

小額決済市場の今後

専任研究員 鈴木博

小額決済市場において、ホットな競争が繰り広げられている。小額決済市場とは、コンビニにおける日用品の買物、レストランやコーヒESHOP等での飲食、バスや電車などの交通サービスの利用など、日々の生活に密着した小額の財貨・サービスの購入に関する決済の場であり、1回当たりの決済金額は千円未満のことが多い。

こうした決済の分野では、これまで現金決済が中心だったが、近年、各種カードや携帯電話などによる電子決済サービスの利用が増えている。2001年にJR東日本が発行したSuicaは、当初交通乗車券としてスタートしたが、2004年以降電子マネーの機能を果たすようになり、同じく2001年にビットワレット(株)が発行した電子マネーEdyは、レストランやホテル、コンビニなどを中心に利用範囲を広げており、これらは携帯電話にも搭載され利用されている。また、本年3月には首都圏の交通機関によって、交通乗車券と電子マネー機能を備えたPASMOが発行される予定であり、(株)セブン&アイ・ホールディングスも今春に電子マネーの発行を計画している。

SuicaやEdyなどの電子マネーは、事前に現金が払い込まれ(プリペイド)、カード等に電子的に蓄積された金額情報が利用の都度支払先に移転することにより決済を行う仕組みである。電子マネー利用の広がり背景には、現金を持ち運ぶ煩わしさから開放されるという利便性に加え、非接触型IC技術の導入によりカード等を加盟店に設置されている読取機にかざすだけで決済ができるという処理の高速性、ICタグの搭載により容易になったポイント利用などが顧客の支持を得たことなどがあろう。こうしたなかで、2005年にはJCBなどの大手クレジット会社が、ポストペイ(後払い)型の小額決済サービスを開始し、これも携帯電話への搭載が実現している。日本は、欧米諸国に比べて、クレジットカードやデビットカードを含む電子的決済サービスの利用度は低く、今後、利用が拡大する余地は大きい。こうした成長性を見通して、上記のように参入企業が増えているものと思われる。

小額決済市場における決済サービスは、1回当たりの決済金額が小さいため、加盟店手数料等の収入に対する事務処理コストの割合が大きく、決済単価が比較的大きいクレジットカードなどに比べると単位当たりの収益性は低いものと推測される。従って、こうしたビジネスが成り立つには、一定の規模が求められるほか、顧客囲い込みによるその他の事業への波及効果が見込めることが必要と思われる。交通機関であれば自社が提供する交通サービスの利用増加への寄与や、現金授受が少なくなることによる合理化効果などがあり、クレジット会社であればクレジットカードの利用増加に結びつく効果などである。事業会社の参入が比較的多くみられるのは、こうした効果が見込めるためであろう。

海外では、電子マネーの発行は銀行などの金融機関主導で行われているところが多い。これは、電子マネーが銀行などが提供するデビットカードの延長的なものとして位置づけられているとみられるほか、利用者保護の観点からの電子マネー発行業者に対する法規制が、銀行等金融機関に対する規制を準用する形で行われている場合が多いと思われる。これに対し、日本では、小額決済分野における電子決済サービスの提供は、事業会社主導で進められているケースが多い。こうしたなかで、銀行等金融機関が小額決済の分野に関与していくには、ICカード化の促進などにより銀行が提供するデビットカードサービスの利便性向上を図っていくことなどが必要と思われる。

情勢判断

国内経済金融

今回の利上げは 07 年度後半と予想

南 武志

要旨

10～12 月期 GDP は前期比年率+4.8%と表面上は予想外の強さとなったが、民間消費が増加基調にあるとの判断は困難であった。こうしたなか、金融政策の行方に注目が集まっていたが、2 月の金融政策決定会合では、先行きの景気拡大が継続するとの見通しを前提にすれば、これまで利上げ見送りの原因としてきた民間消費・消費者物価も中期的には改善が見込まれるとの想定を基に、7 ヶ月ぶりの利上げに踏み切った。

一方、マーケットは、株価は概ね上昇傾向を維持したが、長期金利は 2 月利上げが意識される中、1.7%を挟む展開となった。為替レートは対ドル・対ユーロで円安傾向が続いた。先行き、株価は堅調に推移するが、長期金利・為替レート(対ドル)とも方向感の乏しい展開を予想する。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目	2007年					2008年
	2月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)	0.528	0.40～0.60	0.40～0.60	0.40～0.60	0.65～0.85	0.65～0.85
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.649	0.600～0.750	0.600～0.750	0.600～0.800	0.750～0.900	0.800～1.000
短期プライムレート (%)	1.625	1.875	1.875	1.875	2.125	2.125
新発10年国債利回り (%)	1.665	1.60～1.85	1.55～1.85	1.60～1.90	1.65～2.00	1.80～2.10
為替レート	対ドル (円/ドル)	121.3	115～125	115～125	115～125	110～120
	対ユーロ (円/ユーロ)	158.7	152～162	155～165	155～165	150～160
日経平均株価 (円)	18,108	17,500±1,000	18,000±1,000	18,500±1,000	18,750±1,000	19,000±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2007年2月22日時点。

国内景気：現状・展望

日本銀行による 2 月利上げの可能性を占う上で注目されていた 06 年 10～12 月期の GDP 第 1 次速報が 15 日に発表されたが、表面上は前期比年率+4.8%と、事前の市場予想(同+3%台後半)を大きく上回った。最大の注目材料であった民間消費も前期比+1.1%と、ブレーキとなった 7～9 月期からの回復も見られている。

しかし、その内容を精査していくと、この+4.8%成長という数字が示すほど、日本経済が再び成長率を加速し始めたといった判断を下すのは難しい。この理由としては、①7～9 月期の成長率が同+0.3%へと下方修正(前回発表時は+0.8%)されていること、

②06 年度入り以降の 3 四半期の平均成長率は同+2.1%であり、+2%前後とされる潜在成長率並みに留まること、③最大の焦点だった民間消費は 4～6 月期の水準までしか戻っておらず、実勢は横ばいと判断するのが妥当であること、などが挙げられる。特に、民間消費に関しては、期待された「企業から家計への波及」がなかなか目に見えないことに加え、暖冬の影響もあり、本格的な回復が遅れている。総じて 06 年度前半の低成長からのリバウンドの範囲内に留まっており、05 年度中に見られた力強さが戻ったわけではない。

物価面でも、このところの石油製品価格下落の影響で、12 月の消費者物価(全国、

生鮮食品を除く総合、以下コア CPI) が前年比+0.1%へと、再び上昇率が縮小したことに加え、国際原油市況 (WTI 先物、期近) が現状の 50~60 ドル/バレル程度で推移すれば、07 年夏場にコア CPI が再び水面下に沈む可能性が浮上するなど、物価上昇率は当面低調な状態が続くと見られる。

経済成長に対する輸出への依存度が高い日本経済にとって、年明け以降、米国経済の景気後退リスクが後退しており、輸出の大幅減速への懸念が緩和したことは好材料であるが、足許の機械受注の動きを見る限り、07 年前半の企業設備投資は一服感が出る可能性が否定できないなど、当面は引き続きやや低調な展開が続くものと想定される。ただし、現状の日本経済にとって調整すべき余地が IT 関連財の生産・在庫調整を除けばあまりないこともあり、マイナス成長に陥るような景気後退局面に突入することはないだろう。また、こうした踊り場の状況は、海外経済が再び成長率を加速させていくことに牽引される格好で 07 年後半には脱却すると予想する。

なお、冒頭で述べた 10~12 月期 GDP 速報発表を受けて、当総研では日本経済見通しの改定を行ない、実質成長率を 06 年度

+2.1%、07 年度+1.8%と、ともに上方修正した。一方、物価見通しについては総じて小幅ながら下方修正した。

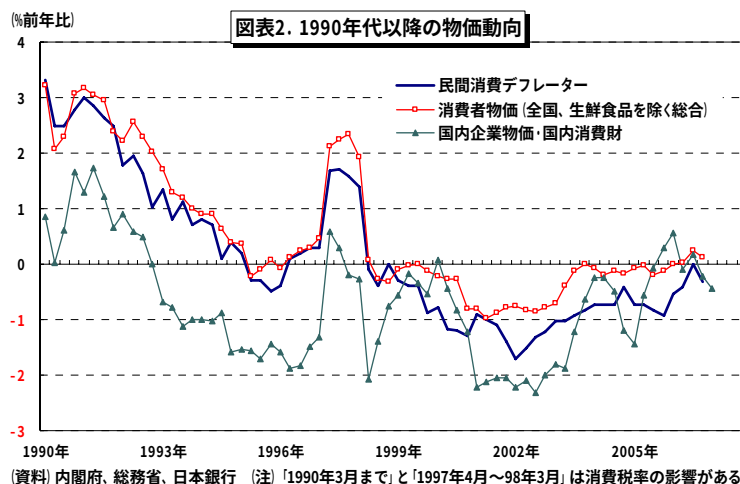
金融政策の動向・見通し

日本銀行は 10 月末に「展望レポート」を公表して以降、追加利上げを示唆するメッセージを発信し続けてきた。1 月に行われた展望レポートの「中間評価」でも、個人消費・消費者物価が想定したより「幾分下振れている」が、先行きは「生産・所得・支出の好循環のメカニズムが維持されるもとで、「(10 月の展望レポートで示した) 見通し」に概ね沿って推移する」としていた。このように利上げに対する意欲は滲ませつつも、12 月、1 月と個人消費・消費者物価の足許の弱さを理由に利上げを見送ったことから、日銀の政策判断の基準に対してマーケットがやや戸惑う場面もあった。

2 月の金融政策決定会合では、その個人消費・消費者物価は（目先弱含んだとしても）中長期的に増加・上昇していくとの見通しを示し、現行の低金利状態が長期間続くとの期待が定着すれば、先行きの経済・物価の上振れリスクが高まるため、それを

予防する目的から緩やかな金利調整を行った、としている。この手法自体は、量的緩和政策後の政策運営の枠組みに沿っているほか、10 月末以降の利上げ意欲を考慮すれば、「筋を通した」行動であるといえる。

しかし、06 年以降の金融政策の正常化プロセスで共通していることは、多くの物価指標が前年比マイナス状態とな



っている状況下で、将来的な上振れリスクを殊更強調して政策判断を行っていることである。2000年8月のゼロ金利政策解除時も、デフレが進行する中、好調な企業業績はいずれ家計所得などに波及するはず（いわゆるダム論）という希望的観測に基づいた判断を行い、

その結果、金融政策は非伝統的手段を多用するように追い込まれている。確かに、当時と状況が異なっているのは間違いないが、日本経済・物価情勢を正常化するために金融政策を駆使しているというより、「金融政策の正常化」を優先している、という印象がさらに強まった。

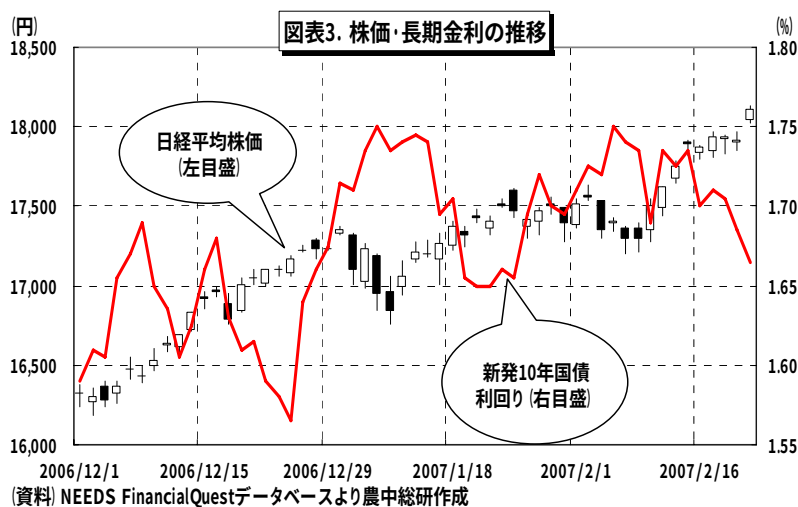
なお、今後の追加利上げの予想時期としては、福井総裁は「緩やかな金利調整を続ける」と表明しているが、夏場にかけて消費者物価が前年比マイナスになる可能性があること、年前半の景気回復テンポが緩やかと予想されることや7月の参院選を考慮すれば、07年10月以降になると予想する。

市場動向：現状・見通し・注目点

マーケットでは、2月利上げについては決め手に欠けるものの、その可能性を十分意識していたこともあり、政策変更直後も大きな混乱はなかった。以下、債券・株式・為替レートの各市場の現状・見通し・注目点について述べる。

①債券市場

年明け以降、長期金利（新発10年国債利



回り) は 1.7% を挟む展開が続いている。さすがに2月の利上げ決定を受けて、短期ゾーンの金利水準は上昇したものの、長期～超長期ゾーンにはほとんど影響が出ておらず、欧米諸国と同様にイールドカーブのフラット化が緩やかに進展している。

このように長期金利水準が安定的な推移を続ける背景には、当面は景気・物価の改善テンポは非常に緩やかなままで、加速的に改善することはなく、利上げペースも約半年に1回程度であるとの見方が広がっていること、07年度国債発行額の大幅減額など良好な需給環境が続くことへの期待感を反映していると思われる。

繰り返しになるが、07年度上期にかけて消費者物価上昇率が前年比マイナスになった場合には、長期金利は一時的にせよ低下する場面もあるだろう。長期金利が緩やかに上昇し始めるのは早くとも07年度後半以降と予想する。

②株式市場

株価は2月上旬にかけてやや調整する動きを見せたが、世界的な株価上昇の流れに沿って、その後は底堅く推移している。22

日には日経平均株価は 00 年 5 月以来の 18,000 円台を回復、TOPIX も昨年来高値を更新するなど、基本的には堅調な企業業績や、M&A など企業再編による株主価値の上昇などへの期待感などを背景とした動きと考えられる。

資金循環統計から民間非金融法人部門の資金余剰状態は顕著であるが、それが自社株買いや配当還元などにどの程度振り向けられるのか、更には 5 月に解禁となる三角合併により、外国企業などからの買収を含め、M&A が一段と活発化するのか、それに対する企業防衛の動きはどうか、といった点が今後の注目点であろう。

一方、07 年度も引き続き、企業業績は増収増益が見込まれているが、その勢いは鈍化していく可能性も高い。ただし、既に説明したように、マクロ全体としては 07 年前半まではやや低調な状態が続くが、年後半にかけては再び輸出主導の成長プロセスが強まることが見込まれる。株価も一旦は調整局面入りすることは十分想定すべきであるが、年末にかけて再び上昇傾向が強まるものと思われる。

総裁会合（G7）を前に、ユーロ加盟国から円安是正に対する発言が相次ぎ、一時円高に振れたが、「円安は（介入など）人為的に作り出されたわけではない」との認識から円高観測は後退した。

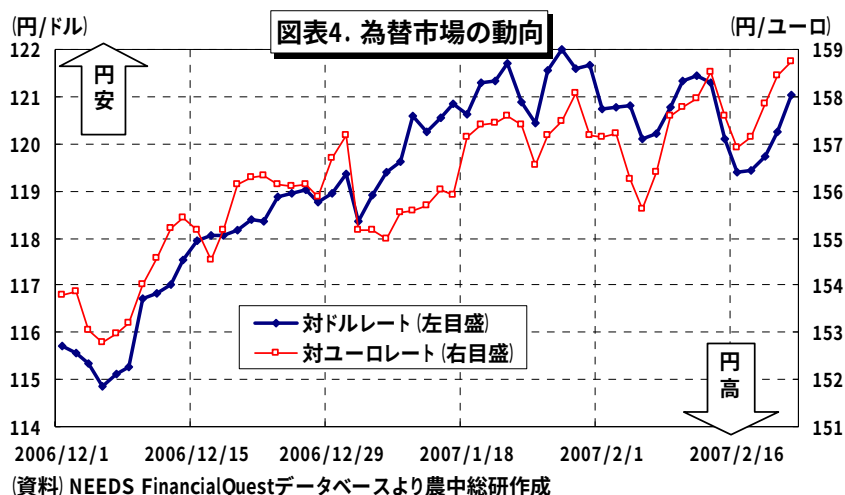
なお、短期的な為替レートの方性については、引き続き日米欧の金融政策の現状及び先行き見通しに影響を受けやすく、当面は内外金利格差要因で動きやすい状況が続くと見られる。以下、日米欧の動向を見ていくと、米国では利下げ観測が大きく後退しており、年内は現状の政策金利が据え置かれるだろう。日本では当面の利上げペースは緩やかと受け止められており、次回利上げは秋以降と思われる。一方、ユーロ圏では、欧州中央銀行（ECB）が 3 月、6 月と利上げを行うとの予想が大勢であり、当面は利上げ局面が継続する可能性が高い。

以上から、当面、対ドルレートは現状の 120 円/ドル前後で推移するものと見られるが、07 年後半に向けて日本の利上げ環境が整ってくればやや円高方向にシフトする可能性もあるだろう。一方、対ユーロでは引き続き弱含む方向で推移する可能性が高いと予想する。

