## 潮　流

# 協同組合への経済理論の適用

専務取締役　田中　久義

アメリカの農業金融の担い手には、協同組合方式による金融機関、銀行そして政府の３種がある。このうち銀行がM＆Aの対象であったのはいうまでもないが、先般、協同組合方式の農業金融組織であるＦＣＳの単位組合に対する買収提案があった。

買収自体は不発に終わったが、アメリカの農業金融系統や学会などで盛んに論議されたのは、「協同組合がだれのものか」という問題であった。ここでいう「だれのものか」とは、具体的には、組合員に配分されていない剰余金はだれに帰属するのか、ということである。

アメリカの農業金融の協同組合がそうであるように、買収提案を受けた組合でも、収益の大部分は非配分剰余金に計上されていた。「非配分」の言葉どおり、この剰余金は個別の組合員に結び付けられる（配分される）ことはなく、従って事業を続ける限り返還する必要がないという意味で、「永久」自己資本として機能している。しかし、買収や清算される時には、それをだれに渡すのか、という問題が生じる。

これについて５つの答えが示された。それは①現在の出資者、②剰余金の造成に貢献した過去の出資者、③今後とも事業を利用しようとしている将来の出資者、④ＦＣＳの他の組織、そして⑤初期のリスク資本を制度に提供した連邦政府である。これを大まかにくくると、出資者、系統内の他の組織、政府の３者となる。

わが国での共通認識は、持分制度があることを理由に、①の現在つまり清算時の出資者と考えるのが普通であると思われるが、それは他の国には必ずしも当てはまらない。たとえば、ヨーロッパでは、法律で他の協同組合などの公益性ある団体に寄付すべきと定める国や、政府に帰属するとする国もある。このように法律に定めがある場合などは別として、この問題が生じる理由のひとつは、協同組合が加入脱退の自由を原則としていることにある。

ところで、アメリカでは、ミクロ経済学の成果、特に共同意思決定についての費用分析などを活用して、企業の所有権を論じる動きがある。この成果は協同組合についても適用され、協同組合の意思決定方式や役員の地域別選出などを評価する主張も行われている。

「最終的に残った協同組合の財産はだれのものか」という問題は、人と人の結合体である協同組合に固有の問題と考えられてきた。その結論が出ていないなかで、先の買収提案は、買収企業が出資者である組合員への支払額を明示していた。その意味では、すくなくとも財務諸表などを利用した企業価値の算出手法などの買収実務を協同組合にも適用し、株式会社の買収と同様に、株主に相当する出資者組合員に支払うことで、面倒な議論の決着を図ろうとしたことになる。

協同組合固有の問題と目されてきたものの解決策をさぐるうえでも、協同組合論だけではなく、ミクロ経済学の成果や、企業買収での実務についての理解が必要になっている。



金融市場5月号　ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます　（株）農林中金総合研究所

# 情勢判断

## 国内経済金融

# 物価下落継続見通しのもと、追加利上げを示唆する日本銀行

### ～次回利上げは物価持ち直し後の 10～12 月期～

南　武志

**要旨**

3 月「短観」では、企業経営者の景況感が 4 期ぶりに悪化したが、07 年度設備投資計画が底堅いものであることが判明するなど、当面の景気腰折れのリスクが小さいことを窺わせた。それ以外の月次経済指標を見ても、堅調だった鉱工業生産に一服する動きが見られる反面、民間消費には回復の動きが続くなど、強弱混在したものとなっている。景気展開としては、先進国地域向け輸出の伸び悩みもあり、07 年前半まではやや足踏み状態での推移が予想される。金融政策については、今秋まで消費者物価の前年比マイナス状態が続く可能性が高いことから、次回利上げは 10～12 月期まで見送られると予想する。

一方、マーケットは、株価、長期金利とも緩やかな上昇傾向が継続。2 月末に発生した世界同時株安に伴って円高シフトした為替レートは、再び円安傾向が強まった。

**図表1. 金利・為替・株価の予想水準**

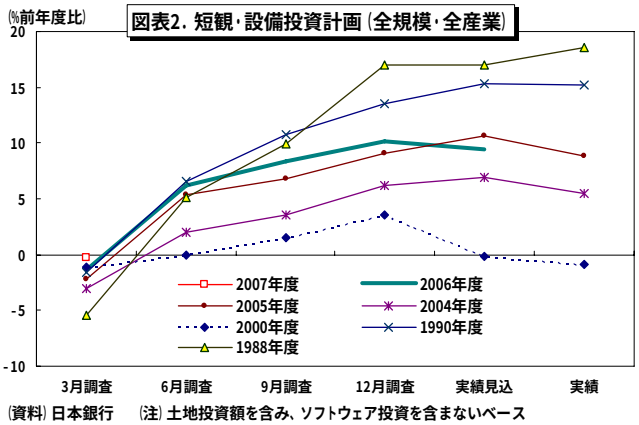
| 年／月 ＼ 項　目 | | | 2007年 4月 (実績) | 2007年 6月 (予想) | 2007年 9月 (予想) | 2007年 12月 (予想) | 2008年 3月 (予想) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物 | | (%) | 0.523 | 0.45～0.60 | 0.45～0.60 | 0.50～0.85 | 0.70～0.85 |
| TIBORユーロ円 (3M) | | (%) | 0.649 | 0.640～0.740 | 0.650～0.800 | 0.700～0.950 | 0.750～1.000 |
| 短期プライムレート | | (%) | 1.875 | 1.875 | 1.875 | 2.125 | 2.125 |
| 新発10年国債利回り | | (%) | 1.680 | 1.55～1.85 | 1.55～1.85 | 1.65～1.95 | 1.75～2.05 |
| 為替レート | 対ドル | (円/ドル) | 118.7 | 113～123 | 113～123 | 110～120 | 105～115 |
| | 対ﾕｰﾛ | (円/ﾕｰﾛ) | 161.6 | 155～165 | 157～167 | 155～165 | 153～163 |
| 日経平均株価 | | (円) | 17,452 | 18,000±1,000 | 18,250±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4月20日時点。

## 国内景気：現状・展望

4 月 2 日に発表された日銀「短観」3 月調査によれば、代表的な大企業製造業の業況判断 DI が 23(前回 12 月調査時点から▲2pt)と、4 期ぶりの悪化となった。ちょうど調査期間中に株安・円高の進展があったほか、サブプライム住宅ローン問題の浮上などによる米国経済の先行き不透明感が強まっていたことも影響したと考えられる。

しかし、設備投資計画調査に目を転じると、引き続き企業の設備投資意欲が旺盛であることが窺える。2006 年度実績見込みは若干下方修正されたとはいえ、前年度比+9.5%（全規模全産業ベース、含む土地投資額、除くソフトウェア投資額、以下同じ）と高い伸びを確保している。更




図表2. 短観・設備投資計画 (全規模・全産業)

(資料) 日本銀行　(注) 土地投資額を含み、ソフトウェア投資を含まないベース




ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

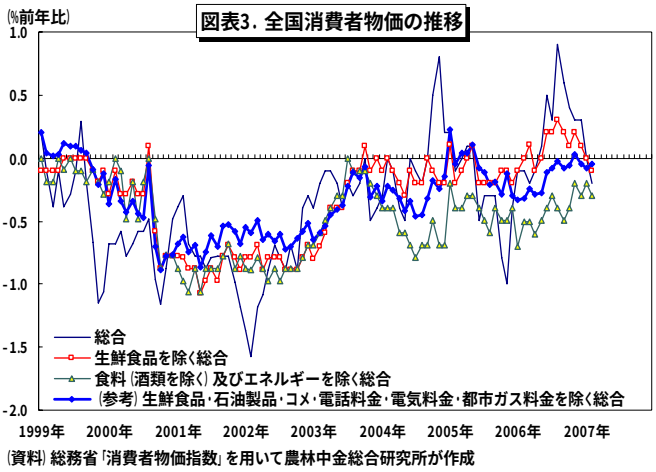
に 07 年度計画も同▲0.3%と、新年度入り前の調査としては底堅い数字であった。

3 月「短観」の内容を総括すれば、企業経営者のマインドは依然として高水準であり、当面は企業部門主導での景気拡大が続く可能性を示すものであったといえるだろう。

月次経済指標を眺めてみると、鉱工業生産が07年に入ってからやや低調な動きとなっている反面、低調だった民間消費関連指標にはやや明るさも見え始めている。もちろん、その源となる賃金にはさほど明るさも見えず、消費が景気の牽引役となるのは期待薄である。このように、強弱混在した経済指標の発表が相次ぐなか、景気の改善テンポはややスローダウンしている可能性が高い。

しかし、日本経済の先行きが更に停滞し、本格的な調整局面入りする可能性は薄いだろう。その鍵を握っているのは輸出動向であると考えられるが、米国・EU など先進国向けの輸出は伸び悩んでいるものの、中国など新興工業国向けの輸出は堅調であり、輸出全体としては今後とも底堅く推移することが予想される。ただし、07 年前半までは輸出の伸びに大きな期待はできず、国内景気もまたやや足踏み状態となる可能性は否定できない。

