

富の未来

取締役調査第二部長 都 俊生

アルビン・トフラーの著書「富の未来」を読んだ。激動する現代社会の様相をうまく捉え解説している。彼は現代社会が 19 世紀の産業革命にも匹敵するか、それ以上の激変の中にあり、自然科学における技術革新が社会を変えていくと論じる。エネルギー、医学、クローン、超分子科学、光学、複合素材、ナノテクノロジー、など多様な分野での技術進歩の事例を挙げて、未来を予測するにはそのような技術進歩が社会にどのような影響を与えるかを見極める力が必要だと説く。彼の科学技術に対する考え方は前向きであり、反科学論者のような科学研究抑制の立場はとらない。「自然科学は技術を改善し、ハイテク化し、安全なものにするためのカギになり、環境危機を調査し、解決するためのカギになり、新型コロナウイルス（SARS）などの伝染を防ぐためのカギになる。化石燃料への依存度を引き下げ、セキュリティを強化し、医学を進歩させ、都市と農村、国と国の間の富の格差を縮小するには、自然科学が必要である。」と、彼は言う。

彼は「富」とはどんな欲求であれ、それを満たすものが富であると定義し、それには「目に見える富」も「目に見えない富」も含める。有形資産と無形資産という言い方もしている。近年、無形資産の価値が急激に増大していると説く。生活や企業、世界のあり方を根底から変える革命的な形態の富がこの本のテーマである。20 世紀には経済理論が大きく前進したが、ここで重視されてきたのは「もの」、それも有形のものである。しかし、工業社会は終わりを告げ、これからの知識社会では無形資産が重要になってくると説く。

この新しい時代には、社会で起きている事象を総合的に捉える能力が必要だ。専門分野を超えて、データや情報、知識を持ち寄り、それまで無関係だった考えや概念を新鮮な形で組み合わせることで想像力や創造性が刺激され、斬新なアイデアが生まれると言う。専門分化の方向ではなく総合力を高める仕組みが求められる時代になっているのである。

また、企業や政府が科学知識を国民から遠ざけて機密扱いにすることに反対している。企業は巨額の利益を生み出しうる知識を守るために特許権を設定するか、成果を秘密にしようとし必死になるし、政府はテロの深刻な脅威に対応するために安全保障の観点から科学知識を機密扱いにする傾向がある。しかし、国民を科学知識から遠ざけ、一握りの人達だけに科学知識について特権的な立場を与え、科学技術の方向を決定させることは富の未来を危うくするものだとしている。セキュリティ上のリスクは高いが国民の総意に基づく富の発展を重要視するのである。

翻って日本の現状を見ると、まだ工業社会の秩序からは抜けきれていないが、最近では経済成長至上主義といった考え方からは脱却し、金銭では買えないものを大切に思う動きが出てきているように思う。都市や農村の景観、社会の安全性や地域の連帯感などを大切にしたいという意識は強くなっているのではないか。

情勢判断

国内経済金融

設備投資の余熱もあり年内の景気拡大基調は維持

～一方で、年明け後には景気踊り場的な場面も～

南 武志

要旨

8 月下旬から 9 月上旬にかけて弱い経済指標の発表が重なったことで、景気減速懸念が高まった。しかし、8 月の貿易統計からは、一貫して景気牽引役を果たしてきた輸出が引き続き堅調さを維持していることが確認され、そうした懸念は徐々に払拭されるだろう。ただし、輸出増の源泉である世界経済の成長速度は先行き実際に減速する可能性は高く、日本経済も年末以降は景気の踊り場的な様相を強めるものと思われる。

一方、マーケットでは、8 月下旬にかけて株価上昇、長期金利低下が見られた。為替レートは対ユーロでは弱含んだが、対ドルではほぼもみ合い。目先、株価・長期金利は明確な方向感が出にくい状況になっていると思われる。円は対ドルで強含みの展開を予想。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年 / 月 項 目		2006年		2007年		
		9月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)	(%)	0.254	0.20 ~ 0.40	0.30 ~ 0.60	0.30 ~ 0.60	0.30 ~ 0.60
TIBORユーロ円(3M) (%)	(%)	0.5000	0.500 ~ 0.900	0.750 ~ 1.200	0.800 ~ 1.250	0.800 ~ 1.250
短期プライムレート (%)	(%)	1.625	1.625	1.875	1.875	1.875
新発10年国債利回り (%)	(%)	1.620	1.75 ~ 2.00	1.80 ~ 2.10	1.80 ~ 2.10	1.80 ~ 2.10
為替レート	対ドル (円/ドル)	116.56	110 ~ 118	108 ~ 115	100 ~ 110	100 ~ 110
	対ユーロ (円/ユーロ)	149	143 ~ 153	140 ~ 150	135 ~ 145	135 ~ 145
日経平均株価	(円)	15,635	16,250 ± 1,000	16,250 ± 1,000	16,250 ± 1,000	16,250 ± 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9月22日時点。

国内景気・現状・展望

8 月下旬から 9 月上旬にかけて発表された主要経済指標のいくつかは、足許から既に景気減速が始まったかのような印象を与えたために、それがマーケット参加者の景気認識に少なからず影響を与えている。

発端は、先月号でも若干触れた 7 月全国の消費者物価および 2005 年基準への基準改定であり、事前の市場予想以上に物価上昇率が下方修正された(06 年 1~7 月の平均で ▲0.5%pt) ために、既に後ズレしていた追加利上げ予想時期が更に後退した(CPI ショック)。また、8 月末に発表された 7 月の鉱工業生産が製造工業生産予測指数(前

月比+2.2%) や市場予想(同小幅上昇) を大きく下回る同 ▲0.9% と低下したことが「生産ショック」として広がった。更に追い打ちをかけたのが 7 月の機械受注(9 月 11 日発表)であり、代表的な船舶・電力を除く民需は事前予想(前月比で小幅マイナス) を大きく下回って同 ▲16.7% と統計史上最大の下落率を記録した(機械受注ショック)。

しかしながら、9 月下旬にかけてはそうした落ち込みが一時的である可能性を示すものが経済指標も出始めている。21 日に発表された貿易統計(およびそれを加工した日銀の実質輸出入指数) では、引き続き輸

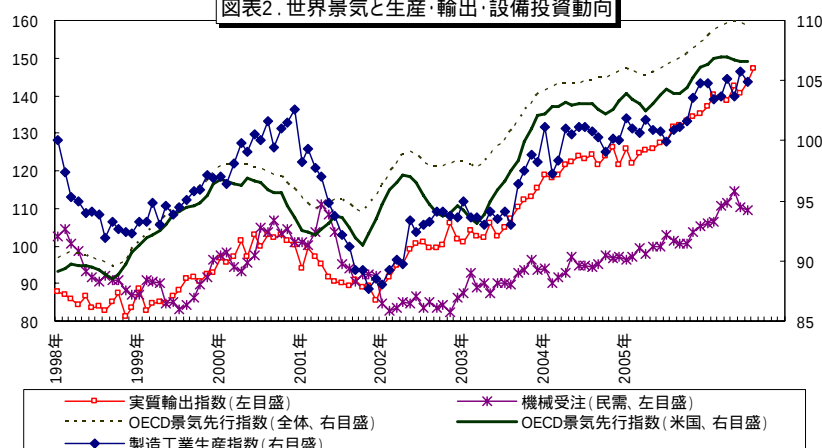
出が堅調さを維持しており、少なくとも現時点までは海外経済や輸出面が国内景気に悪影響を与えているわけではないことが判明している。また、7～9月期の法人企業景気予測調査では、それまで頭打ちとなっていた企業経営者の景況感が大幅に

好転したことが明らかとなった。設備投資計画も小幅ながら上方修正されるなど、全般的に良好な内容であった。

生産・機械受注とも6月分が統計開始以来の最高値を記録するなどバブル崩壊後の長期停滞状態を抜け出している。特に機械受注では4～6月期にかけて大型案件の発注が増えるなど、慎重姿勢を保ち続ける企業行動にも多少は積極的な様子も窺えるようになってきている。機械受注はそもそも振れの大きい統計であるが、7月には4～6月期に集中してしまった大型案件発注の一巡や、たまたま通常の発注自体も少なかったことが重なり、大幅な下落率となったものと解釈すべきであろう。

一方で、米国経済の景気減速感が強まりつつあることには今後注意が必要である。米国は4～6月期以降グロース・リセッション（マイナス成長には至らずとも、潜在成長率（+3%台半ばと想定）に満たない成長が継続すること）の状態が少なくとも07年前半までは持続するとの予想が根強い。こうした影響が直接的・間接的に受けて輸出減速が現実化すれば、輸出依存度が高い状態である日本経済に対して悪影響が及ぶ可

図表2. 世界景気と生産・輸出・設備投資動向



(資料)内閣府、経済産業省、日本銀行、OECD

(注) 実質輸出、製造工業生産は2000年基準。機械受注は2000年=100とした指数化。

能性は十分あるだろう。足許はまだ堅調な民間最終需要もラグを伴いながら徐々に鈍化するものと思われる。

なお、当社では9月11日の2次QEを受けて日本経済見通しの改訂作業を行ったが、2次QEの修正が小幅なものに留まったこともあり、06～07年度成長率はそれぞれ+2.6%、+1.7%と据え置いた。06年内は、設備投資の余熱もあるため、景気拡大傾向は維持されると思われるが、年明け後はやや停滞感が強まるものとの見方に変更はない。ただし、この状態は04年後半から05年前半にかけて発生した「景気の踊り場」に近い状況であり、07年度下期以降は再び成長率が高まっていくものと考えている。

物価に関しては、冒頭で触れたように消費者物価の上昇率は圧縮されたものの、前年比小幅プラスである状況は維持されている。また、このところ国内企業物価・国内需要財の非耐久消費財（国内生産）上昇率が高まる傾向にあり、価格転嫁が徐々に進展していることが窺える。内閣府では、デフレ脱却については、消費者物価、GDPデフレーター、GDPギャップ、単位労働コスト、の4指標を判断材料とするとし

ているが、06 年末あたりにはこれらのデフレ色は解消される可能性が高いだろう。

金融政策の動向・見通し

前述のとおり、マーケットでは消費者物価の基準改定により、物価上昇率が大幅に下方修正されたことから、次回利上げ時期は大きく後ズレしたとの予想が強まっている。これに対して、福井日銀総裁は「今回の改定は、物価を巡る基本的な判断に変更を迫るものではなく、改定後の指数もプラス基調で推移しており、マクロ的な需給バランスが需要超過方向で推移していくとみられること等を踏まえると、先行きも、プラス基調を続けていく」と評価しており、マーケットの受け止め方とは多少異なる評価を行っている。

さらに、先行きの金融政策運営についても「ゼロ金利政策解除後の経済・物価動向は、日本銀行の見通しに概ね沿って推移しているが、先行きもそれに沿った展開が見込まれるならば、政策金利の水準の調整は、経済・物価情勢の変化に応じて、ゆっくりと進めていくことになる」とこれまでの考え方を繰り返している。

日銀のシナリオは、07 年度にソフトランディングすることを想定したものであるが、と同時に、究極の政策目標である物価安定の下での安定成長経路でもある。それに対するリスク要因として最も日銀が警戒しているのは、企業設備投資の上振れリスクであり、その確度が高まれば、日銀は追加利上げに向けたシグナルを発する可能性が高いだろう。それゆえ、日銀短観 9 月調査での設備投資計画の修正具合や 10 月末に公表予定の次回展望レポートで示す日銀の景気・物価シナリオの内容を精査することで、金融政策の変更時期を探ることになる。状況しだいでは、利上げ予想も再び前倒し方向に修正されることにも注意したい。

