は 95%程度で 80 年代後半から横ばいで推移する一方、地価の下落から財産総額に占める土地の比率は低下しており、かわりに現金・預貯金等の比率が上昇している。

以上、国税庁統計年報をもとに富裕層の相続の状況を見てきた。各金融機関による

と、遺言信託の顧客として 1 億円以上の資産を保有する資産家を対象としているが、今回の分析からは、課税価格 1～2 億円に相当する財産を持つ富裕層が最も多いことがわかった。おそらく、遺言信託はこの層にうまくアプローチできるかどうかが課題となるとみられる。

また、宅地の保有比率が高く、これらが財産に占める比重が高いことがわかった。富裕層の関心事としては、土地の相続が最も大きいと考えられる。そのため、土地に関する助言能力は非常に重要となろう。特に、相続税の課税されるかどうか、あるいは課税された場合の課税額は地価の影響が大きく、顧客のニーズを満たすために地価（路線価）の動向には注意が必要だろう。

図3 相続人の取得土地価額と地価（前年比）



国税庁「国税庁統計年報」、国土交通省「地価公示」より農中総研作成

(注 1)基礎控除の改正は、88 年、92 年、94 年に行われた。94 年から基礎控除額は、5000 万円＋1000 万円×法定相続人。

(注 2)本稿では純資産が 5,000 万円以上の層を富裕層とした。

今月の焦点

国内経済金融

金融機関の個人ローン戦略－1

～地域シェア No.1 のメリットを生かす飯田信用金庫～

永井　敏彦

要旨

- 飯田信用金庫（以下、同信金と表記）の営業基盤である飯伊地区では、経済の回復傾向がみられるが、人口減少や企業の廃業という問題が続いており、法人の資金需要が伸び悩んでいる。
- こうした環境のもと、同信金は個人ローン、特に住宅ローンを目覚しく伸長させている。その原動力は、営業担当者の地道な努力に加え、地域シェアトップの金融機関としての優位性を生かしていることである。
- 同信金は、地域トップとしての地位に甘んじることなく、地域との密着度を一層高める営業活動を展開し、またより多くの顧客のメインバンクになるように努めている。

飯伊地区経済は回復傾向にあるが人口減少や地場企業の廃業に直面

飯田信用金庫（以下同信金と表記）は、長野県南部の飯伊地区（飯田市及び下伊那郡の17 市町村、人口は 18 万人弱）を営業基盤としている。

同地区の主要地場産業は建築業と製造業であるが、製造業の分野では、電機・精密機械等の他地域からの進出産業のほか、水引・半生菓子・漬物・味噌醤油・酒造等多様な伝統産業がある。

飯田市は、鉄道の利便性に難があるものの、中央高速道路で名古屋まで 1 時間半と、地理的に恵まれた場所にある。05 年の愛知万博開催時には、飯田市の西に接する阿智村の昼神温泉が宿泊地・観光地として賑わった。現在、飯田市・浜松市間の三遠南信自動車道の工事が進められており、将来的には浜松市や豊橋市との交流が深まることが期待されている。但し製造業の出荷は中京方面よりも東京方面のほうが多く、経済面では名古屋よりもむしろ東京との関係が強い。東京までの時間は、高速道路で 3～4 時間である。

表　飯田信用金庫の概要

（単位：百万円）

	平成16年度	平成15年度
当期純利益	1,783	1,065
経常利益	2,757	1,502
預金積金残高	394,665	389,406
貸出金残高	244,546	243,990
預貸率	61.96%	62.65%
自己資本比率	15.87%	15.15%
役職員数	330人	335名

資料：飯田信用金庫　経営情報

飯田信金経営相談所が毎月発行している「飯伊地区産業経済動向」によれば、同地区内製造業の景況判断指数（DI）は 05 年 11 月に 17.4 と前月比 5.9 ポイント上昇し、6 ヶ月連続のプラスとなった。業種間の差はみられるものの、主力産業の電機・電子・精密機械を中心に、回復傾向が鮮明になっている。