なお、07 年後半以降になると米国経済の調整が終了し、再び成長率を加速させていくことが想定されることから、日本も再び輸出主導により景気回復力が強まるだろう。当総研では 07 年度の経済成長率を+1.8%と予測している。なお、08 年度にかけても、世界経済の堅調な展開を前提に、概ね景気拡大局面が継続すると思われる。



図表3. 全国消費者物価の推移
(資料)総務省「消費者物価指数」を用いて農林中金総合研究所が作成

一方、物価に目を転じると、2 月の消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合、以下コア CPI）が再び前年比マイナスとなるなど、原油高騰の影に隠されていた潜在的なデフレ圧力が顕在化している。もとより需給以外の要因で変動する傾向が強い生鮮食品や石油製品などエネルギーを除けば、消費者物価は前年比マイナスの状態が続いていた。

さらに、最近の石油製品の値下がりにより、石油製品の物価押上げ効果が剥落し、2 月には前年比マイナスに転じている。小麦価格やタクシー料金など一部の消費財・サービスに値上げの動きがあるものの、国際原油市況（WTI 先物、期近）が現状の 60 ドル/バレル前後で推移するのであれば、07 年秋までコア CPI の前年比マイナス状態は続く可能性が高いだろう。

## 金融政策の動向・見通し

上述の通り、2 月のコア CPI が前年比マイナスとなるなど、デフレからの完全脱却が未だ果たされぬまま、日本銀行は追加利上げに踏み切ったことが明らかとなった。しかし、福井総裁は「今後とも、経済・物


金融市場5月号　ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます　(株)農林中金総合研究所

価情勢の変化に応じて金融政策を適切に運営」する、つまりは利上げを行っていく構えを繰り返し表明するなど、早くも追加利上げに向けた意欲を示している。

また、足許および目先の物価下落に関しては、石油製品価格下落に拠るものであり、これは実は日本経済にとって好材料だと評価している。しかし、一時的・特殊要因を除けば依然として消費者物価がマイナス基調で推移していることについては全く触れず、かつ上述のロジックを用いれば、06 年 6～12 月にかけてのコア CPI 上昇の主因であった石油製品価格上昇は日本経済には悪影響が及ぶリスクがあったはずのところを、逆にゼロ金利解除に踏み切るといった政策判断を下すなど、説明責任について疑問符がつくような面も見られる。これらに対し、フォワードルッキング的手法という名の下に、裁量的な政策運営の度合いを強めているのではないかとの批判も一部にはある。

こうした中、次の利上げ時期はいつごろになるかが最大の焦点となっている。日銀は、目先の消費者物価は弱含む可能性があるが、先行きは物価上昇率が高まる「はず」、としており、足許の物価が下落していても利上げを決断する可能性は否定できない。しかしながら、①07 年前半の国内景気の改善テンポは緩やかなものに留まり、利上げ環境が整わない、②現実問題として、物価下落が続く中での利上げは牽制される可能性が高い、と予想される。こうしたことを踏まえ、次回利上げ時期は 10～12 月まで見送られるものと予想する。

なお、4 月 27 日には日銀の 07～08 年度の経済・物価見通しとそのリスク評価を盛り込んだ『展望レポート』が公表予定である。3 月短観での強い設備投資意欲や最近の地価動向などに対する日銀の認識に注目したい。

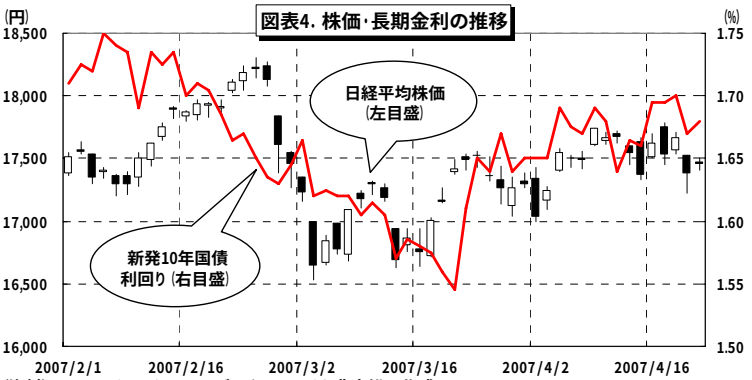
## 市場動向：現状・見通し・注目点

### ①債券市場

3 月中旬にかけて長期金利（新発国債 10 年物利回り）は低下傾向を辿り、一時 1.545%となる場面もあったが、その後はレンジを上方に切り上げて、概ね 1.6%台後半でのもみ合いとなった。2 度にわたる利上げもあって、短期ゾーンには上昇圧力がかかっているものの、中期～超長期ゾーンまで金利上昇が波及せず、この数年の欧米諸国での利上げ局面と同様、イールドカーブのフラット化が緩やかに進行している。

このように長期金利水準が低位安定のまま推移を続ける背景には、①当面は景気・物価の改善テンポが大きく加速することはなく、利上げの頻度も約半年に 1 回程度であるとの見方が定着していること、②07 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、③先進国での高齢化進展に伴う長期資金への運用ニーズの高まりなどを反映している、といった指摘もある。④更にはデ

図表4. 株価・長期金利の推移




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




ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

フレ色が残る中での利上げは経済・物価動向に抑制効果が働くことも意識されている可能性がある。

なお、07 年度上期にかけて消費者物価の前年比上昇率が実際にマイナス基調を続けた場合には、長期金利は再び低下する場面も想定される。長期金利が再び上昇し始めるのは、経済･物価動向に改善傾向が見られ始める 07 年度後半以降であろう。

## ②株式市場

各国の株式市場が、2 月末に発生した世界同時株安の直前水準を回復する中、日本株の出遅れが目立っている。

3 月短観の業績見通しなどを見ても明らかなように、本邦企業の利益予想はやや保守的なものとなっている。これは、将来的に下方修正をして株価が下落するよりは、上方修正の可能性を残しておくほうがまし、という企業側の「論理」に基づく面もあるが、投資家自身も今後の企業業績に対して慎重になっていることの表れであろう。

先行きについては、米国など北米と日本の経済がやや足踏み状態を続ける可能性が高いが、年後半には再び成長力を回復させていくものと想定される。また、4 月中旬から始まっている 3 月期決算発表における業績見通しも決して弱いものにはならないものと思われる。さらに、5 月には 1 年間延期された三角合併の解禁が予定されており、引き続き M&A 期待に伴う買い意欲も底堅く推移するものと思われる。

## ③為替市場

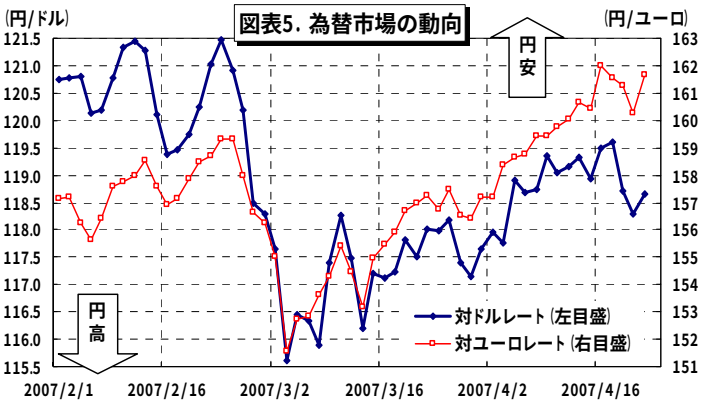
2 月下旬から 3 月上旬にかけて、一旦は世界同時株安に伴う円キャリートレード解消観測などから円高シフトが進行した為替レートであるが、国際的な資金フローが落ち着くにつれて、再び円安傾向が強まってきた。ただし、ドルの対ユーロレートも緩やかに低下するなど、ユーロ独歩高という側面も見受けられる。こうした為替変動の背景には、日米欧の金融政策の現状及び先行き見通しに対する思惑があり、「金利格差」をテーマとする状況が続いている。

以下、日米欧の動向を見ていくと、米国では FRB は利上げ・利下げ両睨みの状況となっており、当面は現状の政策金利が据え置かれるものと見られる。日本では利上げペースは緩やかなままと受け止められており、次回利上げは秋以降との予想が大勢である。一方、欧州中央銀行（ECB）はインフレ警戒姿勢を崩しておらず、6 月にも追加利上げが実施される可能性が高い。

以上から、当面、対ドルレートは現状の 110 円/ドル台後半を中心に推移するものと見られるが、07 年後半に日本で利上げ環境が整えば徐々に円高方向にシフトしていく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ものと予想する。

（2007.4.23 現在）

図表5. 為替市場の動向




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




ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

# 情勢判断

## 海外経済金融

# 米国：インフレ高止まりリスクあり，利下げ観測は後退

## ～ＦＲＢは両にらみながらインフレ警戒感を解かず。弱め指標には注意～

渡部　喜智

**要　旨**

**フェデラルファンド･レート先物利回りは上方に戻しており，市場参加者の利下げ観測は後退している。賃金や単位労働コストの高い上昇率，商品市況の高止まりなどからコア･インフレ率の低下が進まない可能性も大きい。FRB のインフレ警戒感は強く，潜在成長力を下回る成長低迷のもとでも，年後半にかけて現行金融政策が継続されると考える。**

