

数字と事実

専務取締役 田中 久義

ある県の中央会の依頼を受けて、農協の職員の方々を対象とする資格認証試験の財務論を担当させていただいている。それはなかなか厳しい試験体系で、2日間のスクーリングと2回の試験で合否を判定する。全体で約半年かかるなど、受ける方々も大変であろうが、やる方もなかなか容易ではない。

依頼されたときの注文は、農協の経営改善に役立つ実践的な財務論を、ということであった。つまり、正確な財務諸表を作ることを目的とする財務会計ではなく、実践的な管理会計を、というわけである。

この研修の毎年のスクーリングで、必ず、申し上げていることがある。それは、財務会計があるから管理会計がある、ということである。管理会計は、今後の経営の舵取りのために実績を検証するものであり、いわば未来志向である。これに対して財務会計は、外部の人々に経営実績を正確に伝えることを目的として計数として明らかにする。両者の関係は、財務会計が管理会計の基礎であるということであり、管理会計を理解するためには、財務会計が作り上げた計数についての理解が不可欠である。

管理会計に限らず、広く会計の領域で利用される情報は、数字に集約されている。その数字の裏側には、さまざまな事実が隠されており、集約過程で抜け落ちるものもある。このようなひとつひとつの動きが、会計、特に簿記という確立した技術を用いて記録され、蓄積される。したがって数字を読み込むには、その背後にある動きと、記録・加工プロセスについての理解が不可欠となる。

現在の簿記・会計の基本は「複式簿記」にある。この簿記は15世紀にベニスの商人たちが作ったといわれており、15世紀末にはすでに原型が完成していた。たとえば、「貸方、借方」という言葉は当時生まれたもので、それが今でも使われている。

このような簿記・会計が大きな転機を迎えたのは、産業革命であった。これによって、企業が一航海や一取引で終わるものから、永続的な存在へと変化したからであった。これらは「リトルトン会計発達史」に記されている。

この議論には経済学の歴史も重なっている。産業革命以前の生産性の変化はほとんどなく、それが大幅に変化・向上したからこそ産業革命と呼ばれ、経済学が確立したとされる。その経済学も、国民経済計算という数字を扱う技術体系の確立が、その発展に大きく寄与している。実は、この技術のベースにも簿記がある。

われわれは、数字を利用して経済の現状分析や、今後の見通し検討を行っている。現実の経済活動や個人の行動を背後に抱えた数字には、さまざまな癖やアヤが織り込まれ、それが個性を与えている。既成の理論を当てはめて数字を評価することも重要ではあるが、数字がもつ個性とその主張に耳をかたむけて、それを検証していく姿勢も必要であろう。そのためにも、その数字を作り上げている技術を理解しなければならないと思う。

情勢判断

国内経済金融

「金融政策の正常化」に向けて一步進めた日本銀行

～マーケットの次回利上げ予想時期は年末以降まで後退～

南 武志

要旨

注目されていた6月短観では、景況感の改善に加えて06年度の設備投資が引き続き堅調さを維持したこともあり、日本銀行はゼロ金利政策解除(利上げ)に踏み切った。春先からの一連の金融政策の正常化は、短期的には实体经济への影響は軽微と見られているが、金融政策の効果は1～2年先に現れると考えられるため、注意が必要であろう。

マーケット動向は、株価は7月初旬から再び軟調な動きとなった。長期金利は金融政策の不透明感が払拭されて大きく低下し、為替レートは円安気味に推移。目先は株価・長期金利・為替レートとも方向感が出にくいと見るが、先行き株価・長期金利には引き続き上昇圧力がかかりやすい他、為替レートも再び円高方向に推移すると予想。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2006年			2007年		
	7月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	0.267	0.20～0.40	0.30～0.60	0.45～0.80	0.60～0.90	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.4310	0.400～0.700	0.500～0.900	0.750～1.200	0.800～1.250	
短期プライムレート (%)	1.625	1.625	1.875	2.125	2.125	
新発10年国債利回り (%)	1.860	1.80～2.20	1.90～2.30	1.90～2.40	1.90～2.40	
為替レート	対ドル (円/ドル)	116.68	108～118	105～115	105～115	100～110
	対ユーロ (円/ユーロ)	147.42	140～150	140～150	140～150	135～145
日経平均株価 (円)	14,795	16,250±1,000	17,000±1,000	17,000±1,000	16,750±1,000	

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

(注)実績は2006年7月24日時点。

国内景気:現状・展望

日本銀行によるゼロ金利政策解除の可能性を探る上で注目を集めていた日銀短観6月調査が7月3日に公表された。これによると、企業経営者の景況感は2期ぶりに改善し、先行きも改善方向での予想となっていた他、06年度設備投資計画も途中経過ながらも高水準で推移していることが明らかになった。更に、企業の雇用人員や設備に対する不足感が今後高まっていくことが予想されるなど、先行きの労働需給の改善や設備投資計画の更なる上方修正の可能性を示唆する内容であった。これを受けて、マーケットはゼロ金利政策の7月解除を完全に織り込み、実際に日銀もそのような決断

を下したわけであるが、内容を更に詳細に見ていくと、必ずしも企業行動が楽観視できるものばかりではないことも見て取れる。

景況感に改善が見られたとは言え、業況が「良い」と回答する企業の割合は逆に減少しており、「悪い」と回答する企業の割合が減少したことによって達成されていること、製品・サービス価格を引き上げる動きも徐々に見られ始めているが、国際商品市況高騰などによる素原材料価格の上昇には追いついていないこと、等が指摘できるだろう。本誌7月号でも述べたように、世界経済の堅調さが持続する反面、国内企業の企業収益は減速から頭打ちになり始めており、コスト増分を数量効果や生産性向上

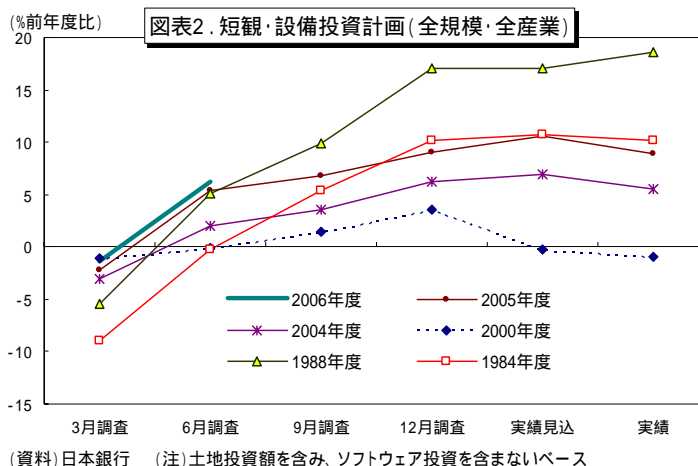
努力で吸収しきれなくなっていることを反映している。後述するように、企業は収益確保のためには価格転嫁を本格化させる必要性に迫られていると言えるだろう。

一方、月次経済指標は引き続き堅調さを維持している。5月の機械受注(船舶・電力を除く民需)は大幅増加となった4月から減少したものの、事前予想よりも強めの数字であった。これにより、減少見通しであった4~6月期は、2四半期ぶりにプラスに転じることがほぼ確実な状況となっている。また、5月の貿易統計からも、4月に落ち込んだ輸出数量が回復に転じており、6月の状況しだいでは、4~6月期の外需寄与度はプラスに転じる可能性が浮上している。

以上のように、民間最終需要と輸出の二本柱は健在であり、日本経済は引き続き底堅く推移する可能性が高いと考えられる。その結果、06年度末頃には日本経済は完全雇用に近い状態にまで接近するだろう。

ただし、懸念材料が浮上しつつあることには今後留意が必要であろう。今回の景気拡大局面では、輸出依存度が極めて高い状態で推移してきたが、米国経済の減速が想定されているほか、高成長を続ける中国も引締め政策の発動が本格化し始めている。状況如何によっては日本経済にも少なからず悪影響が及ぶ可能性があるだろう。

物価に関しては、5月の消費者物価(全国、生鮮食品を除く総合)が前年比+0.6%になり、上昇率にやや拡大が見られたが、内容的にはGW連休中に値上げされたガソリンなど石油製品が主な押し上げ要因であ

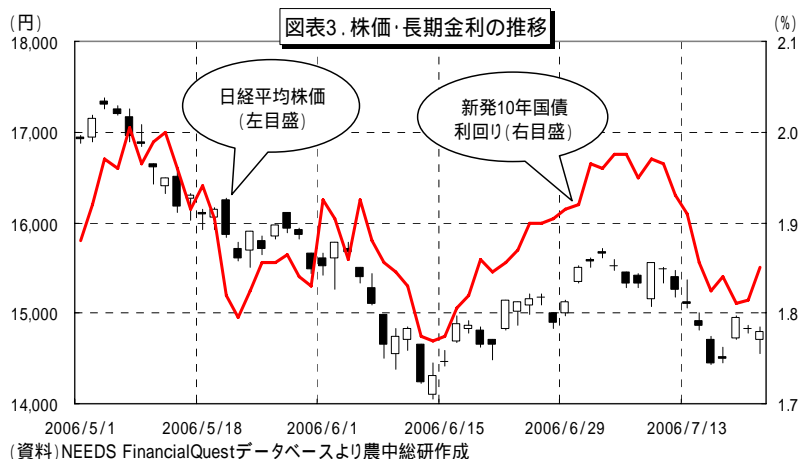


る状況には変化が見られず、依然として一部の財・サービスの上昇に限定されている状況である。6月の国内企業物価でも、国内消費財が3ヶ月連続で下落する等、物価環境には現時点でも不安定感が付きまとう。

もちろん、景気拡大が持続し、需給環境が改善していくことが見込まれる中、原材料価格高騰や労働コストの上昇が、徐々に消費財・サービスの価格へ波及していく可能性は高いだろう。日本経団連調べによると、大手企業の夏季賞与は過去最高となったとのことである。企業がそうしたコスト増分を製品・サービス価格に転嫁する動きを強めるかどうかには注目が集まっている。

金融政策の動向・見通し

7月13~14日に開催された金融政策決定会合では、3月の量的緩和政策解除以降採用されていたゼロ金利政策を解除し、政策金利である無担保コールレート(0/N)を約0.25%へ誘導することが全会一致で決定された。一方、補完貸付制度の適用金利である基準貸付利率(公定歩合)が0.4%へと小刻みに引き上げられ(それ以前は0.1%)量的緩和政策を行うための方策として増額されてきた中長期国債買入れオペアは、当面



けて、マーケットでは次回利上げ時期に関する観測を年末以降までやや後退させたようだが、9月短観での設備投資計画において再び大幅な上方修正がされるようであれば、利上げ時期が早まる可能性があることを念頭に入れておくべきであろう。

は現行の毎月1兆2千億円を維持することが公表されるなど、マーケットへの配慮も感じさせる内容となっている。

今回のゼロ金利政策解除に当たって、最も重視されていたのは冒頭で触れたように6月短観での設備投資計画であったと思われる。4月末に示された日銀「展望レポート」では、自らが示した経済・物価見通しに対するリスク評価として「企業の投資行動の一段の積極化」を挙げており、超低金利状態が長期間続くことにより、将来的に本来であれば投下されることのなかった設備投資が過剰に行われ、それが結果的に経済変動を激しくさせてしまう可能性をリスクとして指摘していた。ただし、今回利上げに踏み切ったのは、現在の設備投資を過剰と判断したわけではなく、フォワード・ルッキング的な観点から、足許でマイナスである実質金利をやや修正することにより、先々の設備投資行動に影響を与えることを期待した「予防的な措置」の一環として捉えるべきだろう。