しかし、同地区経済を取り巻く環境には引き続き厳しいものがある。若者の地域外への流出により人口の減少傾向が続いている。また、規模が小さな地場企業では、後継者不足等による廃業が後を絶たない。特に建設業では、官公需建設需要伸び悩みの影響で、景況感が停滞している。そして飯田市郊外に通称アッ

プルロードというバイパスができてから、ショッピングセンターがこのバイパス沿いに出店するようになり、駅に近い商店街でも、日曜日に閉店する商店が多くなった。

地区内シェア No.1 を実現した営業力

同信金は、飯田市内に本店と 14 支店、下伊那郡の町村に 9 支店の合計 24 営業店を設置しており、それぞれ担当エリアがある。また営業担当者の担当区分は、そのエリアを細分化したものであり、その中で法人・個人の両方を担当する形となっている。営業担当者数は 88 名で、大型支店であれば、1 支店当り 5〜6 名の営業担当者が配置されている。営業担当者は一日に、法人・個人合わせて 30〜40 軒（山村地域であれば 20 軒程度）訪問している。

飯伊地区内の銀行・信金・信組（八十二銀行・長野銀行・飯田信金・長野県信組の 4 金融機関）において、05 年 9 月末時点で同信金の預金シェアは 57%、貸出シェアは 60%強といずれも過半数を超えている。八十二銀行のシェアを追い越したのは数十年前になる。

このように同信金が大きなシェアを確保している一つの理由は、比較的規模が大きな銀行の影響力がさほど強くないことである。飯伊地区の外を見渡すと、例えば松本市・諏訪市には、みずほ銀行の支店が、また中津川市にはＵＦＪの支店があり、地元優良企業に対する短期資金貸出のアプローチを行っている。これに対して同地区内では、メガバンクの支店がない（但し、日本住宅ローンの融資実績はある）。

もう一つの理由は、営業担当者の預金・貸出増加に向けた多大な努力や内部事務の効率化である。金融機関経営の効率性指標の一つに、職員1人当たりの預金量があるが、飯田信金はかつてこの指標において全国の信金で第一位になったことがあり、今でも 6〜7 位程度の上位にランクインしている。

こうした好成績を実現した秘訣は、地域密着型の営業展開を徹底していることである。営業担当者が地域の情報をきちんと把握していることが、最大の強みとなっている。今では零細企業も含めて、同地区内の大半の企業と取引がある。

地区内シェア No.1 のメリットは大きい。もともと飯伊地区では金融機関の数が少ないので、地域住民はいずれの金融機関もよく知っている。特に同信金の知名度は高いため、営業担当者は訪問先で快く受け入れられている。こうした知名度の高さが営業活動のやりやすさにつながっている。

なお同信金は、地域トップの金融機関としての立場から環境問題への取り組みにも熱心であり、4 年前に ISO14001 を取得した。

住宅ローンに対する取り組み強化

同信金は、以前から大ロットで効率が良い事業性融資を主体とした営業を展開しており、中小企業診断士の養成や取引先企業に対する経営アドバイスに注力してきた。

今でも事業性融資は重要であり、各支店では店長席（支店長・次長）クラスが中心となって営業活動を行っている。しかし前述のとおり、地場企業の経営環境には引き続き厳しいものがある。3 年ほど前から割引手形・手形貸付の需要が減少するようになった。また業況が芳しくない企業も増え、法人貸出の伸長が難しくなった。