市場動向：現状・見通し・注目点

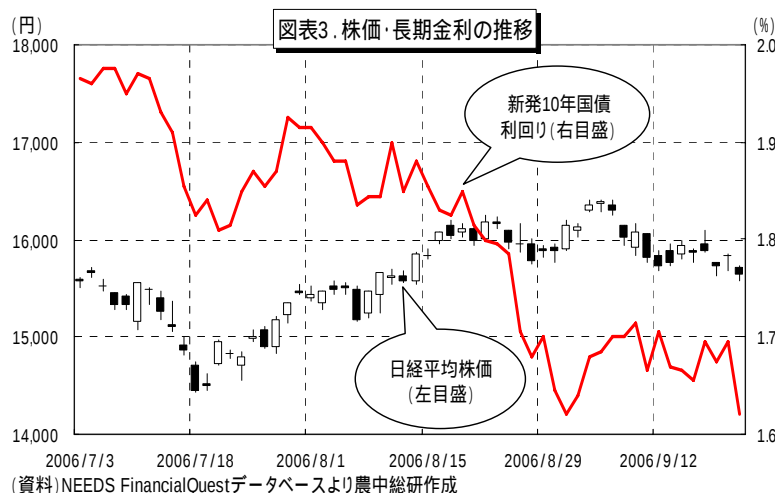
以下、各市場の現状・見通し・注目点について述べることにする。

債券市場

「CPI ショック」による追加利上げ観測の後退に加え、「生産ショック」によって少なくとも年内は安泰とされてきた景気動向に対する懸念が広まったことで、それまで 1.8～2.0%のレンジ内で動いていた長期金

利は大きく低下、一時は量的緩和政策解除前の水準である 1.6%をつけた。その後も、景気の先行き懸念を抱えたまま、中間決算期末を迎え、概ね 1.6%台後半を中心とする小動きとなっている。

ただし、前述の通り、日銀がこれまでと変わらず、設備投資動向に対する警戒



を持ち続けている以上、「金融政策の正常化」という名の下に、「ゆっくり」ながらも利上げを行っていく方針であることは間違いないだろう。それゆえ、この1ヶ月の景気の先行き懸念が解消されるようなイベントリスクには十分注意が必要だろう。また、追加利上げが目前に迫れば、長期金利水準も現状水準からは上昇する可能性は高い。

しかし、連動性の高い海外長期金利が足許でピークアウトする動きとなっている他、海外経済動向も不透明感を増しつつあるのも実際のところである。それゆえ、長期金利は当面、上昇トレンド入りする可能性はあまり高くないと思われる。

株式市場

8月中旬に日経平均株価は16,000円台を回復し、9月上旬にかけて強含んだものの、その後は概ね16,000円を挟んだもみ合いが継続。4～6月期の企業決算は堅調だったものの、「生産ショック」「機械受注ショック」による景気に対する先行き警戒感が株価の上値を抑えた格好になっている。

ただし、足許の景気悲観論が徐々に解消され、またマクロ的な需給改善から企業の

価格設定力が高まってくれば、業績見通しに対する上方修正予想も強まる可能性があり、株価は再び上昇する場面もあるだろう。一方で、年度下期にかけて景気拡大テンポが徐々に鈍化していくとの見通しの下では、株価の上昇余地もそれほど大きくはないと見られる。

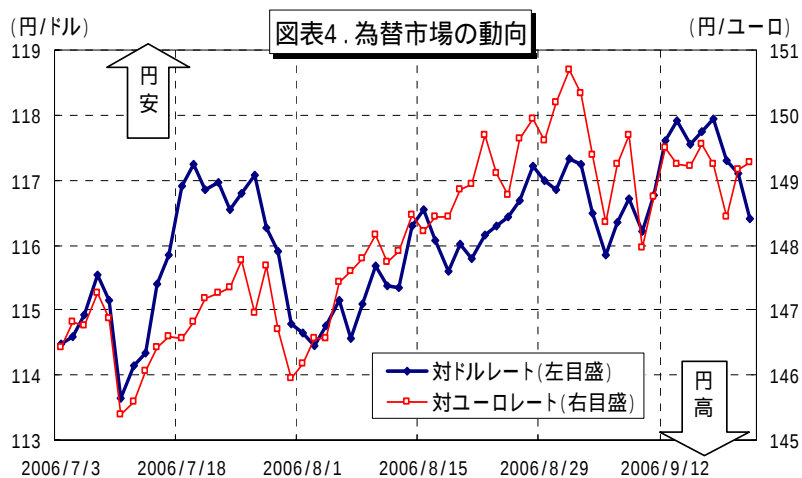
為替市場

引き続き、為替市場が注目しているのは各国の金融政策の方向性であろう。日米欧の金融政策の現状及び先行きについては、米国では既に利上げ局面は終了と見なされ、いつ利下げが行われるかが焦点になりつつある。一部には年内利下げ観測も出始めている。また、日銀としては「金融政策の正常化」に向けて淡々と利上げを行いたいところであるが、マーケットでは年内の追加利上げは困難と見る向きが大勢を占めている。一方、欧州では景気回復が本格化しつつある上に、物価上昇率がインフレ参照値（1%台後半）より高い状態が継続しており、07年前半にかけて複数回の追加利上げが見込まれる状況である。

以上から、当面、円レートは利上げ先送

り観測から弱含むと見られるが、対ドルレートについては先行き日米金利差縮小への思惑も再浮上する可能性もあり、円高圧力が再び高まるとの見方を修正する必要はないだろう。一方、対ユーロでは当面は弱含む状況が続く可能性が高い。

（2006.9.25現在）



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

景気拡大のリード役を続ける法人企業部門

～ 規模別に見れば依然として温度差も～

南 武志

1990 年代初頭のバブル崩壊後、法人企業部門は構造的な高コスト体質に悩まされてきた。そのため、2000 年代初頭にかけて債務・雇用・資本設備の「3 つの過剰」を圧縮する厳しいイストラを実施したが、同時に IT バブル崩壊後の世界経済が順調な回復を始めたことで、日本経済は輸出製造業を先導役に景気回復がスタートした。この間、不良債権問題を代表とする金融システム危機が発生していたが、金融機関にとっての不良債権とは法人企業にとっては過剰債務であり、金融部門と法人企業部門の不振は表裏一体のものであったと考えることが可能であろう。

以下では、法人企業統計年報^(注1)を基に、最近の企業動向について分析してみたい。なお、資本金 10 億円以上を大企業、同 1 億円未満を中小企業として記述している。

(注1) わが国の営利法人(金融・保険業を除く)

を対象に、年度の確定決算を集計した統計。資本金によって 9 つの階層に区分し、層別無作為抽出法(資本金 10 億円以上は全数抽出)により標本法人を選定し推計する。なお、個人企業は対象外である。

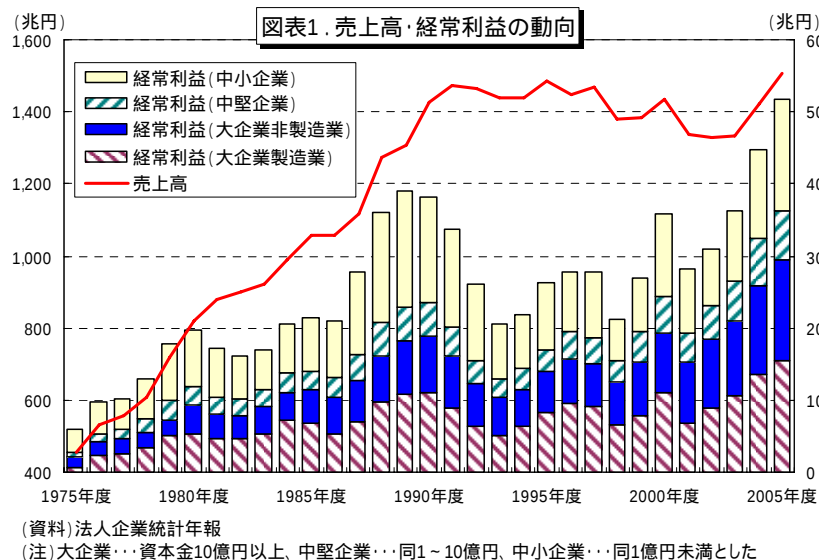
経常利益は過去最高益を更新

05 年度の売上高は 1,508 兆円(前年度比 +6.2%)と、これまでの最高だった 1,485 兆円(95 年度)を上回り、過去最高水準となっている。規模別に見ると、大企業が 565 兆円(全体の 37.5%)、中小企業が 712 兆円(同 47.2%)となっており、中小企業のシェアは高い。特に、中小企業・非製造業の売上高は 581 兆円(同 38.5%)となっている。

一方で、05 年度の経常利益は 52 兆円(前年度比 +15.6%)と、2 年連続で過去最高益を更新。規模別に見ると、大企業が 29 兆円

(全体の 56.9%)、中小企業が 15 兆円(同 29.8%)であり、売上高と異なって経常利益は大企業のシェアの方が高いのが特徴である。単純に見れば、規模の経済性が働いていると考えることができるだろう。

次に、総資本利益率(ROA: 利払い前経常



利益 / 総資産)を見ると、01 年度をボトムに回復する動きが続いている。05 年度は 4.8%と、バブル崩壊直後の 92 年度並みにまで回復してきた。これを規模別・業種別に見ると、大企業・製造業が全体を牽引している(01 年度 3.2% → 05 年度

6.6%) 反面、中小企業・非製造業の改善が遅れている(02 年度 2.7% → 05 年度 3.7%)ことが明らかである。

この ROA を売上高利益率(利払い前経常利益 / 売上高)と総資本回転率(売上高 / 総資産)に分けてみよう。前者のフローの利益率は、全規模・全産業ベースでは 01 年度の 3.0%から 05 年度には 4.2%に上昇している。牽引しているのは ROA と同様に大企業・製造業(01 年度 3.8% → 05 年度 6.9%)であり、中小企業・非製造業は改善が進ん

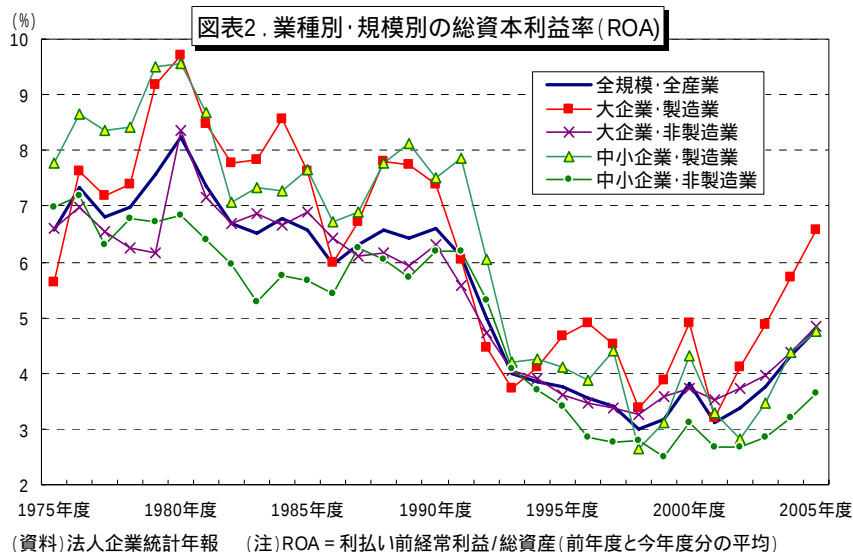
でいない(02 年度 2.1% → 05 年度 2.6%)。後者の資本効率については逆に、バランスシートの身軽な中小企業ほど高い値をとる傾向があり、実際に中小企業のほうが改善している(全規模・全産業:01 年度 1.05 回 → 05 年度 1.15 回、大企業:01 年度 0.86 回 → 05 年度 0.92 回、中小企業:01 年度 1.21 回 → 05 年度 1.36 回)。