一方、「連続利上げは考えていない」「今後の金利調整のペースはゆっくりと行う」など、追加利上げについて日銀は慎重に判断していくことを表明している。これを受

市場動向: 現状・見通し・注目点

以下、各市場の現状・見通し・注目点について述べることにする。

債券市場

6月短観の内容を受けて、長期金利は当初は年内複数回の利上げを織り込む動きが見られたものの、決定会合直前あたりから待ち切れなくなった投資家は当面の不透明感が払拭されたとしてフライング気味に現物債購入を活発化させた。加えて、先行きの金利調節はゆっくり進めるという日銀からのメッセージを好感し、長期金利は一時1.8%を割る水準まで低下した。

ただし、先行きも景気拡大が継続し、かつ徐々に企業の価格設定力が回復し、デフレからの完全脱却を実現していくとの景気シナリオの下では、1.8%割れの長期金利水準には慎重にならざるを得ず、先行き金利上昇圧力が強まっていくと考えざるをえないだろう。現在は追加利上げに関する懸念はあまりない状況であるが、これが現実味を帯びるにつれて長期金利は再び上昇し、年度後半にかけては2%台前半で推移するものと予想される。

株式市場

6月中旬以降、一旦は上昇する動きも見られた株価であるが、7月に入ってから再び下落に転じており、依然として調整局面にある。世界的に中央銀行がインフレ警戒から利上げを断続的に実施しており、その結果として過剰流動性が回収され、リスクマネーの供給が先細るとの懸念もある他、内外経済とも07年には減速局面を迎えるとの見方が強まっており、それに対応して業績見通しがかなり保守的になっていること、足許の地政学的リスクの高まり等が株価の上値を重くしているものと考えられる。

また、政治リスクも若干意識され始めている可能性もある。ポスト小泉として安倍官房長官が有力視されているが、表面化し始めた格差社会批判や市場万能主義への懐疑などへの対応によって、05年夏場以降の株価上昇を下支えしてきた構造改革路線が修正されることへの警戒も外国人投資家の間にある。

なお、先行きは、企業の価格設定力が高まりさえすれば、先行き業績予想の上方修正も十分ありうるだろう。株価も年末にかけて小幅ながらも反発する局面は十分想定される。

は、世界的不均衡に対する警戒感から起因するドル安圧力は常に存在するものの、為替レート変動が各国の金融政策に対する思惑に左右されやすい状況には変わりはないと思われる。日本については、前述の通り、マーケットは追加利上げの予想時期をやや後ズレさせているが、設備投資動向次第では年内再利上げも十分ありうる。また、米国では物価上昇と景気減速が共存する政策運営にとっては難しい状況になってきたが、最近では景気減速がインフレ抑制に寄与するとの期待も出始めており、今後利上げ打ち止め感が強まる可能性が高い。

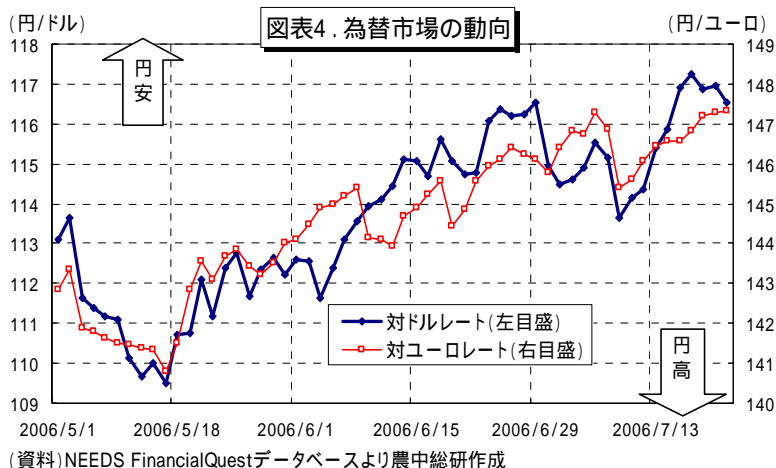
一方、ユーロランドは景気回復の強まりに加え、物価上昇率もインフレ参照値(1%台後半)より高い状況であり、8月上旬にも追加利上げが実施され、その後も断続的ながら利上げが実施される可能性が高い。

以上から、引き続き、三極通貨の力関係は「ユーロ>円>ドル」と見る。対ドルレートは足許ドル高気味の推移ながら、先行きの日米金利差縮小への思惑から円高圧力が再び高まるだろう。また、対ユーロについては、円は今後更に弱含む可能性もあるが、当面は現状の1ユーロ=140円台後半での展開が続くだろう。(2006.7.24現在)

為替市場

日米の金融政策の方向性に变化が見られ始めたものの、北朝鮮や中東情勢の緊迫化などが加わったことで、「有事のドル買い」的な動きが発生し、円は弱含む展開となった。

なお、先行きを読む上で



郵政公社の投信販売

丹羽由夏

郵貯残高の減少と新しい商品

郵便貯金の残高は2005年度末で約200兆円となっており、99年度末の約260兆円から2割以上減少している。主力商品である定額貯金が99年度末213兆円から2005年度末までに135兆円と大きく減少していることによる。これは高金利時代に預けられた定額貯金の満期が到来し、近年の低金利や預入限度額の徹底などにより流出していると推察される。2006年度末には、192兆円に減少することが見込まれている。

このような貯金の流出に対して、受け皿の一つとして期待されているのが、国債や投信であろう。2006年6月末時点で、累計投資信託取扱状況をみると、販売金額は、2334億円、保有口座数は約14.8万口座、純資産残高は2259億円となっている。

投信は、2005年度10月から販売が開始されており、当初の取扱商品は野村世界6資産分配投信（安定、分配、成長コース）、大和ストックインデックス225ファンド、GS日本株式インデックスプラスであった。今年6月に新たに4つの商品が導入されたが、販売開始一週間の新商品購入者アンケートによると、約3割が郵便局での初めての投信の購入者で、残りはリピーターということであった。

販売場所をみると、2005年度は575局で取り扱われていたが、2006年度は1153局、2007年度には1550局に拡大する予定となっている。

06年度の投信販売額の見通しは5409億

円、個人向け国債販売予定額は0.9兆円で、今年度減少するとされる貯金残高8兆円の受け皿としては、不十分ながら、商品の特性の違いを考えれば、着実に拡大していると言えよう。

来年10月からは、民営化への移行期間が開始する。預入限度額も1000万円が維持され、貸出業務等の新規業務への参入にも制約があるため、手数料収入が得られる投信の販売は、積極的に推進される分野の一つであると考えられる。来年からインターネット経由での販売も開始される予定となっており、今後の投信販売の動向が注目される。

図1 投信の状況

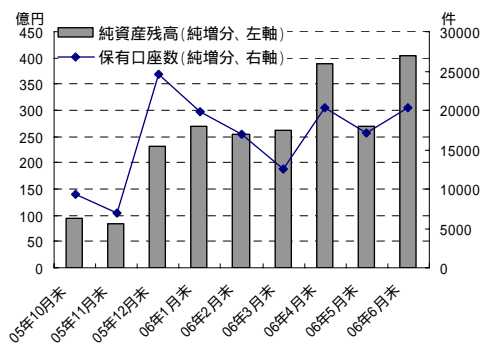
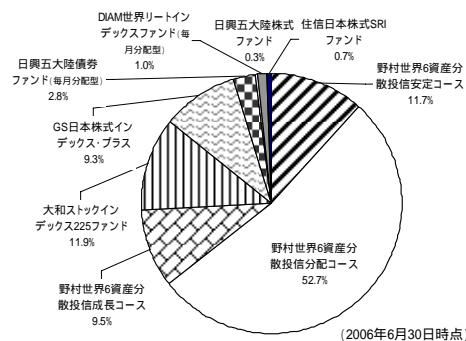


図2 純資産残高



資料)日本郵政公社 HP より作成

最新データからみた相続税の納付

田口 さつき

5月に国税庁から国税庁統計年報書(04年度版)が発表されたが、これを使い、最新の相続税の納付について考えてみたい。

同報によると、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43,488人であった。これに対し、財産を受け取る法定相続人は131,279人で、被相続人一人当たり約3人の法定相続人がいることになる。相続税の対象となった財産(取得財産)の総額は約10.9兆円だった。また財産額から葬式費用や債務を除いた純資産価額は、約9.8兆円、相続税がかかる金額である課税価格は約9.9兆円となった。

被相続人一人当たりでは、財産額は2億5,177万円(注1)、純資産価額は2億2,521万円、課税価格は2億2,653万円だった。

ここで、財産の構成を見ると、図に示すように、土地が約5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、土地(宅地、田・畑・山林・その他の土地)の比重が大きい。財産を金融資産、実物資産(注2)に2分すると、金融資産が約35%であるに対し、実物資産は約65%である。ちなみに総務省「全国消費実態調査」(04年調査)の総世帯においても金融資産(負債を引いていないベース)と実物資産の比

率は、34.9対65.1と、ほぼ同じ構成となっている。

ここで、この被相続人一人当たりの純資産額を利用して、相続税額を計算してみよう。法定相続人の構成を配偶者と子供2人であるとする、相続税額は配偶者が1,478万円、子(一人当たり)が526万円となる。ただし、民法の法定相続分とおりに財産を相続した場合、配偶者の税額軽減により、実際の納付税額は子2人にかかる1,052万円となる(注3)。

この相続税に対し、金融資産である現金・預貯金は被相続人一人当たり5,006万円であることから、この事例においては、相続税を払うのに十分な現金・預貯金が存在したことになる。

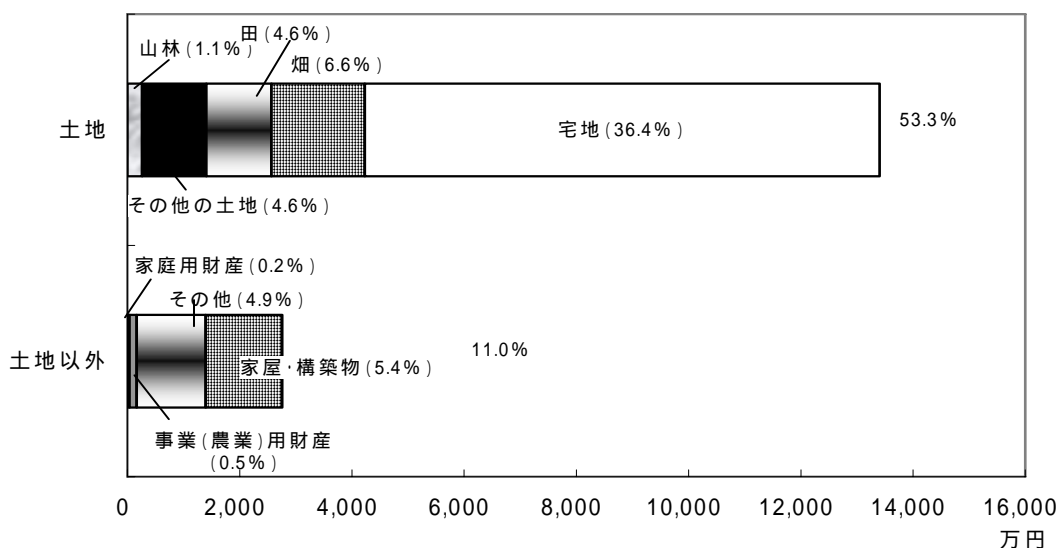
ただし、以下のような場合は、相続税の納付に当たって実物資産の取り崩しなどの事態が発生する。まず、資産の構成が実物資産に傾斜している場合である。また、相続税の法定相続人の一人に実物資産が集中するような相続の場合も、相続税の納税の問題が起こる可能性は高まる。あるいは、地価が急激に上昇する場合も、相続税が増え、納税において同様の問題が生じる可能性がある。実際、地価が上昇した90年代初