こうした環境のもと、同信金は個人ローンの増強に一層力を入れるようになった。その中心となっているのが住宅ローンである。05 年 9 月

末の住宅ローン残高は、前年同期比13.9%増加の454億円となった。05年4-9月期の半年間で、357件の新規実行と192件の借り換えを行った。

こうした実績を積み上げることができた一つの理由は、金利優遇キャンペーンにより借り換え需要が盛り上がったことである。特に、住宅金融公庫の借入金利が上昇する段階に差し掛かる個人を中心に、10年固定金利または3年固定金利商品等を提示することで、積極的な借り換え提案を行った。これまでは住公案件が借り換えの中心であったが、今後は他行案件がターゲットとなる。フラット35も取り扱っているが、件数は多くない。これは、同信金自身が提供する住宅ローン商品の低金利のほうが魅力であるからとみられる。

住宅ローンの営業で成果をあげるには、顧客に直接会って話をすることが最も有効である。まず「借り換え提案書をつくらせてください」、と話を切り出す。そして借り換えシミュレーションソフトの活用により提案書を作成し、顧客に提示する。この他、地道に登記簿謄本で借入状況を確認すること、チラシを配ることも効果的である。また月一回、日曜ローン相談会を開催しており、毎回1～2件は成約している。

以前は、住宅ローンに保証会社の保証を付するケースは少なく、親戚の人等が保証人になることが多かった。この場合、借入人は保証料を負担する必要がなかった。地域内外での人の出入りが少なく、昔から住んでいる人が債務保証の責任を全うしないことはないという前提であった。しかし最近では少子化の影響で兄弟の数が減り、保証人になる人が少なくなったため、今後はしんきん保証基金や全国保証の保証の活用が増えるとみられる。またリフォームローンについては、しんきん保証基金や㈱ジャックスが保証している。

住宅ローンセンターは設置していない。それは、地域内のほとんどの業者と取引があり、密接な関係を構築しているため、センターの設置が必要ないからである。但し大手プレハブメーカーとの取引がなかったため、業務部内に、大手業者専担者を配置した。

自動車ローン・消費者ローンへの対応

自動車ローンについては、物販と金融を同時に対応できるディーラーの力が強いが、ディーラーとの競争にあたってのポイントは、次の三点である。

第一に、ディーラーの割賦販売より低い金利を提示することである。

第二に、顧客との長期にわたる関係をいかに維持できるかである。例えば同信金は、自動車ローンを完済して3年以内の人をリピートプランの対象とし、金利を0.25%優遇している。金利を下げると収益額が減少するが、自動車ローン取引を通じた長期取引継続を重視している。

第三に、顧客が自動車購入に踏み切る前にいかに接触できるかである。そのためには広告が重要である。飯伊地区の地元新聞である信州日報に、毎週帯広告を掲載している。この他、タブロイド版のコミュニティ誌にも広告を掲載している。さらに、店舗やＡＴＭに加え、自動車教習所・自動車修理会社・中古車ディーラー（メーカー系列でないところ）等、自動車に関するニーズがある人が集まる場所にパンフレットを置いている。このパンフレットを郵送かファックス送信すれば、自動車ローンの申し込みができる。また実際に購入する車種が決まる前に、借入申し込み金額が決まっていれば、仮審査が可能となっている。

またカードローンでは、「きゃっする」という商品を提供している。資金使途は自由で、信金ギャランティ㈱の保証が付いている。この商品を取り扱うにあたり、同信金内では議論があった。仮に延滞が発生した場合、信用リスクについては保証されているものの、営業店が延滞回収作業を行わなければならず、この負担に対する懸念があったためである。しかし、過去の何十万件というデータに裏付けられている保証会社の審査基準に従った与信判断を行うこととした。カードローンの分野でも他行との競争は強まっており、断れば他行に取られることもあるからである。

一方同信金は、顧客の取引実績をポイント化し、ポイントに応じた段階的なサービスを提供する、「アップるポイント」を導入している。ポイント数の段階に応じて、消費者ローン金利・期間限定定期預金の金利・ＡＴＭ時間外手数料・個人インターネットバンキング利用手数料等が優遇される。一人でも多くの顧客から、同信金をメインバンクにしてもらうためである。「アップるポイント」は、営業担当者の訪問先での話題提供のネタになっており、営業推進をしやすくする一つのツールになっている。営業活動において、融資や預金の話が毎回あるわけではないからである。