### 利下げ観測後退

政策金利のフェデラルファンド･レート(以下，FF レート）の先物利回りは，2 月雇用統計の発表前日の3月7日を底に上方への戻し基調が続いた。4 月に入っても，月初こそ ISM（全米供給管理協会)景況指数の低下など弱めの経済指標に反応することがあったものの，6 日発表の 3 月雇用統計において，①非農業部門雇用者数は雇用情勢が悪化しない目安となる 15 万人を上回る前月比 18 万人増となり，②失業率が 4.5%から 4.4%へ低下したことなどから，FF 先物利回りはさらに上方に戻した。

後述の 3 月消費者物価の落ち着きを受け，FF 先物利回りは若干低下したが，利下げ予想派エコノミストによる利下げ予想時期を後ズレさせる変更なども見られ，一時強まった早期利下げ観測は後退している。

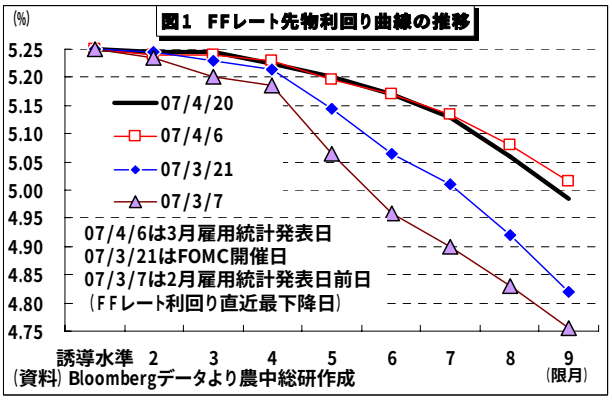



図1　FFレート先物利回り曲線の推移

(資料) Bloombergデータより農中総研作成

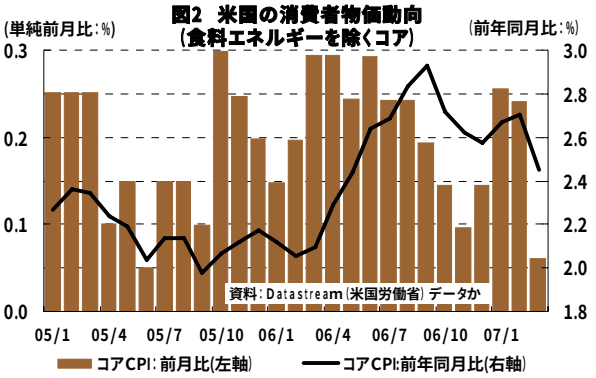
### FRB はインフレ警戒感を解かず

4 月 11 日に発表された 3 月 21 日開催の FOMC（連邦公開市場委員会）議事録では，「経済成長とインフレの両面における見通しの不透明性が強まったことを考慮すると，一段の引き締めの可能性だけを盛り込むべきではないとの見解で一致した」と，政策決定判断の根拠文から「インフレの変化に応じて追加引き締めが必要」との文言を削除した背景を説明している。これにより，上下どちらにも動きうる金融政策の地ならしを整えたという見方が出来るわけであるが，その一方，足元のコア･インフレ率が予想よりも高く推移していることなどを踏まえ，全 FOMC メンバーがコア・インフレ率低下の予想についてリスク認識（低下の可能性の後退)を共有していることも表明している。FRB 関係者のインフレ警戒感は依然強いと見るべきだろう。

消費者物価（CPI）上昇率は昨年後半には低下傾向にあったが，昨年末から反転傾向にある。食料・エネルギーを除くコア CPI は，1，2 月に前月比+0.2～0.3%に戻るとともに，前年同月比でも 2.7%となった。3 月の前月比は+0.1%に縮小したが，サービス価格の上昇（同+0.3%）は引き続き高く前年同月比でも+2.5%である。FRB が物価安定の目安とする前年比 2%の水準からほど遠いのが現状である（図 2)。また，FRB が CPI よりもインフレ指標として重きを置く個人消費


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

支出（PCE）デフレーターも同様の動きが見られる。前年同月比の上昇率は 06 年 12 月の 2.1%から 07 年 2 月の 2.4%に高まっている。




## 弱い景気指標が残ることも認識しておく必要

一方で弱めの経済指標が多く残る状況が当面継続することも認識しておく必要があろう。

住宅投資や企業設備投資は引き続き GDP 成長の下押し要因となる可能性が強い。

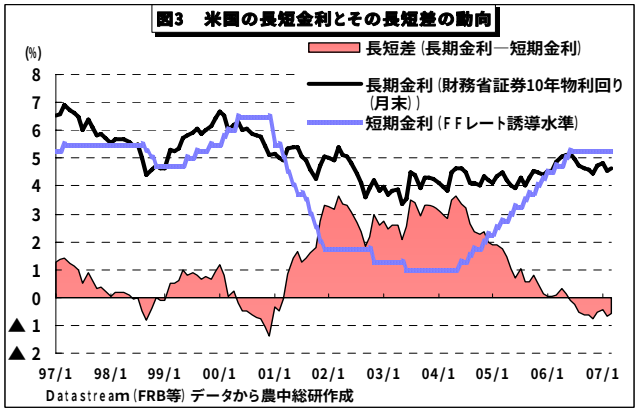
住宅投資に関しては，GDP 上は新築住宅着工の動向が注目すべきポイントとなるが，サブプライム・ローン問題や住宅価格の下落など住宅金融システムの不安定が払拭出来ない間は，中古住宅を含めた住宅需要の底打ちにしばらく時間を要するだろう。また，企業設備投資の先行指標である「航空機を除く非国防資本財受注」は年明け後，自動車関連や建設関連を中心に減少傾向が見られる。世界経済の堅調持続を背景にエレクトロニクス，コンピュータ関連は底打ち傾向を見せているが，全体としては不調から反転する力強さに欠ける状況が続こう。

こうしたことから，Bloomberg 社が 4 月上旬に集計したエコノミストの経済成長率見通し（中心値）も 07 年後半にかけて▲0.1～0.2%下方修正され，2.7～2.8%になっている。07 年後半からの成長加速シナリオにやや陰りが生じているのが実状である。

しかし，潜在成長率（議会予算局の直近試算では 2.8%）を下回るような成長低迷のなかでも，インフレが高止まりする可能性がある。前述のような好雇用環境の一面でもあるが，賃金上昇率が前年比 4%台を維持するとともに，全セクターの単位労働コスト上昇率は 05 年平均の 2%から足元(06 年第 4 四半期)では 3.4%に上昇している。また，原油市況（WTI 期近・終値）が 1 バレル当たり 60 ﾄﾞﾙ台を超える水準に高止まるなど，代表的商品指数である RJ－CRB 指数は反発基調にある。以上のようにインフレ圧力が減退しないなか，先行きコア・インフレ率の低下が進まないことも予想し，年後半にかけては現行金融政策が継続されるという見方を踏襲する。

## 長短金利の逆転差縮小が進むリスクに注意

FF レートは 06 年 6 月に 5.25%に引き上げられて以降据え置かれているが，利下げシナリオが浮上するなか，長期金利（米国財務省証券 10 年物利回り）は低下を見せ，金利の長短逆転が続いてきた。長短金利の逆転幅が約▲0.8%まで広がった後，足元では▲0.5%まで縮小している（図 3）。しかし，インフレの低下がなかなか進まず先行きの政策金利の低下シナリオが描けないなかでは，長期金利にかかる上昇圧力に注意が必要である。




株式相場の先行きについては，ダウ平均などが史上最高値を更新する一方，増益率予想が一桁台にあることから当面の上値は限られよう。しかし，金利の先高感が明確にならない間は，M&A 材料に伴う株主価値の向上期待もあり，一定の上値余地があると考える。　　(07.04.20 現在)




ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

## 今月の情勢　～経済･金融の動向～

### 原油市況

原油価格は、3 月 23 日のイランによる英国海軍兵士拘束以降、地政学リスクの高まりから WTI（期近物、終値）が 1 バレル＝66 ドル台まで上昇。その後は英兵釈放に伴い小反落したものの、ウラン濃縮活動を続けるイランに対する警戒感が強く、60 ドル台前半で推移している。当面は中東情勢の先行き不透明感や 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

米国の 06 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率（確定値）は前期比年率＋2.5%と、住宅や在庫、設備投資が減少したものの、消費や外需が成長率を押し上げた。非農業雇用者数の増加基調が続くなど雇用環境が堅調である一方、住宅市場の低迷と製造業の在庫調整が続いている。07 年 4 月調査によれば､米国エコノミストは先行き成長見通しを▲0.1～▲0.2%小幅引き下げたものの、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 3 月 21 日に 6 回連続で 5.25%に据え置かれたが、米政策当局（FRB）は経済指標が強弱まちまちとする一方、インフレ警戒感を緩めておらず、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（第 2 次速報）が前期比＋1.3%（年率＋5.5%）と、8 四半期連続のプラス成長となった。2 月の鉱工業生産は 2 ヶ月ぶりに前月比プラスとなったものの、電子部品・デバイス工業の在庫は上昇しており、在庫・生産調整が懸念される。一方、設備投資は企業収益の改善を受け増加傾向が続いており、先行指標となる機械受注（除く船舶・電力）は 2 月に前月比マイナスとなったが、1～3 月は引き続き増加する見通し。また 4 月 2 日発表の日銀「短観」（3 月調査）によれば、設備投資（含むソフトウェア、除く土地）は大企業中心に 07 年度も増勢が続く見通し。さらに大企業の賃上げ率が 2 年連続で小幅上昇し、パート賃金も緩やかに上昇するなど､雇用･所得環境の改善を背景に先行き消費拡大への期待から消費者マインドも改善している。