めには、土地の評価額が上がったため、土地を物納する事例が増えた。

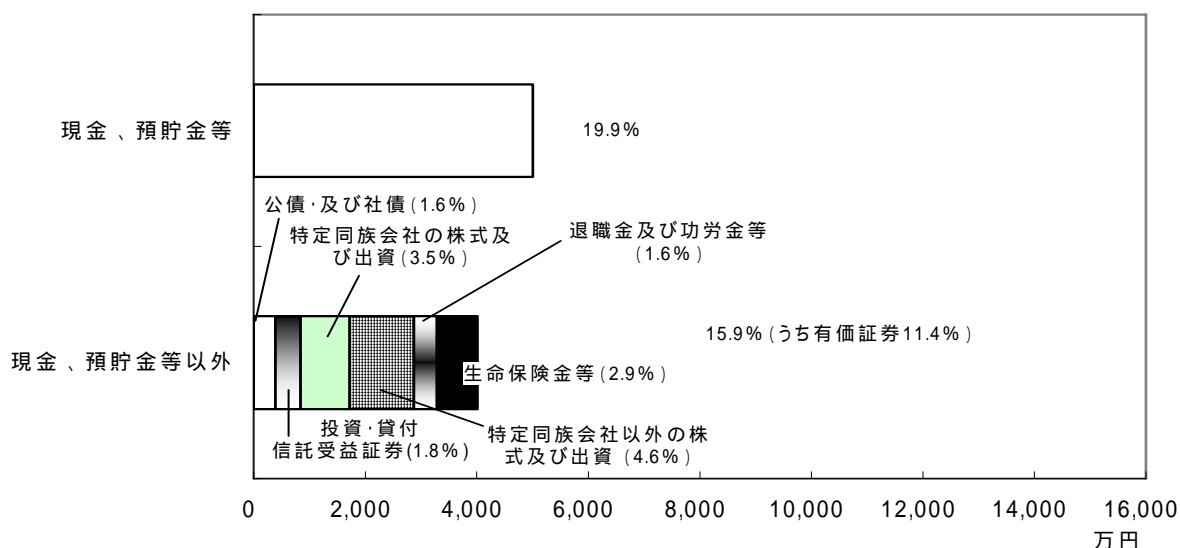
なお、今後も相続の度に納税の問題がつかまとう。この事例では、配偶者が亡くなる場合、もう一度大きな相続が発生する。

以上、最新データにより相続とその納付について眺めてきたが、基本的には相続税の納税において問題が発生する傾向は少ないものの、長期的な観点から納税に備えて金融資産の比率を検討すべきだろう。

実物資産 (64.2%)



金融資産 (35.8%)



国税庁「国税庁統計年報書」(2004)より農中総研作成
 ()内は財産全体に対する割合
 田、畑は耕作権及び永小作権を含む、宅地は借地権を含む

(注1) 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。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。

(注2) 金融資産は、有価証券、現金・預貯金、生命保険金等、退職金及び功労金等とした。実物資産は、土地、家屋・構築物、事業(農業)用財産、家庭用財産、その他の財産(除生命保険金等、退職金及び功労金等)とした。

(注3) 法定相続人が子3人の場合は、相続税額は一人当たり768.1万円、合計2,304.4万円となる。

情勢判断

海外経済金融

分かれるFOMCメンバーの見解，追加利上げの可能性も当面残る

要 旨

渡部 喜智

7月19日のバーナンキFED議長の議会証言が、市場からは追加利上げに慎重な「ハト派」的なものと受け止められ、市場の追加利上げ予想は低下。長短スプレッドは逆転状態となって、一部では金利先安感さえ漂い始めた。

しかし、米国経済の体質が強まりインフレ抵抗が高まったとはいえ、FOMCメンバーの消費者物価上昇率、成長スピードの両面からの経済見通し等をベースに考えると、追加利上げの可能性も残存。さらに、利上げ過程の最終時点から一定の滞空時間を経て、その先に緩和(利下げ)に向かうイメージはまだ描きにくいのではなかろうかと思われる。

バーナンキ証言を機に、追加利上げ予想は低下

6月29日、連邦公開市場委員会(FOMC: Federal Open Market Committee)は、政策金利であるフェデラルファンドレート誘導目標(以下FFレート)の0.25%の引き上げを決定、5.25%とした。

04年6月(当時、FFレートは1%)以来、0.25%ずつ小刻みに「慎重なペース」で進められて来た利上げは17回目、今年2月にバーナンキ氏が議長に就いて以来、5月に続き3回目である。

前任のグリーンズパン前議長が取ってきたように、様々な発言の機会をとらえた「市場との対話」によって、政策の方向性を市場に浸透させる手法=サブライズを起こさない手法は、この利上げにおいても取られた。

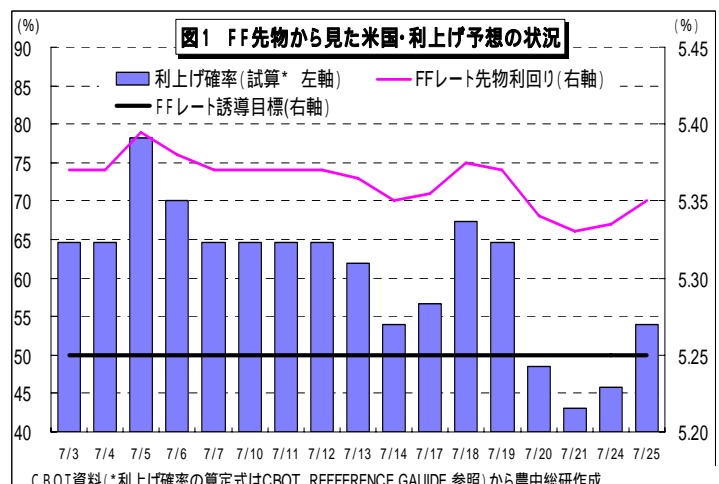
市場参加者がFFレート引き上げをどの程度予想しているかを、FFレート(2限月)先物利回りによって試算すると、6月中旬の段階から100%以上の確率で、6月29日の0.25%の利上げは織り込まれていた。

7月に入って、次回8月8日のFOMCにおける0.25%の利上げ確率がどのように織り込まれているか、前述と同様にFFレート先物(2限月)利回りに基づいて試算すると、7月中旬までは高い時には約8割、低い時でも6割以上の確率で追加利上げを織り込んでいた。

しかし19日、上院銀行委員会で行われた、「金融政策レポート」提出に伴うバーナンキ連邦準備制度理事会(FED)議長の議会証言で、同議長は、「インフレはエネルギー以外の財やサービスの一部にも波及しつつある」と指摘、「コア・インフレ率(全体からエネルギーと食料を除いたインフレ率)の上昇に警戒感を示しながらも、今後景気拡大ペースが鈍化することにより、インフレ圧力が抑制される可能性」にも言及した。

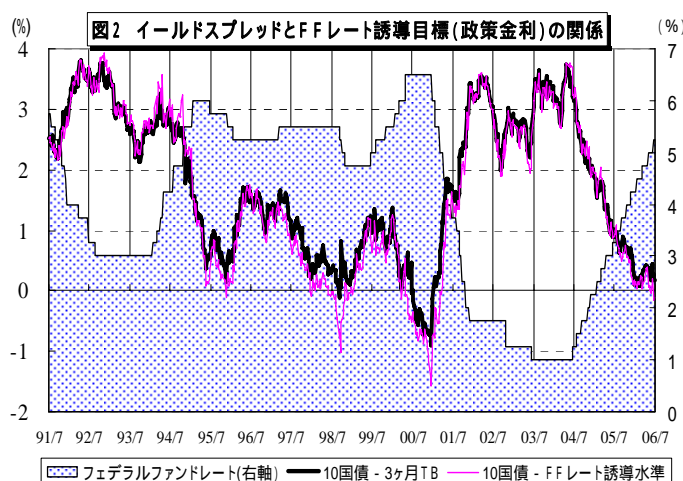
この証言は、政策の方向性について言質を与えるようなものではなかったと思われるが、市場は追加利上げにハト派的、慎重な姿勢と受け止めた。

翌20日に公表された6月28-29日開催のFOMCの議事録においても、前述のバーナンキ議長の証言を基本的に補強する内容であったことから、利上げ観測は後退。前述のFFレート先物利回りに基



づいて試算される利上げ確率は 20 日に 5 割を割り込み、21 日、24 日は 4 割台に低下したが、25 日は若干戻した。市場の 8 月 FOMC での追加利上げへの見方は割れているが、これまでのサプライズを求めない FED の姿勢を踏まえ、議長証言を受け市場の利上げ予想が低下したことを修正していないところを見ると、少なくとも 8 月 FOMC の追加利上げは取り合えず、見送りとも考えられる。(図 1)。

さらに、「長期金利(財務省証券 10 年物利回り) = 」が 5.1% を切って推移する一方、「FFレート = 」が 5.25% に引き上げられたことから、 - の差である長短金利スプレッドはマイナス(長短逆転)となっている。これは、通常の金利循環の観測に従えば、短期金利 = FFレートの先安(低下)を早くも織り込み始めたとも言える(図 2)。



追加利上げの可能性も残るなか、市場は長期金利の低下に顕著に示されるように、先行きの緩和への転換も視野に置いた先読みをしているように思われるが、果たして、利上げ過程の先行き(終局)をどのように見たことが出来るだろうか。

分かれる FOMC メンバーの見解, 金融政策の方向性決め打ちは尚早

今後、余程のエネルギー価格の一段高でも無い限り、利上げ累計幅と利上げ期間の両面からの蓄積効果から言って、大局的には金融政策の緩和への転換を視野に置くことはやぶさかではないだろう。

しかし、6 月 FOMC の議事録においては述べられているように、「現在の政策スタンスを定義付けるのは困難」で、そのスタンスについても FOMC メンバーの間で「やや引き締め気味から幾分緩和的まで見方が分かれて」いるのが実情である。

また、同議事録では、「多くの委員は今後の適切な政策運営に関する大きな不確実性を指摘」している。

このような FOMC メンバーの見解から見ても、追加利上げ過程の最終時点から、一定の滞空時間を経て、その先の緩和への転換までを想定するには、まだまだリスクは大きい。その点で、現状は発表される経済指標を逐次検証し、政策を検討することがまずは重要となる

金融政策判断の基礎となる物価と景気(経済成長率)の両面の現状、相互の関係と想定される

リスクについて、以下で検証しながら、金融政策の先行きのポイントを考えたい。

まず、住宅バブルの状況について。連邦準備法では、連邦準備制度の金融政策の運用理念・目標を「雇用の極大化と物価安定、および長期金利の変動抑制」に置いており、世界の金融当局の例に漏れず、FED も資産価格のコントロールへの姿勢は明示的ではない。しかし、昨年(05 年)5 月のグリーンスパン前 FED 議長の泡(froth:ビールやカプチーノなどの泡、あぶく)発言に表れているように、経済変動を増幅しかねない住宅バブルを破裂させる

ことなく、いかに調整していくかは今回の利上げ過程における重要事項であったはずである。本誌で別に説明するが、結論的に言えば、住宅価格および同市場(住宅着工・販売件数など)の調整は、現状、順調に進行していると思われる。