③為替市場

日銀が追加利上げに向けた意欲を見せる中、07 年中も内外金利格差はなかなか縮小しないとの予想が根強く、1 月中旬にかけて円は全面安となった。その後、2 月 9～10 日開催の 7 カ国財務大臣・中央銀行

（2007.2.22 現在）



F R B は性急に動く必要なく現行金融政策の滞空時間が長期化

渡部 喜智

要 旨

米国の足元の経済指標は強弱交錯しており一本調子に成長が加速して行くとは考えにくい。07 年前半は「景気過熱感が無くインフレ高進リスクが小さい一方、雇用（失業率）が悪化するほどでもない」状態が続こう。このため金融政策を動かす必要性は小さく、現行政策金利（5.25%）の滞空時間が長期化すると予想する。なお、07 年後半以降を展望すると、世界経済の緩やかな成長加速と商品市況の反発基調のなかで、長短金利に上昇圧力がかかって行くだろう。

米国の 06 年 10～12 月期実質 GDP は出来すぎ

06 年 10～12 月期の実質 GDP（速報）は前期比年率 3.5%増となった。これは、個人消費の出来すぎとも言える堅調と輸入減少に伴う外需（輸出－輸入）の底上げが、住宅投資の減少継続などを相殺し余りあったということであり、先行きの持続性については慎重に考えなければなるまい。その前の 2 四半期の成長率が同 2.6%増、同 2.0%増と潜在成長力（議会予算局の直近推計では 2.8%）を下回る水準へ減速したところから、06 年 10～12 月期に成長スピードが反転し再び 3%を上回る成長が継続する局面に戻ったと見るのは早計であろう（図 1）。

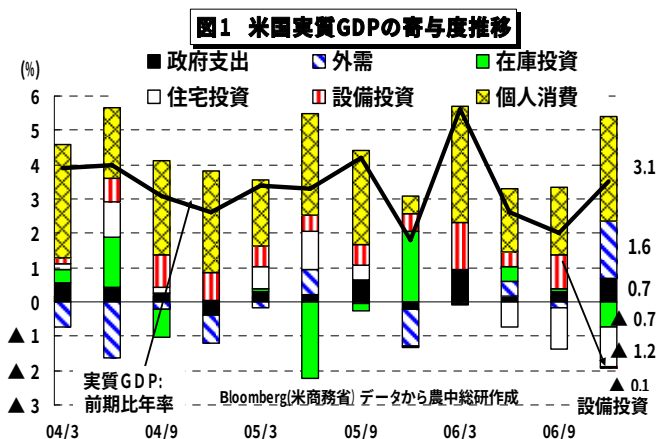
足元の経済指標でも、非農業部門雇用者数が 10～12 月期は平均 16.7 万人増であったが、1 月は 11.1 万人に鈍化。新規失業保険申請件数（週次）も 06 年 6 月以来の 30 万人を切る低水準が 2

週続いた後、増加をたどり 2 月 9 日週には 35.7 万人となり、直近（2 月 16 日週）も 33.2 万人となっている。1 月の小売売上高も全体で前月比 0.0%の微増、自動車を除くベースでは前月比▲0.3%減にとどまった。これについては 12 月の小売売上高の高い伸び（全体で前月比 1.2%増）の反動が殆んど無かったという指摘もあるが、雇用・消費が高い水準で伸びて行く強さはない。

また、企業の代表的景況指数である 1 月 I S M（全米供給管理協会）指数は非製造業こそ 59.0 へ上伸したが、製造業は景況感の分かれ目となる 50 を切る 49.3 へ低下した。鉱工業生産も弱い在庫調整の影響を受け 10～12 月期の前期比▲0.1%減に続き、1 月も前月比▲0.5%減となった。

また、住宅関連では住宅業者のセンチメント指数である N H A B 指数が 2 月に 35 から 40 へ上昇するなどかなり先行き楽観論も出始めていたが、1 月住宅着工件数は 97 年 8 月以来の低水準である年率 140.8 万戸に落ち込んだ。先行指数である住宅建築許可件数から見て、住宅着工件数の落ち込みが継続するリスクは小さいが、本格的底打ちにはもう少し時間を要することを示した。

このように、米国経済には足元で弱めの指標も多く、一本調子に景気が加速していくと考えにくいのである。



強弱交錯し結果的に米国の適温経済状況続く

バーナンキFRB議長は、金融政策レポートを提出し07年2月14、15日に上下両院で議会証言を行った。同議長は、住宅需要とその関連する消費などの下ブレ・リスクおよび高い消費増加の継続による経済拡大ペースの上ブレ・リスクの両面に言及しつつ、「07～08年に米国景気は緩やかな拡大を持続」し、エネルギー価格が安定していることに伴い「先行きのコア（全体から食料・エネルギーを除外）インフレ率は低下」するとの見通しを明らかにした。

表1 FRB理事・地区連銀総裁の経済見通し (%)

年次 項目	2006	2007 (見通し)		2008 (見通し)	
	実績	範囲	中心帯	範囲	中心帯
名目GDP	5.9	4.75～5.50	5.00～5.50	4.75～5.50	4.75～5.25
実質GDP	3.4	2.25～3.25	2.50～3.00	2.50～3.25	2.75～3.00
PCEコア・デフレーター	2.3	2.00～2.25	2.00～2.25	1.50～2.25	1.75～2.00
失業率	4.5	4.25～4.75	4.25～4.75	4.50～5.00	4.50～4.75

FRB資料から農中総研作成

証言のベースとなるFOMCに出席するFRB理事と地区連銀総裁全員の経済見通しは表1のとおりである。2007年見通しについては、PCEコア・デフレーター、実質GDPともにメンバー間の見通しの乖離は小さい。

この見通しについて強弱双方の面から楽観的だとの評価もあるが、この見通しの特に2007年分については現時点で異論はない。具体的な当総研の見通しは本誌後添の「2007年度改訂経済見通し」を参照されたいが、少なくとも07年前半は結果的に『景気過熱感が無くインフレ高進リスクが小さい一方、雇用（失業率）が悪化するほどでもない』状態＝適温状態「ゴールドロックス」

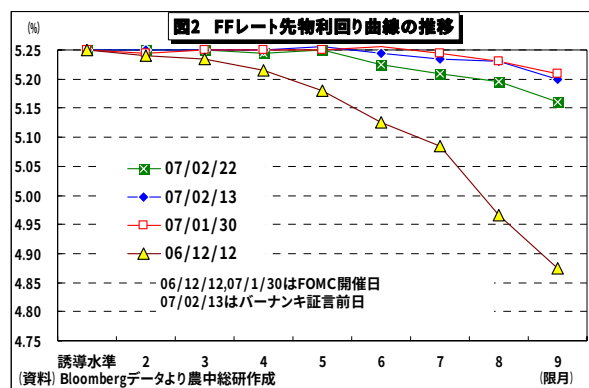
(Goldilocks)＊に近い状況になるだろう。特にPCEデフレーターについては当総研では年央前に一時的ながら2%を下回る局面もあると見ている。

＊「ゴールドロックス」(Goldilocks)＝童話の少女の名前で熱すぎず冷めてもないスープを手に入れることから、『適温』のたとえとして使われる。

現行金融政策の滞空時間が長期化

米国経済が上表のシナリオに沿う限りにおい

て、FRBは従前FOMCにおける声明文にあるようにインフレ・リスク重視のスタンスに立ちつつ、Forward Looking(将来予防的)に様子見を続けることになる。本誌先月号では「07年後半には成長率が緩やかに再加速する見通しを持っているが、その前に利下げを行う余地もなお残っている」としていたが、景気失速懸念が後退したことを踏まえ、フェデラル・ファンド・レート（政策金利）は現行5.25%のまま維持される滞空時間が長期化すると見込む。フェデラル・ファンド・レート先物（以下FFレート先物）の利回り曲線は足元の弱めの指標に反応しやや低下しているが、先行き半年程度はほぼ横ばいであり当面の利下げ観測は殆んどない状態である（図2）。



さらに07年後半以降を展望するとエコノミスト予想は分かれるが、米国をはじめ世界経済の成長が07年後半から緩やかに加速し、原油など国際商品市況も反発基調が強くなると見る。このような状況のもとで長短金利に上昇圧力がかかり、遅くとも08年年明け以降にFRBはForward Lookingの政策運営から利上げに踏み出すと予想する。

なお、株式相場は2月に入っても堅調が続き、前述のFRBの見通しから買い安心感が強まって、ダウ平均(30種)など主要指数が史上最高値を更新している。先行き1年の増益予想率は一桁台に低下しているが、「ゴールドロックス」シナリオへの期待が崩れないなかでは上値追いがしばらく続くと予想する。(07.02.22現在)

原油市況

原油価格は、1月18日にWTI（期近物）が一時1バレル＝50ドルを割り込み、約1年10ヶ月ぶりの安値となった。しかし、2月上旬には米国の気温低下から暖房用燃料需要が拡大するとの見方が強まったことや石油戦略備蓄（SPR）の倍増計画発表から下げ止まり、その後50ドル台後半で推移した後、2月下旬にはイラン核問題への懸念などから60ドル台に再上昇した。当面はOPECによる高値維持スタンスのほか、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、景気拡大が続いている。06年10～12月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比年率＋3.5%と、住宅や在庫などの投資が減少したものの、堅調な消費や外需に支えられ成長率が押し上げられた。また非農業雇用者数の増加基調が続くなど雇用環境が改善している。07年2月調査によれば、米国エコノミストは07年後半にかけて緩やかに伸びが加速すると見込んでいる。一方、米政策金利は1月31日に5回連続で5.25%に据え置かれたが、米政策当局（FRB）はインフレ圧力が緩和する見通しを示しており、軟着陸観測が強まるなか当面は現状維持の政策が続くと考えられる。

国内経済

わが国では、企業部門の好調さに支えられ、緩やかな景気回復が続いている。06年10～12月期の実質GDP成長率（1次速報）は前期比＋1.2%（前期比年率＋4.8%）と伸び率が拡大し、8四半期連続のプラス成長となった。個人消費が2四半期ぶりにプラスとなったほか、輸出、設備投資がプラスに寄与した。足下12月の鉱工業生産は3ヶ月連続で前月比プラスとなったが、電子部品・デバイス工業の在庫が再上昇し、在庫の積み上がりが懸念される。一方、設備投資は先行指標となる10～12月期の機械受注（除く船舶・電力）が前期比＋2.0%プラスとなったものの、過去最大の落ち込みとなった7～9月期（同▲11.1%）からの戻りは弱い。

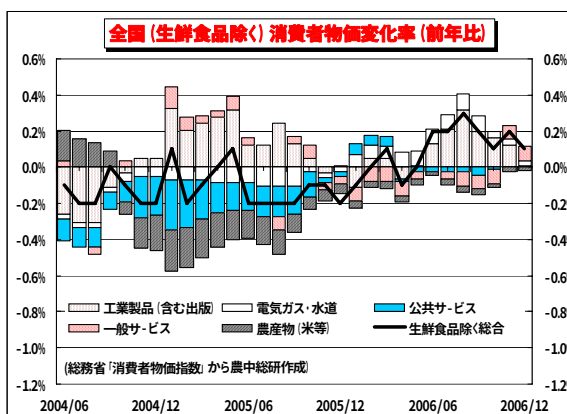
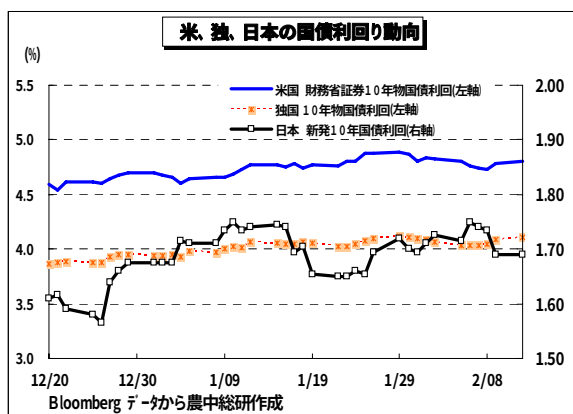
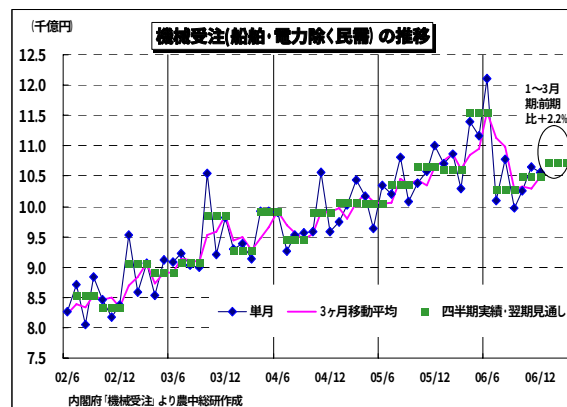
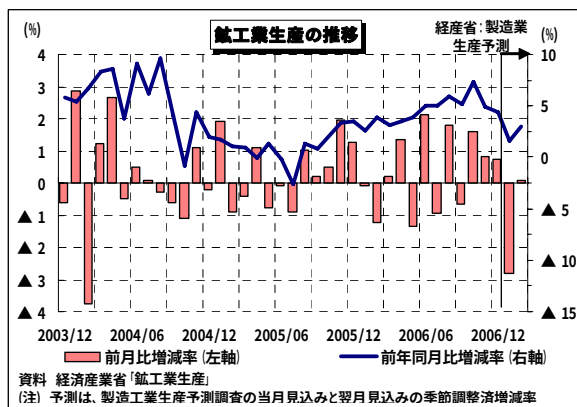
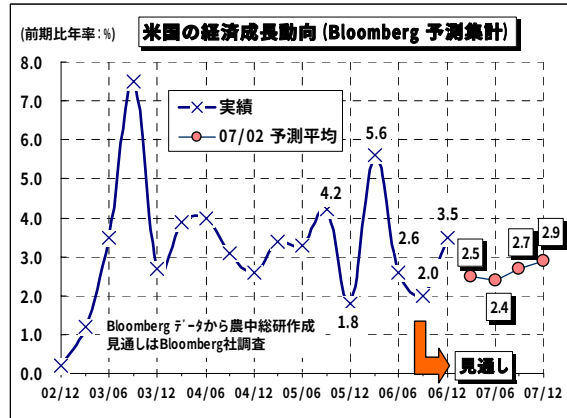
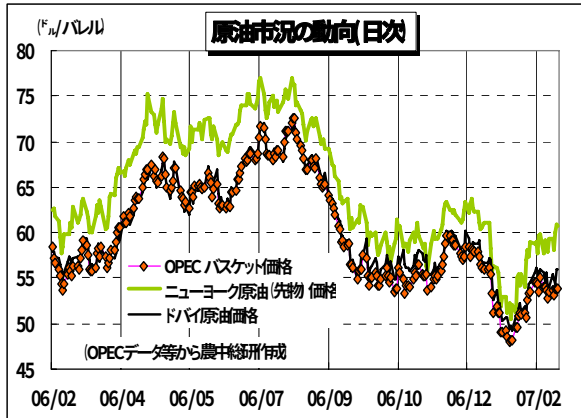
金利・株価・為替

日銀は2月21日の金融政策決定会合で0.25%の追加利上げを賛成8反対1で決定。昨年夏場に一時的に落ち込んだ個人消費は緩やかな増加基調にあり、消費者物価も当面ゼロ近傍で推移する可能性が高いものの先行き上昇する、との判断から7ヶ月ぶりの利上げに踏み切った。しかし次の利上げまで時間を要するとの見方から、日本の長期金利の目安である新発10年国債利回りはこれにほとんど反応せず1.7%前後で推移。一方、日経平均株価は2月中旬にITバブル後の戻り高値を更新し、2月22日には一時6年9ヶ月ぶりとなる1万8,000円台を回復。外国為替市場では2月中旬に1ドル＝119円台前半まで円高が進んだが、日銀の追加利上げ後も内外金利差は縮まらないとの見方から円安方向に動いた。一方、対ユーロでは欧州中央銀行が追加利上げの可能性を示唆していることから1ユーロ＝159円台と円の最安値を更新した。

政府・日銀の景況判断

政府は2月の「月例経済報告」で景気判断を「消費に弱さがみられるものの、回復している」と3ヶ月連続で据え置き。一方、日銀は2月の景況判断を「緩やかに拡大」と判断を据え置いたものの、個人消費については「底堅く推移している」と上方修正した。（07.2.22現在）

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)