### 金利･株価･為替

外為市場では、2 月 27 日の中国株価急落を引き金に世界同時株安となった直後に円キャリー取引解消の観測からドルが売られ 115 円台前半まで円高が進んだが、その後は円安となり、4 月 13 日に開催された G7（7 カ国財務相・中央銀行総裁会議）では現状が追認され円安傾向が続いた。足元では米景気の先行き不透明感や日米金融政策への思惑などから円が買い戻され 117 円～118 円台で推移している。一方、日本の長期金利の目安である新発 10 年国債利回りは、早期の追加金利引き上げが想定しにくいことから 1.6%台で低位安定的に推移。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て 1 万 8,000 円台に乗せた後、前述の世界同時株安時には 1 万 6,000 円台半ばまで下落。足元では 1 万 7,500 円前後で推移している。

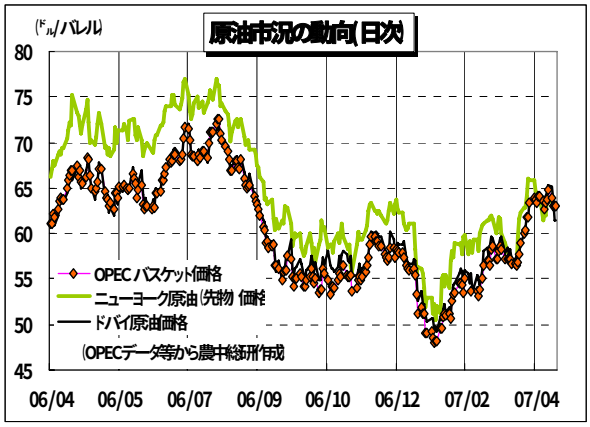
### 政府･日銀の景況判断

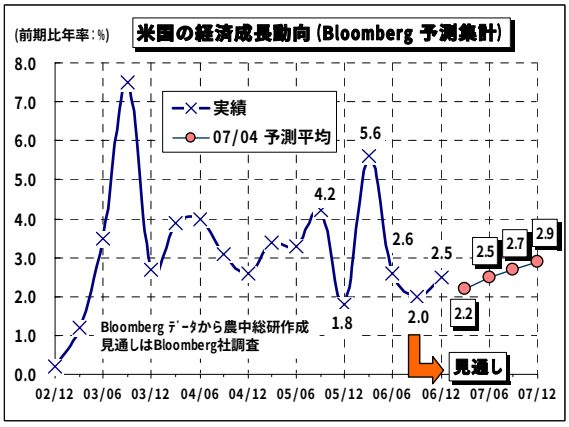
政府は 4 月の「月例経済報告」で景気判断を「生産の一部に弱さがみられるものの、回復している」と回復判断は維持されたが、生産面の不安要因を挙げ表現を一部変更。日銀は 4 月の景況判断を「緩やかに拡大」と 9 ヶ月連続で判断を据え置いた。（07.4.19 現在）

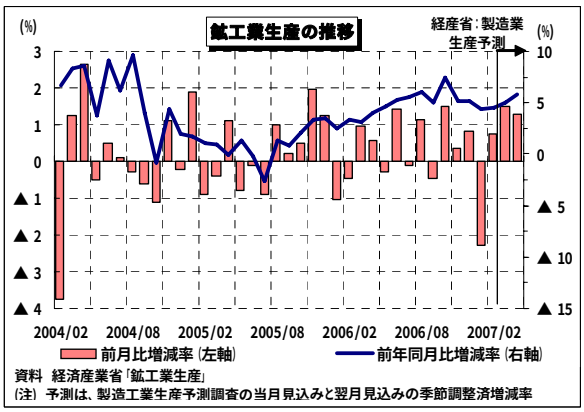


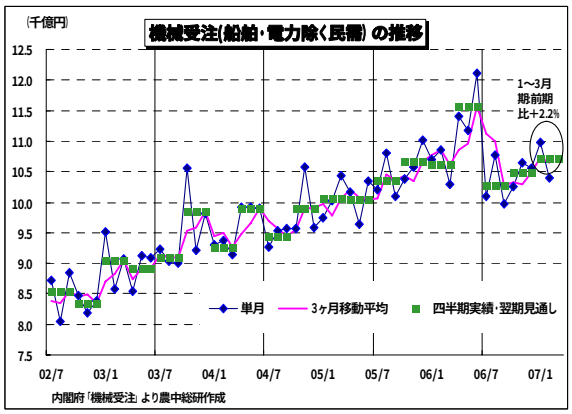
金融市場5月号　ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます　（株）農林中金総合研究所

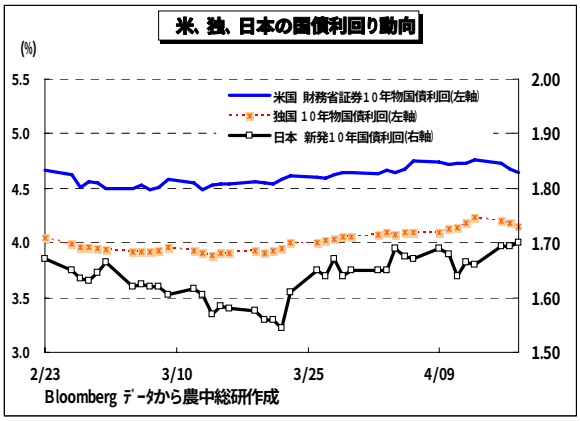
## 内外の経済金融データ

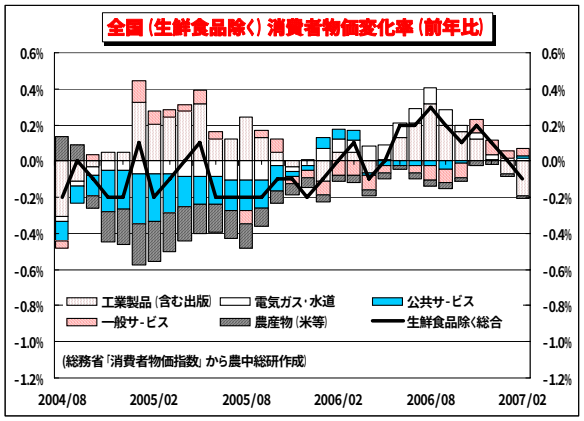



(詳しくは、ホームページ-トピックス-〔今月の経済・金融情勢〕http://www.nochuri.co.jp へ)




ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

# 今月の焦点

## 国内経済金融

# 「格差問題」の捉え方とその対応

### ～求められる再分配機能の見直し～

南　武志

近年、貧富の格差が拡大したと感じる人が増加するなど、様々な格差が拡大する方向にあるといわれている。この背景には、現時点（4 月）でも戦後最長となる息の長い景気拡大が持続している一方で、好調とされる企業部門から家計部門への波及の遅れていることが挙げられる。

企業部門でも輸出製造業と中小企業非製造業との間には、景況感から経営指標に至るまで大きな乖離が発生しており、その差がなかなか埋まらない状況である。それ以外にも、正規従業者と非正規従業者といった雇用形態の違いや大都市部と地方など様々な面で格差が拡大していることを危惧する意見が強まっている。

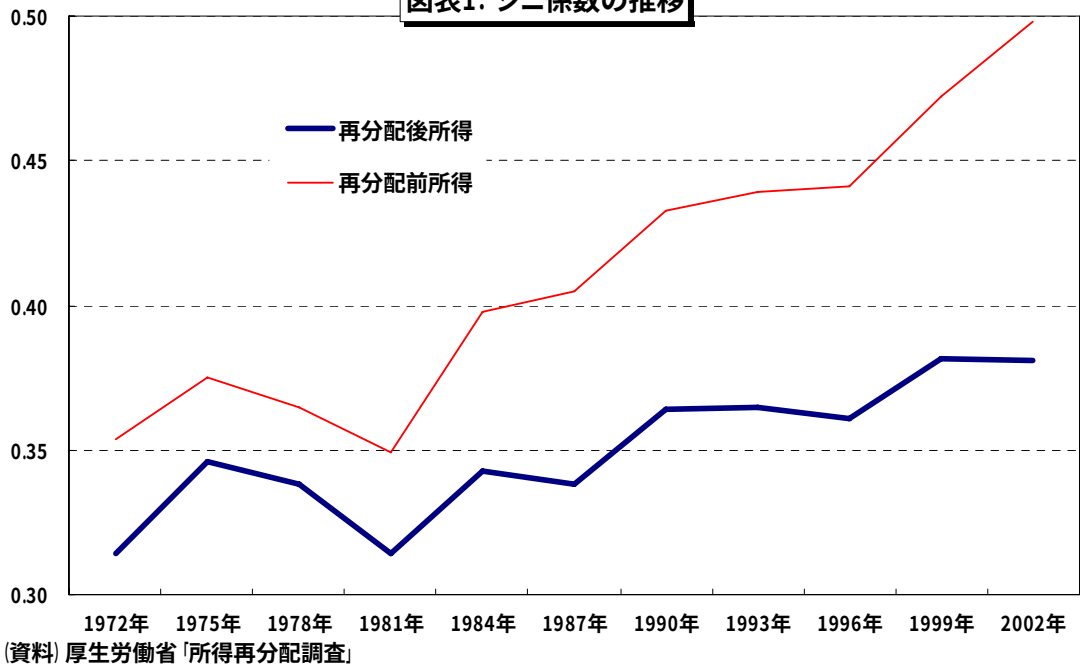
以下では、代表的な所得格差を取り上げながら、格差問題に対する考え方を述べてみたい。