米国経済にインフレ抵抗力、かつてに比べ金融緩和しやすい経済体質

次に、米国経済の経済体質の改善とインフレ抵抗力について考えたい。

潜在成長力が高水準を持続し、(労働)生産性も高ければ、労働力や設備ストックなどの経済資源稼働率が仮に歴史的水準から見て多少高くても、インフレ圧力は抑制されていると考えることが出来よう。本格的な需要後退が生じるマイナス成長 = 不況に突っ込む以前の段階でも、景気重視で経済拡大ペースの鈍化を見極めながら、予防的に利下げへの転換も可能になるはずである。

議会予算局(以下CBO)の試算によれば、中期(2006~11年)潜在成長力は、以前よりもやや下がっているものの、3.5%。うち、生産性上昇による部分が1.4%、資本ストック投入分が1.4%と試算されている。労働力投入分を除く潜在成長力は2.8%と引き続き高い(表1)。

表1 米議会予算局による米国(非農業部門)の潜在成長力試算 (%)

	74-81	82-90	91-95	96-2005	06-2011
潜在成長力	3.7	3.1	3.0	3.8	3.5
うち 労働力増加分	1.7	1.0	0.9	0.9	0.7
うち 資本ストック投入分	1.3	1.2	0.8	1.3	1.4
うち 生産性(TFP)上昇	0.7	0.9	1.3	1.6	1.4

また、生産性が高く経済体質が強まっているもとでは、経済拡大スピードが労働力の需給逼迫やインフレ圧力として作用する影響の度合いも変わってくる。

計測方法について論議も多いが、物価を加速させない失業率 = 自然失業率 (NAIRU = Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment) も低下している。CBOの試算では、1990年前後に5.9%だった自然失業率が、90年代中盤に5%台半ばに低下。足元では5.2%

表2 FOMCメンバーの経済見通し (上段:1月,下段:6月) (%)

指標 (第4四半期:前年比)	2006		2007		
	範囲	中心傾向	範囲	中心傾向	
実質GDP	1月	3.25~4	3.5程度	3~4	3~3.5
	6月	3~3.75	3.25~3.5	2.5~3.25	3~3.25
PCEコア・デフレーター	1月	1.75~2.5	2程度	1.75~2	1.75~2
	6月	2.25~3	2.25~2.5	2~2.25	2~2.25
民間失業率	1月	4.5~5	4.75~5	4.5~5	4.75~5
	6月	4.5~5	4.75~5	4.25~5.25	4.75~5

FED「金融政策レポート」から農中総研作成

と試算されている。ちなみに、OECDの自然失業率の試算は4.8%台半ばにとどまる。なお、足元(06年6月)の完全失業率は4.6%であり、これらの自然失業率の試算を下回り、若干インフレ加速的な水準と言えよう。

米国経済は、90年代前半までと比較すれば、潜在成長力および生産性が上昇する一方、労働逼迫の天井は下がり、インフレ抵抗力(インフレ抑制力)も高まっている。

インフレは上ブレ、残る追加利上げの可能性

一方、この先、経済情勢はどのように展望されるのか。FRBが半年に一回(1月、6月)、「金融政策レポート」作成に伴い、FOMC参加メンバー(FRB理事と12連銀総裁)に対し行なう経済見通しの主要部分から見ると、表2のようになる。

金融政策判断における重要な物価指標であるPCEコア・デフレーター(全体から変動の大きいエネルギーと食料を除いた個人消費物価上昇率)の見通しは、06年の中心値が06年1月には2%程度の予想だったが、6月に2.25~2.5%へ、07年についても1月には1.75%~2%の予想だったが6月には2~2.25%へ引き上げられた。

これに対し、実質GDP成長率見通しについては、2006年に比べ07年にかけての下方修正幅の方が大きい、それでも3%強の成長見通しとなっている。

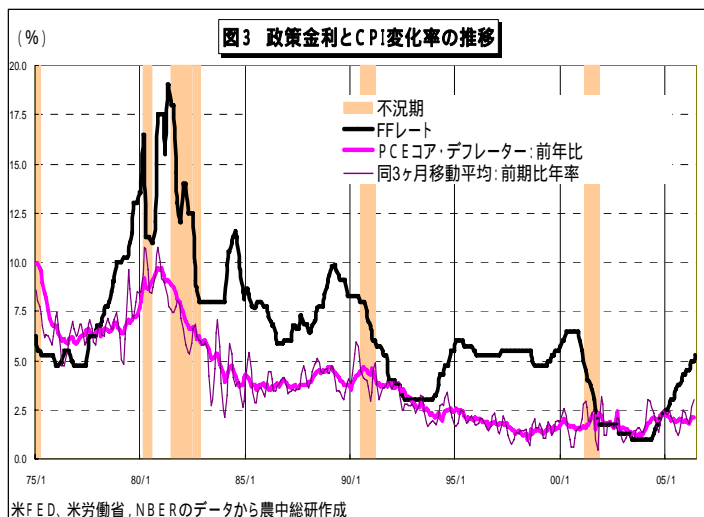
これらの見通しに基づいて、金融政策の先行きはどのように考えられるだろうか。

まず、PCEコア・デフレーターは、図3のように足元(06年5月)で既に前年同月比で2.1%、前月比年率換算では2.6%にまで上昇している。エネルギー等一次産品価格の高騰を受けた輸入物価の上昇、生産者物価への浸透はいまだ途上にあり、消費者物価への転嫁・波及も想定されることから、FO

MCメンバーの見通しのように、PCEコア・デフレーターは、じり高をたどると見るのが妥当だろう。(明示的には示されていないが、)FEDが望ましいインフレ率の目途としている2%を超え、さらに上ブレしている状態では、追加利上げの可能性は依然残る。当面、FEDはインフレの現状と予想の状況に対し、慎重に目配りをしていくと考えるべきだろう。

利上げ最終時点からの滞空時間も考えれば、緩和へのイメージはまだ描きにくい

また、実質GDP成長率見通しについて言えば、民間エコノミスト(Bloomberg社集計の平均)は06年後半にかけて前期比年率3%割れ(2.8%)の成長に減速していくと予想している。この瞬間風速ベースである前期比年率の成長予想を、表2のFOMCメンバーの見通しのように、前年比に置き直すと06年末の前述のエコノミスト予想のGDP成長率は、3.5%程度となる。



この前年比3.5%程度の成長率は、FOMCメンバーの見通しをやや上回り、前述のCBOの試算による潜在成長率にほぼ相当する水準である。いわば、巡航速度の経済拡大スピードであり、雇用環境が急激に悪化することも想定しにくい。急いで景気刺激的な金融緩和に向かう必要性は大きくない。

また、原油価格等が高原状態で推移するなか、

前期比年率ベースで3%を多少割り込む程度の成長の減速では、インフレ予想を低下させることも限定的だろう。景気(経済成長率)の点から言えば、現状見通しを前提とする限り、当面様子見ということで良く、一段の減速(感)が出てこなければ、金融緩和の展望は見出せない。

以上、米国経済のインフレ抵抗力(インフレ抑制力)が増し、かつてに比べれば金融緩和による副作用の少ない経済体質になっていることは間違いない。しかし、物価の面から言えば、追加利上げの余地が引き続き残る。また、景気(経済成長率)の面から言えば、緩和を急ぐほどの弱気観測は、FOMCメンバーや民間エコノミストの見通しから見えてこない。

市場には一部、利上げ過程のピークアウト感が漂い始めたことは確かであるものの、利上げの最終時点から一定の滞空時間を経て、その先の緩和(利下げ)に向かうイメージは、まだ描きにくいと思われる。

(2006.7.24 現在)

情勢判断

海外経済金融

米国住宅バブルの調整は順調に進行

わたなべ のぶとも
渡部 喜智

米国の住宅ブームについては、グリーンスパン前連邦準備制度理事会（FED）議長は、昨年5月のニューヨークでの講演で、同議長は「フロス（f r o t h:ビールやカプチーノなどの泡）」という言い方で初めて、（全国的な広がりは見られないと断りながら）バブルのリスクを指摘した。

96年12月に株式上昇についての「根拠なき熱狂」発言で、株価が急落した相場の反応を教訓に、表現はマイルドではあったが、住宅市場には警戒感を抱かせたのは間違いない。

さらに、7月にグリーンスパン前議長は最初の10年は金利だけの返済で済む新住宅ローン商品「インタレスト・オンリー・ローン」や最初の3~10年間は固定金利で、その後は変動金利というハイブリッド型の「ハイブリッド変動金利ローン」の利用に懸念を示した。このような新商品によって、現状の所得水準と金利条件から測られる本来的な住宅取得能力を上回るような水準の資金借入も可能になることから、住宅ブームをさらに刺激し、経済変動を助長するリスクが高まることを危惧したのだろう。

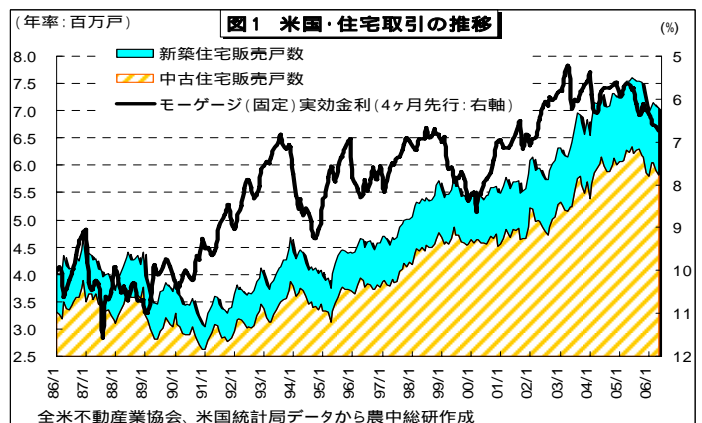
また、ポール・クルーグマン プリンストン大学教授も昨年8月下旬、米国の住宅バブルが「来年の春にもはじける公算」との御託宣を示した。

それから、ほぼ1年が経過。米国の政策金利であるフェデラル・ファンド・レート

誘導目標（以下FFレート）は、5.25%まで引き上げられた。明示的ではないものの、この利上げ過程のターゲットの一つが、住宅ブーム（バブル）を軟着陸であったことは、想像に難くないが、調整は順調に進んでいると思われる。以下に現状をまとめてみた。

まず、住宅着工件数や住宅販売の動向について。モーゲージレート（固定：月次平均）がボトムの5.4%台から足元（06年7月）に約6.7%強へ上昇。この金利上昇に伴う金利負担増加による取得能力の低下効果（前年比1割強）もあり、新築、中古ともに住宅取引件数は減少に転じており、合計取引件数は、5月には前年比6%台の減少となっている（図1）。