2 月 21 日の利上げを受け、19 日の報道発表に必要な修正を行いました。

2007 年度改訂経済見通し

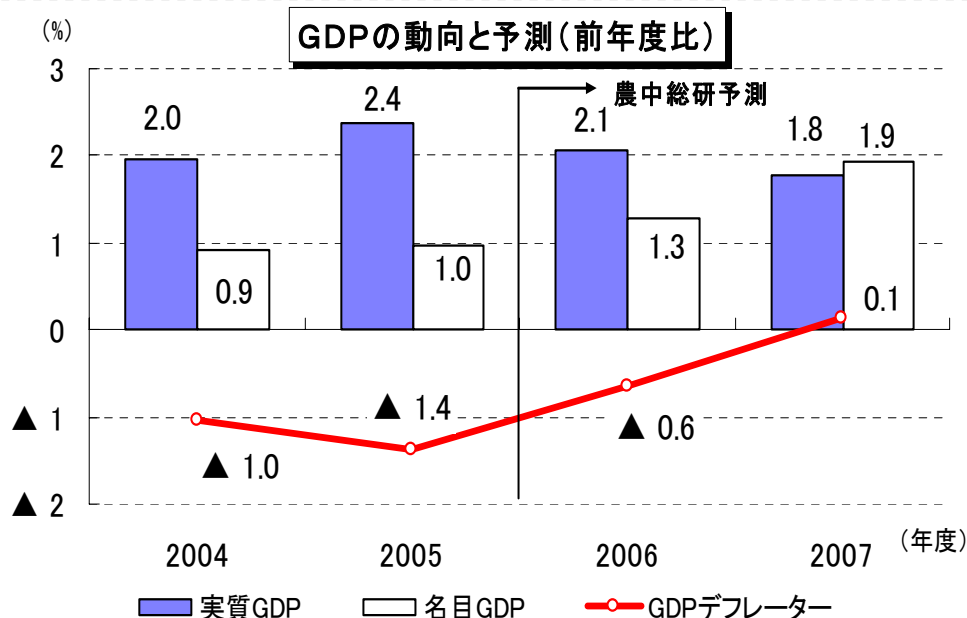
(2 月利上げ実施を受けての改定)

07 年度は実質+1.8%, 名目+1.9%成長と予測 ～07 年度後半に成長は緩やかに加速、デフレーターもプラスへ～

07 年度も景気拡大局面が続くと予測しているが、07 年前半の国内景気はこれまでの牽引役であった企業設備投資の鈍化などから減速し、民間需要が力強さにやや欠けた形となると見ている。

しかし、米国・ユーロ圏の先行き不透明感が薄れ、世界経済が 07 年も底堅い成長を持続する見通しが強まっていることから、景況感の後退にまではつながらない。また、07 年度下期からは米国経済の成長が緩やかに再加速することに伴い、日本経済の成長も同様の動きになると予測する。GDP デフレーターも 07 年度後半からプラスに転じ、GDP 統計上でもデフレが終結すると見込む。

金融政策については、当面は追加利上げ環境が整わないことから政策金利は現状水準での推移が予想されるが、07 年度下期には再び利上げに踏み出すものと想定する。



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」から農中総研作成・予測

お問い合わせ先：(株)農林中金総合研究所 調査第二部 03-3243-7369



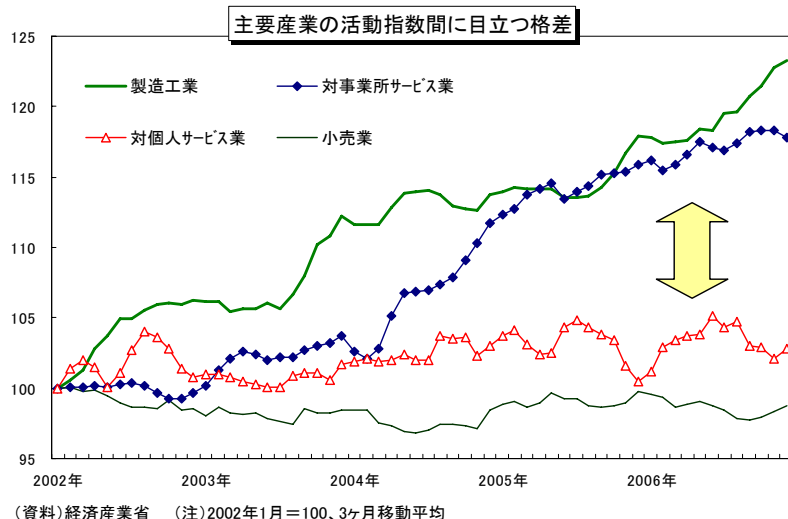
1. 景気の現状:

(1) 最近の景気・物価情勢

今回の景気拡大局面は2007年2月には6年目に入るなど、戦後最長記録を更新し続けている。その一方で、「企業から家計への波及」が遅々として進まず、その結果、最大の需要項目である家計消費が低調であるなど、景気動向は全体として斑模様のまま推移している。

実際、90年代以降の景気拡大の牽引役である輸出（もしくは外需）は、米国経済が減速した中でも、底堅く推移している。円安基調に加えて、BRICsなど新興国の高成長に支えられた面が強いと見られる。これを受けて、輸出製造業部門を中心とした企業活動は好調さを保っている。05年11月に、それまでの最高値であったバブル景気時（1991年5月）をようやく上回った鉱工業生産は、その後も過去最高を更新するなど、世界経済の底堅さに大きく依存した景気拡大が続いている。

一方で、企業部門で生産された付加価値の家計への分配はあまり進展が見られていない。景気拡大継続や将来的な人手不足を見込んで、企業も雇用確保に動いているため、雇用環境は決して悪いわけではないが、1人当たり賃金（もしくは1人当たり人件費）という面から見ると、その増加テンポはかなり緩やかである。これには労働者の年齢構成の変化が



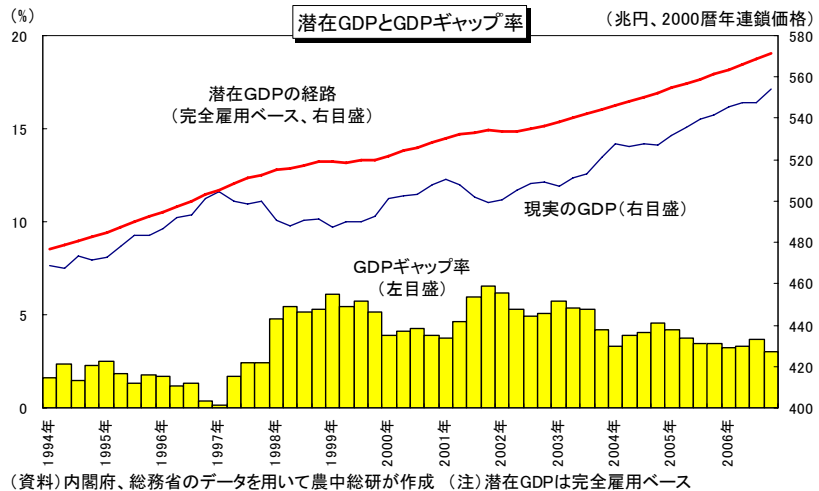
急激に発生していることの影響が大きいと思われるが、企業サイドの意識として「失われた15年」を乗り越えた後でも、賃金コストを増加させることへの抵抗感が残っていることが強く影響しているものと思われる。こうした賃金情勢を受けて、家計部門では将来的に労働所得が増加していくことを見通すことができない状況にある。好調とされる企業部門でも、「企業向け」か「家計向け」かによっては、企業活動にも大きな差が発生している状況である。

また、物価面では、06年度に入ってからマクロ的な需給バランスの改善ペースが鈍化していることもあり、当初想定していたほど上昇率が高まる状況にはない。12月の消費者物価指数（全国、生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）は前年比+0.1%に留まっているほか、より需給環境を反映する「食料（除く酒類）・エネルギーを除く総合」は同▲0.3%と依然としてマイナス状態が続くなど、デフレ環境は今なお残っている。



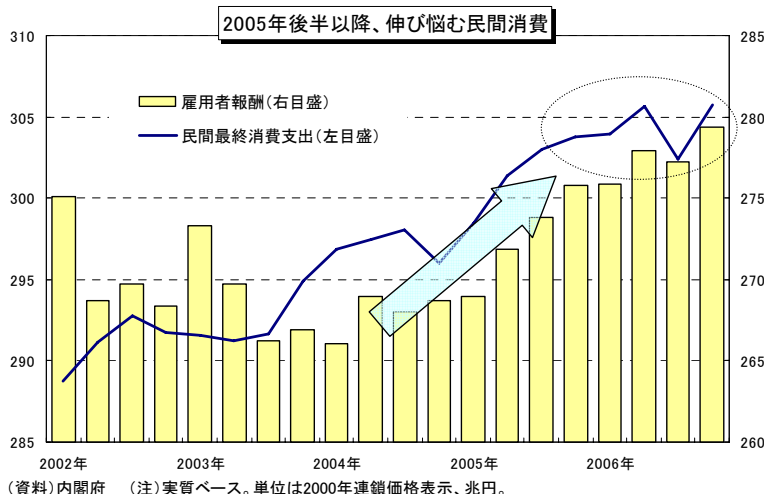
(2)2006年 10～12月期 GDP の評価

こうしたなか、2月15日にGDP速報(1次QE)が発表されたが、2006年10～12月期の実質経済成長率は前期比年率+4.8%と、06年度前半の同+1%割れのペースから大きく加速し、3四半期ぶりに潜在成長率(同+2%前後)を上回る成長を達成した。事前のマーケットコンセンサスは同年率+3%台後半とあらかじめ高めの見通しであったが、それを上振れるポジティブ・サプライズの内容となった。



この+5%弱の数字は、瞬間風速としてはかなり高い数字であるのは間違いないが、発射台となった7～9月期が更に下方修正された(前期比+0.2%→同+0.1%)ことや、この10～12月期を入れても06年度に入ってから平均成長率(年率)が+2.1%にとどまること、などを考慮すれば、「景気拡大局面は続いているが、マクロ的な需給ギャップ解消のテンポは緩やかなものに留まっている」との従来の評価は変わらない。

需要項目の内訳を見ると、民間消費は前期比+1.1%と2四半期ぶりのプラス(寄与度は+0.6%pt)で、かつ03年10～12月期以来の高い伸び率となった。もちろん、7～9月期(前期比▲1.1%へ更に下方修正)の大幅減からのリバウンドという側面が強く、落ち込む以前の4～6月期と比較しても+0.002%ほど上回ったに過ぎず、元の水準までようやく戻ったと評価するのが妥当である。ガソリンなど石油関連財やサービス価格の反落により、消費抑制効果が剥落しつつあるものの、12月の月次消費統計が再び弱含んでおり、足許1～3月期



も暖冬の影響で民間消費が順調に拡大しているとは判断しがたい。「企業から家計への波及」の遅れが指摘される中、07年春闘においては政府・与党から経営側に対して賃上げを要請する場面も見られたが、団塊世代要因もあり、当面は賃上げ、残業手当、賞与などを通じた家計部門への所得波及はそれほど進展しない可能性が高いだろう(なお、実質雇用者報酬は前期比+0.8%と2四半期ぶりに増加に転じた)。

また、民間設備投資は同+2.2%と、4四半期連続のプラスとなった(寄与度は+0.3%pt)。機械受注や資本財出荷などの月次指標は06夏場以降やや調整する動きも見られるが、06年4～6月期に見られた大型案件の大量発注が着実に進捗している。日銀短観などからは企業は先行き設備不足感が強まるとの予想が根強いこと、好調な企業業績に伴ってキャッシュフローが潤沢であること、足許では依然として実質金利水準(長期金利－国内企業物価上昇率)がマイナス状態にあることなど、企業設備投資を取り巻く環境は良好な状

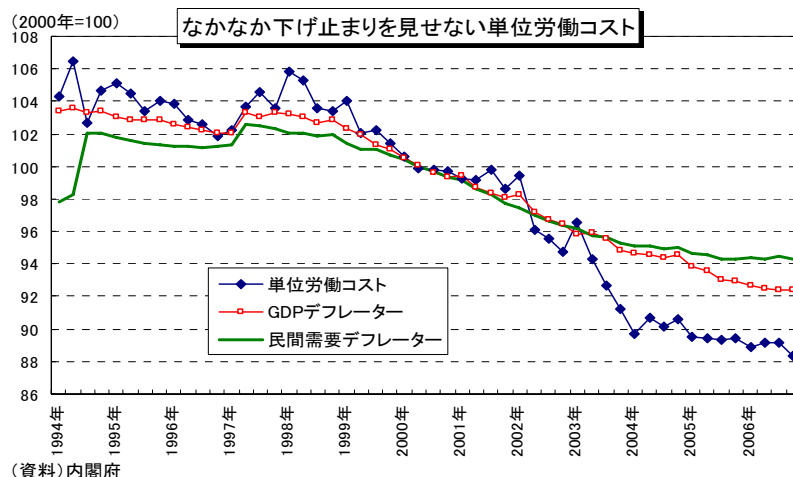


態が続いている。一方、民間在庫品増加は2四半期ぶりに前期比成長率に対してマイナス寄与(▲0.1%pt)となった。民間消費改善を受けて、流通在庫が減少したものと思われる。なお、民間住宅投資を含む民間需要全体としては前期比+1.2%と2四半期ぶりのプラス(寄与度は+0.9%pt)となった。

公的需要に関しては、政府消費は前期比横ばい、公共投資は同+2.7%と5四半期ぶりのプラスとなった。公的在庫品増加を含む公的需要全体では前期比+0.5%(寄与度は+0.1%pt)と5四半期ぶりの増加となった。

輸出は前期比+1.1%と、7四半期連続のプラスとなったが、05年夏場の踊り場脱却後に見られたペースからは減速感も出ている。一方、輸入は同▲0.0%と2四半期連続のマイナスとなった。石油製品の在庫増や06年度に入ってから総需要の伸び鈍化などが影響したものと思われる。この結果、外需寄与度は+0.2%ptと2四半期連続のプラスとなった。なお、経常収支の対名目GDP比率は4.6%と、7~9月期(3.7%)から大幅に上昇、約20年ぶりの高水準となっている。

一国のホームメイドインフレを表すGDPデフレーターについては、前年比は▲0.5%と依然としてマイナス状態が続いているが、下落幅は着実に縮小(7~9月期は同▲0.8%)していることも確かである。一方、季節調整後前期比では+0.0%(当社試算)となっており、最



大の付加価値生産セクターである企業部門の価格転嫁行動が目に見える状況になりつつある。ただし、7~9月期には一旦は水面下から浮上した民間消費デフレーターが再び前年比マイナスとなるなど、デフレ状態から完全に脱却できているわけではない。また、注目の単位労働コストも引き続き下落しており、この指標が下げ止まるまでにはもう少し時間がかかるものと思われる。

(3) 日本銀行は2月に追加利上げを決定

日本銀行は06年10月末に「展望レポート」を公表して以降、追加利上げに向けた意欲を見せてきた。日銀は、先行きも順調な景気拡大が見通せる中で、現行の超低金利状態が長引けば、将来的な経済・物価動向に上振れリスクが発生する可能性があるため、そうしたリスクが表面化しないうちにあらかじめ先手(利上げ)を打つ、というロジックの下、金融政策(金利体系)の正常化を推進しようとしている。こうした中、06年末にも追加利上げの可能性が意識される状況であったが、民間消費や消費者物価に弱い動きが見られることを理由に、利上げ判断を見送った。

しかし、1月に行った展望レポートの「中間評価」において、基本的には10月に提示した景気シナリオ上を辿っているとの評価を下し、追加利上げの必要性に対する態度は崩さなかった。そうした中、日銀は10~12月期GDP速報の発表を受けて、民間消費は緩やかな増加基調にあり、更に消費者物価が目先弱含んだとしても先行きは改善が見込まれると判断し、2月20~21日の金融政策決定会合において追加利上げを決定した。



2. 予測の前提条件:

(1) 財政政策

2006年9月に成立した安倍政権は、小泉前政権の財政再建路線を踏襲しており、07年度一般会計予算は、『基本方針 2006』に定められた中期的な歳出改革計画に則して編成されている。具体的には、公共事業関係費を前年度当初比▲3.5%、ODA(政府開発援助)を同▲4.0%、防衛関係費を同▲0.3%等を削減し、急速な高齢化の進展で増加傾向にある社会保障関係費を同+2.8%の伸びに留める、といった内容になっている。公務員人件費については、定員純減と官民給与格差の是正により、1,900億円程度の削減を見込んでいる。中期的にも、2011年度までに国・地方を合わせたプライマリー・バランス(基礎的財政収支)を黒字化させるほか、2010年代半ばにかけて債務残高の対GDP比率の発散を止め、安定的に引き下げるという目標に沿った歳出改革・税制改革が行われるものと思われる。

なお、歳入面では、消費税の税率引上げ時期が焦点となってくる。政府や与党の税制調査会では参院選終了後の07年秋以降に抜本的な税制改革論議を行う方針であり、早ければ09年度実施の可能性もある。ただし、歳出改革など構造改革が進展すれば消費税増勢は必要ないという意見(内閣府中心)がある反面、消費税率引上げは不可避とする意見(財務省中心)もあるなど、今後の動向には注意し続ける必要がある。

また、07年度の新規国債発行額は、06年度当初比で4.5兆円削減し、25.4兆円に抑制した。公債依存度も30.7%と、97年度以前の水準まで低下する見込みである。財務省「平成19年度予算の後年度歳出・歳入への影響試算等」によれば、+3%程度の名目成長率が続いたとしても、08年度予算では再び新規国債発行額が増加する可能性が示されるなど、今後も一層の歳出削減努力が求められる状況には変わりがない。