おわりに

地域金融機関にとって最も重要なことは、地域でのシェアであるといわれているが、同信金は地域シェアトップの優位性を生かした営業展開をしている。同信金の個人ローン伸張には目覚しいものがある。その背景に営業担当者の地道な努力があることは言うまでもないが、トップの金融機関であるために地域から高い信頼を得ており、それが営業活動のやりやすさ、そして業績向上という好循環につながっていることが注目される。

もちろん地域経済の動向には依然として厳しさも残り、経営環境は決して恵まれているわけではない。しかしそういう状況下でも、地域の情報を丹念に集めるとともに、より多くの顧客のメインバンクになろうとする営業を展開し、業績を伸ばしている同信金の経営戦略が示唆するものは大きい。

国内経済金融

金融機関における環境問題･CSR の取り組み－４

～CSR を経営戦略と位置付ける滋賀銀行～

古江　晋也

要旨

･滋賀銀行は「銀行自らが環境保全を実践することによって初めて顧客に環境保全の実施を要求できる」という明確なポリシーのもと、自行の環境負荷軽減と事業活動による環境負荷の軽減の双方に取り組んでいる。

･滋賀銀行は、CSR を経営戦略の一つであると明確に位置付けており、環境配慮型金融商品･サービスを提供することで CSR を本業の一部としている。現在、同行は「環境保全に取り組む銀行」というイメージが高まりつつあり、CSR 戦略がブランドイメージを強化している。

はじめに

本稿では、00 年 3 月に ISO14001 の認証取得を行い、01 年 UNEP 金融機関声明に日本の市中銀行で初めて署名を行った滋賀銀行の取り組みを報告する。

「三方よし」と CSR 戦略

「三方よし」(注1)とは、「売り手よし」「買い手よし」「世間よし」を意味し、江戸から明治期にかけて繁栄した近江（現在の滋賀県）商人の経営哲学である。

「売り手よし」「買い手よし」とは、売り手と買い手の当事者間を表しているが、事業を成功させるためには、当事者間に留まらず、地域の人々など「世間」にも信頼されなくてはならない、という考えが「三方よし」に含まれている。

この「三方よし」という近江商人の経営理念の現代版が CSR であると考え、「環境経営」を主軸とした CSR 戦略に取り組んでいる金融機関の一つが滋賀銀行である。

(注1)「三方よし」については、財団法人　滋賀県産業支援プラザホームページを参照。

滋賀銀行の概要等

滋賀銀行は滋賀県内（112 店）を中心に、京都府（14 店）、大阪府（4 店）等にも店舗展開を行っている。05 年 3 月末の滋賀県内における預金残高シェアは 44%、貸出残高シェアは 43%を誇っているが、京都、大阪への県外貸出が多いことも大きな特色である。

同行は、預金者の受取利息（税引後）の 3%を琵琶湖の浄化運動を支援する財団法人に寄付し、同行も預金者の寄付額と同額を寄付する「愛のみずうみ口座」（92 年）やメモ用紙などにリサイクルするために不要書類を破砕処理し、ブロック上に圧縮固形化する分解破砕システムの導入（94 年）など環境保全活動に取り組んできたが、環境保全活動を中心とした CSR に戦略的に取り組み始めたのは 00 年頃からであった。

自らが実践しなければならない

金融機関における環境への取り組みは、金融機関自らが省エネ、グリーン購入等を通じて環境負荷への軽減を図っていく方法と、融資などの事業活動を通じて環境負荷を軽減する方法がある。

滋賀銀行の経営陣は「銀行自らが環境保全を実践することによって初めて顧客に環境保全の実施を要求できる」という明確なポリシーのもと、同行自らの環境負荷軽減と事業活動による環境負荷の軽減の双方に取り組んでいる。