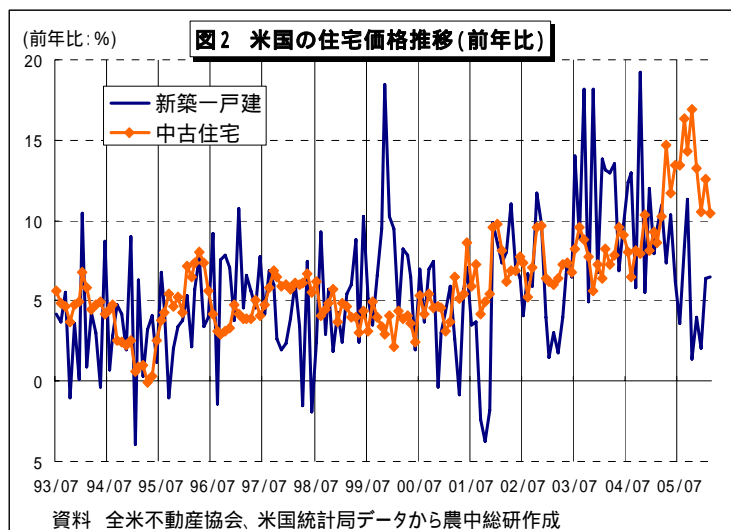
住宅着工件数も、06年6月には前年比



11%の減少となっている。この結果、住宅在庫率もピークアウト傾向にある。

次に、住宅価格について。住宅価格は、地域的跛行性を伴いながら上昇を続けてき

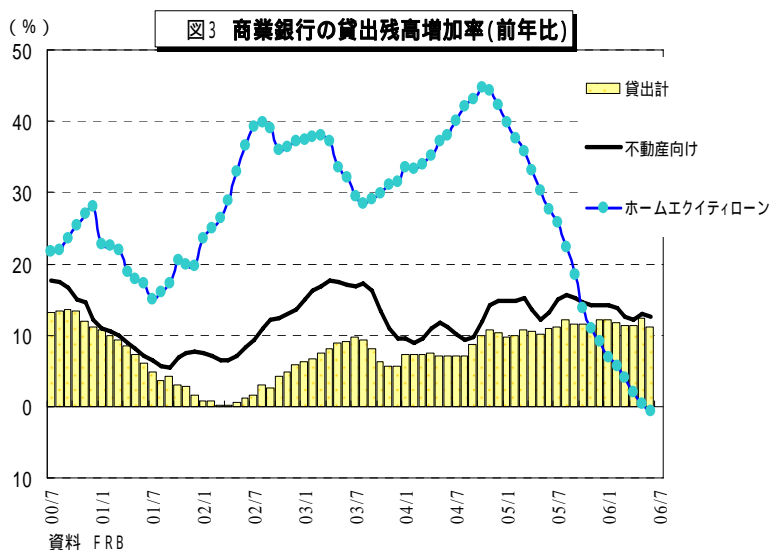
た。中古住宅の全米平均価格は、05年3月から06年2月まで前年比二桁の上昇率を継続した。しかし、足元で、上昇率は6%台まで鈍化している。特に地域的には中西部の低下が目立つ。



新築住宅の全米平均価格上昇率も、2%まで低下している(図2)。

局所的ではあるが、ニューヨーク・マンハッタンの住宅価格も、今年第1四半期には平均で前年比6.6%の上昇にとどまった。地元業者は「購入者が買い時について悩み始めている」と語っており、強気一辺倒の買い意欲は影をひそめようだ。

値上がり期待が買いを促し、更なる値上



がりを呼び込む一方、所得と金利条件を勘

案した取得能力と住宅価格の乖離を生じさせるリスクがあったが、ようやく収束の兆しが出てきた

金融機関の住宅関連貸出についても調整の進行が見られる。

住宅価格の上昇によって実態的な所得の裏付けとは無関係に、消費が増やせることで懸念されていたのが、ホームエクイティ・ローンの貸出増加。住宅の値上がりによって担保評価が増せば、「ホームエクイティ・ローン」の貸出枠が増え、それが使途自由な資金として使えるわけであるが、その商業銀行のホームエクイティローン残高の増加にも歯止めがかかってきた。

一時は、前年比4割超という増加が見られたが、06年6月には前年比0.6%の減少に転じた。残高自体も、昨年夏をピークにした漸減傾向も定着したと断言していいだろう。

また、住宅に関係してもう一つの消費増加のテコとなった、リファイナンス(低利での借り換え)も金利上昇によって減少が顕著になってきた。このように、返済財源となる所得の裏付けのない過剰消費の要因は後退している。

今後は、住宅需要のあまりにも急激な冷え込みと住宅価格の急落を起こさないで、時間をかけながらいかに軟着陸を定着させていくか課題となる。足元の瞬間風速ではあるが、全米抵当貸付銀行協会(MBA)の住宅ローン申請件数が前年比で三割超減少となっている。住宅価格と金利について、政策当局も十分な注意が必要になっている。

原油市況

原油価格は、5月中旬以降やや調整気味に推移したものの、6月下旬には再び上昇に転じた。7月14日にはイスラム教シーア派組織ヒズボラとイスラエルとの紛争が中東地域に拡大すると懸念から、WTI（期近物、終値）が1バレル＝77.03ドルと過去最高値を記録。その後も北朝鮮問題のほか、イラン、ナイジェリアなど産油国の情勢不安もあり、最高値圏での取引が続いている。当面は中東情勢が不安視されるほか、中国・インドなど新興国の高成長が持続していることもあり、原油価格の高止まりが予想される。

米国経済

米国では、雇用者数や個人消費の伸びが緩やかになっているものの、景気拡大が続いている。06年7月調査によれば米国エコノミストは、今後も3%程度の成長が続くものの、年後半には利上げの影響が浸透し始め、伸び率が緩やかに弱まると見込んでいる。一方、米政策金利は6月29日に0.25%引き上げられ5.25%になったが、7月19日に行われた米FRB議長の議会証言を受けて利上げ休止観測が浮上。米長期金利は5.0%台に小幅低下して推移している。

国内経済

わが国では06年1～3月期の実質GDP成長率（2次速報）が前期比+0.8%（年率換算+3.1%）と、1次速報から0.3ポイント（年率で1.2ポイント）大幅に上方修正された。個人消費、企業設備投資が増加し、民需中心に回復が継続している。足下5月の鉱工業生産は3ヶ月ぶりに前月比マイナスとなったが、先行きは増加する見通しであり、緩やかな増加傾向が続いている。一方、設備投資は企業収益の拡大を受け増加しており、先行指標となる機械受注は4～6月期も前期比プラスとなる可能性が高い。

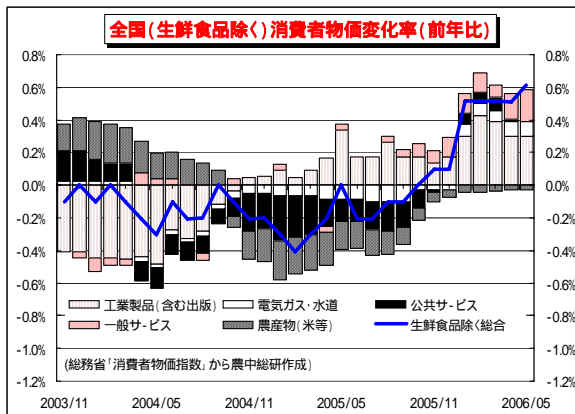
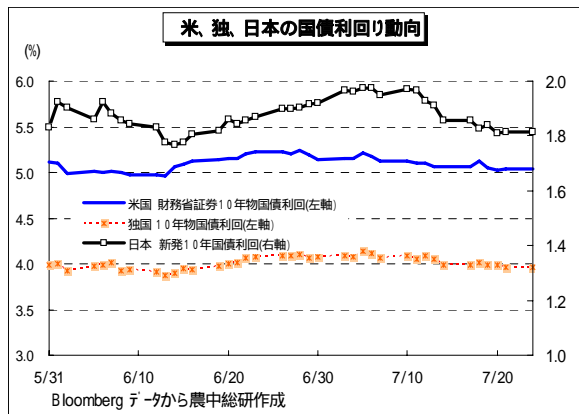
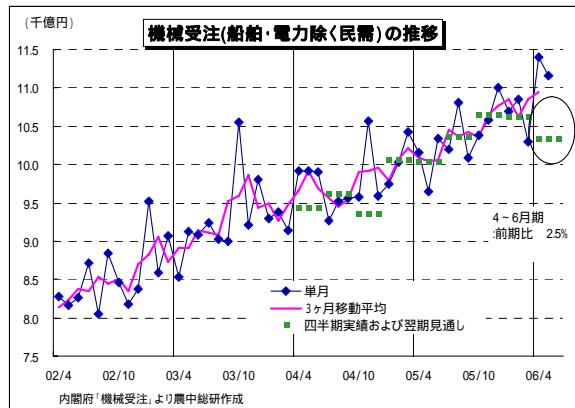
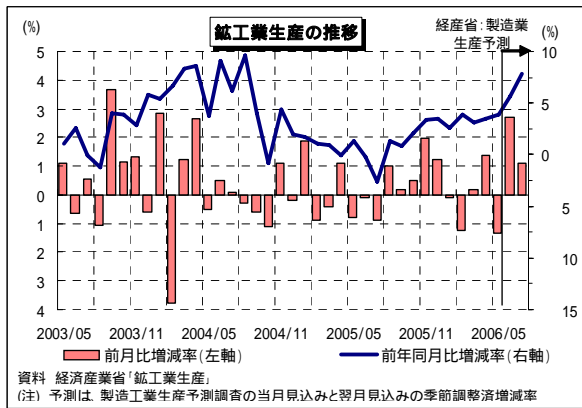
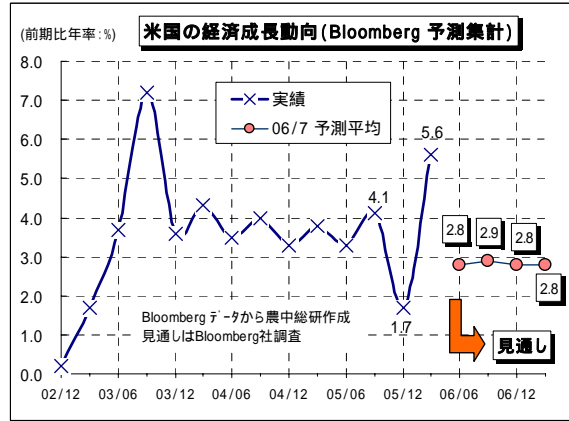
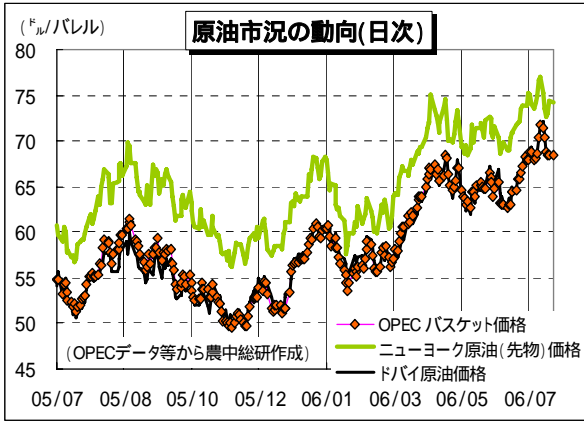
為替・金利・株価

外国為替市場では、日銀が7月14日にゼロ金利政策を解除した直後には一時1ドル＝117円88銭まで円高・ドル安が進んだが、その後は行き過ぎた米利上げ休止観測が修正され、このところは1ドル＝116円台で推移している。一方、ユーロ圏の追加利上げ観測の高まりから対ユーロでは円安が進み、円は史上最安値を更新。日本の長期金利の目安である新発10年国債利回りは、日銀の量的緩和政策解除（3月9日）以降上昇し5月中旬に4月中旬以来となる一時2.0%に乗せたものの、日銀による追加利上げペースが緩やかに行われることが明示されたため、このところは1.8%台に小幅低下して推移している。一方、5月の消費者物価は7ヶ月連続で前年比プラスとなり、原油高等から先行きもプラス圏で推移する見通し。日経平均株価は世界的な株安から6月中旬に14,200円台まで下落した後、持ち直したが、このところは再び15,000円を下回って推移している。