(2) 世界経済の見通し

① 米国経済

米国経済は、懸念されていた最悪シナリオである「インフレと景気後退の並存であるスタグフレーション」を回避し、バーナンキFRB議長が議会証言で述べたような「インフレ圧力の緩和と緩やかな成長の両立」という状態に軟着陸する方向に進むと予測する。景気過熱感が無くインフレ・リスクが小さい一方、雇用が悪化するほどの景気後退でもない状態、いわば適温な経済状態を「ゴルドロック」という言い方をするが、少なくとも07年前半は結果的にそのような状況となるだろう。ただし、年後半以降は成長率が緩やかながら加速するなかでインフレ懸念も台頭し、長短金利の上昇観測が強まると想定する。

以上のような全体的な見通しについて、個別に説明を加える。まず、非農業部門雇用者の増加数が06年10~12月期には平均17.1万人に回復するとともに、就業者数も前年比+2%台の伸びとなっており雇用情勢は良好な状態にある。時間当たり賃金上昇率も業種・職種間の差異が大きいという問題はあっても、全体的には+4%台の伸びが継続。財産所得や社会保障給付などを合わせた後の個人可処分所得(実質ベース)も+3%程度の伸びを持続している。

このように家計の所得フローの堅調さが個人消費を下支えする構図は先行き基本的に変わらないが、06年10~12月期の個人消費が実質で前期比年率+4.4%の高い伸びになったことはあくまで一時的なものと考え。07年前半の個人消費はエネルギー価格下落などに伴う物価上昇率の低下によるプラス要因はあるものの、年率+3%の増加水準を若干切

る水準にペースダウンし、その後、07 年後半は+3%程度の巡航速度に戻すと予測する。

成長減速の主因となった住宅投資の減少が 05 年 10～12 月期以来 5 四半期連続している。足許では住宅ローン延滞率が上昇していることに伴い金融機関の貸出姿勢の後退を懸念する見方もあるが、住宅価格の下落と新築・中古を合わせた住宅需要減少が長期化し、その影響が経済全体へ波及する住宅ブーム崩壊のリスクは基本的に回避され则认为。07 年前半は住宅着工や住宅販売に明確な底打ち傾向が出にくいだろうが、世帯数増加などの住宅実需の根強さを背景に、長期金利の安定と所得増加に伴う住宅取得能力の向上によって、07 年 4～6 月期以降、住宅投資は緩やかに持ち直していくと予測する。

一方、07 年前半の成長を低水準にとどめる主因として考えられるのが、企業設備投資の減速が継続する可能性である。先行指標である非国防資本財受注(実質)が 06 年 10～12 月期にも減少していることから、設備投資の増加ペースは年明け以降も鈍いと想定する。ただし、資本ストックの積み上がりはあるものの、ネット・キャッシュフローが二桁台の伸びを見せるとともに、内部留保を含め資金調達が良好な環境にあること、世界経済の成長鈍化シナリオが後退しており、企業の競争力強化の投資指向が強いことなどが下支えして、設備投資が落ち込む状況には至らないだろう。また、年後半以降は、緩やかに増加ペースが増すと予測する。なお、民間在庫投資についても増加水準は鈍化すると予測する。

外需については、世界経済の成長ゾーンである中国など BRICs、東南アジア、南米、東欧の経済成長が引き続き堅調で、世界貿易量が高い水準を持続すると予想されることから、米国からの輸出も好調を持続すると予測するが、その増加率自体は低下すると見込む。ただし、輸出の伸びが輸入の伸びを上回ることから、GDP に対して外需は 07 年もプラスに寄与する。

以上から、07 年前半の米国経済の成長率は潜在成長力水準といわれる+3%水準(議会予算局の最新の潜在成長力推計は+2.8%)を下回るが、年後半は+2.9%まで成長率が回復、特に年末以降は潜在成長力に並ぶ+3%以上の実質 GDP 成長率になることから、インフレ圧力も再び強まろう。後述のように世界経済の成長水準も持ち直し傾向が明らか

2006-07年米国経済見通し

	単位	2006年			2007年		
		通期 実績	上半期 (1～6月) 実績	下半期 (7～12月) 実績	通期 予想	上半期 (1～6月) 予想	下半期 (7～12月) 予想
実質GDP	%	3.4	3.9	2.5	2.6	2.6	2.9
個人消費	%	3.2	3.2	3.2	3.0	3.0	2.9
設備投資	%	7.4	9.1	5.9	3.3	1.4	4.5
住宅投資	%	▲ 4.2	▲ 3.2	▲ 16.9	▲ 6.7	▲ 6.1	3.9
在庫投資	10億ドル	46.4	47.5	45.4	31.3	25.0	37.5
純輸出	10億ドル	▲ 617.8	▲ 630.4	▲ 605.1	▲ 599.5	▲ 585.1	▲ 613.8
輸出等	%	8.9	10.9	7.5	6.1	6.1	4.6
輸入等	%	5.8	8.1	2.3	3.2	2.1	6.2
政府支出	%	2.1	2.4	2.0	2.6	3.2	2.0
参考							
コアPCEデフレーター	%	2.2	2.2	2.3	2.0	1.8	2.0
FFレート誘導水準	%	5.13	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25
10年国債利回り	%	4.79	5.07	4.63	4.85	4.80	5.00

実績値は米国商務省“National Income and Product Accounts”、予測値は当総研による。

- (注) 1. 予想策定時点は2007年2月。06年10-12月については速報値。
2. 通期は前年比増減率、半期は前半期比年率増減率(半期の増減率を年率換算したもの)
3. 在庫投資と純輸出は実額の年率換算値
4. PCEデフレーターは期中平均前年比、FFレートは期末、10年債利回りは期中平均値



になることから、国際商品市況の上昇が予想されることも米国経済のインフレ懸念の一因となる。

インフレについては、賃金上昇に伴うコストプッシュ要因は一部あるが、07 年前半は商品市況が軟調ないし安定的に推移することがインフレ上昇の鈍化に寄与し、コア PCE デフレーターは前年比+2%を切る局面があると予測する。しかし、年後半以降は成長の再加速と商品市況の持ち直しからインフレ上昇率が小幅ながら高まるだろう。

このような経済見通しを踏まえ、06 年 8 月の連邦公開市場委員会 (FOMC) において 5.25% に引き上げられて以降据え置かれている政策金利のフェデラルファンド・レートは現行水準のままの滞空時間が長期化すると見込む。さらに、その先の金融政策の方向は、成長の緩やかな加速と原油など商品市況の上昇基調とが相まってインフレ圧力が強まることから、時期的には遅くとも 08 年はじめ以降 FRB は追加利上げに踏み切ると予想する。また、長期金利 (財務省証券 10 年物利回り) も上昇し、5% を上回る水準に定着しよう。

②欧州経済

ユーロ圏経済は順調に回復を続けており、業況判断指数は 6 年ぶりの高水準にある。06 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率は、世界経済の拡大を背景に前期比+0.9% (前年比+3.3%) と、事前予想を上回り、伸びが加速した。ドイツ、フランス、イタリアなど主要国で伸びが拡大し、通年でも前年比+2.7% と 2000 年 (同+3.9%) 以来 6 年ぶりの高水準に達し、約+2% 程度とみられる潜在成長率も大幅に上回った。こうした堅調な状況を踏まえて、欧州中央銀行は利上げ継続を示唆している。

ただし 07 年については、年初に実施されたドイツの付加価値税増税のほか、足許までのユーロ高や 05 年 12 月以降 6 回実施された利上げの効果が浸透していく。OECD ユーロ圏先行指数の伸びも鈍化しており、景気は緩やかに抑制されるだろう。欧州委員会のユーロ圏成長率見通しでは、07、08 年ともに+2.4%、エコノミストのユーロ圏成長率見通しでは 07 年+2.0%、08 年+2.1% となっている。

③中国経済

2006 年の中国の実質 GDP 成長率は、年前半に比べ後半はやや減速したものの年間では前年比+10.7% と、高い成長を達成した。中央政府は、上海総合株価指数が 06 年に約 1.3 倍に高騰するとともに、不動産価格が主要大都市で高い上昇を見せていることなどを踏まえ、マクロ・コントロール強化の姿勢に変わりはない。中国人民銀行も+8% の実質 GDP 成長率と+3% の CPI 上昇率を念頭に置いた金融引き締め政策運営を掲げている。

貿易黒字をめぐる国際社会との協調・不均衡是正、人民元的大幅切り上げ回避、という課題はあるが、輸出は引き続き前年比 2 割増前後の高い伸びを持続すると予測される。また、成長の牽引役である社会固定資産投資の伸びは以前に比べれば減速傾向にあるが、08 年の北京五輪開催や農村と都市の格差問題など「三農問題」の是正のためのインフラ整備や資産バブルの軟着陸のためには過度な引き締めが困難な側面がある。したがって、07 年も国家発展研究センターや世界銀行が予測するように+10% 前後の経済成長が見込まれよう。

以上から、07 年の世界経済の実質 GDP 成長率は小幅減速するものの、+3.2% と+3% 台の成長が継続すると予想する。また、世界貿易 (数量ベース) も+8% 台前半の伸びを予想する。

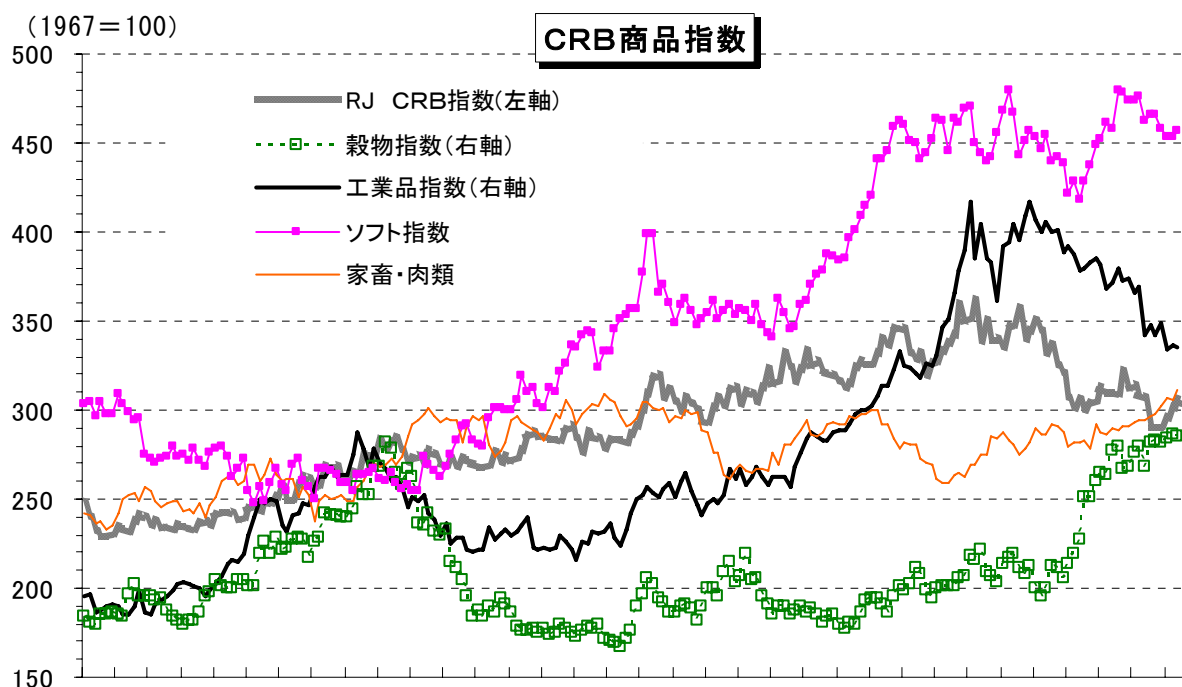
④国際商品市況と輸入原油価格等の見通し

国際商品市況は 06 年後半から下落基調が続き、代表的なロイター・ジェフリーズ CRB 指数は 07 年 1 月上旬に 285 ポイントまで低下、約 2 年ぶりの低水準となり、史上最高値となった昨年 5 月に比べ▲21.8%下落した。しかし、その後は、原油などエネルギー価格が下げ止まり、商品相場は持ち直し気味に推移している。

原油価格(WTI、期近物)は、1 月中旬に一時 1 バレル=50 ドルを割り込み 05 年 3 月以来約 1 年 10 ヶ月ぶりの安値となったが、その後は北米地区での気温低下などから上昇し、50 ドル台後半で推移している。また、OPEC バスケット価格も 50 ドル/バレル台前半での動きとなっている。OPEC は 06 年 11 月(日量 120 万バレル)に加え、2 月からも同 50 万バレルの減産に入っている。こうした OPEC による生産調整や新興国での需要増加などから原油価格は今後も高止まりすると考えられる。日本の原油入着価格(CIF ベース)は、07 年前半は 1 バレル当たり 52.5 ドル程度を見込むが、年後半にかけて徐々に上昇し、08 年には同 57.5 ドルに達すると想定する。

一方、世界的な需給逼迫から穀物価格の上昇が続いている。この背景には、米エネルギー政策によりトウモロコシを原料とするエタノール生産が急増していることのほか、豪州の深刻な干ばつによる穀物収量の大幅減少、高成長が続く中国での旺盛な需要などが挙げられる。昨年から顕著になった資源高騰の流れは、原油や非鉄金属などエネルギー・鉱物資源から大豆、トウモロコシなどの穀物に広がりつつあると考えられる。

先行きは、世界経済の成長テンポが 07 年後半から緩やかに加速することに伴って需給逼迫感が出てくると想定されることから商品市況は上昇圧力がかかりやすいと見込まれる。





2006～07年度 日本経済見通し
(年度)

	単位	2005年度 (実績)	2006年度 (予測)	2007年度 (予測)
名目GDP	%	1.0	1.3	1.9
実質GDP	%	2.4	2.1	1.8
民間需要	%	2.4	2.2	1.7
民間最終消費支出	%	1.9	0.8	1.0
民間住宅	%	▲ 1.0	0.4	1.1
民間企業設備	%	5.8	7.7	4.4
公的需要	%	0.4	▲ 1.4	0.2
政府最終消費支出	%	0.9	0.9	0.8
公的固定資本形成	%	▲ 1.4	▲ 10.1	▲ 2.4
輸出	%	9.0	7.8	6.6
輸入	%	6.0	3.5	4.7
国内需要寄与度	%	1.8	1.3	1.3
民間需要寄与度	%	1.7	1.6	1.3
公的需要寄与度	%	0.1	▲ 0.3	0.0
海外需要寄与度	%	0.4	0.8	0.5
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.4	▲ 0.6	0.1
国内企業物価 (前年比)	%	2.1	2.8	1.6
全国消費者物価 (")	%	▲ 0.1	0.1	0.1
完全失業率	%	4.4	4.1	4.1
鉱工業生産(前期比)	%	1.6	4.3	2.7
経常収支(季節調整値)	兆円	19.2	19.8	21.5
名目GDP比率	%	3.8	3.9	4.1
貿易収支(季節調整値)	兆円	9.5	9.3	9.3
為替レート(前提)	円/ドル	113.3	117.1	116.3
無担保コールレート(O/N)	%	0.001	0.188	0.375
10年国債利回り	%	1.43	1.77	1.86
通関輸入原油価格(前提)	円/バレル	55.4	62.3	56.6

(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断りのない場合、前年度比。

(四半期)

	単位	2006年				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	%	0.4	0.2	▲ 0.1	1.2	0.3	0.2	0.5	0.7	0.8
実質GDP	%	0.7	0.3	0.1	1.2	0.3	0.2	0.4	0.5	0.7
(年率換算)	%	2.8	1.4	0.3	4.8	1.3	0.8	1.7	2.1	2.7
民間需要	%	1.0	0.8	▲ 0.4	1.2	0.3	0.2	0.4	0.6	0.8
民間最終消費支出	%	0.1	0.6	▲ 1.1	1.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4
民間住宅	%	0.9	▲ 2.1	▲ 0.1	2.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0
民間企業設備	%	3.3	3.3	0.8	2.2	0.8	0.4	1.0	1.4	2.1
公的需要	%	▲ 0.6	▲ 0.7	▲ 0.4	0.5	▲ 0.0	▲ 0.0	0.1	0.1	0.1
政府最終消費支出	%	▲ 0.2	0.7	0.7	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
公的固定資本形成	%	▲ 1.9	▲ 6.3	▲ 4.8	2.7	▲ 0.8	▲ 1.0	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.6
輸出	%	2.3	0.7	2.4	1.1	1.2	1.4	1.9	2.0	2.4
輸入	%	2.0	1.4	▲ 0.5	▲ 0.0	1.1	1.2	1.5	2.0	2.5
国内需要寄与度	%	0.6	0.4	▲ 0.4	1.0	0.2	0.1	0.3	0.4	0.6
民間需要寄与度	%	0.7	0.6	▲ 0.3	0.9	0.3	0.1	0.3	0.4	0.6
公的需要寄与度	%	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0	0.0	0.0
海外需要寄与度	%	0.1	▲ 0.1	0.4	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.3	▲ 1.2	▲ 0.8	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 0.1	0.1	0.2	0.3
国内企業物価 (前年比)	%	2.8	3.1	3.5	2.6	2.0	1.6	1.4	1.5	1.8
全国消費者物価 (")	%	0.0	0.0	0.3	0.1	0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	0.2	0.3
完全失業率	%	4.2	4.1	4.1	4.1	4.1	4.0	4.1	4.1	4.0
鉱工業生産(前期比)	%	0.6	0.9	1.0	2.6	▲ 1.2	0.4	1.0	1.0	1.5
経常収支(季節調整値)	兆円	5.1	4.3	4.7	5.8	4.9	5.1	5.3	5.5	5.6
名目GDP比率	%	4.0	3.4	3.7	4.6	4.0	4.0	4.1	4.2	4.3
為替レート(前提)	円/ドル	116.9	114.4	116.2	117.8	120.0	120.0	120.0	115.0	110.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.001	0.002	0.250	0.250	0.500	0.500	0.500	0.750	0.750
10年国債利回り	%	1.57	1.89	1.79	1.69	1.70	1.75	1.80	1.90	2.00
通関輸入原油価格(前提)	円/バレル	59.5	65.3	70.5	60.8	52.5	54.0	57.5	57.5	57.5