まず、同行の環境負荷軽減については、消費電力の削減、紙の使用量削減、紙ゴミのリサイクル、グリーン購入などを実施しているが、そのなかで地球温暖化ガス（CO_2）の排出量については6%の数値削減目標を設定するといったユニークな取り組みを行っている（期間：04年4月～07年3月）。

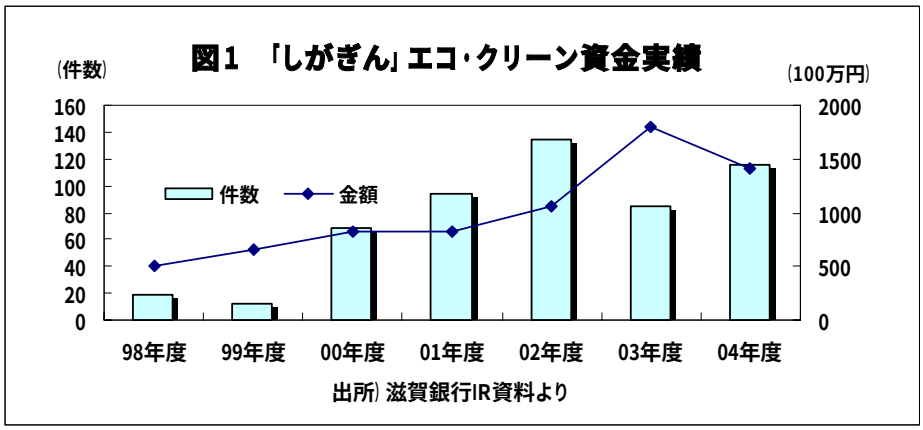
環境会計の導入については前向きな姿勢を見せている。同行は、環境会計を単に会計的な役割として捉えるのではなく、アカウンタビリティ（説明責任）の一つであり、公開することに大きな意義があると考えている。

環境対応型商品は事業性融資から

事業活動を通じた環境負荷低減は、企業・事業者向け融資から開始した。98年、環境保全の取り組みに対して低利融資を行う「しがぎんエコ・クリーン資金」を商品化し、「みずすまし」（水質汚濁防止の設備資金）、「ISO」、「省エネ・温暖化ガス削減」（99年）、「リサイクル」（99年）、「土壌汚染防止」（99年）の5プランを発売した（図1参照。05年12月末、実行累計は613件、80億3400万円）。ただし、「しがぎんエコ・クリーン資金」は個人顧客との取引には結びつきにくいこともあり、個人向けの環境配慮型金融商品も展開していった。

環境対応型個人向け商品

滋賀銀行は03年から個人向け顧客商品として「『しがぎん』エコプラス定期」を発売した。同定期預金はダイレクトチャネルを活用するため、定期預金申込用紙が不用となる。そこで、同行ではその用紙代金を7円と見なし、ダイレクトチャネルによって節約できた申込用紙代金の7円を1件ごとに、同行が負担して積み立て、貯まった金額を環境保全団体（「おうみNPO活動基金」）に寄付している（なお、05年11月以降の取り扱い分より、滋賀県内の小学校の「学校ビオトープ」づくりの資金として寄付することに変更）。一方、同定期預金は金利優遇「店頭



表示金利＋0.03%（預入期間 1 年以上）」を実施することで、顧客にもメリットを付与している。05 年 12 月末の取扱高は 46 万 2870 件、3667 億 7600 万円である。

また、CSR の観点から「エコ住宅ローン」に「耐震」をも取り入れた「エコ＆耐震住宅ローン」の取り扱いを 05 年 8 月より開始した。「エコ＆耐震住宅ローン」の利用条件は、①ガス（都市ガス・LP ガス）利用住宅、②オール電化住宅、③太陽光発電システム導入住宅、④耐震住宅であり、当初期間は店頭金利より最大 1.2%の金利優遇等が実施される。