企業規模によって残る温度差

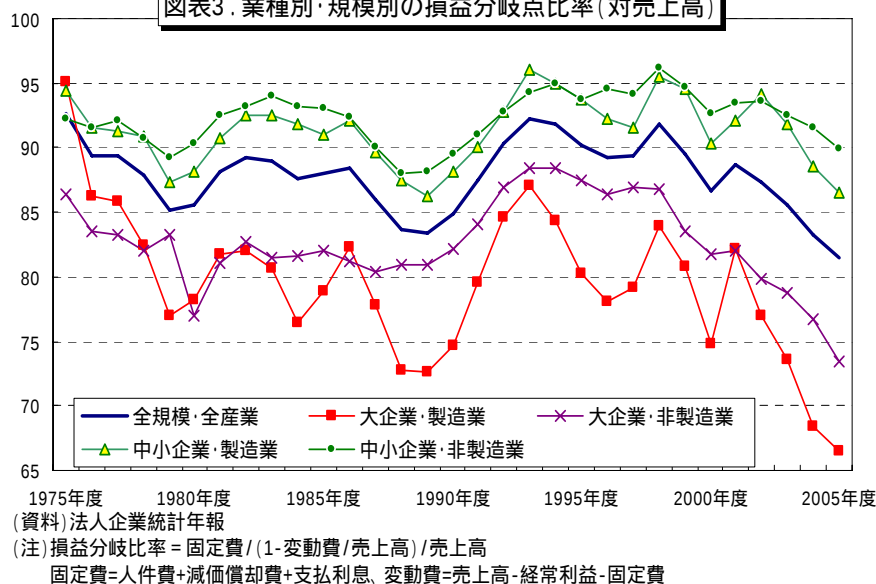
このように、企業規模別に見ると、利益

率では改善の度合いに温度差が存在することがわかる。その他、損益分岐点比率(対売上高)労働分配率(人件費 / 付加価値)などを見ても概ね改善していることは間違いがないが、改善度合いには大企業(特に製造業)と中小企業(特に非製造業)と

図表2. 業種別・規模別の総資本利益率(ROA)



図表3. 業種別・規模別の損益分岐点比率(対売上高)



の間には依然として温度差が存在していることも見て取れる。例えば、損益分岐点比率(対売上高)に関しては、大企業では製造業・非製造業ともかつてないほど低下しているのに対し、中小企業では製造業はようやくバブル期並みまで低下、

非製造業ではまだそのレベルほど低下していないのが現状である。労働分配率もまた同じような状況である。

また、労働生産性(付加価値/雇用人員)を見ると、大企業・製造業では国際競争に晒されていることもあり、ほぼ一貫して上昇しており、かつ全体を大きく牽引しているのに対し、それ以外のセクターでは上昇テンポはあまり速くない。特に、中小企業では90年代前半をピークに低下している面も見られる(特に非製造業でその傾向が強い)。人口減少や少子高齢化の進展に対して、将来的な日本の国力低下が懸念される中、そうした悲観論を覆すためには生産性の向上が不可欠と考えられるが、現状ではそうした状況ではないことが窺える。

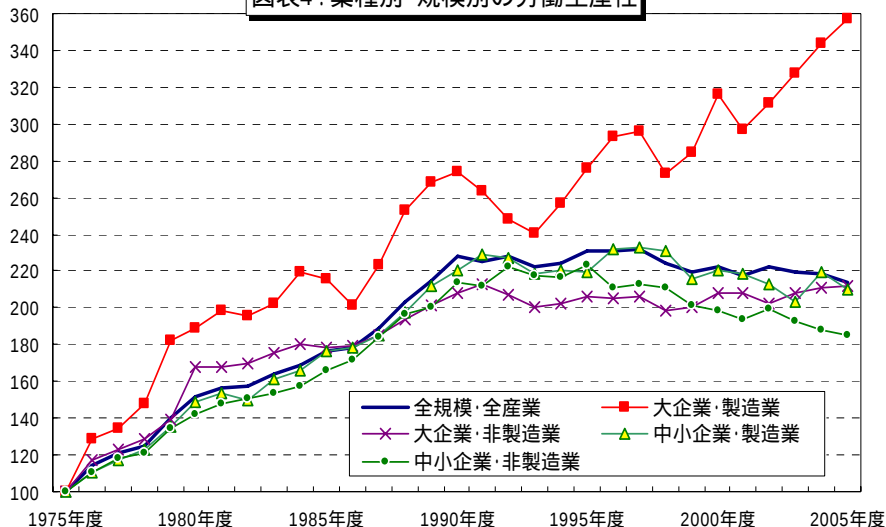
今後の焦点は数量効果の行方

冒頭で述べたように全般的に見れば景気を先導しているとも言える企業部門であるが、先行きも好調さを維持できるであろうか。(注2)

製造業(全規模ベース)の経常利益は、

(1975年 = 100)

図表4. 業種別・規模別の労働生産性



(資料)法人企業統計年報 (注)労働生産性 = 付加価値 / (役員数 + 従業員数)

以下のように分解することが可能である。

$$\text{経常利益} = \text{売上高} - \text{変動費} - \text{固定費} \quad \dots (1)$$

また、投入・産出価格を用いることで、

$$\text{売上高} = \text{産出価格} \times \text{売上数量} \dots (2)$$

$$\text{変動費} = \text{投入価格} \times \text{投入数量} \dots (3)$$

と書き直すことが可能であろう。(2)、(3)式を(1)式に代入すれば、

$$\begin{aligned} \text{経常利益} &= \text{産出価格} \times \text{売上数量} \\ &\quad - \text{投入価格} \times \text{投入数量} - \text{固定費} \dots (4) \end{aligned}$$

となる。この(4)式から、経常利益の変化率について、交易条件、売上数量、固定費の3つの要因に寄与度分解を行うことができる。これによれば、02~03年にかけて、固定費の削減が収益改善に寄与したことが窺える。と同時に、02年後半からは売上数量が増加したことが増益につながっている

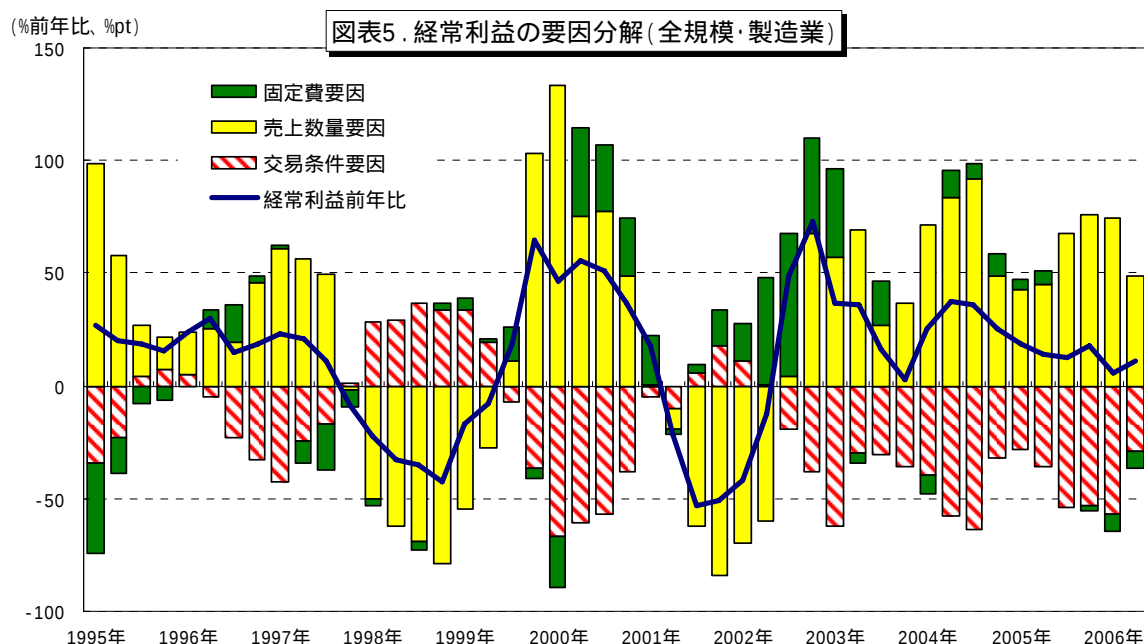
ことも示される。一方で、交易条件は概ね悪化傾向を辿っている。しかし、全体としては、数量効果の影響が大きかったために全体としては増益傾向を保ってきたといえるだろう。

さて、足許の状況を見ると、交易条件悪化による収益押下げ寄与は小さくなっているものの、同時にそれをカバーしてきた数量効果による収益押上げ効果も低下していること、更には固定費（＝人件費＋利払い＋減価償却費）が増加してきており、収益に対してマイナスに働き始めていることが確認できる。8月上旬まで上昇傾向が強かった国際商品市況であるが、最近調整色の強い展開が続いている。既に投入価格上昇のテンポは鈍化し始めているが、こうした状況が続けば、交易条件（産出価格／投入価格）の悪化による収益圧迫効果が剥落することが期待される。一方で、投入価格の下落が示唆するものは、世界経済の成長鈍化であり、「交易条件の改善」だけが起き

るのではなく、同時に「数量効果の低下」も引き起こす可能性は高いだろう。実際に、米国経済の景気減速が明確になりつつあり、先行きの輸出鈍化に対しても懸念材料を見る向きも多い。これまでの経験からは、数量効果がプラス寄与のときに増益となっていることが多いだけに、数量効果が弱まることに對して警戒すべきであろう。

企業業績がこれまでと同様に堅調さを維持するためには、世界経済が再び堅調さを取り戻すか、投入価格上昇分を産出価格に価格転嫁する動きを積極化させる必要があるだろう。

（注2）季報では速報性重視のために、標本企業の仮決算に基づいた計数で、かつ資本金1千万円未満は対象外。



(資料)財務省「法人企業統計季報」、日本銀行「投入・産出価格指数」より農林中金総合研究所作成

(注)「経常利益＝売上高－変動費－固定費」の関係を利用して寄与度分解した。

年末にむけた消費者物価の動き

田口 さつき

基準改定後のトレンドは？

2005 年の基準改定により、生鮮食品を除いた消費者物価指数(以下、コア CPI とする)の水準は約 ▲0.5%pt 押し下げられた(詳しくは、金融市場 06 年 9 月号「CPI 改定とその影響」を参考にされたい)が、トレンド自体は原油価格などの市況変化により依然上昇傾向にある。

ただし、今後の動きを考える上では、市況変化だけでなく、制度変更などの物価変動要因も踏まえることが重要となるだろう。そこで本リポートでは基準改定後の消費者物価指数を用い、その変動要因を整理するとともに、年末にむけた動きを考えてみたい。

市況変化、特に原油価格について

基準改定後も物価上昇の主因となっているのは、市況、特に原油価格の高騰を受けたエネルギー関係の上昇である。基準改定後のデータにより試算したところ、エネルギーはコア CPI を +0.5%pt 程度押し上げていた。

今後については、ガソリンは 8 月に前年比 +11% 程度の値上げが行われたと考えられ、推計では 8 月分のコア CPI を +0.3%pt 押し上げる。また、7～9 月期においては電気代、ガス代はコア CPI を +0.1%pt 押し上げるとみられる。

しかし、10～12 月分のガス代は東京ガス、大阪ガスなど

で料金引下げを予定しており、電気代も東京電力以外の主要な電力会社は「燃料費調整制度」の調整を行わないことを発表しているため、寄与度が小さくなるとみられる。灯油、ガソリンが 8 月の水準を維持する場合、年末にかけてエネルギーのコア CPI に対する寄与度は +0.4% に縮小するとみられる。