(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断りのない場合、前期比。



3. 2007年度の日本経済・物価見通し:

(1) 経済見通し

冒頭で述べたように、06年10～12月期の経済成長率は表面的には力強いものであった。ただし、これは繰り返しになるが、7～9月期の反動増といった側面が強く、07年1～3月期以降も、これに匹敵するほどの成長が持続することを見通せるわけではない。

焦点の民間消費に関しては、石油製品価格の値下がりにより、ガソリン高などに伴う消費抑制効果が緩和する反面、暖冬など天候不順要因は季節商品・サービス需要を中心に阻害している可能性がある上、賃金などを通じた「企業から家計への波及」の遅れが消費の伸びを抑制している可能性も指摘できる。また、足許まで底堅く推移してきた企業設備投資についても、06年後半に機械受注が落ち込んでいることを考慮すれば、一時的にせよ、一服感が出てくる可能性があるものと思われる。

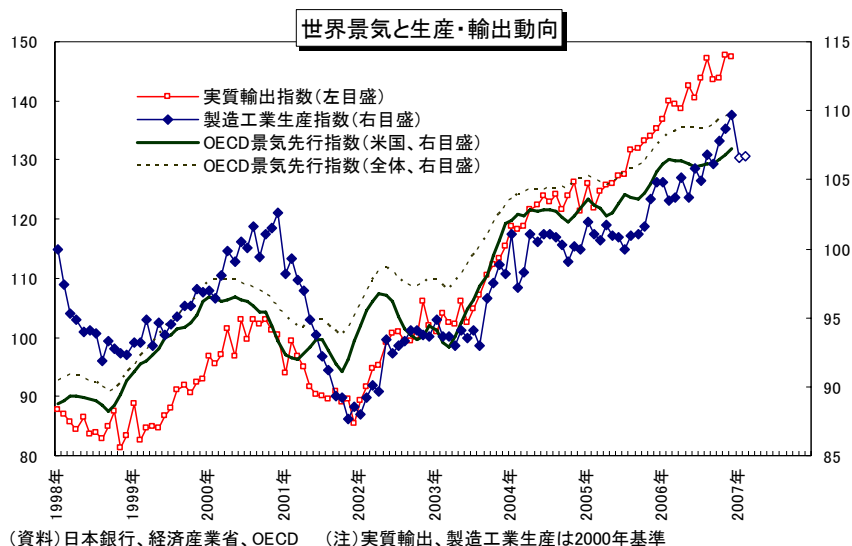
一方で、06年末にかけて心配されていた米国経済など、世界経済の成長鈍化などの懸念は徐々に後退しつつある。実際に、発表される米国の月次経済指標などを見ると、決して良い内容とは言えない

が、景気が底割れする可能性はかなり薄くなっている。それでも、OECDやIMFなどの国際機関の世界経済見通しを見る限り、07年の世界経済の成長率は06年よりも若干ながら減速する可能性があり、日本の輸出にも少なからず影響が出てくる可能性があるものの、総じて底堅く推移する可能性は高まりつつある。

以上のように、最大の需要項目である民間消費に力強さが欠けた状態が続くこと、企業設備投資や輸出にやや減速が見られること、を考慮すれば、少なくとも07年前半の国内景気はやや停滞感を伴った展開が続くものと思われる。しかし、世界経済そのものは緩やかな拡大基調を続け、企業の設備投資環境も引き続き良好な状態が保たれたまま推移する可能性が高く、日本経済がこのまま景気後退局面入りすることはないだろう。もちろん、電子部品・デバイス工業など一部ハイテク業種においては、在庫残高が歴史的な高水準に達しているほか、急速に生産能力が拡大していることもあり、何らかのはずみで生産・在庫調整的な動きが始まる可能性は否定しがたいが、万一調整が発生しても2000年のIT不況時ほどのものにはならないものと思われる。

さらに、06年に入ってから金融政策や金利水準の正常化に向けた動きも、多少の時間差を伴って悪影響が出てくる可能性もある。マネタリーベースやマネーサプライといった量的指標は軒並み低調な状況となっており、増加に転じたと見られていた貸出も加速的に増加していく状況にはない。中長期的にマネーは所得に対して先行性があるという経験則を考慮すれば、景気抑制的な効果が機能し始める可能性は否定できない。

ただし、07年後半には、こうした足踏み状態から脱却できるものと思われる。主因は、米





国を筆頭に、世界経済全体が再び成長加速し始めるからである。07年度末に向けて再び輸出主導型の成長プロセスを強め、それが企業設備投資、更には「企業から家計への波及」を緩やかに進展させて、民間需要全体の伸びが高まっていくものと予想する。

この結果、実質経済成長率については06年度を+2.1%、07年度を同+1.8%と予測した。前回予測(06年12月時点:06年度+2.0%成長、07年度+1.7%成長)から、06、07年度とも小幅上方修正を行っている。また、名目成長率は06年度+1.3%、07年度+1.9%としており、前回予測(06年度+1.2%成長、07年度+2.1%成長)から、06年度は上方修正、07年度は下方修正をした。更に、GDPデフレーターは、06年度は前年度比▲0.6%、07年度は同+0.1%としており、前回予測(06年度▲0.6%、07年度+0.4%)から07年度に関しては下方修正を行った。これは物価見通しに関して全般的に下方修正したことが原因であり、四半期ごとに見た場合にGDPデフレーターが前年比プラスに転じる時期を07年7～9月期(前回予測では4～6月期)へ後ズレさせている。

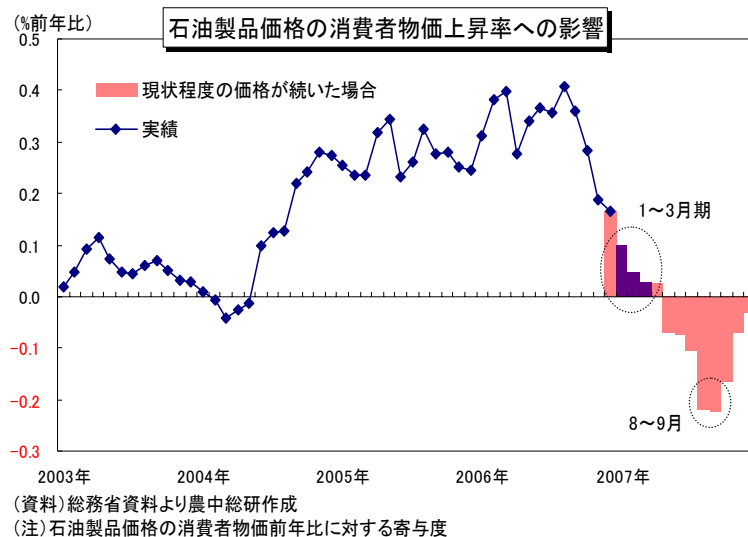
ちなみに、08年度に関しても引き続き景気拡大局面が継続する可能性が高いと思われる。注目すべき点は、2011年度におけるプライマリー・バランス(基礎的財政収支)黒字化という目標達成のために、消費税率の引上げ時期がいつになるか、ということである。これに関しては、参院選後の07年秋以降に抜本的な税制改正論議を始める予定となっているが、最も早いタイミングでは09年度導入ということも考えられる。その場合、08年度後半にかけて税率引上げ前の駆け込み需要が発生する可能性が高く、08年度を通じては高めの成長率を達成することになる。ただし、税率引上げ直後は、民間消費を中心に大掛かりな反動減が発生することも同時に予想され、これを契機に景気拡大が一旦終了する可能性もあるだろう。

(2)物価見通し

国際原油市況は06年夏をピークに反落したこともあり、国内の石油製品価格は06年10月以降、下落傾向が続いている。特に、ガソリン価格に関しては2月時点で前年比マイナスとなっており、先行きこのままの状態推移すれば、今夏にかけて消費者物価に対して大きな押下げ効果をもたらす可能性が急浮上している。また、電気・ガス料金も4月、7月に値下がりする可能性が高く、民間消費の改善があまり進展しないことも含めて考えると、07年度前半

のコアCPIは前年比マイナスに陥る可能性も否定できない。このように、消費者物価を中心に物価上昇率は低調なまま推移する可能性が高いだろう。また、賃金上昇率が極めて低い状態に留まっており、単位労働コストが下げ止まるまでにもう少し時間が必要であることも物価低迷の原因に挙げられるだろう。

06年度の消費者物価(生鮮食品を除く総合)上昇率は+0.1%、07年度も同+0.1%と、物価上昇率があまり高まらない状況が継続するだろう。





4. 金融政策・金融市場の見通し:

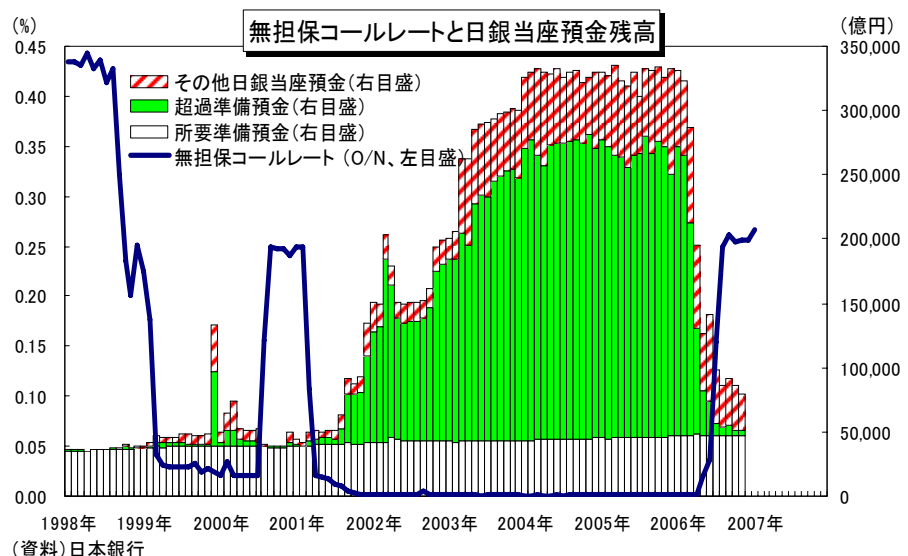
(1) 金融政策

06 年 10 月に日本銀行としての経済・物価見通しである「展望レポート」を公表して以来、日本銀行では「現状の超低金利状態を長期間続けることリスク」を強調するなど、追加利上げに向けた動きを見せ始めた。

10 月末に発表された展望レポートにおける日銀の景気シナリオによれば、「先行き 06 年度後半から 07 年度を展望しても、内需と外需がともに増加し、企業部門から家計部門への波及が進むもとで、息の長い拡大を続けると予想される。景気拡大が長期化し、成熟段階に入っていくにつれて、成長率の水準は、06 年度は+2%台半ば、07 年度は+2%程度と、潜在成長率近傍に向けて徐々に減速する可能性が高い。」としている。また、1 月に示した展望レポートの中間評価においても、「わが国の景気は、06 年 10 月の展望レポートで示した「経済・物価情勢の見通し」に比べて、これまでのところ、天候要因等一時的な下押し要因もあって個人消費を中心に幾分下振れている。先行きについては、生産・所得・支出の好循環のメカニズムが維持されるもとで、「見通し」に概ね沿って推移すると予想される。物価面では、国内企業物価は、原油価格反落の影響などを背景に、「見通し」に比べて幾分下振れるものと見込まれる。この間、消費者物価は、「見通し」に比べて、これまでのところ、原油価格反落の影響もあって幾分下振れているが、先行きは、「見通し」に概ね沿って推移すると予想される。」と、足許はやや弱いことを認めつつも、先行きを見通せば経済・物価とも改善傾向が続くとの見通しを示している。

こうした見通しの下、日銀が懸念するのは、現行の超低金利状態が長期間続けることで、将来的に経済・物価の振幅を激しくしてしまうリスクについてである。それを回避するために、あらかじめ緩やかに政策金利の引上げを行っていくことを示唆してきた。ただし、実際には、民間消費や消費者物価の弱含みにより、そうした予防的な金融引締めに向けた行動をとるまでの判断に至らなかった。上述のように、07 年夏にかけてコア CPI が前年比マイナス状態に陥るリスクが出てきたということは、そもそも量的緩和政策を解除する前提が崩れることを意味しており、2 月に利上げを決断したこと自体、時期尚早といわざるを得ない。まずは、デフレからの完全脱却を実現することに金融政策を駆使すべきであり、「金融政策の正常化」に向けた行動は、物価上昇率がある程度高まってから始めるべきであった。

今回の経済見通しにおいては、次回の金融政策の変更時期として、経済成長率が回復し、物価下落リスクが緩和する 07 年 10～12 月期と想定する。ただし、2 月の利上げ決定の理由付けに見られるように、日銀としては目先の経済指標が一時的に弱含むことが予想されたとしても、低金利状態が長期化することによる将来的な経済・物価の上振れリスクをより重視して、淡々と金利調整を行う構えを改めて示しており、早期利上げの可能性を念頭に入れておく必要がある。



(2) 金融市場の見通し

上述してきたような景気・物価見通しと金融政策の見通しに基づけば、株価・長期金利・為替レートは以下のようなシナリオが見込まれる。まず、株価については、米株式市場(NYダウ)が史上最高値を更新していること、企業業績が引き続き堅調に推移していること、更にはM&Aなどへの期待感などから、総じて上昇傾向が続くことが見込まれる。

長期金利(新発10年国債利回り)については、07年前半の景気情勢が足踏み状態に近いこと、夏場にかけてコアCPI上昇率が前年比マイナスになる可能性もあること、それを受けて利上げペースも緩やかなものにならざるをえないこと、などから、引き続き1%台半ばから後半にかけての展開が予想される。なお、07年度後半にかけては景気・物価の回復傾向が強まることから、緩やかに上昇し始める可能性が高い。

最後に、為替レートについては、対ドルレートについては日米とも当面は利上げの可能性が低いものと思われ、現状の120円/ドル前後の水準でのみ合いが続くだろう。その後、07年度後半にかけて日本経済がデフレ脱却を実現していくのにあわせて、徐々に円高方向にシフトしていくものと予想する。一方、対ユーロレートはECBが3月、6月にも追加利上げを行う可能性があることから、引き続きユーロ高気味に推移するだろう。

金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2007年					2008年
		2月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)
無担保コール翌日物 (%)		0.528	0.40～0.60	0.40～0.60	0.40～0.60	0.65～0.85	0.65～0.85
TIBORユーロ円(3M) (%)		0.649	0.600～0.750	0.600～0.750	0.600～0.800	0.750～0.900	0.800～1.000
短期プライムレート (%)		1.625	1.875	1.875	1.875	2.125	2.125
新発10年国債利回り (%)		1.665	1.60～1.85	1.55～1.85	1.60～1.90	1.65～2.00	1.80～2.10
為替レート	対ドル (円/ドル)	121.3	115～125	115～125	115～125	110～120	105～115
	対ユーロ (円/ユーロ)	158.7	152～162	155～165	155～165	150～160	150～160
日経平均株価 (円)		18,108	17,500±1,000	18,000±1,000	18,500±1,000	18,750±1,000	19,000±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2007年2月22日時点。

**2006～07年度 日本経済見通し
(前期比)**

	単位	2005年度 通期	2006年度			2007年度		
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
実質GDP	%	2.4	2.1	0.8	1.3	1.8	0.6	1.1
民間需要	%	2.4	2.2	1.1	1.2	1.7	0.5	1.2
民間最終消費支出	%	1.9	0.8	0.1	0.6	1.0	0.4	0.6
民間住宅	%	▲ 1.0	0.4	▲ 1.7	2.0	1.1	0.1	0.2
民間企業設備	%	5.8	7.7	5.4	3.1	4.4	1.3	3.0
公的需要	%	0.4	▲ 1.4	▲ 1.2	0.3	0.2	0.0	0.1
政府最終消費支出	%	0.9	0.9	1.0	0.4	0.8	0.4	0.4
公的固定資本形成	%	▲ 1.4	▲ 10.1	▲ 9.4	▲ 0.2	▲ 2.4	▲ 1.7	▲ 1.2
財貨・サービスの純輸出	兆円	16.5	20.9	19.9	22.0	23.5	22.9	24.0
輸出	%	9.0	7.8	3.1	2.9	6.6	3.0	4.2
輸入	%	6.0	3.5	2.2	0.3	4.7	2.5	4.0
内需寄与度 (前期比)	%	1.9	1.3	0.6	1.0	1.3	0.4	0.9
民間需要 (")	%	1.8	1.6	0.8	0.9	1.3	0.4	0.9
公的需要 (")	%	0.1	▲ 0.3	▲ 0.3	0.1	0.0	0.0	0.0
外需寄与度 (")	%	0.5	0.8	0.2	0.4	0.5	0.2	0.2
デフレーター (前年比)	%	▲ 1.4	▲ 0.6	▲ 1.0	▲ 0.4	0.1	▲ 0.0	0.2