## 所得格差の拡大

所得格差には、同一世代内の格差のほか、異世代間の格差なども存在するが、ここでは日本全体としての所得格差を見てみよう。一般的に、所得の不平等度はジニ係数(注 1)を用いて計ることが多い。直近（2002 年）の「所得再分配調査」(注 2)によれば、ジニ係数は 0.381（再分配後所得ベース）であり、全体的に見れば緩やかながらも高まる傾向にある（図表 1）。

また、2000 年前後を調査対象とした OECD のワーキングペーパーによれば、日本（0.314）はドイツ（0.277）、フランス

図表1. ジニ係数の推移




(資料) 厚生労働省「所得再分配調査」




ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

（0.273）など EU 諸国よりも高い状態にあり、格差社会というイメージの強い米国（0.337）に近い数字となっている。かつては「一億総中流」などといわれていたが、上述の通り所得の不平等度は高まっていることがわかる(注3)。

一方、内閣府では 06 年 1 月の月例経済報告・参考資料の中で、近年このように所得格差が拡大している原因として、もともと格差が大きかった高齢者世帯が増えていること（高齢化）や、単身世帯や共稼ぎ夫婦世帯の割合が高まったこと（世帯規模縮小）を指摘しており、これらは「見かけ上の格差拡大」に過ぎないとしている。つまり、実質的な所得格差は拡大していない可能性が高い、との立場である。

しかし、経済学者らによる分析結果によれば、高齢化や世帯規模縮小だけでは近年の格差拡大を説明しきれない、とするものもある。そこでは、かつて所得再分配機能を十分果たしてきた税制・社会保障制度が、近年の所得税の累進構造緩和や社会保障料率引上げなどによって所得再分配効果が弱まっていることの影響度が大きいと考えられている。

（注 1）ジニ係数はローレンツ曲線から推計され、0～1 の間の値を取る。1 に近いほど所得分配が偏っていると評価するが、一般に 0.3 を超えると格差が目立ち始めるとされている。

（注 2）日本では 3 年ごとに実施される厚生労働省「所得再分配調査」の結果を用いることが多い。これ以外にも、総務省「全国消費実態調査」や同「家計調査」などで所得実態を把握することが可能だが、調査年の間隔や対象範囲などの面で「所得再分配調査」に優位性があると評価されることが多い。

（注 3）橘木（2006）によれば、「家計調査」で見ても、中長期的に見ればジニ係数は上昇傾向にあるが、近年はやや頭打ちになっており、その原因を「家計調査」が対象外とする単身世帯（特に高齢世帯）が増加した可能性を指摘している。

## 「格差問題」の考え方

こうした所得格差をはじめとする「格差問題」が浮上してきた背景には、これまで推進されてきた一連の規制緩和促進策や市場機能重視の経済政策運営が遠因となった可能性がある事件が発生したことがある。特に、小泉政権下でこうした問題に対する注目が集まってきたために、同内閣の構造改革路線を問題視する意見は多い。

振り返ってみると、日本が 1990 年代以降の長期経済停滞に喘ぐ中で、政府が幾度となく大規模な財政措置を講じてもなかなか景気が上向かず(注4)、結果的に膨大な財政赤字だけが残るなど、日本全体を閉塞感が覆っているような状況であった。こうしたなか、政府は様々な規制緩和を実施することで、民間活力を刺激し、そうした閉塞感の打破を側面から支援し続けてきた。

本来ならば、従来存在していた競争制限的な規制を緩和・撤廃した後には、民間セクターがルールなり法律なりを厳守しているかをチェックする機能を付加する必要がある。そういう面で多少の不備があり、それらが格差を発生させるきっかけになった可能性については否定できない面もあるだろう。

しかし、少子高齢化が急速に進展している日本が活力ある経済社会を維持していくためには、市場機能をうまく活用し、適正な競争環境を形成することで、生産性向上



 ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます 

を達成していくことが必要不可欠であることに対しては異論は少ないだろう。「民間でできることは民間がやる」という規制緩和の精神こそが格差問題の病根とする意見には賛同しがたい。

一方で、90年代以降の長期経済停滞の中で、若年層の雇用機会が喪失された状態が続いており、正規従業員になりたいにもかかわらず、「フリーター」など非正規従業員として働くことを余儀なくされている若者が増加している。こうした「フリーター」や「ニート」と呼ばれる層は200万人以上に達しているとの推計もある。

このような若者が努力・自己研鑽してもワーキング・プアと呼ばれるような貧困状態から抜け出せないのでは、といった虚無感を抱き、前向きな努力を怠ってしまうことは社会的に見て大きな損失である。安倍内閣では「再チャレンジ支援の推進」を主要政策の一つとして掲げているが、国際的に見てかなり見劣りすると指摘されることが多い教育・職業訓練の充実や雇用環境の整備・拡充が求められている。

（注4）日本銀行による金融政策も断続的に利下げが実施されたが、実質金利ベースでは高止まり状態を長期化させてデフレを引き起こすなど、政策運営の失敗を指摘されることが多い。

## 格差問題の解消の糸口

基本的には競争原理をうまく活用する市場経済メカニズムを中心とする経済社会を維持しようとしていく限りにおいては、ある程度の格差は存在してしまうのは不可避である。問題は、格差が発生するとしても、どの程度までが許容範囲内なのか、またこうした格差が固定化され、再生産されるなど、硬直的な社会になってしまわないか、という点にあるのであろう。

過度の格差拡大は社会不安を増長することから何らかの対策は打つべきだという意見も多い反面、景気拡大がさらに継続し、各分野への波及が進めば、現在ある諸格差は逆に縮小する方向に向かうとする意見もあるなど、格差問題に対する取り組みなどの面での温度差がある。

しかし、前述の通り、若年労働者の就業機会の乏しさは、将来的に格差をさらに拡大させる源となる可能性が高く、何も手をつけないわけにはいかなくなりつつある。また、前述した所得再分配政策のあり方についても再検討が必要という意見も多い。現在の所得再分配政策は、低所得層を十分支援する内容になっておらず、むしろ中所得層にメリットがあるような制度設計となっていると指摘されることが多い。例えば、社会保障制度については、負担は国民年金の低額保険料の存在があるため逆進性が指摘されるほか、給付も家族給付・低所得者向けの給付が少ない、などといった問題を抱えている。90年代以降は財政政策の3大機能の一つである所得再分配機能を低下させる方向で政策が進められてきたが、このあたりでもう一度再分配機能の復活を含めた再検討が必要なのではないだろうか。

以上、所得格差に絞って格差問題に対する考え方をまとめたが、当総研では今後何回かに分けて、いくつかの切り口によって格差問題を分析するレポートを本誌に発表する予定である。



金融市場5月号　ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます　（株）農林中金総合研究所

【参考文献】

大竹文雄（2005）『日本の不平等』、日本経済新聞社

小塩隆士・田近栄治・府川哲夫（2006）『日本の所得分配』、東京大学出版会

貝塚啓明・財務省財務総合政策研究所編著（2006）『経済格差の研究』、中央経済社

橘木俊詔（1998）『日本の経済格差』、岩波書店

橘木俊詔（2006）『格差社会』、岩波書店

樋口美雄・財務省財務総合政策研究所編著（2003）『日本の所得格差と社会階層』、日本評論社

Forster, Michel and Marco Mira d'Ecole（2005）“Income Distribution and Poverty in Selected OECD Countries in the Second Half of the 1990s”,OECD Social, Employment and Migration Working Papers No.22

OECD（2006）“2006 OECD Economic Survey of Japan”,OECD


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

# 今月の焦点

**国内経済金融**

## CSR はブランド価値を高めるか

古江　晋也

**要旨**

**・従来、金融機関は利便性の高いチャネルネットワークの構築や顧客対応能力の向上などに取り組むことで競争優位を確保してきたが、現在では CSR 経営の高まりもあり、経営理念の差異化も重要となりつつある。**

**・先進的に CSR に取り組んできた金融機関のなかには、その活動が新聞や雑誌などのメディアにとりあげられ、副次的にブランドイメージの構築にも貢献したケースが見受けられる。ただし、CSR 活動によって高められたブランド価値が持続的な優位性を確保するためには、多様なステークホルダーとの継続的なコミュニケーションが重要であり、今後の課題となるであろう。**

### はじめに

CSR の内容や範囲については多様な見解・捉え方があるものの、近年、金融機関においても CSR 活動への取り組みが活発化している。金融機関が CSR 活動に取り組みはじめた直接の動機は、リレーションシップバンキング機能強化の一環等であるが、現在では企業イメージを副次的に向上させ、ブランド価値向上を図るという効果にも注目が集まっている。