政府・日銀の景況判断

政府は7月の「月例経済報告」で景気判断を「回復している」と5ヶ月連続で据え置き。ただし、物価については「デフレ」の表現を削除し、判断を強めた。一方、日銀は7月の景況判断を「着実に回復」から「緩やかに拡大」に変更し、6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)

今月の焦点

海外経済金融

米国クレジットユニオンの個人ローン戦略 - 1

～メイン州 University Credit Union～

永井 敏彦

要旨

- ・ 米国のクレジットユニオンは、組合員を対象に預金・貸出主体の業務を行う協同組織のリテール金融機関である。組織目標を組合員へのより良いサービス提供に絞りに絞っていることが、クレジットユニオンの強みである。
- ・ 米国北東部のメイン州に所在する University Credit Union(UCU)は、州立大学の関係者や、一部地域の住民を組合員としている。UCUの経営理念は、「組合員個々の事情に応じた金融サービスを提供し、教育活動を盛んに行うこと」である。この経営理念に則った日々の活動は、組合員や地域住民から幅広い支持と共感を得ている。
- ・ UCUは、このように独自の存在感を地域に根づかせたうえで個人ローン戦略を展開していることもあり、他業態よりも高い個人ローン増加率を実現している。

はじめに

06年6月に米国メイン州ポートランド市の University Credit Union(以下、UCUと表記)及びオレゴン州ユージーン市の SELCO Credit Unionを訪問した。その目的は、協同組織金融機関がいかに関個人ローンを伸ばしているか、ヒアリング調査を行うことであった。その内容を、今月号と翌月号の二回に分けて紹介するが、今回はUCUについて取り上げる。

クレジットユニオンとは

米国のクレジットユニオンは、組合員を対象に預金・貸出主体の業務を行う協同組織のリテール金融機関であり、日本の信用組合、または労働金庫に相当する。05年12月末時点の全米のクレジットユニオン数は9,013であり、組合員数は8,740万人であるが、これは全米人口の3割に相当する人数である。総資産規模は7,004億ドル(約81兆円)で、一組合当たりの平均資産残高は7,771万ドル(約89億円)と、概して規模は小さい。

クレジットユニオンに加入する個人は、組合員になりうる人々の範囲をあらかじめ限定するコモンボンド(共通の絆)という所属団体要件を

満たす必要がある。連邦監督局のNCUA(National Credit Union Administration)は数多くのコモンボンドを定義しているが、職域、複合グループ(複数の職域が一つのグループになったもの)、地域、協会(様々な団体)、低所得者層というカテゴリーが代表的である。このコモンボンドの由来は、1934年の連邦クレジットユニオン法制定時までさかのぼる。銀行業界がクレジットユニオンの法人税非課税措置を容認する代わりに、組合員(=顧客)の範囲をコモンボンドという一定の枠内に収める、という条件を付けたのである。

クレジットユニオンには、銀行にみられない四つの独自性がある。第一に、「People helping people」という助け合いの精神に基づき、全ての組合員に対して、深い思慮と尊敬の念をもってサービスを提供することを経営理念としている。

第二に、組織目標がサービスを通じた組合員の生活向上に置かれている。クレジットユニオンは、「利益でもなく、慈善でもなく、より良いサービスのために」というスローガンを掲げている。つまり組織目標は金銭的尺度で測られるものではなく、より良いサービスの提供を通じ

て組合員の生活向上を実現することである。

第三に、他金融機関との取引が難しい人々に対して、預金・小切手現金化・小口貸出等基礎的金融サービスを提供している。特に低所得者層を組合員基盤にしているクレジットユニオンは、組合員の生活金融面でのインフラとして不可欠な存在である。

第四に、コモンボンドを「地域」としているクレジットユニオンの場合、地域社会全体と不可分の関係になっている。地域住民全体の福利厚生を高める旨の事業計画を州当局に提出したうえで、地域クレジットユニオンとして認可されるからである。そして、クレジットユニオンの所有者は全て地域住民であるため、その運営は当然地域社会の発展を目標としたものとなる。地域の資金が地域発展のために活用されるのである。

ところで第1図のとおり、株式会社としての銀行の目標は、利益を極大化し株価を高めることである。この場合銀行は、株主への利益還元に注力しつつも、顧客からの様々な要望に対応していかなければならない。言い換えれば銀行は、株主・顧客の両方に目配りするという難題に取り組みねばならない。また銀行の株主が遠方に在住している場合も多く、こうした

する関心が薄い。

これに対してクレジットユニオンの場合、組合員が顧客であり単なる投資家としての株主ではないため、組合員への還元の方法は、株式会社のように配当に限られていない。つまり、全ての経営資源を組合員へのサービス向上に振り向けること、あるいは、より高い預金金利・より低い貸出金利や手数料という形で組合員に還元することができる。組織として進むべき方向を組合員の福利向上に絞り込めることが、クレジットユニオンの強みである。

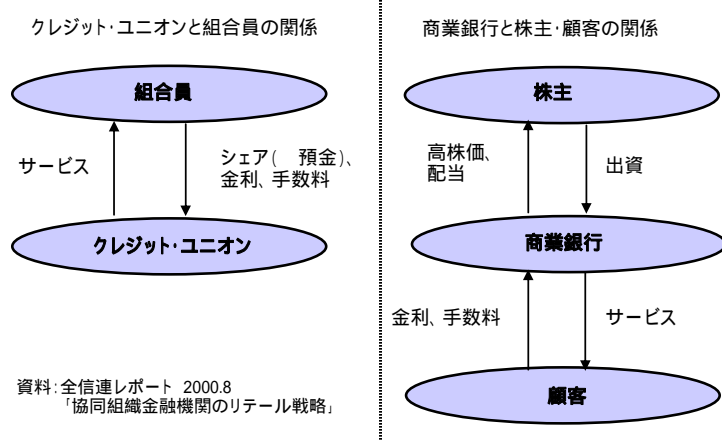
またクレジットユニオンの経営者は、株式会社のように短期サイクルで株主に経営実績をアピールする必要がないため、長期的視点での取り組みが可能であるうえ、無理な貸出拡張に傾斜することなく、組合員サービス向上に専念できる。

UCU の組合加入要件

UCUは、メイン州内の州立大学の卒業生・学生・教職員のためのクレジットユニオンとして、1967年に設立された。UCUの経営理念は、「組合員個々の事情に応じた金融サービスを提供し、メイン州内において教育活動を盛んに行うこと」、である。

組合加入要件としては、州立大学関係者以外に海洋学園 (Marine Maritime Academy) の卒業生・在学学生・教職員、一部企業の職域、州立大学のメインキャンパスがある Orono 町の住民が加えられている。またこれら組合員の家族 (兄弟・祖父母・孫も含む) も、組合員資格者である。このようにUCUは、職域プラス一部地域を所属団体要件とした複合型の

第1図 クレジット・ユニオンのビジネス・モデル



資料: 全信連レポート 2000.8
「協同組織金融機関のリテール戦略」

株主は銀行が所在している地域の発展に対

第1表 UCUの概要

(2005年12月末現在)

	UCU	メイン州(注1)	全米(注1)
組合数	-	74組合	9,013組合
組合員数	18,278人	8,213人	9,654人
組合員数/人口	(注2)7.4%	46.0%	29.0%
総資産残高	1億5,237万ドル	5,429万ドル	7,771万ドル
総貸出残高	1億2,430万ドル	4,017万ドル	5,256万ドル
総預金残高	1億201万ドル	4,566万ドル	6,619万ドル
預貸率	121.8%	88.0%	79.4%

資料:CUNA "Credit Union Report Year-end 2005",

NCUA "Individual Credit Union Data Summary & Reports"

(注1)組合員数、総資産残高、総貸出残高、総預金残高は1組合当たり平均

(注2)組合員数/営業区域内の組合加入資格者

クレジットユニオンとなった。ただし、組合員の約85%が州立大学関係者であり、UCUは設立時の趣旨と近い性格を保持している。特に卒業生が一番多く、次いで教職員が多い。在学生の組合利用は比較的少ないが、卒業後の自動車ローン・住宅ローン等の潜在顧客である在学生の新規加入を、重視している。

UCUの高い個人ローンの伸び

第1表のとおり、UCUは05年12月末時点で、総資産残高が1億5,237万ドル、貸出残高が1億2,430万ドルと、州内では比較的規模が大きなクレジットユニオンである。総資産残高はこの5年間で約1.7倍となったが、これは個人ローン残高が大幅に増加したことによる。

こうしたローンの強さから、UCUの預貸率は非常に高く、コンスタントに100%を超えている。特に住宅ローンが大幅に伸びた03年には140%に達した。このためUCUは貸出資金調達のために、FHLB (Federal Home Loan Bank)から借入している。FHLBは政府支援機関の一つであり、加盟金融機関への資金供給等を行っている。またUCUは、貸出資産の一部を他の金融機関に売却して資金調達するローンパーティシペーションも盛んに行っている。ただし、売却したローンについても、組合員との関係維持の観点から、サービシング(元利金

回収業務)を自ら保持することを基本にしている。

もっとも、米国の多くの金融機関の預貸率は高く、05年12月末現在で、FDIC(連邦預金保険機構)保険対象の全商業銀行の預貸率は89%、全クレジットユニオンの預貸率は79%である。UCUの預貸率は、これよりもはるかに高いが、その理由の一つとして、他行からのローンのシフトがあげられ

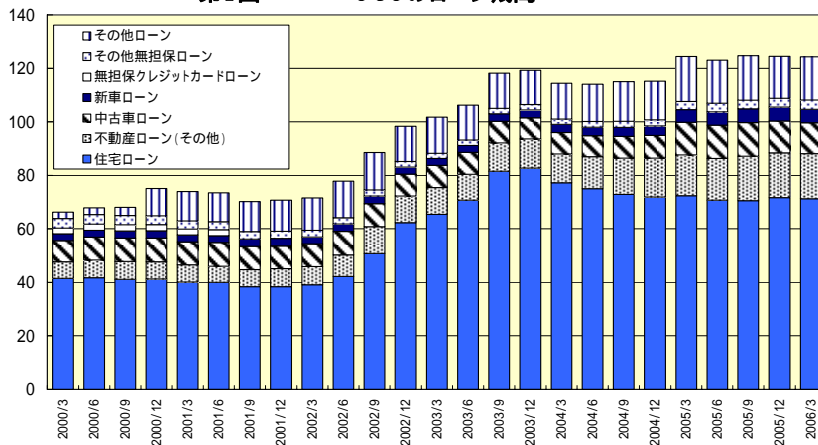
る。Key Bankなど商業銀行が、顧客から受け取る各種手数料の水準を引き上げたことが背景にある。

金融機関のローン残高増加率については、貸出先(個人・法人)のウェイトの違いやローン証券化によるオフバラ化の影響により、単純な比較ができるわけではないが、UCUのローン残高増加率(前年比)は、同業態や他業態と比較して高い。01~04年の4年間の増加率を単純平均すると、商業銀行が7.5%、クレジットユニオン全体が8.7%であるのに対し、UCUは12.0%である。

ただし、UCUのローン残高増加率(前年比)は、年による振れが大きい(01年:5.8%、02年:39.1%、03年:21.3%、04年:3.4%、05年:8.6%)。これは、住宅ローン残高の動きによるところが大きい(第2図)。住宅ローン残高は02年半ばまではほぼ横ばいであったが、それ以降03年12月まで急速な増加をみせ、その後緩やかな減少ないしは横ばいとなった。これは、貸出金利水準と関係しているとみられる(第3図)。01年から03年にかけて、住宅ローンの金利が低下したため、住宅購入資金新規借入に加え、他行借換(リファイナンス)が活発化した。当然ながら、UCUの住宅ローンが他行から借り替えられることもあるが、UCU