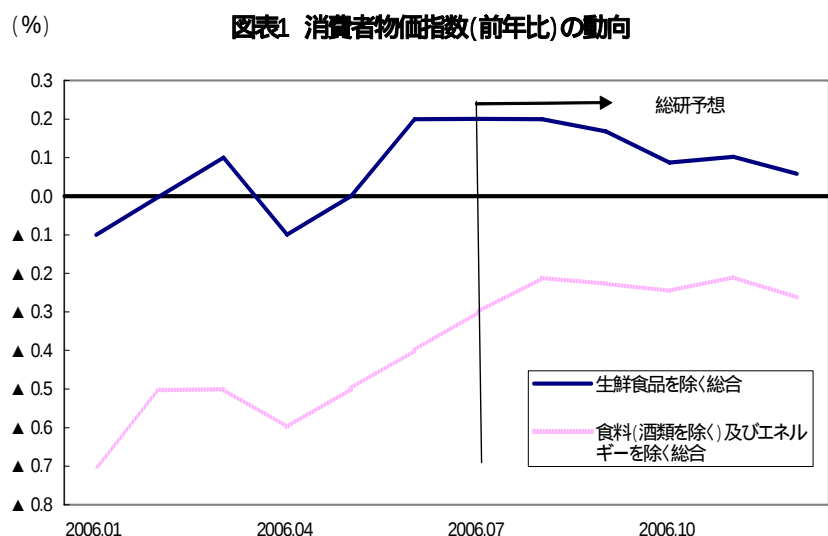
また仮に、ガソリン価格が 10 月以降、8 月水準より 5% 値下げされた場合は、10～12 月期のエネルギーのコア CPI に対する寄与度は +0.2% 程度となる。

一方、外国パック旅行、化粧品といった石油関連財への価格波及が進行している。また、多くのタクシー業界が値上げを申請しており、タクシー料金についても今後上昇する可能性がある。

特殊要因、たばこ携帯電話料金

次に、特殊要因のひとつとして制度変化、たばこ税増税に伴う 7 月からの値上げがあ

図表1 消費者物価指数(前年比)の動向



総務省「消費者物価指数」より農中総研作成

げられる。これにより、たばこはコア CPI を 0.06%pt 押上げており、この効果は 07 年 6 月まで続く。

また、もうひとつの特殊要因として、移動電話通話料が挙げられる。移動電話通話料は今回の改定により約▲0.2%pt の物価引下げ要因となっているが、統計上割引率の高いプランへのシフトによる大きな下落が起こったのは、05 年 11 月からである。そのため、現行の料金体系が維持される場合、移動電話通話料の下押し圧力は、06 年 11 月から消えてゼロとなると予想される。ただし、10 月 24 日の「携帯電話番号ポータビリティ」実施以降の料金プラン変更により、再び移動電話通話料が下落する可能性もあり、その動向が注目される。

技術革新、ハイテク製品

このように物価の主な上昇要因は、原油関連製品と特殊要因であり、他の多くの品目は小幅なマイナスかようやく下げ止まった状況であり、物価上昇の勢いはない。

その一方、物価の下落要因は、教養娯楽耐久財と家事用耐久財であり、これらのマイナス幅は縮小しているものの、依然として

コア CPI を▲0.3%pt 程度引き下げている。経済産業省発表の鉱工業生産によると、電子部品・デバイス工業で在庫が積みあがっており、先行き在庫調整のため、価格低下が起きる可能性がある。最近では、大型テレビ用液晶パネルの価格下落が報道されている。新基準では、ハイテク・情報関連品目の採用やウェイトの増大などにより、これらの価格下落の影響がより大きくコア CPI に反映されることもあり、今後もこれらの耐久財はマイナス要因となるだろう。

以上、主な物価の変動要因を整理してきたが、インフレ期に表れるような賃金と物価の連動はあまりみられておらず、上昇の主因は市況要因と特殊要因である。そのため、基本的にはいまだ物価上昇圧力は十分に強くはなく、年内は小幅なプラスで推移すると予想する。

図表 全国消費者物価(除く生鮮食品)変化への寄与度試算

要 因	品 目	ウェイト	2006.01	2006.02	2006.03	2006.04	2006.05	2006.06	2006.07	2006.08	2006.09	2006.10	2006.11	2006.12
市況変化	エネルギー	740	0.45	0.54	0.55	0.41	0.49	0.52	0.49	0.53	0.47	0.37	0.37	0.39
	電気代	292	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.02	0.02	0.02	▲ 0.02	▲ 0.02	▲ 0.02
	ガス代	171	0.05	0.06	0.07	0.09	0.09	0.09	0.11	0.11	0.11	0.07	0.06	0.05
	灯油	53	0.16	0.19	0.18	0.14	0.15	0.15	0.14	0.13	0.11	0.09	0.08	0.08
	ガソリン	224	0.20	0.24	0.26	0.15	0.22	0.25	0.22	0.28	0.24	0.23	0.24	0.28
採算料金プランの変更	移動電話通話料	208	▲ 0.16	▲ 0.16	▲ 0.16	▲ 0.16	▲ 0.15	▲ 0.15	▲ 0.15	▲ 0.15	▲ 0.15	▲ 0.14	0.00	0.00
制度変更	たばこ	63	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06
技術革新	家事用耐久財	57	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.04	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.04	▲ 0.03	▲ 0.03
	教養娯楽耐久財	118	▲ 0.29	▲ 0.28	▲ 0.26	▲ 0.25	▲ 0.23	▲ 0.22	▲ 0.22	▲ 0.19	▲ 0.17	▲ 0.14	▲ 0.11	▲ 0.11
生鮮食品除く総合		9588	▲ 0.10	0.00	0.10	▲ 0.10	0.00	0.20	0.20	0.20	0.17	0.09	0.10	0.06
食料(酒類を除く)及びエネルギーを除く総合		6809	▲ 0.70	▲ 0.50	▲ 0.50	▲ 0.60	▲ 0.50	▲ 0.40	▲ 0.30	▲ 0.21	▲ 0.23	▲ 0.25	▲ 0.21	▲ 0.26

(資料)総務省「消費者物価指数」より農林中金総研作成
(注)消費者物価指数比に対する寄与度

総研予測

利下げへの転換を促す材料は今後増えていくと予想

渡部 喜智

要 旨

9月20日のFOMCでは、事前予想どおり政策金利が5.25%に据え置かれたが、市場はさらに年明け以降の利下げを視野に置き始めた。このような市場の観測と同様に筆者も先行きの成長減速の進行のもとインフレ圧力も緩和に向かい、利下げへの環境が整うという見解であり、FRBにとってもインフレの状況を見ながら景気失速の予防的対応を取ることが課題になると考える。

政策金利据え置きはノーサプライズ

9月20日開催の連邦公開市場委員会(FOMC)では、政策金利であるフェデラル・ファンド・レート(以下FFレート)誘導目標が8月に続き5.25%に据え置かれた(採決はFOMCメンバー11人中、リッチモンド連銀のラッカー総裁のみが前回同様に利上げを主張して反対)。

景気減速を示す経済指標に市場は以前から反応しており、FFレート(2限月)先物利回りによって試算されるFFレートの利上げ確率は一桁台に低下して推移。また、エコノミスト(Bloomberg社集計)の事前予想でも例外なく据え置き予想となっており、この据え置き決定にサプライズはなかった。

成長減速観測の広がり

FFレート先物の利回りから見ると、市場参加者は、年内はこのまま利上げ停止が続いた後、07年の年明け以降、FRBの利下げへの政策転換を読み込

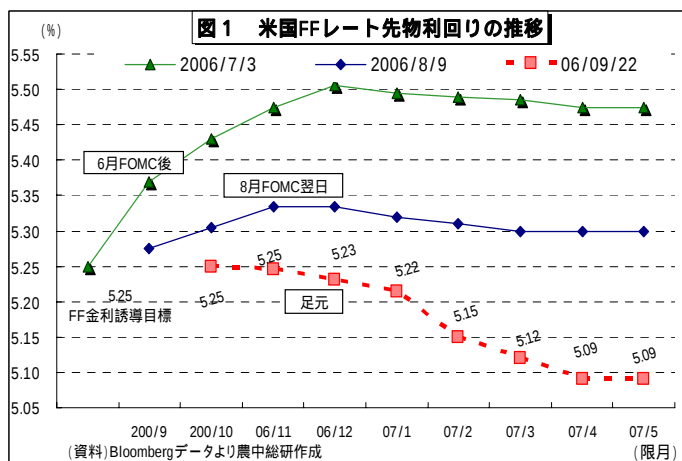
み始めている(図1)。8月中旬までは期先のFFレート先物の利回り水準から見て、市場参加者の追加利上げ予想が少なからず残っていたが、8月後半から利回り曲線は横ばい形状に変化。さらに限月が先に行くにつれて徐々に利回りは低下し、07年年明け以降利下げを織り込む動きとなっている。

利下げを展望するのは尚早と主張するエコノミストもあり、連銀関係者も前述のような追加利上げ派を含め慎重な対応姿勢を維持するだろうが、市場の観測と同じように、成長減速が進行するなか商品市況がピークアウトしたと相まって、インフレ懸念も後退し、遅くとも来年の年明け以降は利下げへの環境が整うだろうというのが筆者の基本的見解である。以下では、このような市場の観測を景気とインフレの両面から検討する。

まず景気については、住宅関連の需要減少から波及した成長減速の観測が広がりを見せている。

例えば、全米企業エコノミスト協会(NABE)は実質GDP成長見通しを引き下げた。

前回(5月)の予想では、7~9月期(前期比年率、以下同じ): +3.1%、10~12月期: +3%の成長率予想だったが、9月11日の改訂では06年下半年期の成長率予想が+2.6%に引き下げられた。また、同じく07年見通しも前回は+3.1%の成長率予想だったが、今回の改訂で2.7%に引き下げられた。企業の設備投資は受注状況から見て年末頃まで堅調を維持するだ



るうが、エネルギーの物価上昇と政策金利引き上げの累積効果、および住宅ブーム収束、加えてビッグ・スリーの国内自動車販売の不振等によって消費者の購買態度が慎重化しGDPの7割超を占める個人消費が減速せざるをえないことが、全体の成長率も低下させる要因になるだろうという見方である。

足元の7～9月期出だしの7月の実質個人消費は前月比+0.5%の高い伸びとなり、当期のGDPを下支えする期待もあるが、物価上昇率を差し引いた実質賃金の前月比はマイナスに転じており、消費の伸びにも陰りが出てくることが懸念される。

また、9月6日に公表された8月の「ページブック(地区連銀報告)」では12地区中、5地区(Boston, New York, Philadelphia, Kansas City, Dallas)から、景気は堅調としながらも成長減速が報告されている。

さらに本誌前月号で注目した景気先行指数の8月分(9月21日公表)は、前月比▲0.2%低下(7月も▲0.2%低下)。同指数を構成する10指標のうち、7指数が景気に対しマイナスとなった。

景気失速の予防に政策ポイントはシフト

それでは物価環境、インフレ予想はどうか。

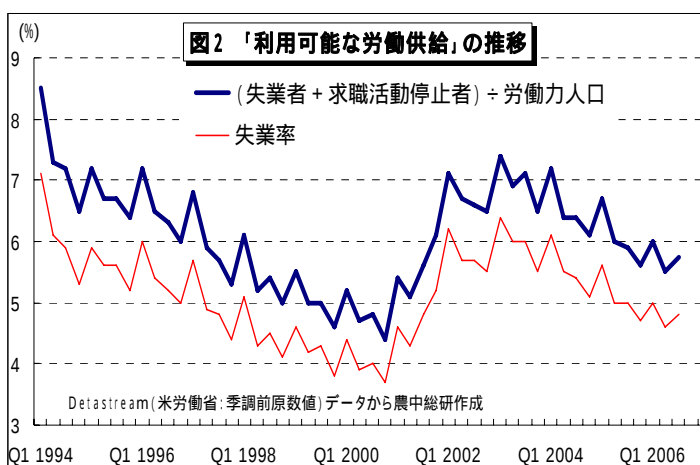
足元では「自然失業率(NAIRU)」を下回る水準に完全失業率が低下し、前述のページブックでも労働逼迫による賃金上昇懸念が表明されている。実際のところ、足元で労働生産性が低下する一方、単位労働コストは上昇しており、企業の収益性との関係で見た雇用コスト負担は重くなっている。