(注) 鉱工業生産は通期の場合、前年比

(前年同期比)

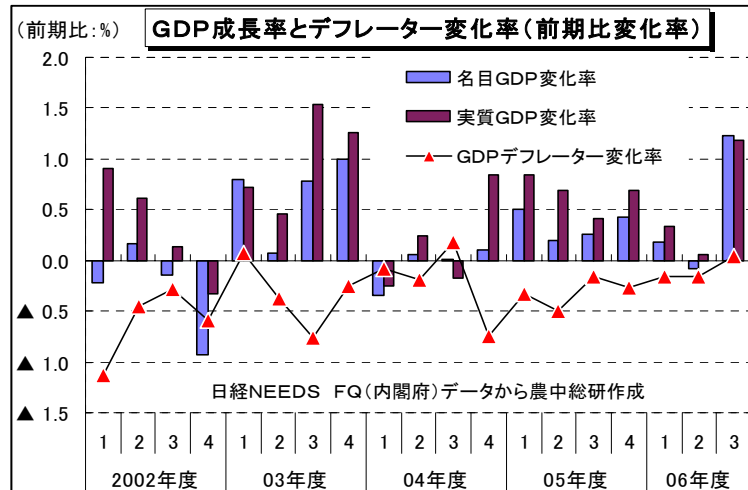
項目	単位	2005年度 通期	2006年度			2007年度		
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
名目GDP	%	1.0	1.3	0.9	1.7	1.9	2.0	1.9
実質GDP	%	2.4	2.1	1.9	2.1	1.8	1.9	1.7
民間需要	%	2.4	2.2	1.9	2.2	1.7	1.7	1.7
民間最終消費支出	%	1.9	0.8	0.6	0.7	1.0	1.0	1.1
民間住宅	%	▲ 1.0	0.4	0.6	0.2	1.1	2.0	0.2
民間企業設備	%	5.8	7.7	7.0	8.6	4.4	4.4	4.3
公的需要	%	0.4	▲ 1.4	▲ 1.8	▲ 0.8	0.2	0.3	0.1
政府最終消費支出	%	0.9	0.9	0.4	1.4	0.8	0.8	0.8
公的固定資本形成	%	▲ 1.4	▲ 10.1	▲ 10.2	▲ 9.6	▲ 2.4	▲ 1.9	▲ 2.9
財貨・サービスの純輸出	兆円	16.5	20.9	19.9	22.0	23.5	22.9	24.0
輸出	%	9.0	7.8	9.8	6.0	6.6	6.0	7.3
輸入	%	6.0	3.5	4.6	2.4	4.7	2.8	6.7

国内企業物価 (前年比)	%	2.1	2.8	3.3	2.3	1.6	1.5	1.6
総合消費者物価 (")	%	▲ 0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	▲ 0.1	0.3
完全失業率	%	4.4	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1
鉱工業生産 (前年比)	%	1.6	4.3	4.5	4.2	2.7	2.8	2.6
住宅着工戸数	千戸	1249	1264	664	600	1260	640	620
経常収支	兆円	19.2	19.8	9.0	10.7	21.5	10.4	11.1
貿易収支	兆円	9.5	9.3	4.1	5.2	9.3	4.6	4.7
為替レート(前提)	ドル/円	113.3	117.1	115.3	118.9	116.3	120.0	112.5
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	55.4	62.3	67.9	56.7	56.6	55.8	57.5

(注) 消費者物価は生鮮食品を除く全国。予測値は当総研による。

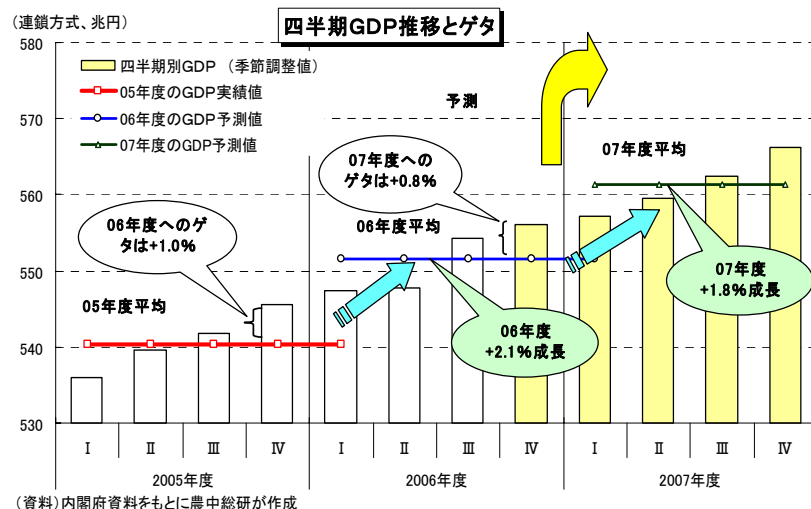
【参考1】 GDP デフレーターについて

- ◆ 一般に、名目値と実質値の関係は「名目値÷物価指数(デフレーター)=実質値」であり、デフレーター変化率は名目値変化率と実質値変化率の差で近似できる。
- ◆ 02年1～3月期からの景気回復局面においても、GDPデフレーターは年率▲1.2%(前期比ベース、以下同じ)で下落が続いており、デフレ状況が継続している。中身を見ても、民間消費デフレーターが同▲0.7%、民間設備投資デフレーターが同▲1.0%と、民間最終需要デフレーターのマイナス状態が目立っている。
- ◆ しかし、民間住宅投資デフレーターや設備投資デフレーターを中心にGDPデフレーターは下げ止まる動きになっており、06年10～12月期のGDPデフレーターは+0.0%となった。ただし、民間最終消費デフレーターは再びマイナス(▲0.4%)になるなど、価格転嫁が十分に最終財価格に反映できない状況が続いており、完全に完全にデフレから脱却できる素地が出来たとは言にくい。



【参考2】 GDP 予測における「成長率のゲタ」

- ◆ 「成長率のゲタ」とは、各年度最終四半期(1～3月期)のGDPが当該年度(4月～翌年3月)のGDPをどの程度上回っているか(もしくは下回っているか)を示すものであり、いわば次年度に向けた「発射台」と考えられる。つまり、ある年度の4四半期ともゼロ成長が続いた場合でも、その年度の成長率は「ゲタの部分」だけはあることになる。例えば、06年度に関しては、05年度からのゲタが+1%あった。
- ◆ 一方、07年度に向けた成長率のゲタは+0.8%となっている。政府経済見通し(+1.9%)、日銀政策委員の見通し(06年10月時点:+2.4%)を達成するためには、07年度1～3月期は前期比でそれぞれ▲0.2%、+1.7%の成長率になる必要がある。
- ◆ ちなみに、当社の06年度見通しは+2.1%成長であるが、実質的に年度内は+1.1%の成長を見込んでいることになる。また07年度見通しは+1.8%であるが、ゲタの部分として+0.8%を見込んでおり、年度内の成長は+1.0%の成長となる見通しである。



付 表 1

欧州経済の状況(予測の前提)

主要国の実質GDP成長率の実績と見通し

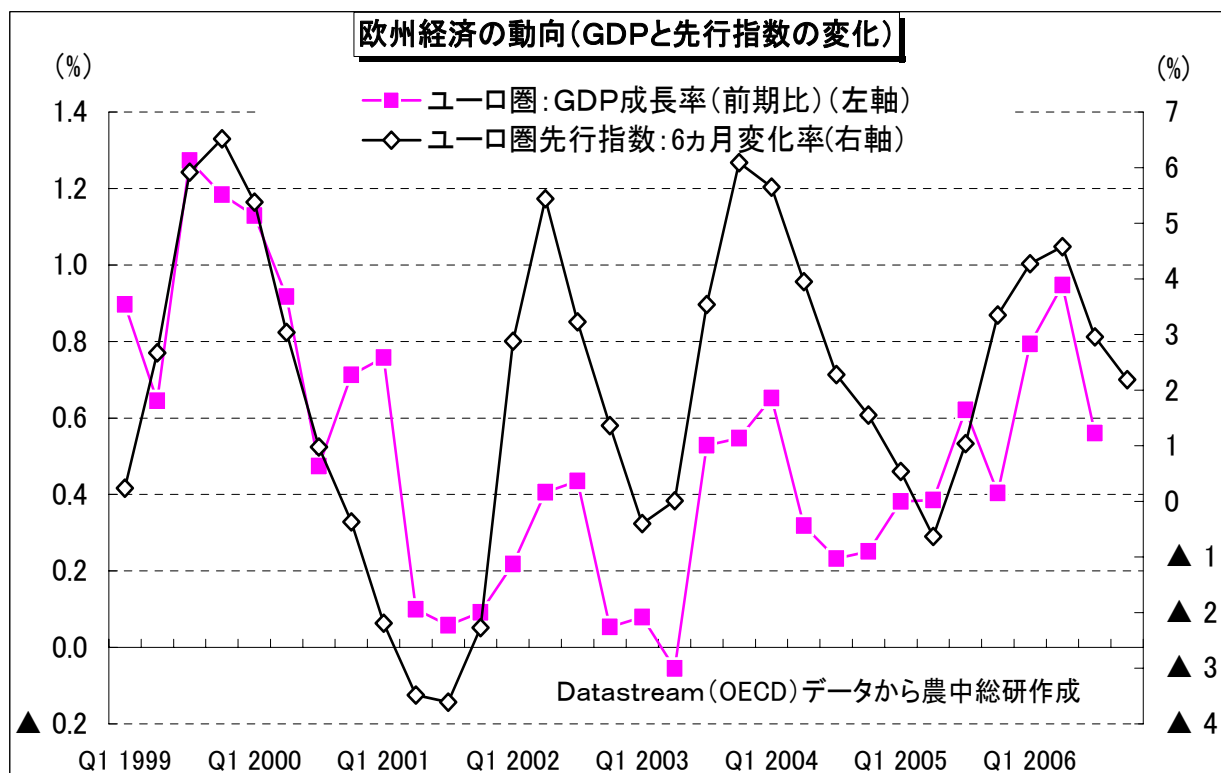
見通し
(前年比:%)

		2004	2005	2006	2007	2008
ユーロ・ゾーン		1.7	1.5	2.7	2.0	2.1
	ドイツ	2.1	0.9	2.7	1.5	2.0
	フランス	2.0	1.2	2.0	1.9	2.0
	イタリア	0.9	0.1	2.0	1.3	1.4
英 国		3.3	1.9	2.7	2.5	2.4
B R I C s	中国	9.8	10.4	10.7	9.6	9.4
	ロシア	7.2	6.4	6.6	6.3	5.9
	インド	8.4	8.3	8.4	8.5	7.8
	ブラジル	4.9	2.3	2.8	3.5	3.6
南アフリカ		4.8	5.1	4.7	4.3	4.4

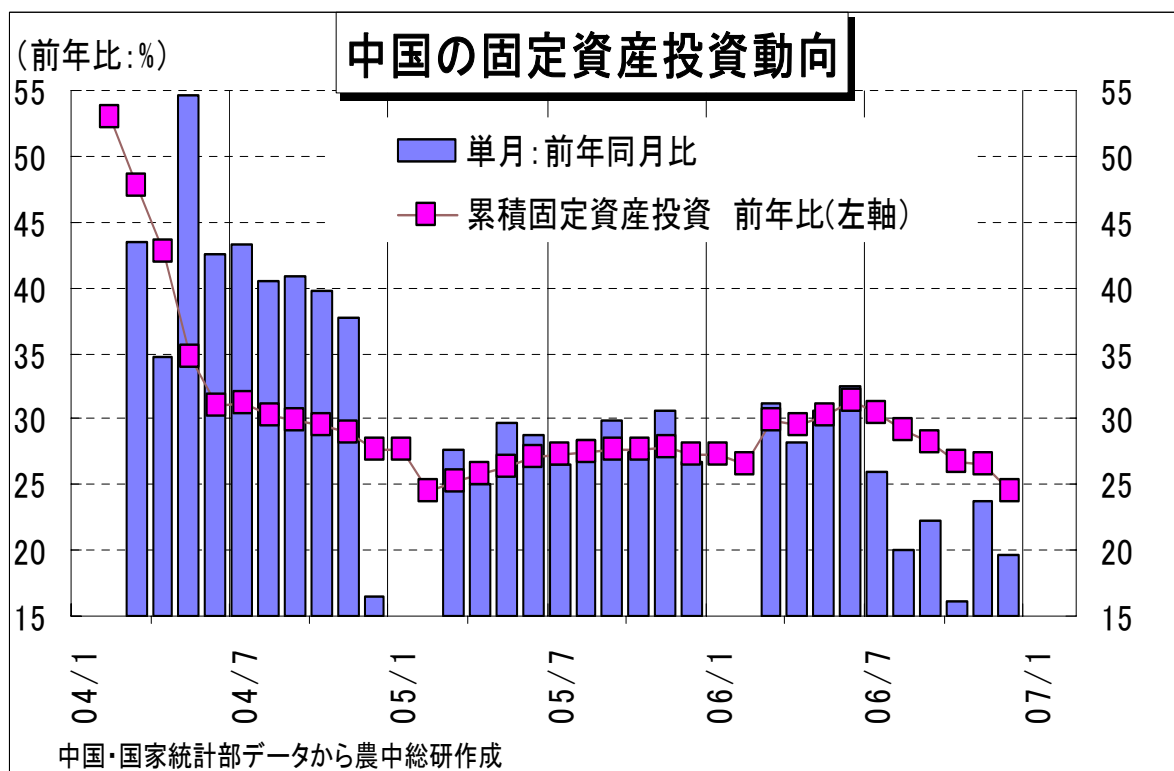
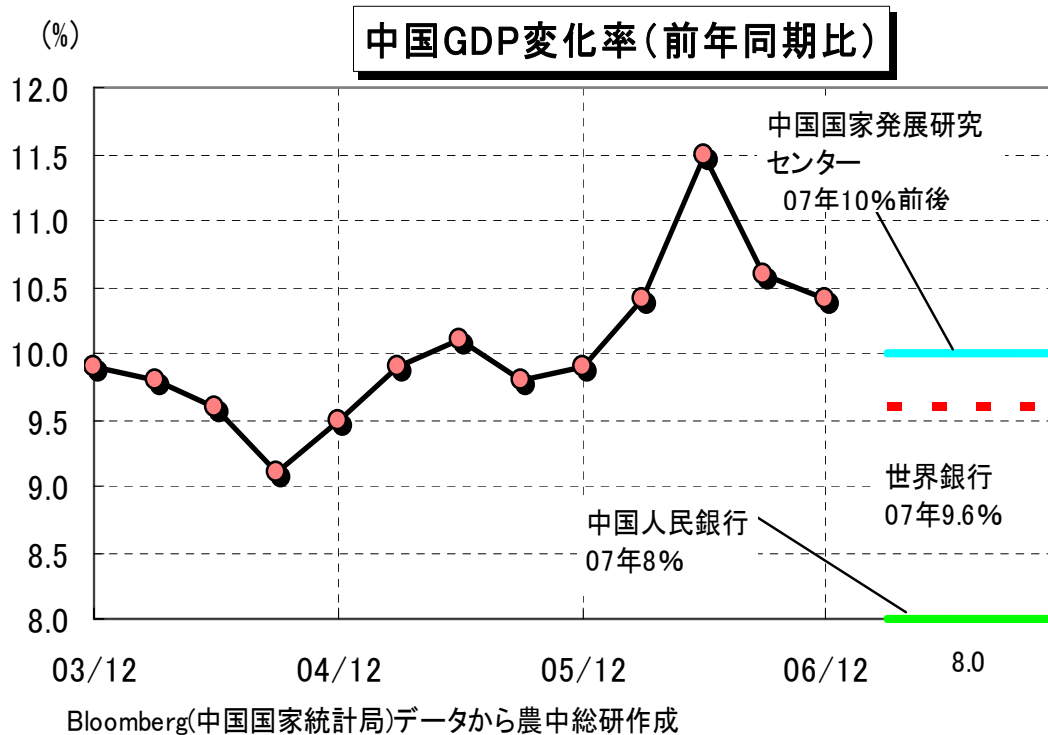
Datastream(各国GDP統計等)データから農中総研作成

見通しはConsensus Economic Basic Service社(CEBS)データによる

ロシア、インド、ブラジル、南アフリカの06年数字はCEBS予想コンセンサス



中国経済の状況(予測の前提)