(百万ドル)

第2図 UCUのローン残高



資料: NCUA "Individual Credit Union Data Summary & Reports"

は住宅ローン後発組であったため、他行貸出案件の借り換えのほうが圧倒的に多く、ローン残高が大幅に伸びた。この時期においては、ITバブル崩壊等の影響で景気が低迷し、株価が大幅に下落したため、FRBがFFレート誘導水準を大幅に引き下げ、これが長期国債利回り、さらには住宅ローン金利の低下へと波及していった。

ここで注意しておきたいのは、金利リスク管理に伴う住宅ローン残高の調整である。主力商品が長期固定金利であるだけに、これを資産としてどれだけ保有できるかは、クレジットユニオン自身のリスク許容度やポートフォリオの状況(資産・負債の平均残存期間の格差)次第である。従って、自らの体力を超えたリスク

負担が生じる場合には、住宅ローン資産をセカンダリーマーケット(証券化機関や他金融機関)に売却する必要がある。つまり、住宅ローン資産の保有とセカンダリーマーケットへの売却のバランスが、常に重要になっている。

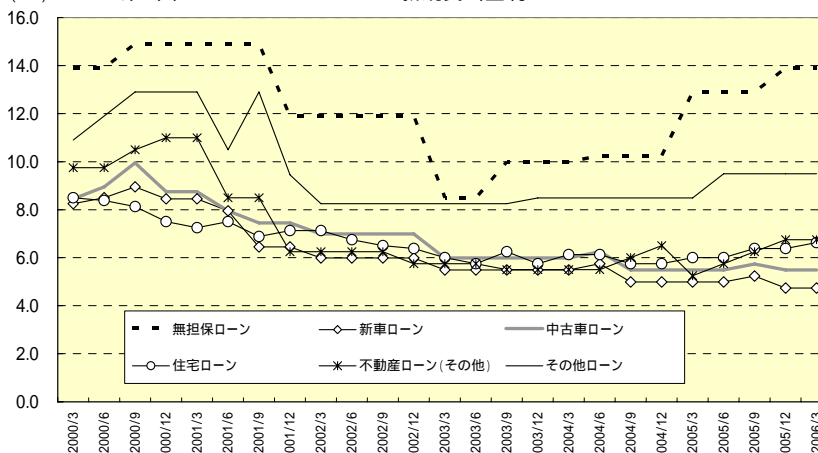
その意味でUCUはポートフォリオ調整を行っており、特に04年後半以降は金利が上昇に転じたため、住宅ローン残高を伸ばしにくい環境であったと推察される。これに対して04年以降も、住宅ローンの伸び悩みを補うかのように、不動産ローンその他(ホームエクイティローン等であると推測される)や中古車ローンなどの貸出残高が伸びており、これがUCUの個人ローンの強さの一面であるといえる。

UCUの個人ローン戦略

では、UCUは何故これだけローンを伸ばすことができたのであろうか。貸出担当役員のJoe Gervais氏は、いくつかの取り組みを紹介してくれた。

(%)

第3図 UCUの新規貸出金利



資料: NCUA "Individual Credit Union Data Summary & Reports"

まず、住宅ローン専門子会社PMC (Primary Mortgage Corporation)の設立(2000年)があげられた。メイン州の多くのクレジットユニオンは、小規模であるために、単独で住宅ローン業務を行う体制ができていない。そこでローン営業、バックオフィス業務、広告宣伝等

を専門家に担ってもらうため、UCUが主体でPMCを設立し、州内12のクレジットユニオンがこれに加盟している。つまりクレジットユニオンは、住宅ローン業務の大半をPMCにアウトソースし、自らはローンを資産として保有するか、証券化機関に売却する。このPMCがうまく機能していることが、UCUの住宅ローンの伸びにつながっている。

一方UCUは、小規模の地域密着型金融機関でありながら、組合員から特別に要請があった場合を除き、地域住民を個別に訪問する渉外活動を行っていない。米国ではUCUに限らず、このような渉外活動は、あまり行われていないようである。

一般に米国の金融機関は預金通帳を発行しておらず、毎月口座残高の動きを記録したステートメントを組合員に郵送する。UCUはこの仕組みを活用し、その郵送物の中に預金や貸出のキャンペーン商品のチラシを同封している。そして、その商品に関心がある組合員に来店してもらう。

この来店者に対して、どれだけ懇切丁寧な対応できるか、組合員個々のニーズに対応した商品・サービスの提供ができるか、迅速な回答や処理ができるかが、成約の鍵となる。オーダーメイド商品の提供により異例事務処理が多くなるが、州や連邦の連合会と連絡を取りつつ、処理方法を提供したり、教えてもらっているという。

なおUCUの営業店は、Orono・Bangor・Portlandの三つしかないため、顧客の利便性のために、支店を補完するチャンネルとしてインターネットを活用している。UCUはモーゲージ・クリックというシステムを組合員に提供しており、借入申込みや貸付決定がオンラインで行われる。審査では、ファニーメイ(政府支援

機関という形態の住宅ローン証券化機関)が作成した基準に則った自動審査システムを利用している。そして、貸付決定後の書類のやりとりは、郵送で行われる。

このように顧客からのアクションを受けることが基本的な営業スタイルであるとすれば、営業担当者の業績はどのように評価されるのだろうか。大半の米国金融機関では、ローン実行金額など、個々のローン・オフィサーの業績を極力数値化して評価し、それを給与水準に反映している。しかし意外なことにUCUでは、営業担当者の給与はローン取り扱い金額等によって変動しない固定給である。こうした評価制度を続けている理由は、次の二つである。

第一にクレジットユニオンが商業銀行と異なり、株主からの利益増加プレッシャーを受けておらず、業容拡大が組織目標になっているわけではない。第二に、営業担当者が数値を追うようになれば、そのこと自体が目的になってしまい、組合員へのサービス向上や丁寧な対応がおろそかになってしまう、との懸念がある。

ただしUCUは、この評価制度には「職員の業績が公平に評価されず、全体としての生産性があがらない」、という問題点があることも認識している。そのため、限定的ながら業績給部分を組み入れることも検討している。

ところでUCUは、住宅ローンを伸ばすために、建築・不動産業者との関係を重視しているものの、業者提携への取り組みが他行と比べて後発であったため、他行と業者の強い結びつきに割り込んでいくことは容易ではないと判断した。そこでUCUは、PMCのなかに、住宅購入予定者に対する事前与信枠設定の仕組みを導入した。つまり、顧客が購入する住宅を決定する前に、期間限定のうえ与信枠を設定し、その枠内で住宅を選んでもらうという仕組み

みである。ただしこれには、顧客が住宅を決定した後に別の金融機関からの借り入れに切り替えてしまう、という問題があった。そこでPMCは何社かの不動産業者と提携し、事前与信枠を設定した顧客へのローンが実際に成約となった場合、顧客に対して不動産購入手数料の20%をキャッシュバックする「不動産サービス」(Real Estate Service)を開始した。このスキームは、PMCにローン成約、提携不動産業者に物件販売、顧客に手数料の一部返還という形で、三者それぞれにメリットをもたらしている。さらにPMCは、顧客の物件選択についてのアドバイスを行い、また顧客ニーズに最もマッチした不動産業者を紹介している。通常業者提携といえ、業者が顧客ニーズや金融機関の選択権を把握しているのに対し、この「不動産サービス」で興味深いのは、PMCが逆に主導権を握っていることである。ただしこのスキームが成り立つためには、UCUやPMCが顧客にとって最初に相談する相手になっていること、言い換えれば顧客との間の強いリレーションシップ構築が大前提である。

UCUの個人ローン戦略でもう一つ特筆したいのは、組合員の生活維持・向上に不可欠な情報の提供である。UCUは大学系のクレジットユニオンであるだけに、組合員(=消費者)への教育には熱心に取り組んでいる。

例えばメイン州では、不誠実なモーゲージ・ブローカー(住宅ローン仲介業者)や自動車ディーラーが、消費者から不当な利益をあげる事例が少なくないという。特に、取引に関する十分な知識を持っていない、他社との十分な比較検討をしていない、または急いで購入を決めようとする消費者が、ターゲットになっているという。そこでUCUは顧客に対して、住宅や自動車の適正価格、家計財務分析を基盤とし

た適切な購入・借り入れ・返済計画策定に関するアドバイス、ディーラーとの交渉の勘所等に関する情報提供を行っている。

クレジットユニオンの理念に裏付けられた戦略

Gervais氏は、UCUの個人ローン戦略について、次のようなコメントをした。

「個人ローンを伸ばすための戦略はいくつかあります。ただし個々の戦略自体が、単体で効力を発揮したとしても、それは一時的なものに過ぎません。何故なら、他行から容易に模倣されてしまうからです。UCUの経営理念は、組合員に個々の事情に応じた金融サービスを提供し、メイン州内において教育活動を盛んに行うことです。経営資源の全てをこの目標に注ぎ込めることは、商業銀行にはない大きなメリットです。UCUはこの経営理念に則り、日々活動しています。ただしこうした活動は、組合員や地域住民に認識され幅広い支持と共感を得ることによって、はじめて実りあるものになります。こうした下地があってこそ、個々の戦略が有効になるのです。」

確かにGervais氏が言ったとおり、来店者に対する懇切丁寧な対応、「不動産サービス」、組合員への情報提供等、これまでみてきたUCUの取り組みはそれぞれ、経営理念と何らかの形で結びついている。

個人ローン分野ではスコアリング審査が普及し、商品内容が比較的定型化・均質化している。従って、大銀行が規模の利益を發揮して、より低金利のローンで市場を席卷する傾向があることは否定できない。しかしUCUを訪問して、協同組織金融機関がこの分野でいかに独自の優位性を發揮しているかを、改めて認識した。

住友信託銀行の CSR 戦略

古江 晋也

要旨

・住友信託銀行(以下、住信)は03年5月に社会活動統括室を設置し、CSR戦略を本格的に取り組みはじめた。「CSRの意義は企業価値の向上にある」という明確な目的のもと、「事業革新の実現」、「企業ブランドの向上」という項目をCSRの中心事項にしている。
 ・同行は「事業革新の実現」としてSRIファンドや土壌汚染買収・再生ファンドへの投資などを手がけており、社会的課題に金融事業を結び付けることで新たな市場開拓を目指している。