そこで本稿では、CSR 活動がどのようにしてブランド価値を向上させているのか、ということを検討する。

### CSR を実施する目的

03 年、金融庁は「リレーションシップバンキングの機能強化に関するアクションプログラム」（期間：03～04 年度、以下、アクションプログラム）を公表した。アクションプログラムは当時、不良債権問題と中小企業金融の再生を中心的な内容とするものであったが、地域貢献に関する情報開示が主要なテーマとなったことでも注目された。アクションプログラムは、その後「新アクションプログラム」（期間：05 年～06 年度）に受け継がれた。

07 年 4 月には、金融庁金融審議会金融分科会第二部会が「地域密着型金融の現状の評価と今後の対応について―地域の情報集積を活用した持続可能なビジネスモデルの確立を―」を公表し、地域貢献への取り組みが引き続いて期待されている。

このような行政サイドのアプローチに加えて、環境問題が社会的関心を集めていることもあり、環境配慮型経営、地域活性化などを経営戦略に織り込む地域金融機関が増加した。03 年前後からはメガバンクも環境保全活動、金融教育、SRI ファンドの取扱い、顧客満足の向上などを積極化させている。

つまり近年の金融機関の競争戦略は、利便性の高いチャネルネットワークの構築や顧客対応能力の向上に加えて、「環境配慮型経営を実践する金融機関」や「地域貢献に取り組む金融機関」などの経営理念レベルでの差異化も重要になりつつあるといえる。


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

## CSR によるパブリシティの向上

CSR 活動がブランド価値に大きな影響を与えると指摘する研究者やジャーナリストは多い。コトラー[2004]は、ブランドイメージに影響を与えるコミュニケーションツールの一つとして CSR 関連の活動をあげている。また、BusinessWeek 誌は、環境や社会活動が競争優位を生み出すことができるという認識が広まっており、これらの活動を通じて無形資産を構築できる可能性を示唆している。

このように CSR はブランドイメージや無形資産の向上に貢献すると考えられるが、これらに影響力を与えるためには情報発信力の強化が不可欠である。

写真１はバンク・オブ・アメリカ（BOA）がニューヨーク・マンハッタンで行っていた CSR 広告である。同広告では「昨年、私たちは子供や家族に 7200 万ドルの寄付を行いました」とその活動内容をアピールしている。また近年では、一部の日本の金融機関も CSR 広告を展開しており、「社会的責任を果たす金融機関」というブランドイメージの強化を図っている。

しかし、ブランド構築を行うには、広告よりも「パブリシティ」が重要な役割を担っているという意見もある。パブリシティとは、企業活動等を新聞や雑誌などが間接的に報道することであり、企業が直接的に消費者等に訴求する広告とは異なる。そのため、パブリシティは広告よりも客観的であると評価されている。

A．ライズ＆L．ライズ[2002]は、ブランドは「生まれ出るものであって、作られるものではない」とし、パブリシティがブランド構築に欠かせないことを指摘する。

**写真1　バンク･オブ･アメリカの CSR 広告**

そして「広告はブランド維持、PR はブランド構築」とその役割を分類している。

ブランド構築に広告とパブリシティのどちらを積極的に活用することが有効か、という議論に関しては企業の直面している競争環境に応じて大きく異なるため、ケースバイケースであるといえる。

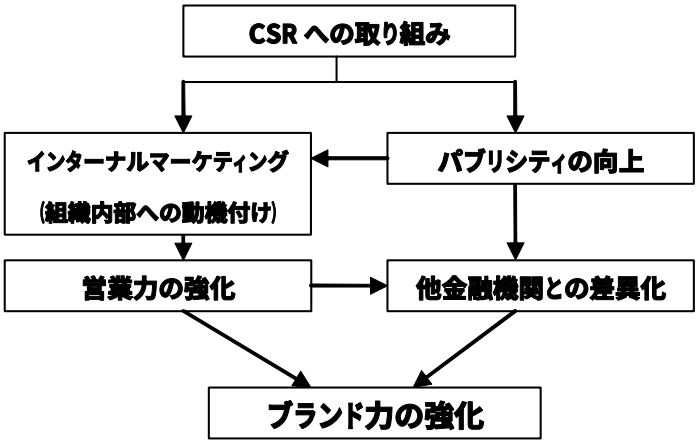
ただし、当社が行った CSR に関するヒアリング調査では、パブリシティが向上したことで、ブランド力の向上とともに組織内部で CSR に対する取り組みへの理解が得られやすくなったという意見もあった。

また、ある金融機関の担当者は「CSR を行っていなければ組織はもっと殺伐として




ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

**図表１ 「CSR 活動」から「ブランド力強化」への概念図**




いた」と CSR の組織内部に与えるプラスの影響を語ってくれた。

つまり、CSR 活動や CSR 活動によって生み出されたパブリシティの向上は、行員や職員のモチベーションの向上に貢献し、これがブランド力の強化を支えているといえる。

図表 1 は、ヒアリング調査をベースに CSR の取り組みがどのような経路を通じてブランド力の強化へとつながったのか、という概念図をフローチャートにまとめたものである。CSR の取り組みは、リレーションシップバンキング機能強化の一環や環境配慮型融資など新たな事業分野への進出が動機となってはじめられた。

CSR 活動を展開することでパブリシティが向上すれば、競合する他金融機関との差異化が促進され、ブランド力が強化される。

また、CSR の取り組みが新聞、雑誌などのメディアで報道されれば、事業に「社会的意義のある」といった自負心が行員や職員に芽生え、それが営業力の強化となり、ひいてはブランド力の強化になると期待できる。

## ブランド力強化への戦略的課題

CSR 活動はブランド力の強化に貢献し、その過程においてパブリシティが重要な役割を担っている。しかし、CSR 活動がパブリシティの向上へと結びつくかどうかは、取り組み内容や方法が大きな影響を与える。

CSR の取り組み項目は金融機関が独自に設定するものであるが、ビジネスモデルによってその取り組み項目は異なる。例えば、伝統的な金融機関のビジネスモデルは、主たる支店網が存在する地域の「メインバンク」になることを目指すことにある。このようなビジネスモデルを展開している金融機関の CSR は地域との関係を強化する取り組みを行っていることが大きな特色である。

しかし、近年ではネット専業銀行等のように地理的基盤に依存しない金融機関も誕生しており、これらの金融機関は必ずしも営業地域を基盤とした CSR を展開しているわけではない。例えば、地理的基盤に依存しないビジネスモデルを構築しているある金融機関は、顧客満足の向上を CSR と位置付けていた。

そのため、金融機関が自らのビジネスモデルと関連の低い CSR を展開しても顧客や主たる営業基盤のある地域から評価を得られない可能性がある。

また、CSR 活動を通じてパブリシティが向上した金融機関の多くは、独自性の高い



 ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます 

取り組みを他の金融機関に先駆けて実施してきた結果であることが少なくない。そのため、すでに多くの金融機関が取り組んでいる項目を実施してもパブリシティの向上にはつながらず、ブランド力の強化には至らない。さらに、戦略性の欠如した場当たり的な CSR では長期的な取り組みとならず、ネガティブなパブリシティを生み出すかもしれない。

最後に CSR はブランド力を強化するが、ブランドは一朝一夕で確立できるものではない。金融機関は設立当初から地元融資、納税、雇用等の経済的・法的な責任に加えて、社会貢献活動をはじめとしたフィランソロピー的責任も実施してきた。しかし、これらの活動が金融機関のブランドイメージ向上に必ずしも結びつかなかった理由は、たとえ社会的意義のある活動に取り組んでいても、積極的に開示してこなかったことが原因であることが少なくない。CSR 活動は質の高い取り組み内容と適切な情報発信が重要であるといえる。

## おわりに

CSR活動はパブリシティを通じてブランド力を強化し、他金融機関との差異化に貢献する大きな可能性を秘めている。しかし、この差異化戦略が一時的なものではなく、長期的な競争優位を確保するためには、株主、行員・職員、取引先、地域社会などのステークホルダーと継続的なコミュニケーションの実施が大きな鍵を握っており、そのための取り組みを如何に充実させていくか、が今後の戦略的課題となると考えられる。

**【参考文献】**


・P.Kotler (2004) , *Ten Deadly Marketing Sins: Signs and Solutions;* John Wiley&Sons, Inc. (邦訳『マーケティング 10 の大罪』(恩蔵直人監修、大川修二訳) 東洋経済新社,2005 年)

・A.Ries & L.Ries(2002) *The Fall of Advertising and The Rise of PR*, HarperCollins publishers. (『ブランドは広告ではつくれない』(共同ＰＲ株式会社監訳，翔泳社,2003 年)

・ “Beyond The Green Corporation”, BusinessWeek, (Jan. 29, 2007)




ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

# 今月の焦点

## 国内経済金融

# リタイア層の家計収支と貯蓄額

田口　さつき

### 団塊世代世帯の純貯蓄額

日本の人口において 5.4%を占める団塊世代が07年からの3年間で旧定年法における退職年齢である60歳を迎え、リタイア層となっていくが、はたして老後の生活資金はどうなっているのだろうか。本リポートでは、団塊世代の金融資産について老後に想定される収支と比較しながら考えてみたい。