進展する地域銀行の預かり資産業務と個人の投資指向

渡部 喜智 田口 さつき

「金融改革プログラム」のもと、預かり資産業務が進展

98年12月に銀行、JA、信用金庫などの預貯金取扱金融機関および保険会社（以下、銀行等）での投資信託（以下、投信）の販売が解禁になってから、8年間が経過した。

98年12月に都市銀行や生命保険会社のほぼ全て、地銀の約9割が投信販売をスタートさせた。第2地銀では約6割にとどまったものの、02年3月末になると、ほぼすべての第2地銀が投信販売を行うようになった。また、信用金庫には2000年以降投信販売に参入した機関も多く、その取扱姿勢にはいまだ温度差が残ると言えよう。さらに、05年10月からは郵便局の窓口でも投信販売が始まった。

この間、02年10月に打ち出された「金融再生プログラム」に基づく不良債権処理の促進と公的資金投入の政策対応が景気回復と相まって効果を現し、多くの金融機関において不良債権問題は峠を越すとともに、決済用預貯金を除くペイオフ解禁が05年4月に実施された。

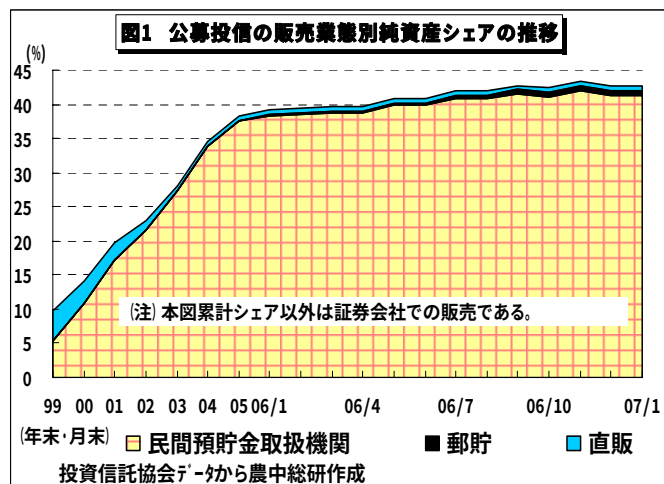
これを引き継いで策定された05年度からの2年間を重点強化期間とする「金融改革プログラム」では、「良質で多様な商品にアクセスできる金融システム」の構築が金融行政の目指すべき方向となった。そのなかで、「利用者ニーズの重視と利用者保護ルールの徹底」を最重要ポイントとして、金融商品・サービスの提供・販売体制の充実に向けた制度設計・改正が順次進められている。特に資産運用における製販分離や販売チ

ャネル拡大によって便利かつタイムリーにワンストップで金融商品を購入できる環境が広がり「貯蓄から投資」への流れが加速されることが期待されている。

一方、金融機関利用者の側に立てば、04年度の年金財政再計算に当たり、年金財政悪化が明確になるとともに将来の年金不安が一段と強まったが、これにより各個人が自立的に長期生活設計にも基づき資産形成を行うことが必要だという機運が高まる契機になったことは確かであろう。

金融機関は、この「改革プログラム」期間において、その金融行政の方向性を踏まえ、預貯金商品以外での資産運用サービスを行う預かり資産業務をリテール戦略の重要な柱として位置づけて態勢を整備・強化し、大きく経営実績も伸ばしている。

純資産残高ベースで見ると、投信販売における証券会社以外の銀行等の金融機関におけるシェアは、投信販売の開始1年後の99年末は5%だったのが、04年末には33%に上昇し、06年4月に4割に乗った。足元（07年1月）では42%になっている（図1）。この残高に



は法人、個人の両方への販売が含まれるが、銀行等の金融機関が、個人にとって投資性金融商品である投信を購入する際の重要なチャネルになって来ていることは間違いない。

本稿では、進展する地域金融機関の預かり資産業務の中核である投信販売について、地域銀行を中心にその業務展開の現状を分析するとともに、今後の課題を考えたい。

地域金融機関の投信販売動向

この投信販売の傾向の変化を地銀、第2地銀（以下、地域銀行と呼ぶ）での個人の投信預かり資産残高の動向から見ていこう（注1）。個人の投信預かり資産残高は、比較可能なデータが入手できる02年以降、毎年2桁以上の成長を続けている。06年9月末時点において対02年3月末比では、最も伸びの低い地域銀行でも倍増という状況となっている。

図2は、個別地域銀行について06年9月末時点の預金に対する個人投信預かり資産残高の比率（以下、預金投信残高比率（＝個人投信預かり資産残高÷預金残高））の分布を見たものである。同比率が3.0%を超えた地域銀行は02年3月末において1行だけであ

った。しかし、06年9月末時点でデータが入手可能な95行のうち、約75%にあたる71行が3.0%を超えている。同比率5%以上の地域銀行も27行で全体の約28%を占める。

ちなみにメガバンクの同比率は三井住友銀行が4.5%、みずほ銀行が2.8%、三菱東京UFJ銀行が2.5%となっており、メガバンクの水準を超えている地域銀行が多い（図2）。

（注1）金融機関の個人の預かり資産業務の進捗を見るためには、顧客のポートフォリオの変化や金融資産購買者数の変化なども見るべきであるが、現在そのようなデータが不備であるため、本レポートでは主に個人の投信預かり資産残高に着目し、分析を進めた。

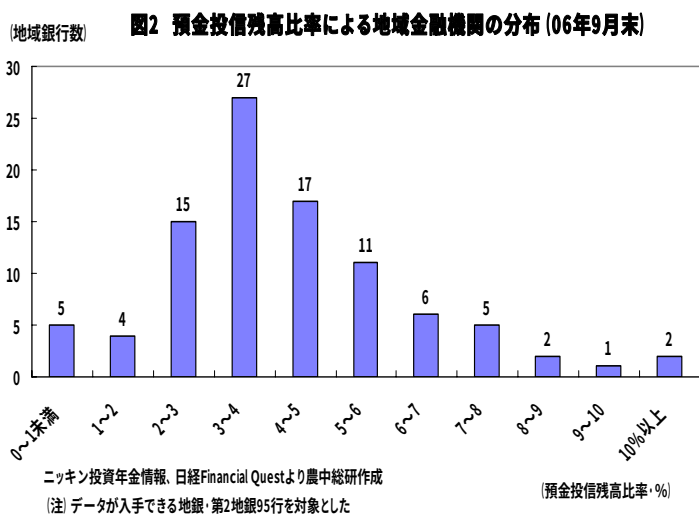
投信販売の増加と預金残高との関係

前述のように、預金投信残高比率はほとんどの地域銀行で上昇している。ただし、中には預金が増え悩み、あるいは減少した結果、同比率が一層上昇して見える金融機関もある。

そこで、各地域銀行（注2）について、預金残高、個人投信預かり資産残高（いずれも06年9月末の値）の02年3月末からの変化額をそれぞれ横軸、縦軸にプロットしてみた（図3）。こ

の図3において、A（A1及びA2）の領域内にあるということは、預金残高、個人投信預かり資産残高のどちらも増加していることを意味する。

また、B（B1及びB2）の領域は、預金残高は減少したものの、個人投信預かり資産残高は増加していることを表す。この領域に入る地域銀行の預金投信残高比率は、Aの領域の地域銀行と投信販売増加額が同程度であっても、より上昇して見える可能性が高い。



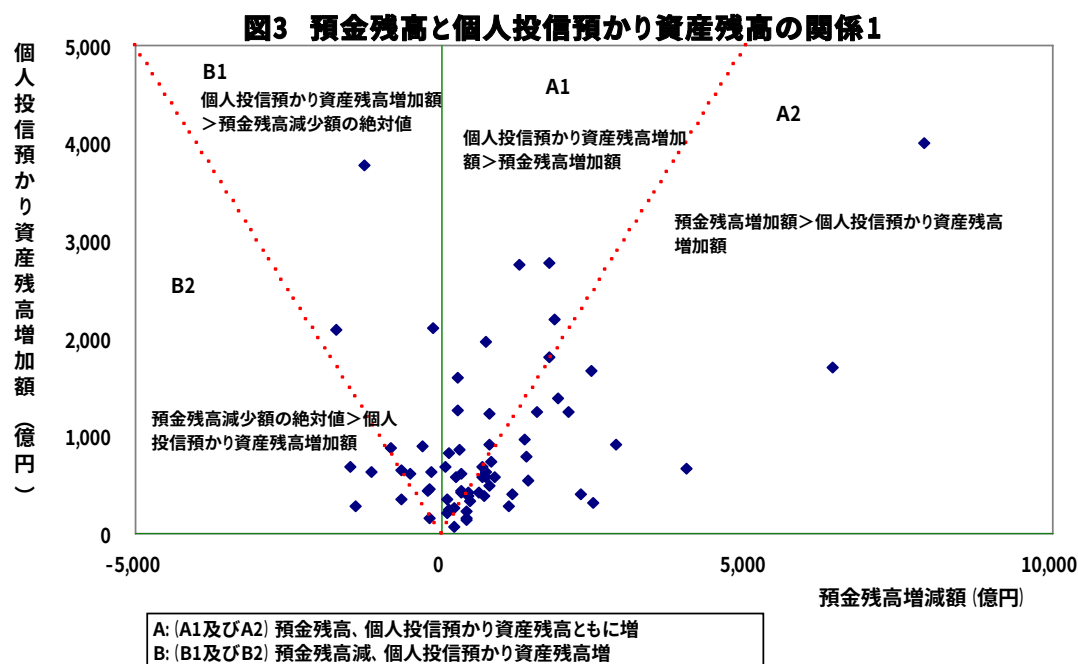
結果は、A 領域にある地域銀行（預金残高、個人授信預かり資産残高がともに増加）は全体の約 8 割に当たる 51 行、B 領域（預金残高は減少、かつ個人授信預かり資産残高は増加）は約 2 割の 15 行であった。個人レベルでは貯金商品から授信などの金融商品へシフトする動きもあるだろうが、金融機関レベルでは個人の金融資産蓄積が進む中、預貯金商品の残高と投資性金融商品の預かり残高の両方が増加する傾向が強いことが示された。これは、金融システム不安が後退し郵貯満期やペイオフ解禁に伴う預け替え、投資性金融商品の購入時に定期金利を上乗せする販売法（主にキャンペーン時に行われている）などの影響があるのかもしれないが、地域銀行の経営戦略という面では、預金確保も依然重視されている可能性を示唆している。

さらに A の領域について、図 3 のように A1、A2 と 45 度線で分割したが、この上の領域である A1 に入っている地域銀行は、個人授信預かり資産残高の増加額が預金残高の増加額

を上回っている銀行である。これに対し、A2 の領域にあるということは個人授信預かり資産残高の増加額が預金残高の増加額の伸びには及ばないことを示している。A1（個人授信預かり資産残高の増加額＞預金残高の増加額）に属する銀行は全体の 3 割に当たる 21 行だった。残りの 30 行は A2（預金残高の増加額＞個人授信預かり資産残高の増加額）の領域に属していた。預金増を上回る個人授信預かり資産残高増があった地域銀行は過半数には至らないものの、相当数にのぼっている。

B の領域についても、B1、B2 と 45 度線で分けた。B1 の領域に属する銀行は、預金残高が減少しているものの、その減少額を上回る個人授信預かり資産残高がある地域銀行で 10 行あり、全体の約 15% を占める。また、B2 の領域にある、預金残高の減少額を個人授信預かり資産残高の増加額で穴埋めできなかった銀行は 5 行であった。

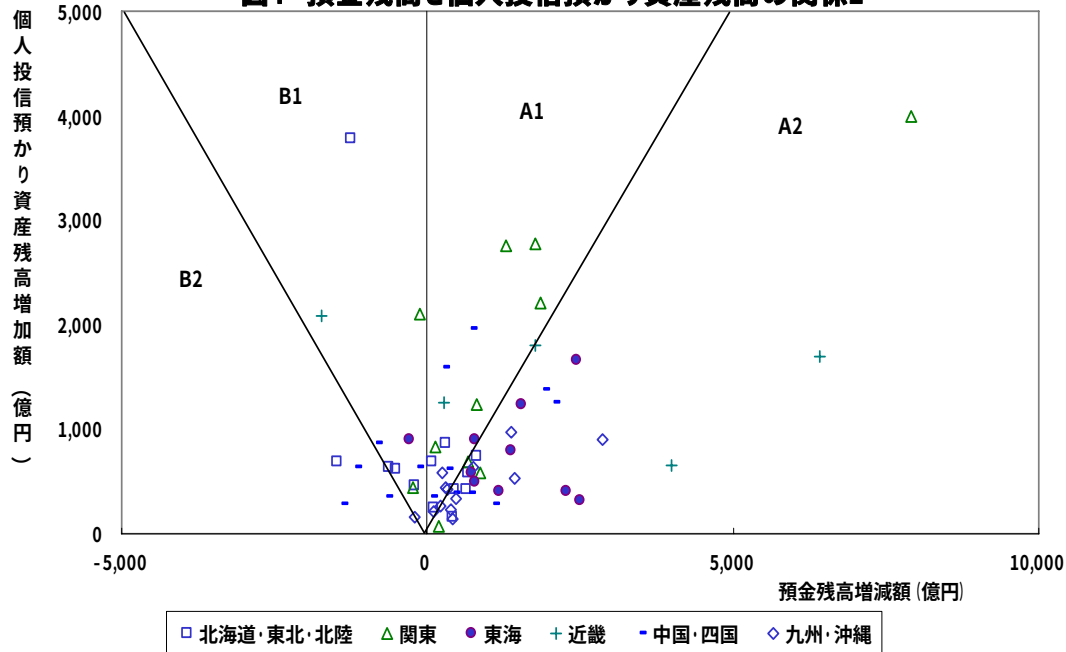
（注 2）02 年 3 月末及び 06 年 9 月末で比較可能なデータが入手可能な地銀・第 2 地銀は 66 行。経営統



ニッキン投資年金情報、日経Financial Questより農中総研作成

（注）各数値は、06年9月末値から02年3月末値を引いたもの

図4 預金残高と個人投信預かり資産残高の関係2



ニッキン投資年金情報、日経Financial Questより農中総研作成
(注) 各数値は、06年9月末値から02年3月末値を引いたもの

合、営業譲渡など特殊要因で預金残高が増加した地銀・第2地銀は除いた。

個人投信預かり資産業務と地域性

図2の預金投信残高比率の上位行の中には、都市圏だけでなく地方圏の地銀が多く含まれていた。そこで、図3をさらに各地域に細分して表示してみたのが図4である。

個人投信預かり資産残高の増加額が特

に大きい地域銀行は関東、近畿に多い。また、関東ではA1の領域、東海はA2の領域に圏内の地域銀行のほぼ全てが含まれる。その他、B2の領域の5行中、3行が中国・四国の地域銀行だった。ただし、これらの点を除くと、地域性は特に見られなかった。個別地域銀行の投信預かり資産業務の経営実績の差異は、地域の経済環境や金融資産の蓄積状況の差異による影響よりも、

金融機関の競合度合いや収益環境および個別の経営戦略の置き方による影響が大きいと思われる。

また、郵便局の投信販売(累計)の地域別販売状況を、投信販売額の支社別ウエイトと郵便貯金の支社別ウエイトの比較から見ると、都市圏支社の投信販売ウエイトが貯金額ウエイトに比べ相対的に大きくなっているなどの乖離は特に見受けられない。むしろ、地方圏でも北海道、東北、北陸、四国の

表1 郵便局の貯金と投信販売額の支社別ウエイト (%)

支社	貯金額 ウエイト ①	投信販売額 ウエイト ②	①-②
北海道	3.9	4.5	▲0.5
東北	5.8	6.3	▲0.5
東京	11.1	10.9	0.2
東京以外の関東	22.2	22.8	▲0.6
東海	12.5	12.4	0.1
近畿	18.2	17.5	0.7
信越	3.6	2.0	1.6
北陸	2.6	3.3	▲0.6
中国	6.7	6.3	0.3
四国	3.5	4.3	▲0.8
九州・沖縄	9.8	9.6	0.1

郵政公社資料から農中総研作成(06年12月末現在)

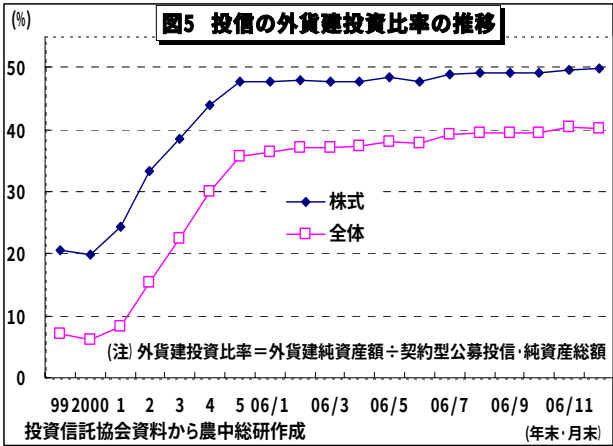
(注) 支社別貯金は06年3月末残に06年4~12月の支社別受払を加え(元加利子は除外)して試算。