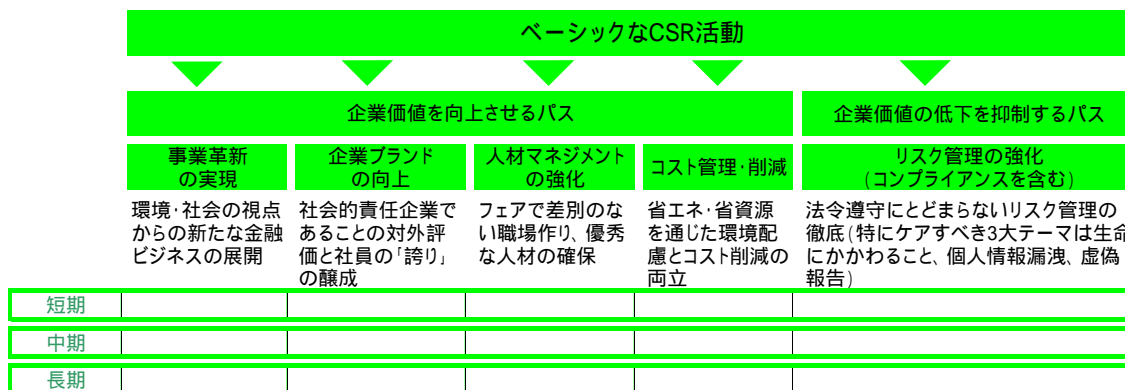
はじめに

住友信託銀行(以下、住信)がCSR戦略に取り組み始めるようになった動機は、社会性を重視した企業への投資であるSRI(Socially Responsible Investment:社会的責任投資)ファンドを事業展開したことであった。同行は03年、企業年金基金からSRIファンドを受託したり、個人向けの投資信託「住信SRI・ジャパン・オープン(愛称・グッドカンパニー)」を商品化することで同ファンドに参入したが、これが契機となって、同行の経営トップは、自らもCSR

経営を実践する必要があると判断した。

そこで住信は、03年5月に部門横断的なCSR委員会と専門部署である社会活動統括室を設置し、また全店部にCSR委員・CSR担当者を配置して社内体制の整備を図るとともに、UNEP・FI(国連環境計画・金融イニシアティブ)への署名(同年10月)、国連グローバルコンパクトへの参加(05年7月)、責任投資原則への署名(06年5月)等を行うことで、国内外に自らの経営スタンスを表明している。

図1 住友信託銀行の企業価値向上へ向けた5つのパスと「CSR事業ポートフォリオ」



企業価値の最大化

出所)住友信託銀行「CSRレポート2005」より

住友信託銀行の CSR 戦略

住信が CSR 戦略を展開しはじめた 03 年は、多くの企業が長期的低迷から脱し、業績が回復しつつある時期であると同時に、企業の倫理性、環境保全、社会貢献が社会から求められる時期でもあった。

CSR は、ステークホルダーに対する説明責任を果たすことであり、その内容は環境や社会性にまで及ぶものであるが、その一方で CSR 活動は、「利益還元型の社会貢献活動」と同一視される一面もあった。そのため、CSR への取り組みを行うよりも、経営基盤を強化することが先決ではないか、という意見もあり、CSR を経営戦略上どのように位置付けていくか、が大きな課題となった。

住信は、組織内部に CSR を浸透させるため、「CSR の意義は企業価値の向上にある」という明確な目的のもと、図 1 に示したように「事業革新の実現」、「企業ブランドの向上」、「人材マネジメントの強化」、「コスト管理・削減」と「リスク管理の強化（コンプライアンスを含む）」というパス（経路）を提案した。ただし、5 つのパスのなかで「人材マネジメントの強化」、「コスト管理・削減」、「リスク管理の強化」は、CSR 戦略を展開する以前から取り組んでいる項目である。そのため、ステークホルダーが CSR 戦略の成果を実感すると同時に、競合他社と差異化を図るため、「事業革新の実現」と「企業ブランドの向上」への取り組みを CSR の中心事項としてスタートさせた。

SRI ファンド

住信の「事業革新の実現」における成功

事業の一つとしては、SRI ファンドをあげることができる。現在、同行の SRI ファンド（企業年金基金向け SRI ファンドや個人向け投資信託「グッドカンパニー」）は、約 800 億円（05 年 6 月末時点）の規模となっている。また、06 年 6 月から、郵便局の窓口販売のラインナップにも加えられた。

当初、同行ではここまで短期間に SRI ファンドが拡大するとは予測していなかった。しかし、時の経過とともに、環境配慮性や社会適合性、企業統治などの CSR を構成する要素が企業価値にインパクトを持つと認識されるようになってきたこと、日本においてもボリュームはともかく、SRI を手掛ける運用会社が増えてきたこと等、によって投資家は徐々に SRI ファンドを意識するようになった。

ただし一方で、SRI に対する批判もある。それは、企業年金において SRI を運用する場合、経済的目的ではなく、社会的目的によって投資銘柄を選定（ネガティブスクリーニング）し、その結果、運用パフォーマンスが市場で劣れば、受託者責任（注意義務、忠実義務、分散投資義務）に反するという議論である。

これに対して、住信が提供する SRI ファンドに関しては、CSR 経営の優れた企業を選定するポジティブスクリーニングを採用し、パフォーマンスを高めていることと、顧客の理解を重視した販売を実施しているため、前述のような批判には当たらない、という見解を示している。

また近年、個人投資家のなかには、社会的責任を果たしている企業に投資したいというニーズも少なくない。そこで同行では、セミナーなどで、SRI ファンドの魅力を積

極的に紹介している。

新規事業の実現

住信の SRI ファンドは新規事業として成功した商品であるが、その一方で SRI ファンドは「新規事業の実現」の一つに過ぎないとする。

同行は事業開拓のテーマとして、環境、サクセスフルエイジング(含む介護)、健康、セキュリティ(防犯・防災)、教育を掲げており、現在、これらの事業で力点を置いているのが環境である。

従来、省エネ、新エネは収益に直結しない事業であるといわれてきた。しかし、近年の原油高騰の影響や京都議定書以降の環境規制の強化や排出権市場の整備等を受け、収益を生み出す事業に変貌しつつある。また 03 年に土壤汚染対策法が施行され、関連ビジネス等も拡大してきている。

住信はこれまで太陽光発電搭載住宅や環境配慮型マンションへの金利優遇住宅ローンを発売してきた。省エネを促進する新しい金融商品なども開発中である。

また 06 年には日本政策投資銀行とともに土壤汚染買収・再生ファンド(エコランドファンド)に出資した。同ファンドは、土壤汚染によって塩漬けされた工場跡地等を浄化し、転売することを目的としており、今後の広がりが注目される。

さらに、今後の新規事業の方向性についても、従来、公共セクターの役割と考えられたサービスにビジネスチャンスがあるという発想のもと、新たな市場を開拓することを目指している。

表1 住友信託銀行の公益信託受託状況

目的	件数
奨学金支給	26
自然科学研究助成	17
人文科学研究助成	3
教育振興	23
社会福祉	5
芸術・文化振興	9
文化財の保存活用	0
動植物の保護繁殖	1
自然環境の保全	2
緑化推進	0
都市環境の整備・保全	14
国際協力・国際交流促進	11
その他	4
合計	115

(05年3月末現在)

出所)住友信託銀行「CSRレポート2005」より

公益信託

公益信託は、「委託者が祭祀、宗教、慈善、学術、技芸その他一定の公益のため、受託者に対してその財産を移転し、受託者をしてその公益目的に従ってその財産を管理又は処分させ、もってその公益目的を実現しようとする制度」^(注1)であり、受託者側である信託銀行は手数料収入を得るが、人件費等の経費を勘案すれば、収支はほぼ同じというのが一般的である。そのため、公益信託はその目的と低い手数料収入という状況から、社会貢献活動ないしはソーシャルファイナンスとして位置付けている信託銀行は多い。

住信は、公益信託を 1977 年 5 月の第一号を受託して以来、2004 年までに延べ 133 件を受託している。今後も金融スキームの一つの可能性という観点から積極的に取り込んでいく方針である。公益信託はオーナー企業家にニーズがあり、「創業〇周年記念事業」という形式で行われることが多い。なお、05 年 3 月現在の公益信託受託状況は 115 件となっている(表 1 参照)。

(注1)総務省『平成 17 年度公益法人に関する年次報

表2 住友信託銀行各支店のCSR活動

04年度の主な活動内容(一部)	支店・事業所名	
環境配慮・保全活動	保育園のピオトーづくり	静岡支店
防犯・防災・被災者支援	「振り込め詐欺」等被害防止セミナー	横浜支店・藤沢支店・相模大野支店
障害者との交流・支援拡大等	牛乳パックを原料にした手漉きはがきを使い絵手紙教室開催	姫路支店
	知的障害授産施設で作られるパンの販売協力	住信振興(府中事業所)
ロビーの活用	平家物語琵琶語り	東京中央支店
海外店での活動	小児科専門病院への寄付	ロンドン支店
	使用済み事務機の寄付	バンコク駐在員事務所

出所)住友信託銀行「CSRレポート2005」より

告」

住信のブランド戦略

全国展開を行っている金融機関は、全国レベルと地域レベル双方でのブランディングが求められる。住信がCSRを通じて推進しているブランド戦略は、全国レベルでは、会社としてのブランド戦略を踏まえた統一のブランディングを、地域レベルでは支店を中心としたその地域ならではのエリアブランディングを実施している。

従来、同行は支店単位で地域貢献活動等を行っていたが、CSRという観点から行われていたものではなかった。そこで04年後半以降、活動目的と期待される効果を明確にしたCSR活動方針を提出した支店に対して、社会活動統括室は半期ごとに予算枠の範囲で活動支援を行う体制を構築した。

その際、支店が行うCSR活動には、エリアブランディングという視点から各支店が地域特性も踏まえ長期的に一貫性のあるテーマを掲げることを推奨しており、本部は中長期的な活動意義と方向性を確認する体制とした。また、テーマによっては本店と支店が共同で実施することもある。表2は住信各支店のCSR活動内容を示したものである。

支店におけるCSR活動の成果

住信がこのような支店のCSR活動を支

援する体制を構築したことで生じた変化としては、行員が活動に意義を見だし、「誇り」や「使命感」が芽生えたことと、支店の取り組みが地方紙で取り上げられ、地域での存在感が高まったこと、等をあげることができる。また、住信は有効なCSR活動が推進できれば、支店経営にもプラスの効果があると考えている。

その要因としては、銀行がCSR活動を通じて情報発信機能を高めることは、他行との差異化にもつながるといふことと、CSR活動を通じて地域に貢献しているという意識が高まることで、行員がモラルアップやチームワークの向上が図られ、結果的に営業活動にもプラス効果を及ぼす、ということにある。

今後、全国レベルと地域レベルのブランドイメージをどのように統合していくのが課題の一つであるが、CSR活動を通じたエリアブランディングは、地域における存在感を高める手段として注目される。

おわりに

住信のCSR戦略の核心は「新規事業の実現」と「企業ブランドの向上」にあり、新たな事業を目に見える形で貢献する、ということである。ただし、住信の事業スタンスは、メガ化して量的拡大を目指すのではなく、銀行・信託・不動産事業を兼営する信託銀行の強みを生かして他行と差異化す

ることに主眼を置いている。

また、CSR を展開することで IR 戦略も変化し、CSR や SRI ファンドを機関投資家に説明する場を設けたり、外部評価機関の CSR に対するアンケートについては、単なる「できている」「できていない」という記述のみならず、どこまでできているのか、という詳細な情報を記述することとし、「銀行で CSR といえば住信」といわれることを目指したアプローチを展開しはじめた。

近年、多くの企業が CSR に取り組んでいる。しかし、なかにはどのようなビジネスモデルに基づいて CSR を展開しているか、明確でないものも多い。一方、住信の CSR 戦略は、企業価値の向上という明確な目的のもと CSR を本業の一部と化した事業展開を行っている。

CSR 戦略を開始してから3年が経過した同行は、ビジョンの段階から収益源へと変化させようと試みている。ただし、企業価値は適切に管理されなければ、その優位性が失われることも事実である。今後、住信が、企業価値を継続的に維持、向上させるためにどのようなサポート体制を構築していくのか注目される。

参考資料

- ・住友信託銀行[2005]『CSR レポート』。
- ・住友信託銀行ホームページ。
- ・総務省『平成17年度公益法人に関する年次報告』。