耐震を取り入れた理由は、滋賀県には琵琶湖西岸断層帯があり、地震調査研究推進本部の「琵琶湖西岸断層帯の評価」では、「琵琶湖西岸断層帯全体が一つの区間として活動し、マグニチュードは 7.8 程度、今後 30 年以内の地震発生確率は 0.09%から 9%」とされていることにある(注2)。そのため同行は、顧客の生命と財産を守るという観点から「耐震＆エコ」を商品化した。現在、住宅ローンの約 2 割が「エコ＆耐震」商品であり、営業努力が実りつつある。

(注2) 滋賀県庁ホームページ「琵琶湖西岸断層帯、東南海・南海地震等に関する情報」を参照。

PLB 格付

05 年 12 月、滋賀銀行は「しがぎん琵琶湖原則支援資金（PLB 資金）」の取り扱いを開始した。同支援資金は、滋賀銀行が策定した「しがぎん琵琶湖原則（PLB）」に基づいて、企業の CSR 経営を独自に格付（PLB 格付）し、CSR 促進事業に対して通常より最大 0.5%を優遇する融資制度である。PLB 格付は ISO14001 等の認証取得、環境会計の導入、法令遵守方針など 15 項目を 3 段階で評価し、5 ランクに区分して金利優遇を行う仕組みとなっている。

滋賀銀行の CSR 戦略

近年、環境問題ないしは CSR に戦略的に取り組む金融機関が増加しているが、その多くは始めたばかりである。それに対して、滋賀銀行は 00 年に ISO14001 の認証取得を行って以降、すでに 5 年が経過しているが、その取り組みは活発化している。ここでは、滋賀銀行の CSR 戦略を概観することで、その原動力を検討する。

(1) 一貫した取り組み

滋賀銀行の CSR 戦略の特色の一つは、環境保全の取り組みに焦点を当て、トップダウンで実施していることである。

滋賀銀行は 90 年代後半から環境保全を中心に取り組んでいるが、その過程において髙田頭取は、当初から「環境問題への取り組みは当行の社会的責任である」というメッセージをわかり易く行員に伝えてきた。

現在では、環境保全を「クリーンバンクしがぎん」というスローガンのもと CSR という枠組のなかで実施している。ここでいう「クリーン」とは、①省資源・省エネルギーの「エコオフィスづくり」、②環境対応型金融商品・サービスの開発、提供による地域への環境保全活動への働きかけ、③倫理観の強い行員づくり、④透明度の高い情報開示、ということを意味しているが、CSR 戦略の中心は環境保全であり、一貫した取り組みが行われている。

(2) 環境意識の高い行員の育成

豊かな水資源を供給している琵琶湖は環境保全のシンボルでもある。04 年、髙田頭取が当時代表幹事を務めていた滋賀経済同友会は「三方よし」の精神をもとに「滋賀 CSR 診断モデル」を発表した。同診断モデルには「企業風土、経営者の理念および利益についての考え方」、「倫理価値の共有と社内への浸透」、「顧客、取引先との誠実な関係の創造と維持」、「自然資本の有効活用と保全への関わり」など 6 つのカテゴリーから構成され、CSR 診断を中堅・中小企業においても実施できるようにしている。質問内容は、「顧客、取引先との人間関係において、『尊敬の心』を基本としているか」「顧客、取引先との取引において、なあなあ主義を排除しているか」などであるが、「滋賀の自然保全のための取り組みなどについて社員と共有を図る機会を持っているか」「水の保全・浄化を意識した事業活動を営んでいるか」といったユニークな項目もあり、これを 4 段階で評価する。

滋賀銀行は、この CSR 診断評価シートを活用して調査を行った。その結果によると、経営層、支店長、男性行員、女性行員によって各項目とも意見の相違が見られたが、環境関連の項目については、保護することで意見が一致していた。また、同行が環境保全活動を実施する場合でも行員の理解が得られやすい状況にある。