しかし、3%台半ば(議会予算局は3.3%と試算)の潜在成長力水準を下回る水準に先行き成長が減速するなかで、労働需要も鈍化していくだろう。労働需給の逼迫には熟練スキルと地域間のミスマッチの問題もあるが、マクロ的に「失業者+就業可能な求職活動停止者」の合計者から見た利用可能な労働供給力も過去の景気拡大期と比べて現状、決して低くない。すでに失業率も底を打った気配があり、賃金の引き上げ圧力が一段と強まる可能性は小さいのではなかろうか(図2)。

また、緩和への転換をはかるに当たってFRBが注意しなければならないのが、インフレ予想への影響である。インフレ予想が高い状態のなかで利下げを行うことは、当局からの誤ったメッセージとなり景気過熱を導きかねないが、ミシガン大学・消費者サーベイのCPI変化(先行き1年)予想は実際のCPI上昇率に比べ落ち着いて推移してきたし、足元でインフレ予想は上昇の天井をつけて反落している。

また、生産者物価(PPI)は8月に前月比+0.1%の上昇にとどまったが、その先行指標となるCRB指数(スポット)も調整傾向にあり、先行き原材料コスト低下による最終製品の製造コスト低下の波及も期待できよう。FRBが注目するPCEコア・デフレーター(7月)の前年比上昇率は目安となる2%を超え2.4%となっているが、前月比年率ベースでは加速がピークアウトし7月は1.7%となった。今後、前述のような物価環境やインフレ予想のもと前年比ベースの上昇率も低下に向かうと考える。

今日高い評価を得ている前々任者のボルカー、前任のグリーンスパンでさえ、各々就任当初の利上げ過程では景気のオーバーキルの指摘を受けた。一方、潜在成長力の高まった今日の米国経済においては金融緩和へのハードルは低くなっている。バーナンキ議長が先達の教訓を活かし如何なる判断をするか。金融政策のリスクがインフレから景気失速に移行し予防的に利下げに入る材料は増えていくと考える。(2006.9.25現在)



石油埋蔵量の分布変化と石油戦略

渡部 喜智

初の首相の中央アジア2カ国訪問の意味

小泉前首相は、8月末に歴代首相として初めて中央アジアにあるCIS2カ国(カザフスタン、ウズベキスタン)を訪問した。退陣前に相当な数の外交日程をこなしていたから、両国訪問もそのなかの一つという程度でしか捉えられていないようだが、首相としての初の中央アジア訪問には二つの点から大きな意味を持つ。一つはロシア、中国に接し中東の外に広がるユーラシアのイスラム圏の外延部分としての地政学的意味合い。

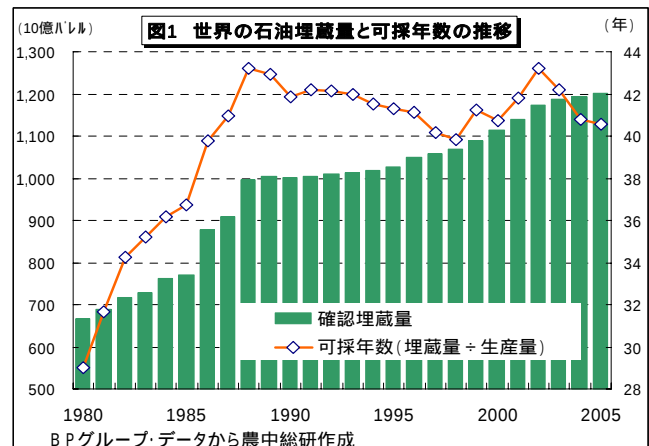
もう一つは近年の石油など豊富な天然資源の発見によりもたらされた資源確保の意味合いである。中央アジアは石油資源という意味でもホットゾーンであり、首相訪問は退陣直前の「外遊」ではなく、正に将来に続く橋頭堡を築く戦略的意味があったのだ。原油相場が7月中旬の最高値から調整し安心感も出ているが、本稿では石油資源の将来という点から、石油埋蔵量の動向とその世界的分布の変化に注目したい。

中長期的には石油枯渇論の信憑性には疑問

油田ごとの確認埋蔵量(以下、埋蔵量)の推定には難しさがあり、かつ公表データも制約されていることから差異がつきまとうが、本稿では公刊されかつ歴史もある点から英国BP社のデータによる。

まず、本データで確認しておきたいことは原油生産量＝消費量も増えているが、埋蔵量も増加し続けていることだ。世界の石油埋蔵量は、1980年に6670億バレルだったのが、2005年には1兆2000億バレルへ約1.8倍に増えた。

かつ、埋蔵量を生産量で割った「可採年数」(現在の生産量が何年採掘できるか、石油資源の利用の目



安)は、新興国の需要増加によって底上げされてきたことも手伝い世界全体の生産量の増加幅も大きくなっていることから、さすがにピークに比べればここ数年低下しているが、05年も40.6年と40年台の大台をキープしている。これは、2次にわたるオイルショックを契機に油田開発に拍車がかかった80年代に比べて相当高く、高水準である(図1)。このようなデータから見ると、超長期的には別として中長期的には石油枯渇論の信憑性は低いと言える。

やや古いが、英Economist誌(05年5月30日)の論考を参考にすれば、技術革新の進展によって試掘成功率がかつての1/6から最近では2/3に大きく上昇しているという。軍事技術の転用である衛星やセンサーなどハイテク技術の活用が広がっている。また、近年の原油高騰によって、産油国やメジャーをはじめとする石油会社がキャッシュフローを増し、コスト的に見合わない手を付けられなかったところを含め新規油田開発と既存油田の整備のための投資が増えている。さらに既存油田の採収率もコンピュータ管理などが進み、管理がきめ細かく行われることになり、向上しているという。技術進歩と最近における石油資源への

開発投資の増加によって、世界の石油埋蔵量の増加ペースが加速する期待も持てるだろう。

変化する石油埋蔵量の分布

では、問題・課題は何か。世界全体の確認埋蔵量が増えていても、その増加が世界のどこで生じているか、その分布の変化が問題となる(表1)。

石油埋蔵量の分布の6割以上を中東が占めている。そのシェアは90年代前半をピークに低下傾向にあるが、今もなお6割台をキープ。埋蔵量自体も1985年からの20年間で1.7倍に増加しており、石油生産地域としての重要性に変わりはない。

また、旧ソ連邦である、ロシアおよびカザフスタンなどCIS諸国の埋蔵量については96年以降でしか各国別データが明らかでないが、2000年以後の埋蔵量の増加は目覚ましい。ロシアが596億バレルから744億バレルに増加したほか、前述のカザフスタンが250億バレルから396億バレルに6割増加したことなどにより、旧ソ連邦地域のシェアは1割を上回っている。さらに、アフリカ地域もリビア、ナイジェリア、アルジェリアのOPEC加盟3カ国の埋蔵量を中心に増加を見せ、そのシェアは約1割となっている。

これに対して、米国の埋蔵量シェアは2.4%に低下し、埋蔵量も20年間で6割程度に減少した。可採年数は12年程度に過ぎない。前述のように埋蔵量は固定的ではなく新油田の発見や既存油田の採収率向上などで変化する可能性もあるが、米国の日量200万バレルを超える(05年:2066万バレル)石油消費を考えると、国内埋蔵量を温存しつつ、自国資本による石油権益を拡充することは重要となっている。また、北海油田をかかえる西欧諸国の埋蔵量も減少を辿っている。

一方、中国も埋蔵量は増えておらず、国内での開発強化と並んで、米国同様に海外調達を充実すべく権益拡大に力を注いでいる昨今である。

このような埋蔵量分布の変化を踏まえ、わが国においても、調達の9割を占める中東地域との安定的関係の維持とともに、海外での石油資源開発の多様化と強化は重要な国家的課題といえよう。

表1 世界の石油埋蔵量の地域分布

(単位: 10億バレル)

項目 地域・国	1985	1995	2000	2005	埋蔵量の世界 シェア(%)	85-05年の 変化(倍)	可採年数
北米合計	101.5	89.0	75.6	59.5	5.0	0.59	11.9
うち 米国	36.4	29.8	30.4	29.3	2.4	0.81	11.8
うち カナダ	9.6	10.5	18.3	16.5	1.4	1.73	14.8
中南米合計	62.9	83.8	97.9	103.5	8.6	1.65	40.7
うち ベネゼエラ	54.5	66.3	76.8	79.7	6.6	1.46	72.6
うち ブラジル	2.2	6.2	8.5	11.8	1.0	5.43	18.8
欧州およびCIS合計	78.6	81.5	114.1	140.5	11.7	1.79	22.0
うち ロシア	n/a	n/a	59.6	74.4	6.2	-	21.4
うち カザフスタン	n/a	n/a	25.0	39.6	3.3	-	79.6
うち ノルウェー	5.6	10.8	11.3	9.7	0.8	1.74	8.9
うち アゼルバイジャン	n/a	n/a	6.9	7.0	0.6	-	42.4
うち 英国	5.6	4.5	4.7	4.0	0.3	0.71	6.1
うち デンマーク	0.4	0.9	1.1	1.3	0.1	2.86	9.3
うち イタリア	0.6	0.7	0.8	0.7	0.1	1.24	17.0
うち ウズベキスタン	n/a	n/a	0.6	0.6	0.0	-	12.9
うち トルクメニスタン	n/a	n/a	0.5	0.5	0.0	-	7.8
中東合計	431.3	661.5	691.0	742.7	61.9	1.72	81.0
うち サウジアラビア	171.5	261.5	262.8	264.2	22.0	1.54	65.6
うち イラン	59.0	93.7	99.5	137.5	11.5	2.33	93.0
うち イラク	65.0	100.0	112.5	115.0	9.6	1.77	*
うち クウェート	92.5	96.5	96.5	101.5	8.5	1.10	*
うち U A E	33.0	98.1	97.8	97.8	8.1	2.96	97.4
アフリカ合計	57.0	72.0	93.4	114.3	9.5	2.00	31.8
うち リビア	21.3	29.5	36.0	39.1	3.3	1.84	63.0
うち ナイジェリア	16.6	20.8	29.0	35.9	3.0	2.16	38.1
うち アルジェリア	8.8	10.0	11.3	12.2	1.0	1.38	16.6
アジア大洋州合計	39.1	39.2	42.6	40.2	3.4	1.03	13.8
うち 中国	17.1	16.3	17.9	16.0	1.3	0.94	12.1
うち インド	3.8	5.5	5.3	5.9	0.5	1.57	20.7
うち インドネシア	9.2	5.0	5.1	4.3	0.4	0.47	10.4
世界合計	770.4	1,027.0	1,114.7	1,200.7	100.0	1.56	40.6

(BPグループ・データから農中総研作成)

情勢判断

国内経済金融

2006～07 年度経済見通し（2 次 QE 後の改訂）

経済金融 班

9 月 11 日に 06 年 4～6 月期の GDP 第 2 次速報（2 次 QE）が発表されたのを受けて、「2006～07 年度経済見通し」の改訂作業を行った。

1 次 QE においては、経済成長率は前期比+0.2%、同年率+0.8%と、05 年度下期に見られた高めの成長から減速。内容的には、民間消費・企業設備投資といった民間最終需要は堅調さを維持したものの、民間在庫投資の大幅減と輸出の減速により成長率は低いものに留まっていた。