各支社では投信販売額ウエイトが貯金額ウエイトを上回っている(表1)。

地方圏の郵便局においても、個人顧客の投資性金融商品の購入の動きは着実に広がっていると考えて良いだろう。

販売投信の商品傾向と顧客の投資指向

最近の個人の投信購入の動きとして、海外投信への投資ニーズの高まりが言われている。投資信託協会がまとめている投信販売実績においても、国内株式投信の残高が減少している半面、投信純資産総額に占める外貨建て資産への投資比率（以下、外貨建投資比率）は上昇をたどっている。全体の外貨建投資比率は、2000 年末に 7% であったが、04 年末には 3 割に到達し、足元（06 年 12 月）では 4 割（40.2%）まで上昇し、株式型に限れば 5 割に達している。



個人顧客の投資リスクを海外資産で取るようとしている指向は強まっている(図5)。

これに対し、地域銀行などの金融機関の販売投信の商品構成はどのようになっているだろうか。表2は、預金量上位10位までと、前述の預金・投信残高比率の上位6位までの地域銀行が販売する投信を主な投資対象に従って分類したものである。

表2 地域銀行の取扱投信の分類(取扱の場合:○)

(07.02.14現在)

銀行名		類 型	国内						海外							内外バランス型		その他	
			公社債型		株式型			バラン ス型	不動産 投信	公社債型			株式型			不動産 投信	債券・ 株式		含む 不動産 投信
			MMF	中長期 公社債	インデックス 運用	アクティ ブ運用	ヘッジ 運用			MMF	特定国・ アクティブ	グローバ ル	インデックス 運用	アクティ ブ運用	ヘッジ 運用				
10 地域銀行 預金量上位	横浜	○	○	○	○	○		○	○	○	○		○	○	○	○		○	
	千葉	○	○	○	○				○	○			○		○				
	静岡	○	○	○	○			○		○					○				
	福岡銀行	○	○	○	○	○	○		○	○		○		○	○	○	○		
	常陽銀行	○	○	○	○		○		○	○		○			○	○	○		
	西日本シティ		○	○	○				○	○		○		○	○	○	○		
	群馬	○	○	○	○		○	○	○	○		○		○	○	○	○		
	八十二	○		○	○		○	○		○		○			○	○	○		
	広島	○	○	○	○	○		○	○	○		○		○	○	○	○		
	北陸	○	○	○	○			○	○	○		○					○		
5 地域銀行 投信販売比率上位	荘内			○	○	○	○	○	○	○		○	○	○	○	○		○	
	関東つくば	○	○	○	○			○		○	○		○		○	○	○		
	みなと	○		○	○				○	○		○		○	○		○		
	東京スター	○	○	○	○				○	○		○		○	○	○			
	三重		○	○	○			○		○		○				○	○		
	千葉興業			○	○				○	○		○		○	○		○		
その他	郵便局			○	○					○		○		○		○			
	メガ・バンク	●	●	●	●		△	●	△	●	●	△	●		●	●	●	●	

各金融機関のHP等から農中総研作成
(注) 類型化およびその該当への分類は農中総研が行っているものであり、各金融機関のものではない。また、分類は投資対象に基づく
日本と海外の不動産(投信)に特化して投資する投信は、日本と海外の不動産投信の両方に該当するとして
グループ証券会社で販売しているものは含めない。メガバンク(リテール)ですべて取扱の場合は●、一部取扱をしていない場合は△で表示

表中の地域銀行の取扱投信について概観すると、国内のMMF、株式投信、公社債投信を品揃えした上で、海外公社債投信では米国や欧州の特定国・地域およびグローバルな範囲に投資国対象を拡大した投信と、株式投信ではアクティブ運用の主に欧米先進国を投資対象とする投信に加え、BRICsなどの新興国に投資対象を特化した投信を数多く品揃えしているところが多い。

また、海外の債券、株式にも相当なウエイトで投資可能な内外バランス型や不動産を投資対象にした投信のライン・アップも強化されている。加えて、価格変動リスク抑制の観点からマーケット・ニュートラルの国内株式投信を用意しているところもある。

販売態勢の再強化の動き

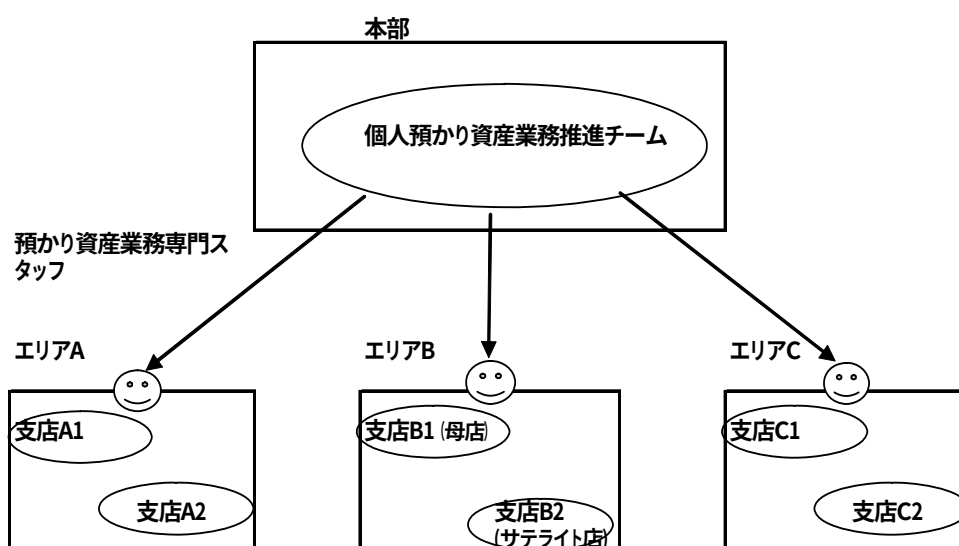
このように地域銀行の販売投信の投資対象は相当に幅広くなっており、金融商品販売法や金融商品取引法などの法令が規定す

ンス対応を十全に行うという観点からも、コンサルティングの内容・質の向上がますます求められている。

多くの地域銀行では、資産運用アドバイザーやフィナンシャルアドバイザー（以下、FA）などの職名・名称の預かり資産業務の専門スタッフを設置し、それらの専門スタッフがコンサルティング・ニーズの水準の高い顧客への営業活動を行うとともに、個別店舗ないし一定範囲の営業エリアでの一般スタッフへの教育・指導や営業企画・管理の業務も行ってきた（図6）。

これまではFAなどの専門スタッフの人員拡充が預かり資産業務の態勢強化の重要なポイントであった。しかし、投信などの投資性金融商品への投資ニーズが一部特定顧客だけでなく、広い顧客層に広がっているなかで、日常的に店内窓口（テラー）で販売にあたる一般スタッフにも目論見書・約款等に基づく商品内容の理解だけにとど

図6 個人預かり資産業務支援体制（イメージ）



ヒヤリングなどに基づき農中総研作成

る投信の商品内容についての説明の適切性や投資者の適合性確認などのコンプライア

まらず、内外の証券金融市場に関する知識のレベルアップも求められている。初期段

階においては、預かり資產業務の重要性の認識・動機付けの意識改革から始まり、専門紙・誌の読み方など金融証券情報の入手の方法・仕方を教え、販売投信についての一通りの商品内容に関する知識を与えることなどが主要な教育研修であったが、そこにとどまるのではなくフィナンシャルプランナー（F P）資格の取得奨励とともに、日常的な教育・研修の継続・反復が必要になっている。

また、個人顧客の投資リテラシーが上がっていくことに伴い、前述のF A等専門スタッフのレベルアップも課題であり、F Aの追加研修に取り組む地域銀行も見られる。

金融機関は、説明能力の向上や説明姿勢のさらなる改善などを基軸におきながら、個人顧客の投資リテラシー向上に資するようなコンサルティングを行うことは大切な役割であり、その結果として、地域において豊かな金融資産を持つ人々を長期的に少しでも増やしていくことは遠回りではあるが地域経済のためにも重要な貢献になるはずである。

新生銀行の資産運用アドバイス業務

古江 晋也

要旨

- ・リテール部門を経営戦略上の重要な柱の一つとしている新生銀行は、成果主義に基づいたキャリアパスと業績評価制度を構築している。
- ・コンサルティングを業務の中核としている同行は、「質問力」に基づく顧客ニーズを汲み取る顧客対応能力の更なる強化にも努めている。

概要

旧日本長期信用銀行（以下、旧長銀）から、2000年3月に新銀行としてスタートした新生銀行は、リテール部門を経営戦略上の重要な柱の一つとし、顧客の利便性を高める金融サービスの提供を図っている。

同行は新しいリテールサービスを開始するにあたり、「100人プロジェクト」を組織した。同プロジェクトの主要な目的の一つは、社員が金融業以外のリテール業にも足を運び、顧客サービスを学ぶことにあった。

この調査結果を踏まえ、考案されたサービスが、①「パワーフレックス」（総合口座）の導入^(注1)、②ATM引出手数料の24時間365日無料化、③店舗の営業時間の延長（平日午後7時まで）等である。これらのサービスは、顧客にとって利便性が高い、かつ顧客ニーズが極めて高いものであったため、資産形成層や団塊世代にも顧客基盤を拡大することとなった。

現在は、顧客の生活に豊かさと彩を添えることを目指した“color your life”というブランドコンセプトのもと、顧客一人ひとりのライフスタイルに即したコンサルティングサービスの充実にも力を入れている。

^(注1)「パワーフレックス」とは、円預金、外貨預金、投資

信託などの取引を一つの口座で管理できる総合口座サービスであり、顧客は、店頭のほか、コールセンター（新生パワーコール）やインターネットバンキング（新生パワーダイレクト）でも金融取引を行うことができる。

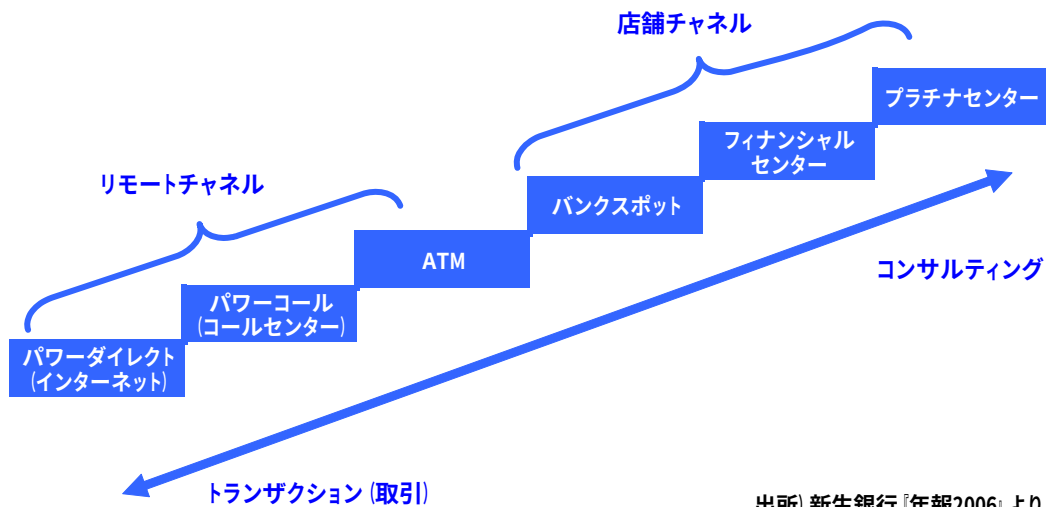
店舗チャネル

図1は新生銀行のセールスチャネルを表したものである。同行のリモートチャネルであるインターネットやコールセンターでは、「24時間365日」取引可能な預金商品や投資信託などを提供している。また、店舗については、目的に応じて以下の3つの形態で展開している。

(1) バンクスポット

2～3人のスタッフが常駐している有人軽量店舗であり、口座開設をはじめとする基本的な金融サービスを提供している。また、店内には、ATMやインターネットバンキング用のパソコン、IPフォン（コールセンター直結）が設置され、顧客が自由に金融取引を行うことができるようになっている。

図1 新生銀行のセールスチャネル



出所) 新生銀行『年報2006』より

(2) フィナンシャルセンター

「フィナンシャルセンター（以下、SFC）」は、01年6月以降、新たなリテールサービスを展開している新生銀行の中核を担う店舗である。SFCでは、機能面から4つのエリアに分割。各エリアは以下の機能を有している。

- ①インタラクティブエリア（インターネットバンキング等を顧客が自由に利用できるエリア）
- ②クイックステーション（口座開設や振込など基本的な金融サービスを提供するエリア）
- ③コンサルテーションエリア（資産運用のコンサルティングを行う個別ブース）
- ④プラチナルーム（資産運用のコンサルティングを行う個室）

SFCは、商品説明をはじめ、対面でのコンサルティングニーズが高い顧客に対応したチャネルであり、スタッフは目的やリスク許容度などを含め、顧客のライフスタ

ルを確認しながら、資産運用相談を行う。なお、同行では渉外活動（外回り）を行っておらず、来店型のコンサルティングサービスに集約している。

(3) プラチナセンター

「プラチナセンター」とは、東京・銀座と大阪・梅田にある、同行での預金残高が1000万円以上の顧客を対象にした店舗である。

なお、金融資産が1億円以上を超える顧客（以下、富裕層）については、ウェルスマネージメント部が担当している。

このように同行のセールスチャネルは多岐に渡っているが、顧客がその時々状況に応じてチャネルを使い分けることができるよう、各チャネルは相互補完関係にある。

キャリアパス

新生銀行はインスティテューショナルバンキング部門（法人向け業務）、リテール部門（個人向け業務）、金融インフラ部門（IT、

オペレーション業務)など、部門別採用を行っており、基本的にはその部門内でキャリア形成が図られる。

同行は成果主義を導入しているためキャリアパスについては、入行年数に関係なく能力によって昇進するシステムとなっている。また、行内に社内公募の制度があるため、セールススタッフとして入行した後、本人の意向や適性を踏まえ、本部スタッフとして勤務する道も開かれている。

セールススタッフは、AFP（アフェリエイテッド・ファイナンシャル・プランナー）やCFP（サーティファイド・ファイナンシャル・プランナー）などの資格要件も昇進の判断材料のひとつとなる。各支店の支店長（ブランチマネジャー）の平均年齢は30歳代半ばから後半。ブランチマネジャーを経て、エリアマネジャーやセールスを統括する本部スタッフへとキャリアを積み上げていくケースもある。

業績評価と研修 (コンピテンシーと目標管理制度)

評価制度は、基本的に目標管理制度（Management by Objectives：以下、MBO）、社員の行動特性を指標として評価するコンピテンシー、人物評価等で行われる。

マネジャーには、総合的なバランスが要求され、また、セールススタッフに対しては、MBOに基づくコンプライアンスの遵守と顧客満足の確保に加え、販売能力に関する指標に重点が置かれている。

コンピテンシーは社員全員に共通して適用されているが、セールススタッフのコンピテンシーについては、業績目標達成のウ

エイトを高くしている。

セールススタッフの業績は原則、ブランチマネジャーが責任を負い、本部はブランチマネジャーを評価する。ただし、本部ではセールス状況を随時確認することが可能であり、案件段階から制約に結びつくまでの行動計画とその成果を確認しながら、スタッフの目標達成をサポートすることも行っている。

(インセンティブと研修)

セールス・インセンティブは目標達成度合いに応じて付与される。このインセンティブは、コンプライアンスの遵守や顧客満足の向上に配慮するとともに、目標管理やコンピテンシーなどの項目と連動するように設計されている。

研修は、コンプライアンス研修や商品研修を随時、行っている。また、スタッフ全員を対象とした電話会議（月2回程度）やスタッフおよびマネジャーのスキルアップ向上を目指した研修（月1回程度）なども実施している。さらに、コンサルティング能力の更なる向上を目指して、ロールプレイングなどを各店舗で毎日実施している。

営業スタンス

現在、新生銀行は順調に新規顧客を獲得しており、これからもさらなる顧客基盤の拡大を目指している。近年、多くの金融機関は団塊世代の退職というライフイベントに照準を絞り、預かり資産業務の強化を行っているが、新生銀行は当初からコンサルティング業務に重点を置いて金融サービスを展開してきた。同行では、リテール市場全体を年齢、見込み資産などの顧客属性に

応じて分析し、将来的に顧客との長期的な関係を構築することにも力点を置いている。

新生銀行は今年で新銀行としてスタートして創立 7 年目を迎えるが、顧客のなかには旧長銀時代から親子二世代に渡って取引を継続している家族もあり、顧客ロイヤリティを高めることを重視している。

また、かつて資産コンサルティングを行った顧客に対しては資産ポートフォリオの見直しを提案するなど顧客の深耕をも図っている。

おわりに

金融商品の販売では適切なコンサルティング業務を行うことが不可欠であり、スタッフの高い能力が必要とされる。その能力とは金融・経済に関する知識であることは間違いないが、新生銀行のコンサルティング業務では、それに加えて顧客一人ひとりのライフスタイルに合ったニーズを正確に汲み取る顧客対応能力が求められる。

新生銀行のリテール部門担当者は、セールススタッフには金融・経済知識に加えて、質問力が重要であるという。なかでも「優秀なスタッフのコンサルティングにおいては、顧客が自らのニーズを説明している時間のほうが、スタッフが商品説明を行っている時間よりも長い傾向にある」という担当者の指摘は、コンサルティング能力の本質とは何か、を示唆しているといえよう。

参考資料

・新生銀行『年報 2006』、ホームページ、IR 資料。