なお、ここでは、典型的な団塊世代の世帯として男性が主たる生計維持者であり、配偶者である妻は専業主婦の勤労者世帯を想定し、妻の退職金はないと仮定する。

まず、60歳になる直前の団塊世代の金融資産の状況であるが、総務省「家計調査（貯蓄・負債編）」によると、団塊世代が含まれる世帯主 55～59 歳層の勤労者世帯の貯蓄額は06年1～9月平均で1,630万円だった。その一方、負債額は 519 万円だったことにより、差し引きの貯蓄額は 1,111 万円となる。

これに加え、退職金の受け取りが見込まれる。厚生労働省「就労条件総合調査」（2003年）の退職給付額によると、勤続年数や学歴に従い、表 1 のように退職金が支給される。

総務省「国勢調査」（05 年）などから勤続年数及び学歴別の雇用者数を推計すると、退職金受け取りにおいて、勤続年数35年以上の高校卒（管理・事務・技術職）、勤続年数35年以上の大学卒（管理・事務・技術職）、勤続年数 35 年以上の中学卒の割合が高く、それぞれ団塊世代の男性勤労者の 15%、11%、9%程度を占める。以上のようなデータを踏まえると、退職金受け取り額が1,000万円の大台を越す層は、男性勤労者の約53%と過半数を占める。前述の貯蓄額（純貯蓄額 1,111 万円）も考慮すると、団塊世代の勤労者世帯の約半数が平均的に 2,000万円以上の金融資産を保有すると考えられる。

### 平均余命と貯蓄取り崩し額

06年の内閣府「国民生活白書」では、高

**図表1　学歴、労働者の種類別定年退職者の退職給付額**

（万円）

| 勤続年数 | 中学卒（現業職） | 高校卒（現業職） | 高校卒（管理・事務・技術職） | 大学卒（管理・事務・技術職） |
|---|---|---|---|---|
| 10～14 | *50* | *60* | *70* | *100* |
| 15～19 | *300* | *350* | *400* | *500* |
| 20～24 | 471 | 504 | 661 | 1,121 |
| 25～29 | 808 | 907 | 1,322 | 2,207 |
| 30～34 | 1,075 | 1,204 | 1,837 | 2,510 |
| 35年以上 | 1,622 | 1,764 | 2,339 | 2,612 |

厚生労働省「就労条件総合調査」（2003年）、「賃金事情等総合調査」（1999年）より農中総研作成
（注1）勤続年数20年以下の部分は「賃金事情等総合調査」に基づき設定した
（注2）表の数値は、退職一時金制度のみの場合は退職一時金額、退職年金制度のみの場合は退職年金現価額、退職一時金制度と退職年金制度の併用の場合は退職一時金額と退職年金現価額の合計である。




ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

齢者世帯の家計収支について分析している。

これによれば、支出が収入を上回る「赤字」、つまり「貯蓄取り崩し額」は、勤め先収入があることなどから 60 歳代前半では月額 4 万円程度にとどまっている(図表 2)。しかし、世帯主が 65 歳代後半では 7.4 万円、70 歳以上では 6.2 万円となる。

なお 60 歳時点での平均余命は、男性で 22.09 歳である。図表 2 の年齢層ごとの貯蓄取り崩しを用い、60 歳時点から平均余命に相当する期間の生活をまかなうのに必要な貯蓄額（以下、必要貯蓄額とする）を計算すると約 1,600 万円（注 1）となる。あるいは、取り崩し額が最も大きい 60 歳代後半を基準にした場合は、必要貯蓄額は約 1,970 万円となる。これらを考慮すると金融資産残高が 2,000 万円以上の世帯は、基本的には老後の生活の目処が立っているとみられる。

ただし、少なくとも以下の点で必要貯蓄額が増える可能性がある。まず、配偶者である妻が夫の死後一人で行き続ける場合である。60 歳時点での女性の平均余命は 27.66 歳であり、同年代の男性より約 5 年ながい。さらに、男性が年下の女性と婚姻関係にある場合は、その年が離れた分も考慮しなくてはいけない。ちなみに総務省「国勢調査」（05 年）によると、団塊世代で配偶者のいる男性のおよそ 6 割が 1～5 歳年下の女性と婚姻関係にある。

また 65 歳以上では公的年金が実収入の主要な源泉である。公的年金財政の悪化により支給額が削減される懸念も強まっているが、それが現実となれば一層の貯蓄取り崩しが必要となる。

そのため、たとえ金融資産が 2,000 万円を越していても、家計の収支や資産の内容を把握し、必要に応じて見直すことも大切ではないだろうか。

（注 1）計算式は以下のとおり
必要貯蓄額＝511.9 千円×5 年+890.8 千円×5 年+747.6 千円×12.09 年

**図表 2 高齢世帯主年齢別月間実収入の内訳**

単位 千円

| | 勤め先収入 | 公的年金 | その他 | 実収入 | 赤字分：貯蓄取り崩し分 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | （）内は年換算値 | |
| 60～64歳 | 211.0 | 80.2 | 34.1 | 325.2 | 42.7 | (511.9) |
| 65～69歳 | 79.2 | 138.1 | 23.6 | 240.9 | 74.2 | (890.8) |
| 70歳以上 | 31.1 | 158.5 | 20.7 | 210.3 | 62.3 | (747.6) |

出所：内閣府「国民生活白書」(2006)、115ページより農中総研作成。
なお、同白書では集計法などについて以下の備考が付されている。
1.総務省「全国消費実態調査」(05年)を特別集計
2.世帯主年齢別の月間実収入に占める各費目の割合
3.赤字分＝実収入－(消費支出+非消費支出)
4.対象は、二人以上の世帯のうち勤労世帯及び無職世帯



 ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます 

# 今月の焦点

## 海外経済金融

# 国際商品市況の持ち直し傾向とその背景

渡部　喜智

### 国際商品市況が強含み傾向

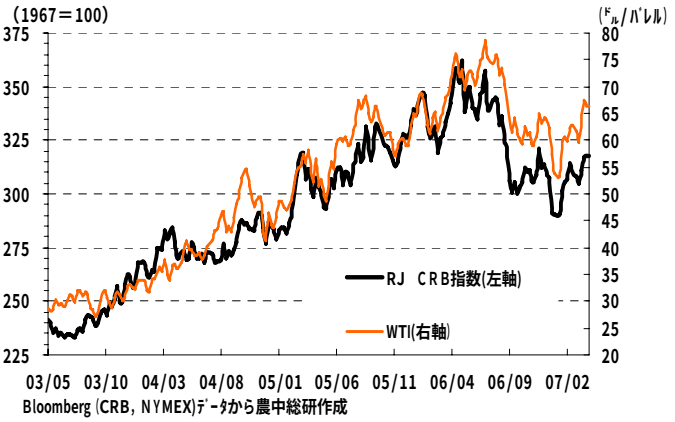
非鉄などの工業素材や貴金属が上昇するとともに原油などエネルギー関連も高止まりして,国際商品市況が全般的に反発の兆しを見せている。

代表的な国際商品指数であるRJ CRB指数は06年5月中旬がピーク（365.4）であったが，原油の上昇継続などから 8 月上旬までは高値圏にとどまった。それが9月以降は下降傾向をたどり,07年1月中旬には前述のピーク水準の8割を切るところ（285.8）まで下落した。しかし，その後は下げ渋り,現在は前述下値から約1割反発している(図1)。

RJ CRB指数のなかでも，反発が最も鮮明な銅，アルミなどの工業素材（非鉄金属）指数は，底値から 2 割近く上昇している。また，ニューヨーク原油先物（WTI期近終値）を例にとっても，1月中旬の1ﾊﾞﾚﾙ当たり50ﾄﾞﾙ割れ寸前から反転し，3月末には66ﾄﾞﾙを付けた後も,60ﾄﾞﾙ台に乗ったまま高値で推移している。

さらにバラ積みなど海上運賃指数が足元で急騰しており,原材料コストの付加的なアップ要因になる可能性もある。

図1 国際商品市況（CRB商品指数）と原油市況の推移




Bloomberg（CRB，NYMEX)ﾃﾞｰﾀから農中総研作成

このような商品市況の持ち直し傾向が持続的なものなのか,否かはわが国だけでなく先進国のインフレ環境や金融政策,および企業収益にも影響を与えることから注目すべきことと思われる。

### ＩＭＦは世界経済が順調に成長継続との見通し

国際通貨基金（IMF）が4月11日に発表した「世界経済展望」における07年の世界経済成長見通しは4.9%であり，前回（06年9月）予想と同じものとなった。06年実績の5.4%成長に比べれば減速するものの,引き続き高い成長軌道上を進むという見方が示されている（表1）。

表1 IMFの世界経済見通し　(%)

| 地域＼年 | 2005 | 06 | 07 | 前回修正 | 08 | 前回修正 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 世界全体 | 4.9 | 5.4 | 4.9 | - | 4.9 | - |
| 先進国 | 2.5 | 3.1 | 2.5 | ▲ 0.2 | 2.7 | - |
| 米国 | 3.2 | 3.3 | 2.2 | ▲ 0.7 | 2.8 | ▲ 0.4 |
| ユーロ | 1.4 | 2.6 | 2.3 | 0.3 | 2.3 | 0.3 |
| 日本 | 1.9 | 2.2 | 2.3 | 0.2 | 1.9 | ▲ 0.1 |
| 新興国・途上国 | 7.5 | 7.9 | 7.5 | 0.3 | 7.1 | 0.2 |