2 次 QE では、9 月 4 日に発表された 4～6 月期法人企業統計季報（設備投資、在庫投資）など、1 次 QE 公表時点では利用できなかった基礎統計が新たに推計に加わった。この結果、前期比成長率は 1 次 QE と変わらずの+0.2%だったが、同年率では+1.0%と小幅上方修正された。中身を見ると、1 次 QE では大幅減だった民間在庫が上方修正さ

れたものの、企業設備投資・公共投資の下方修正、控除項目である輸入の上方修正もあり、全体の数字は大きな変化はなかった。

このように 2 次 QE が全般的に微修正に留まったことから、弊社が 8 月に公表した経済見通し（シナリオ・主要項目の予測値）を大きく変更する必要はないと判断した。

足許の企業設備投資を中心とした成長は企業経営者の投資意欲が旺盛なこともあり、06 年内は維持されるものと思われるが、世界経済の成長鈍化に伴って輸出は徐々に減速することが見込まれ、それが先行き民間需要にも波及し始めるものと予想する。07 年度上期にかけては一時的に景気の踊り場的な状況に陥る可能性が高いだろう。なお、経済成長率の予測としては 06 年度が+2.6%、07 年度が+1.7%と、8 月時点からの修正はない。

2006～07年度 日本経済見通し総括表(前年比)

	単位	2005年度 (実績)	2006年度 (予測)	2007年度 (予測)
名目 GDP	%	1.8	2.3	2.1
実質 GDP	%	3.2	2.6	1.7
民間需要	%	3.3	3.5	2.0
民間最終消費支出	%	2.3	1.9	1.4
民間住宅	%	▲ 0.2	1.6	2.0
民間企業設備	%	7.5	9.9	3.5
公的需要	%	0.8	▲ 1.4	0.3
政府最終消費支出	%	1.5	0.5	0.9
公的固定資本形成	%	▲ 1.4	▲ 8.7	▲ 2.3
輸出	%	9.1	7.2	3.9
輸入	%	6.5	7.0	4.4
内需寄与度	%	2.6	2.3	1.6
民間需要寄与度	%	2.4	2.6	1.5
公的需要寄与度	%	0.2	▲ 0.3	0.1
外需寄与度	%	0.4	0.3	0.1
デフレーター	%	▲ 1.4	▲ 0.2	0.4
総工業生産	%	1.6	4.6	1.3
国内企業物価	%	2.1	3.1	1.4
全国消費者物価	%	▲ 0.1	0.3	0.5
完全失業率	%	4.4	4.0	4.0
住宅着工戸数	千戸	1,249	1,280	1,290
為替レート	円/ドル	113.3	113.0	105.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.001	0.251	0.500
長期金利(10年国債利回り)	%	1.43	1.90	2.03
通関輸入原油価格	ドル/バレル	55.4	67.6	62.5

(注) 実績値は内閣府「国民所得速報」など。

全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は当総研による。

2006～07年度 日本経済見通し

	単位	2005年度 (実績)	2006年度 (予測)	2007年度 (予測)	(→予測)				2007年				2008年
					1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期
名目GDP	%	1.8	2.3	2.1	0.5	0.3	0.9	0.6	0.6	0.5	0.4	0.3	0.6
実質GDP	%	3.2	2.6	1.7	0.8	0.2	0.8	0.6	0.4	0.4	0.3	0.3	0.5
(年率換算)	%				3.3	1.0	3.2	2.3	1.8	1.5	1.2	1.4	1.9
民間需要	%	3.3	3.5	2.0	1.1	0.9	0.9	0.8	0.6	0.5	0.3	0.3	0.4
民間最終消費支出	%	2.3	1.9	1.4	0.2	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
民間住宅	%	▲ 0.2	1.6	2.0	0.7	▲ 2.7	2.5	1.0	0.5	0.3	0.2	0.1	0.0
民間企業設備	%	7.5	9.9	3.5	3.3	3.7	2.5	1.9	1.0	0.6	0.3	0.3	0.6
公的需要	%	0.8	▲ 1.4	0.3	▲ 0.1	▲ 1.5	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
政府最終消費支出	%	1.5	0.5	0.9	0.0	▲ 0.2	0.6	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
公的固定資本形成	%	▲ 1.4	▲ 8.7	▲ 2.3	▲ 0.6	▲ 6.3	▲ 0.8	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.6
輸出	%	9.1	7.2	3.9	2.2	0.9	1.5	1.0	0.9	0.8	0.7	1.0	2.0
輸入	%	6.5	7.0	4.4	2.4	2.0	1.8	1.5	1.3	1.0	0.7	0.7	1.0
国内需要寄与度	%	2.6	2.3	1.6	0.8	0.4	0.7	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
民間需要寄与度	%	2.4	2.6	1.5	0.8	0.7	0.6	0.6	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
公的需要寄与度	%	0.2	▲ 0.3	0.1	▲ 0.0	▲ 0.3	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
海外需要寄与度	%	0.4	0.3	0.1	0.1	▲ 0.1	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0	0.0	0.1	0.2
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.4	▲ 0.2	0.4	▲ 1.2	▲ 0.7	▲ 0.4	0.0	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
国内企業物価 (前年比)	%	2.1	3.1	1.4	2.8	3.1	3.3	3.2	2.8	2.0	1.5	1.2	1.1
全国消費者物価 (")	%	▲ 0.1	0.3	0.5	0.0	0.0	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
完全失業率	%	4.4	4.0	4.0	4.2	4.1	4.0	4.0	3.9	3.9	4.0	4.1	4.1
鉱工業生産(前期比)	%	1.6	4.6	1.3	0.6	0.8	2.8	▲ 0.3	0.5	▲ 0.3	0.3	0.5	1.0
経常収支(季節調整値)	兆円	19.2	16.7	16.1	5.1	4.3	4.2	4.3	4.1	4.0	4.0	4.0	4.0
名目GDP比率	%	3.8	3.2	3.0	4.0	3.3	3.2	3.3	3.1	3.1	3.0	3.0	3.0
貿易収支(季節調整値)	兆円	9.5	7.2	5.7	2.3	2.0	1.9	1.7	1.6	1.5	1.4	1.4	1.4
為替レート(前提)	円/ドル	113.3	113.0	105.0	116.9	114.4	115.0	112.5	110.0	105.0	105.0	105.0	105.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.001	0.251	0.500	0.001	0.002	0.250	0.250	0.500	0.500	0.500	0.500	0.500
10年国債利回り	%	1.43	1.90	2.03	1.57	1.89	1.80	1.90	2.00	2.05	2.05	2.00	2.00
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	55.4	67.6	62.5	59.5	65.3	70.0	70.0	65.0	62.5	62.5	62.5	62.5

(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、それぞれ前年度比・前期比。

原油市況

原油価格は、米ドライブシーズン終了でガソリン需要がピークを越え、在庫が増加したことなどから下落基調が続き、9月20日にはWTI（期近物、終値）が1バレル＝60.46ドルと半年ぶりの安値となった。ただし、イラン核開発問題をめぐる協議が混迷する恐れがあることに加え、冬季の需要拡大予想やOPEC生産枠の引き下げ懸念が台頭しており、再び上昇に転じる可能性もある。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による原油需要増加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

米国経済は堅調な拡大を続けてきたが、雇用者数の伸びが緩やかになっているほか、住宅着工・販売も減少しており、景気減速の兆しが見られる。06年9月調査によれば、米国エコノミストは今後も成長が続くものの、年後半には利上げの影響が浸透し、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8月8日に続き9月20日も5.25%に据え置かれ、米政策当局は景気減速が物価圧力を緩和するかどうか見極める姿勢を示している。米利上げ終結観測が強まるなか、今後の物価・経済見通しの変化（米経済がどの程度まで減速するか）次第では、早期の利下げ局面入りも予想される。米長期金利は4.6%割れに低下して推移している。

国内経済

わが国では06年4～6月期の実質GDP成長率（2次速報）が前期比＋0.2%（年率換算＋1.0%）と、年率換算で上方修正され、6四半期連続のプラス成長となった。足下7月の鉱工業生産は2ヶ月ぶりに前月比マイナスとなり、一般機械や輸送機械などに一服感が出た。先行き8月は増加見通しだが、電子部品・デバイス工業の在庫が積み上がっていることが懸念される。一方、設備投資は企業収益の拡大を受け増加しており、4～6月期の法人企業統計季報では製造業・非製造業ともに増加した。しかし先行指標となる機械受注は7月に大幅減となった。

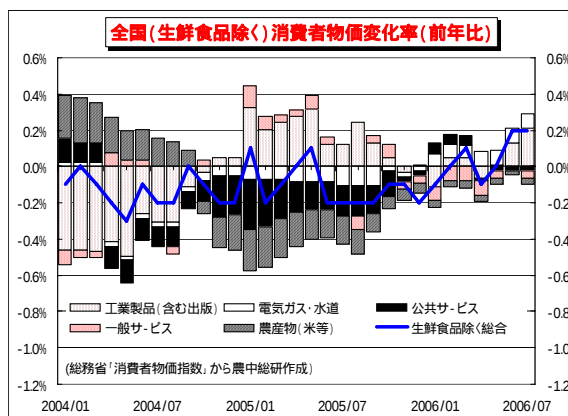
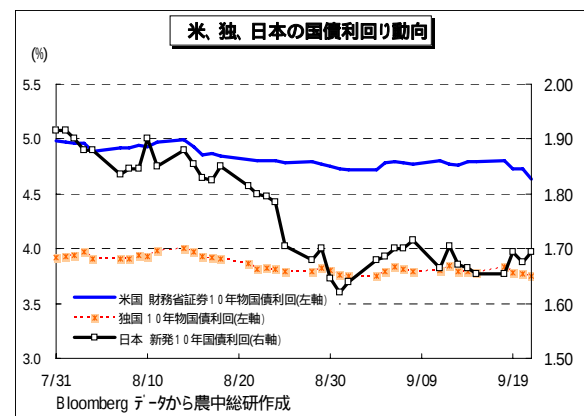
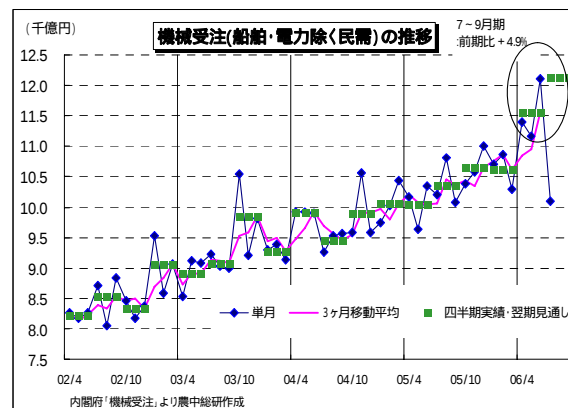
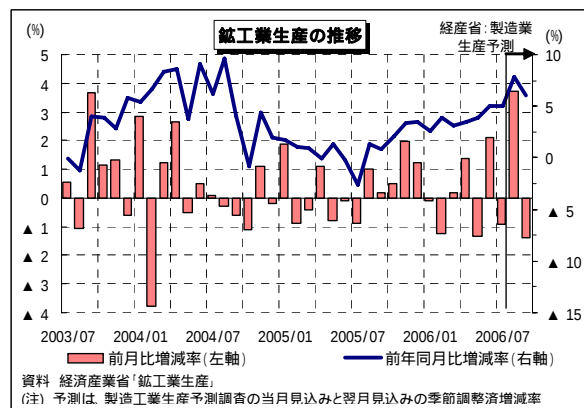
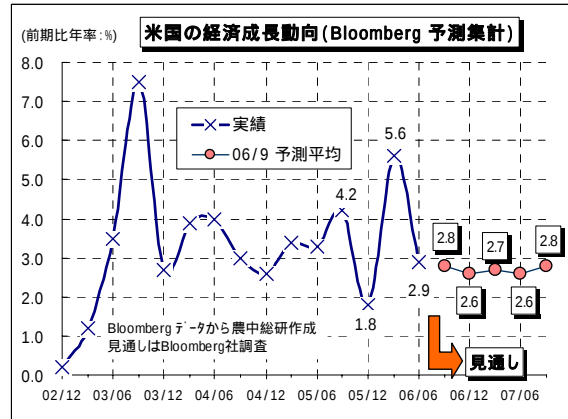
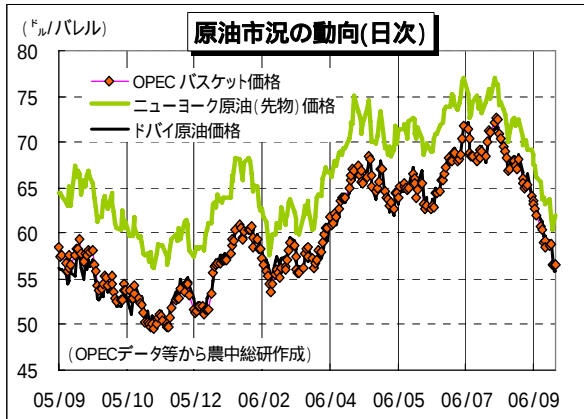
為替・金利・株価