このように同行の行員の環境意識が高い要因は、滋賀県は相対的に環境意識が高い地域であることの他に、行内で行う環境学習等も重要な役割を果している。

環境学習とは、毎年、新入行員に行われる CSR 研修であり、植樹や除草作業が行われる。この研修を通じて新入行員は、滋賀銀行が環境に熱心であることを実感するという。

(3) 風通しの良い組織

97 年、髙田頭取は就任時に「フレッシュ（fresh）、フランク（frank）、フォワード（forward）」を柱とし、「発言を自由に行うように」と行員に語った。このようなこともあり、風通しの良い組織となっている。

商品開発においても同行は、各部が階層的に企画立案等を行うのではなく、横並びで行われる。「エコ＆耐震住宅ローン」の商品化においても審査部や営業統轄部の若手行員や支店長代理クラスの行員が集まって議論が行われた。

また、CSR 室には、各部署が気安く訪れることができ、環境関連の研修についても、人事部が協力的に対応している。

(4) CSR の本業化

近年、CSR への関心が急速に高まっているが、一方では 80 年代後半に注目が集まったメセナ（企業の文化・芸術擁護）やフィランソロピー（社会貢献活動）のようになるのではないか、という懸念がある。メセナ活動等が 90 年代に急速に色褪せていった理由の一つは「利益の還元」というスタンスであった。そのため、企業業績が低迷すればメセナ活動等が大きく後退していく結果となった。また、同活動等は本業と無関係であるため長続きしないと指摘されることもあった。

しかし、滋賀銀行は CSR 戦略を経営戦略とし、環境関連の商品開発も比較的早い時期から開発することで本業に結び付けてい

る。さらに、省エネ等の取り組みは環境保全であるとともにコストダウンに繋がる。

つまり、滋賀銀行の CSR 戦略は、「利益の還元」ではなく、本業に結び付けて取り組んでいることも特色の一つである。

おわりに

90 年前後、企業はその収益の一部を社会に還元すべきである、としてメセナやフィランソロピーが唱えられた。しかし、その後の長引く景気低迷により、企業業績は悪化し、メセナ活動等からの撤退が相次いだ。そのため「ご都合主義」であるという批判も行われた。

近年、CSR が大きな高まりを見せている。CSR が重視されてきた背景の一つには、コンプライアンスを無視した企業行動が相次いで発覚し、厳しい批判に晒されたことにある。ただし、法令遵守は企業存続の大前提であり、他の企業と差異化できない。そのため、環境保全、社会貢献、地域活性化などに力点を置く金融機関もある。

滋賀銀行における環境への取り組みは、今日では CSR の一環として強力に進められている。その原動力を検討すれば、①環境問題への一貫した取り組み、②環境意識の高い行員の育成、③風通しの良い組織、④CSR の本業化、にまとめることができる。

CSR を重視する金融機関は、トップから現場の第一線まで CSR の重要性を認識しなければならない。そうしなければ、すばらしい環境配慮型金融商品を開発しても単なる「品揃え」のひとつに過ぎないこととなる。したがって、CSR 戦略は組織内部への取り組みと組織外部への取り組みが不可欠である。

滋賀銀行は組織内外に「CSR は現代版の『三方よし』」、「自らが実践しなければならない」とわかり易く経営スタンスを発信し、実践してきた。このことが、ステークホルダーの共感を呼ぶことに繋がり、環境への取り組みに賛同した顧客と取引が始まったケースもあった。

滋賀銀行の CSR は同行のブランドイメージの向上を図るブランド戦略である点でも注目される。

参考資料

・滋賀銀行[2005]『ディスクロージャー誌』『CSR リポート』

・滋賀銀行ホームページ及び IR 資料

・滋賀県庁ホームページ

・財団法人　滋賀県産業支援プラザホームページ