IMF　World Economik Outlook(07年版）から農中総研作成

ドイツなどユーロ圏の成長見通しが上方修正されたが,米国やカナダなどの見通しが下方修正され先進国の成長率見通しは＋2.5%にとどまった。先行きもサブプライム・ローンの延滞率上昇に伴う住宅市場の悪化懸念などの火種もあり米国経済には減速懸念が残る。

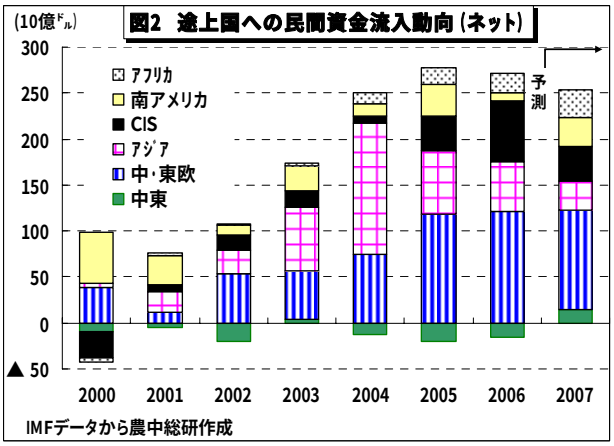
しかし，新興国・発展途上国（以下，まとめて途上国）全体の成長率見通しは前回予想に比べ＋0.3%上方修正され，7%台半ばの高成長が予想されている。このような途上国および世界経済の成長予想については楽観的という見方もあろうが，中国の07年第1四




ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

半期の実質GDP成長率は前年同期比11.1%増となり，成長が加速した。

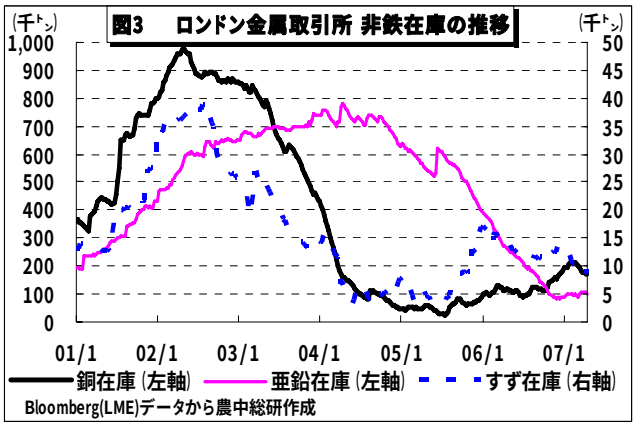
また，世界同時株安が短期間で収束し途上国に流れていた資金の逆流懸念もして，途上国の株価指数の多くが世界同時株安直前の水準を回復している。IMFの推計によれば，直接投資，証券投資などを合わせ06年の2560億ﾄﾞﾙ（30.6兆円）に続き07年も2530億ﾄﾞﾙ（30.3兆円）の民間資金が途上国に投資されると予想される(図2)。このような資金面でのサポートもあり，多くの途上国では，投資主導での成長が続くと考えることが妥当だろう。




## 非鉄在庫にうかがわれる需給の再引き締まり

冒頭で非鉄金属の価格の反発が大きいことを述べたが，世界の金属類の代表的取引所であるロンドン金属取引所(LME)の在庫状態から見ると，そもそも歴史的低水準にある在庫が再び減少する傾向がうかがわれる。在庫の減少には需給両面の要因が考えられるが，昨年後半から一旦緩和しかけた需給が再び引き締まりつつあることを示している可能性がある。

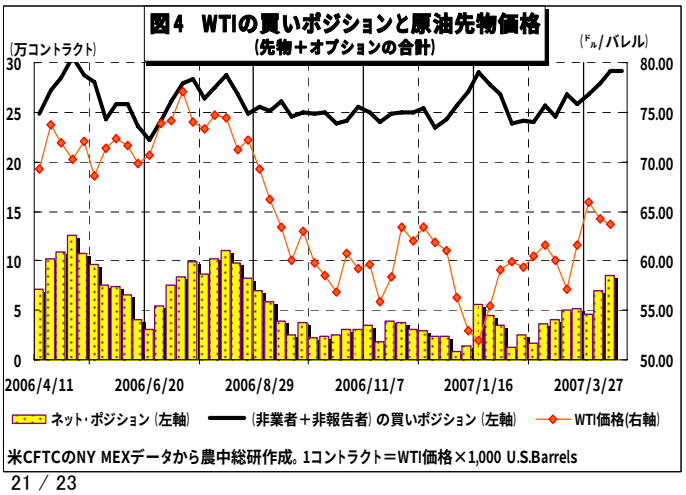
たとえば，LMEの銅在庫は06年10月初めの11万ﾄﾝ台前半を底に2月末には約21万ﾄﾝ台前半に倍増近くまで増加したが，現在は約17万ﾄﾝまで縮小しており，銅価格が1ﾄﾝ5500ﾄﾞﾙ割れから8000ﾄﾞﾙの大台に乗せた押し上げ材料の一つとなっている。すず，亜鉛なども同様の動きを見せている。




## 商品市場に再び資金流入の兆し

ファンド筋などから商品市場へ資金流入が増加する兆しも出ている。WTIを例に取れば，非業者＋非報告者のデリバティブ（先物・オプション）取引の買いの建て玉は，06年末を底に増加基調にある。グロスの買いは23万枚から29万枚に回復し，円換算すれば2兆円台の残高に戻している。また，ネット（買い―売り）でも0.8万枚割れから8.5万枚に回復している（図4）。このような買いの建て玉増加の傾向は，ガソリンやヒーティング・オイルなど多くのエネルギー関連商品にも見られる。

以上のデータから見て，①世界経済の順調な拡大見通しについての信頼性が増すなかで，②商品需給が一層引き締まり，③ファンドからの商品市場への資金投入も増えることを想定する相場材料は少なくない。経済金融の先行きを考える場合，商品市況の上昇リスクを視野に置くことも必要に思われる。（07.04.20）







ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

## 海外の話題

# 実質資本主義へ転換した？中国

農林中央金庫　北京駐在員事務所長　稲　垣　雅　人

去る３月 16 日、中国の第 10 期全国人民代表大会（全人代＝国会）第５回会議は、私有財産権保護を強化する物権法案と外資企業・国内企業の法人税を一本化する企業所得税法案を可決して閉幕しました。これらは中国が、極めて大きな転換点を迎えたことを象徴するイベントといえるでしょう。

まず、物権法は「国家・集団・私人の物権およびその他権利者の物権は、法律の保護を受け、いかなる組織や個人もこれを侵害してはならない」と規定し、公有制を基本とする社会主義経済からの転換を示しました。この背景としては、経済発展に伴い外資を含め不動産の売買が活発に行われるようになり、土地に関してもトラブル防止のため権利の所在をはっきりとさせる必要が増してきたことが挙げられます。このため「不動産物権の設定、変更、譲渡、消滅は、法律に基づいて登記しなければならない」という基本原則が定められ、不動産登記制度に基づく所有権の効力が明確になりました。一方で、この法律は「有産階級を承認し社会主義の根底を揺るがすもの」で、「一部の官僚特権層が不当に得た巨万の財産を保護するために採択された」との批判も根強くあります。今後貧富の差がこれ以上拡大していかないよう何らかの対策が必要でしょう。一部では、固定資産税・相続税・贈与税の導入がささやかれているところです。

次に、企業所得税法ですが、これまで外資導入のため国内企業の税率 33%に対し、外資には 15%の優遇税率を適用していましたが、これを一律 25%に改めるものです。これは 2001 年のＷＴＯ加盟後、さまざまな産業の対外開放を行ってきた結果、国内企業と外資企業を同じ土俵で競争させる準備がある程度整ったことの現れでしょう。現地法人の設立を条件に人民元業務の全面開放を認めた銀行業もその一例です。但し、「条件に合う環境保護、省エネルギー、節水、技術移転などで得た所得」、「条件に合う零細企業、国が重点育成を必要としているハイテク企業」には国務院の定めるところにより軽減税率適用の余地を残しており、国益に資する産業への保護姿勢を強く打ち出したのも今回の特徴といえます。



金融市場5月号　ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます　（株）農林中金総合研究所

最後に４月の温家宝総理の訪日ですが、予想どおり友好ムードの中、今後の日中協力に向けてのまさに「氷を溶かす旅」となりました。これまで、ともすれば国内の不満の矛先を日本に向ける形でかわしてきた感のある中国政府ですが、４月 11 日の国会演説では、「中国の改革開放と近代化建設は日本政府と国民から支持と支援をいただいた。これを中国人民は忘れない。」「両国経済は相互補完関係にある。両国経済の発展は双方にとって脅威ではなくチャンス」との強いメッセージが日本国民及び中国人民に向けて送られ、私を含め日中ビジネスに関わる人たちにとって、今後に向けて非常に心強いエールとなりました。



金融市場5月号　ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます　（株）農林中金総合研究所