外国為替市場では、米景気減速観測の一方、日銀の追加利上げ観測の後退もあり、1ドル＝115～117円台でもみ合いながら推移している。一方、欧州中央銀行による追加利上げ観測の高まりから対ユーロでは円安が進み、円は最安値圏で推移。日本の長期金利の目安である新発10年国債利回りは、日銀による追加利上げ観測の後退から1.7%割れに低下。一方、7月の消費者物価は05年基準改定に伴い下振れし、前年比上昇基調は維持されたものの、7月時点で2ヶ月連続のプラスという状況になった。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、米国株持ち直し等もあり、9月初旬には16,000円台を回復。

政府・日銀の景況判断

政府は9月の「月例経済報告」で景気判断を「回復している」と7ヶ月連続で据え置き。日銀も9月の景況判断を「緩やかに拡大」と据え置いた。なお日銀は7月の消費者物価が下振れしたことについて、プラス基調は変わらないとした上で、先行きについても「マクロ的な需給ギャップが需要超過方向で推移していくなか、プラス基調を続けていく」との見通し。

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)

地域金融機関における住宅ローン推進の取り組み - 1

～ 旺盛な住宅需要を背景に着実に実績を伸ばす常陽銀行の事例 ～

木村 俊文

要旨

- ・ 当行の営業エリアにおいては、新線開業に伴い県南地域を中心に中期的にも旺盛な住宅需要が見込めることから、住宅ローン推進に重点を置いている。
- ・ 当行の特徴は、ローンプラザを中心とした個人および住宅関連業者への営業、住宅ローンの高い成長期待が見込まれる県南地域での営業展開（ローンプラザの新規出店など）、本店・個人営業部門所属の経験豊富な担当者によるタスクフォース的な営業対応などである。

はじめに

本レポートでは、住宅ローンの伸長に向けた地域金融機関の取組みとして、常陽銀行の最近の事例を紹介したい。当行は、茨城県を中心に国内 173 拠点を展開し、預金・貸出ともに県内シェアの約 4 割を占めている。

新線効果で住宅需要が急拡大

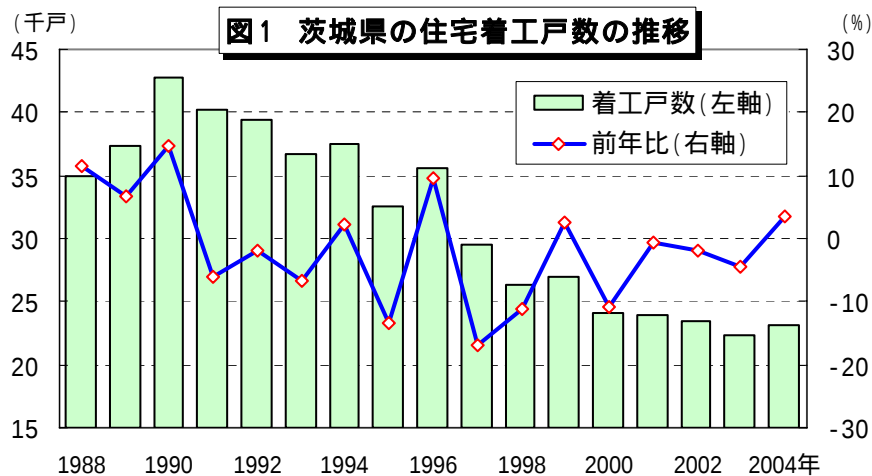
茨城県の住宅着工戸数は、1990 年をピークにその後は減少基調が続いたが、2003 年をボトムに持ち直し、06 年に入っても増加傾向が続いている（図 1）。

この県内住宅着工戸数増加の背景となり、中期的にも住宅需要のけん引役として期待されるのが、05 年 8 月の「つくばエクスプレス（TX）」の開業である。TX は茨城県南西部「つくば」と東京「秋葉原」との間約 58 キロを最

短 45 分で結ぶ路線であり、全 20 駅のうち茨城県には 6 駅ある。

TX 沿線の開発面積は 1,733ha あり、宅地・鉄道一体化特措法により鉄道用地の取得とともに土地区画整理事業など沿線の街づくりが一体で進められており、住宅地の大量供給が期待されている。現状では土地区画整理が進んではいるものの、売却案件が出てきて、土地売買が本格化するのには 07 年以降となる見通しである。ちなみに一部試算によれば、新線開通に伴う住宅や商業施設の建設による経済効果は、茨城県だけで開通後 5 年間で 1 兆 2,000 億円に上ると

図 1 茨城県の住宅着工戸数の推移



国交省「建設統計」から農中総研作成

見込まれている。すでにアパートやマンションなど住宅需要が急拡大するなど、TX 効果が表れ始めている。

新顧客の獲得競争も激化へ

当行の 05 年度末の住宅ローン残高は、前年比 +5.6% の 8,160 億円と引き続き増加した。2000 年度末の 5,526 億円に比べ約 1.5 倍となり、2000 年度以降では年平均 8.2% 増加している（図 2）。

06 年度の住宅ローン獲得目標は 1,430 億円としているが、TX 沿線など年度内に分譲されるマンション等の予定から試算すると、目標をかなり上回ることが見込まれる。また、次年度についても TX 沿線の数箇所で大規模マンションが供給される予定であり、しばらくは住宅ローンが堅調に増加すると期待される。

しかし、当行だけが残高を伸ばしているわけではなく、県南地域を地盤とする県内他行がローン専用窓口を 11 カ店に設置し、うち 10 カ店で土日営業するなどして個人ローン獲得を伸ばしている。また、TX 沿線の大型開発案件に絡んで都銀がこの地域での地歩を拡大しようとしており、競争が激化しつつある。とくに県外から移り住んで

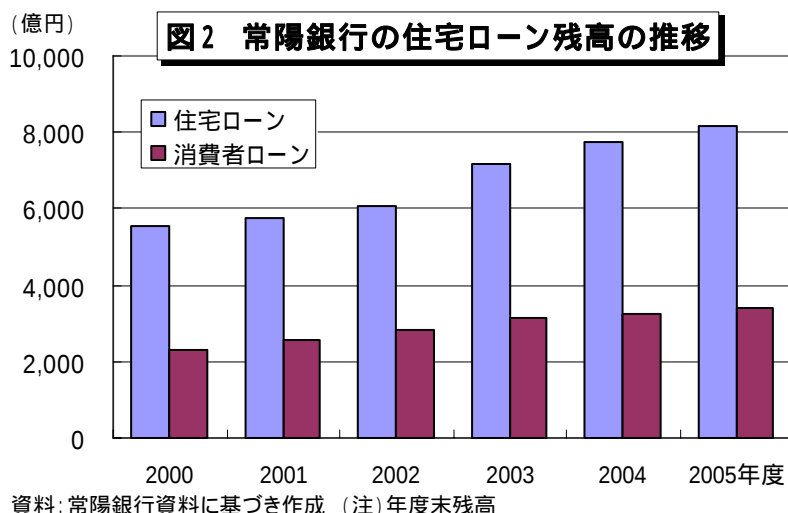
くる新規顧客をいかに取り込むかが課題であり、それら顧客のメインバンクになるためにも住宅ローン獲得が重要な役割を果たすと考えられる。

これに対して当行では、取引実績のある住宅関連業者との関係強化を図るほか、都銀を強く意識した住宅ローン商品（後述）を投入するなどして対抗している。また当行では、個人部門・法人部門ともに県南地域への営業を重視し、営業担当者もこの地域へシフトさせて融資業務の強化を図っている。

ローンプラザが中核的に機能

当行のローンプラザは県内に 11 カ所ある。最近では 06 年 2 月、TX 沿線駅前にも新しくローンプラザを 1 店舗開設した。ローンプラザは土曜日も営業（日曜営業は 3 カ所のみ）し、来店客への対応のほか、住宅関連業者への営業も行っている。また全店ではないものの、ローンプラザには本店の個人営業部門に所属する営業推進担当者が計 11 名配置されている。営業エリアにおける住宅ローン需要の動向を見ながら、状況に応じたフレキシブルな配置転換を行うことで営業を支援している。

住宅ローンの申込みは、全体の約 4 分の 3 をローンプラザで受けている。ただし顧客によってはローンプラザよりも支店のほうが近い場合もあり、支店での相談・申込みも一定程度ある。取引口座のある支店に関係なく、



住宅物件の近くにあるローンプラザで相談するケースが多いことから、来店のしやすさ、入りのやすさなど、立地選定や店舗計画が重要なポイントであるという。

現在、人気の住宅ローン商品は 06 年 1 月に発売した「完全固定金利」(当行のプロパー商品) であり、全体の約 7 割を占めている。当初は全期間固定金利という商品へのニーズはせいぜい 2~3 割程度と低くみていたが、ふたを開けてみると予想をはるかに超えるほどであり、「月々の返済額を変えたくない」というニーズが高いことが判明した。なお、この完全固定金利商品の販売にあたっては、金利変動リスクがあるため無制限に販売することはせず、全行的な金利リスク管理のもとで推進している。

おわりに

茨城県の県南地域は新線開通により、いわば「TX 特需」とも言えるような状況に沸き立っている。一部の地域では TX 人気に加え、土地売却案件が少ないことから地価上昇が顕著となり、ミニバブルの現象も見られるほどであるという。

こうしたなか、各行がどのような手段で住宅ローン獲得に動くのか、そして先行き住宅需要が一巡した後にはどの分野の個人ローンに注力するのか、引き続き注目していきたい。

米銀のクレジットカード業務の展開と日本への示唆

鈴木 博

要旨

米銀は本体でクレジットカードを発行しており、クレジットカード業務は米銀の主要な収益源となっている。クレジットカードの収益は、リボルビングローンなどの金利収入が中心であり、これに種々の手数料が加わってくる。リボルビングローンは小口で無担保の貸付で、住宅貸付などに比べて貸付金利も高く、貸倒率を抑えることで厚い利鞘が確保されている。90年代以降、米銀は所得の低い層にカード発行を拡大したが、クレジットスコアリングなどの金融技術の活用により延滞率等は抑えられ、金融業者間の競争を通じて貸付金利も低下している。

クレジットカードや電子マネーなどを活用した小額決済の市場が注目されている。なかでも、クレジットカードは、決済機能とローン機能が一体化した商品であり、金融機関にとっての利用可能性も大きい。以下では、米銀のクレジットカード業務の展開を考察することにより、日本の金融業務の今後を考える参考としたい。

米銀の主要な収益源であるカード業務

米国最大の金融グループであるシティグループの2005年版アニュアルレポートによると、事業売却などによる特殊要因を除く当期の継続事業利益198億ドルのうち、米国内外で展開する個人金融部門が109億ドルと過半を占め、なかでもカード部門が41億ドルの利益を計上するなど、中心的な収益部門となっている。投資銀行部門に強みがあったJPモルガン・チェースでも、近年、カード部門が収益の柱に成長しており、バンク・オブ・アメリカにおいても同様の状況にある。このように、カード部門は米銀の主要な収益源となっている。

米国では、銀行が本体でクレジットカードを発行しており、クレジットカードによるリボルビングローンは、ホームエクイテ

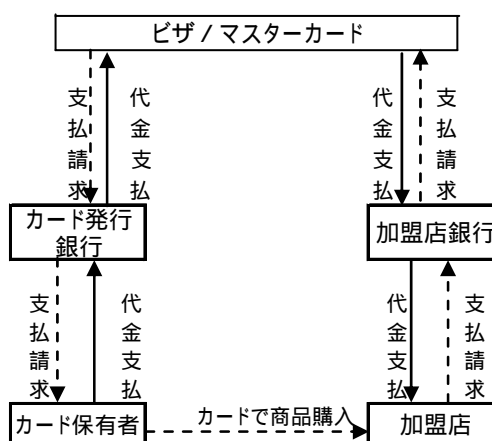
ィ・ローンや自動車ローンとならんで消費者信用の中核を構成している。

米銀のクレジットカードの仕組み

米国は、世界で最もクレジットカードが普及しており、国際ブランドとして圧倒的なシェアを占めるビザ、マスターカードも米国の銀行によって組織されたものである。

米銀が発行するクレジットカードは、カード発行銀行(Issuing bank)、カード保有者(Cardholder)、加盟店(Merchant)、加盟店銀行(Acquiring bank)、カードシステム

図1 米銀のクレジットカード決済の仕組み



資料 Douglas Akers, Jay Golter, Brian Lamm, and Martha Solt, Overview of Recent Developments in the Credit Card Industry, FDIC Banking Review 2005, Volume17, No.3, p27, 沼田優子著『図解米国金融ビジネス』東洋経済新報社、2002年、p77などから作成

全体を統括するビザないしはマスターカードの5者が関係し、その決済の仕組みは図1のようになる。カード発行銀行はカード保有者の決済口座を持ち、加盟店の開拓や管理を行う加盟店銀行は加盟店の決済口座を保有している。

カード保有者が加盟店においてクレジットカードを使って買物をすると、加盟店は加盟店銀行に販売代金を請求し、加盟店銀行は加盟店手数料を控除して代金を支払う。次に、加盟店銀行は決済を総括するビザ、マスターカードに代金を請求し、ビザ、マスターカードからカード発行銀行に代金が請求される。カード発行銀行は自らが受け取る手数料を控除して代金を支払い、ビザ、マスターカード経由で代金が加盟店銀行に支払われる。最後に、カード発行銀行はカード保有者に代金を請求し、カード保有者がこれを支払うことで決済は完了するが、カード保有者の代金支払時にはリボルビングローンが利用される場合が多い。

カード保有者は、リボルビングローンのほかにキャッシングも可能である。

クレジットカード業務の収益構造

クレジットカード業務にかかる銀行の収益については、カード発行銀行が貸し付けるリボルビングローンなどの金利収入が最大の収益源であり、加盟店手数料は、加盟店銀行とビザ、マスターカード、カード発行銀行が分け合うこととなるが、カード発行銀行の取り分が多い。カード発行銀行は、このほかカード保有者から年会費などを徴収している。このように、カード発行銀行に収益上のメリットが多い。

リボルビングローンは、小口の無担保の

貸付であり、住宅担保のホームエクイティ・ローンなどに比べて貸付金利は高い。

表1は米国の商業銀行を中核とする三大金融グループのクレジットカードローンの収益であるが、カードローンの金利収入から資金調達コストを差し引いた利鞘は10%程度となっている。さらに貸倒率を控除したものがネット利鞘となるが、上記三大金融グループの過去3年間の平均的な貸倒率は5~6%で、ネット利鞘は4~5%となる。こうした厚い利鞘が米銀の高収益体質の要因である。

表1 米国三大金融グループのクレジットカードローンの収益(単位: 億ドル、%)

暦年	2003	2004	2005
平均ローン残高	2135	3003	3600
利鞘	10.5	10.6	9.7
貸倒率	5.8	5.6	5.5
ネット利鞘	4.7	5.0	4.2

資料 各社のAnnual Reportから作成

(注) 1. 三大金融グループはシティグループ、バンク・オブ・アメリカ、JPモルガン・チェースで上表数値は3社の合計値

2. 利鞘 = 純金利収入 / 平均ローン残高

3. 貸倒率 = 貸倒費用 / 平均ローン残高

4. ネット利鞘 = 利鞘 - 貸倒率

クレジットカード業務の要点

前記のように、クレジットカード業務の中心的な収益は、カードローンにともなう金利収入であり、収益の増加を図るためには、クレジットカードによる借入を行う顧客を獲得することと、貸倒率を極力抑えていくことが必要である。このためには、顧客獲得のためのマーケティングや、新規顧客加入やクレジットライン設定のための審査がポイントとなる。

米国では、クレジットビューローといわれる個人信用情報機関が充実しており、営利事業として行われている。個人信用情報には、個人の借入状況や返済履歴だけでなく、年収などの経済状況や個人の性格、地

域での評判といった情報も蓄積されている。これらの情報は、貸付審査だけでなくマーケティングなどにも利用することができる。商業銀行を含む大手クレジットカード会社では、個人信用情報機関が提供する情報のほかに、独自の与信システムの活用や信用調査のアナリストによる分析などを加えて、貸付審査やマーケティングが行われる。

クレジットカード業務のポイントの第二は、債権管理・回収体制の整備である。表1のように、三大米銀のクレジットカード業務の平均的な貸倒率は5～6%である。小口ローンのため、貸倒件数は大きなものとなり、これらの債権を管理・回収するための体制整備が必要となる。米銀では、所定の期日に決済がなされなかったような時には、コールセンターから電話による督促などが行われ、延滞が180日以上に及ぶ時などには当該債権は貸倒償却され、バランスシートから除外される。米銀は、貸倒償却された債権を、債権回収を専門とするサービサーなどに回収をアウトソーシングしたり、債権そのものを売却したりしている。このため、米国ではサービサーの市場が発達している。

審査技術の向上と低所得層への広がり

クレジットカードの顧客構造の推移をみると、米銀は低所得層に顧客を広げてきたことがわかる。

表2は1989年から2001年までの期間(3年ごと)においてクレジットカードを少なくとも1枚保有している家計を所得階層別にみたものである。クレジットカードの保有は、主として所得の低い層のところで増加している。所得が低い層への広がりが可

能になったのは、クレジットビューローによる個人信用情報を用いたクレジットスコアリングなどの金融技術の発達により信用リスク管理が可能になったことや、信用リスクに基づく顧客のランク付けと貸付金利の設定が実施されたことなどによるものである。

表2 所得階層別クレジットカード保有家計の割合(単位: %)

	89	92	95	98	2001
低所得層	29.3	33.0	38.2	34.7	42.9
準低所得層	57.1	66.9	63.9	64.4	67.4
中間層	75.9	74.2	78.3	77.7	82.1
準高所得層	87.1	88.8	91.5	88.5	88.5
高所得層	95.5	94.6	98.0	96.6	97.1
全体	69.5	71.9	74.4	72.7	76.3

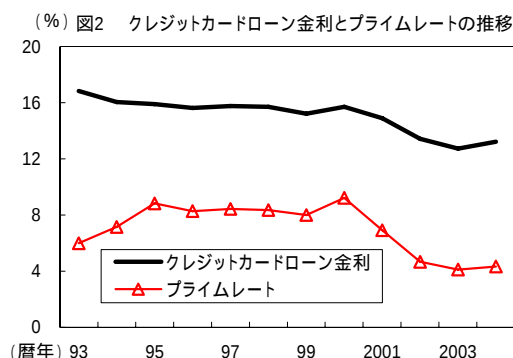
資料 Kathleen W. Johnson, Recent Developments in the Credit Card Market and the Financial Obligations Ratio, FRB, Federal Reserve Bulletin, Autumn, 2005, p.475

(注) 1. 少なくとも1枚以上のカードを保有する家計を対象

クレジットカードローン金利の低下

前記のように、クレジットカードの保有は所得の低い層に広げられてきたが、そのわりにはカードローンの延滞率や貸倒率はそれほど上昇していない。個人信用情報などを活用したクレジットスコアリングなどの成果が発揮されたものといえよう。

また、信用リスクの程度に応じた貸付金利の設定がなされてきたが、クレジットカードローンの金利水準は全体として上昇せず、信用リスクの低い顧客への適用利率が



資料 U.S.Department of Commerce, Statistical Abstract of the United States 2006 (原典出所はFRB)

(注) 1. 金利は年平均

低下するという傾向がみられた。また、かつては、クレジットカード金利は市中金利に連動しなかったが、貸付金利変動制のクレジットカードが増えて、市中金利に連動する傾向が強まり、図2のように、2001年以降、市中金利の低下に歩調を合わせてクレジットカード金利も低下している。米国ではリボルビングローンの業者間での借換えなども行われており、業者間の競争のなかでこうした金利低下が実現している。

大手銀行への集中化傾向

米国のクレジットカード業界の近年の傾向として、大手への集中化が進んでいることがあげられる。シティグループは2003年にシアーズのクレジットカード部門を買収したが、JPモルガン・チェースも2004年にクレジットカード業務に強いバンクワンを買収した。バンク・オブ・アメリカは、2003年にリテール金融に強いフリートボストンを買収し、さらに、2005年にクレジットカード大手のMBNAを買収した。

クレジットカード業務の寡占化が進んでいるのは、カードの高機能化等にとともなう設備投資負担の増加といった装置産業化が進む一方で、各種ポイント制の採用などによる顧客囲い込みや金利競争などが激化し、こうした競争に打ち勝って利益を上げていくためには、規模の利益の確保が必要なことなどによるものである。

日本への示唆

これまで述べてきたように、米国では、90年代以降、クレジットカードの保有が所得の低い層へ広がるなかで、延滞率等があまり上昇することなく、カードローン金利

が低下してきた。これには、米国において個人信用情報の整備が進んでおり、個人信用情報の広範な利用が可能だったこと、これを利用したクレジットスコアリングなどの技術革新を背景に信用リスク管理の高度化が進んだこと、クレジットカードをめぐる金融業者間の競争が行われたことなどが起因している。

日本でも、いわゆるグレーゾーン金利が廃止される方向にあり、銀行とノンバンクが共通の土俵で競争する環境が整備されつつある。また、銀行のリテール金融への取り組みが本格化するなかで、ノンバンクも含めた金融業者間の競争がより進展する傾向にある。こうしたなかで、日本においても、今後クレジットカードを含む小口無担保ローンの金利低下が予想され、それは社会にとっても望ましいことと思われる。

こうした金利低下が進む過程では、信用リスクに応じた金利設定の動きが広まることが予想され、それには個人に対する信用リスクのより正確な把握が重要となる。日本においては、主要な個人信用情報機関の利用はその機関の会員に限定され、かつ、与信判断以外の使用は禁止されており、米国ほど個人信用情報を利用できる環境にはない。金融庁の貸金業制度等に関する懇談会が公表した「座長としての中間整理」においても指摘されているように、信用情報機関間の情報交流の一層の促進が必要と思われる。また、銀行等金融機関にとっては、銀行等が持つ顧客の預金口座の決済履歴情報など利用可能な情報の活用的高度化が求められよう。