

起業家的能力

取締役調査第二部長 都 俊生

料理に添えられる「つま物」の葉っぱや野花を「^{いろどり}彩」のブランドで出荷し、全国にその名前を知られるようになった徳島県上勝町を視察する機会を得た。林野比率が 85.4%、65 歳以上の人々が 48.5% を占める高齢社会のこの町で「^{いろどり}彩事業」を支えるのはおばあちゃん達である。訪問した農家では 80 歳を超えるおばあちゃんが、もみじの葉やアジサイの花などを山や畑から集め、手際よくきれいに整えていた。パソコンを開いて出荷実績のチェックもする。頭の回転もいい。とにかく元気だ。おばあちゃん達の屈託のない笑顔が印象的であった。

「頑張れる仕事があること、安定した収入が得られること、そして仕事を通じて社会とつながっていることが心にも張りを持たせ心身ともに健康にさせている」と、この事業を立ち上げた「(株)いろどり」代表取締役の横石氏は語る。まさにそのとおりだと思う。何かと高齢社会を悲観的に捉える見方が世の中に蔓延している感があるが、生きがいを持って健康で長生きできる社会づくりの大切さに改めて気づかされた思いだ。

昨今、しきりに地方の自立が叫ばれているが、それは単に行政に依存するだけでは解決できない課題だ。元気な地域づくりには、この上勝町のように「やりがい」のある事業を生み出していくことが欠かせない。「生きがい」や「やりがい」のある仕事を開発し元気な社会を作るのは我々民間の仕事だ。そのためには「価値ある資源」を見出す能力とそれを事業につなげる起業家的能力が求められる。資源の価値を発見するには、地域外の人々の目も必要だ。横石氏が事業のヒントを得たのは、大阪の寿司店で「つま」に使われた葉っぱの美しさに感激する女性客の会話であったし、「つま物」を商品化する過程では横石氏自身が足繁く大阪の料亭などに通い情報収集をしている。また、資源とは単に「物」だけではない。人材も資源のひとつだ。上勝町の資源は、豊かな森林資源だけでなく、お年寄りの持っている草木に対する知識や、「つま物」を丁寧に揃える手先の器用さも大切な資源であった。

事業展開にも工夫がある。「^{いろどり}彩事業」を少数の農業者だけで囲い込むのではなく会員方式をとり地域全体に広げている。この事業に参加している農業者は 190 人に上り、その結果 320 品目を出荷できる体制ができ上がっている。JA を通じて市場へ共同出荷しているが、出荷物には出荷者別の ID 番号が付けられており市場での評価が出荷者ごとにはね返る仕組みになっている。出荷者別の販売実績と順位を PC ネットワーク上で公開もしている。これが、会員の品質向上意欲や競争心をかきたてる効果をもたらしている。このように諸要素をうまく噛み合わせ事業を築き上げたところに上勝町の「^{いろどり}彩事業」の成功があるように思う。

地域社会活性化には、既成概念にとらわれない起業家的能力が大切だとつくづく感じた次第である。新しい感覚を持って地域資源の価値を再発見する努力が肝心だ。そのためにも、都市と地方との人的交流が望まれる。

情勢判断

国内経済金融

8月は見送られたが、07年10～12月期には追加利上げも

～景気・物価は徐々に「足踏み」から「改善」へ向かうと予想～

南 武志

要旨

4～6月期の経済成長率は潜在成長率を大きく下回ったほか、2月以降、消費者物価も前年比下落が続くなど、07年に入って以降の経済・物価情勢には明確な改善は見られていない。一方、金融市場は米サブプライム問題に伴って世界的に信用収縮懸念が高まり、一時大荒れの展開となった。これに対し、日米欧の中央銀行は短期金融市場に緊急資金供給を行ったため、ひとまず市場の動揺は落ち着きつつある。なお、金融市場の混乱が収まれば、こうしたサブプライム問題が実体経済に影響を及ぼす程度は限定的と思われ、国内経済・物価は07年度下期以降、改善が始まるだろう。

このような情勢を受けて、市場参加者の間で根強かった8月利上げは見送られたが、年度下期には再び追加利上げの思惑が高まるものと予想する。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年 / 月 項 目	2007年			2008年		
	8月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	0.493	0.40～0.60	0.50～0.85	0.70～0.85	0.95～1.35	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.834	0.75～0.85	0.75～1.00	0.85～1.10	1.00～1.40	
短期プライムレート (%)	1.875	1.875	2.125	2.125	2.375	
新発10年国債利回り (%)	1.580	1.60～1.85	1.75～2.00	1.85～2.10	1.90～2.20	
為替レート	対ドル (円/ドル)	116.1	113～120	110～120	107～117	105～115
	対ユーロ (円/ユーロ)	157.6	155～165	155～165	153～163	150～160
日経平均株価 (円)	16,248	17,250±1,000	17,750±1,000	18,250±1,000	18,500±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8月24日時点。

国内景気: 現状・展望

政府・日本銀行などに加え、当総研を含むほとんどの民間調査機関も、国内景気の方角性としては「回復もしくは拡大」としているが、そのテンポは「非常に緩やか」であり、どちらかといえば「足踏み」に近い状況であると認識している。景気実勢に近いとされる鉱工業生産が半年も直近ピーク(06年12月)を上回れずに推移していることはその代表的な事例である。

こうしたなか、4～6月期の実質経済成長率(GDP第一次速報)が8月13日に発表さ

れたが、均せば年率+4%超の高成長が続いた06年度下期と比べて、足許4～6月期は同+0.5%と低迷し、+2%程度とされる潜在成長率を大きく下回った。内容的には、民間企業設備投資こそ1～3月期からやや加速したものの、賃金所得が伸び悩む民間消費や牽引役である輸出が大幅に減速した他、民間住宅投資・民間在庫投資・公共投資がマイナスとなっている。特に、民間消費には、ガソリン価格高騰や住民税増税(定率減税全廃+所得税からの振替)といった所得抑制要因が加わるなど、このところ消費

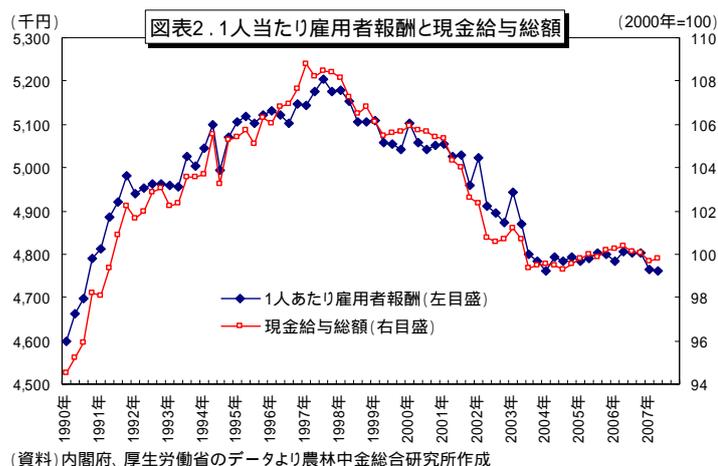
者マインドが悪化していることもあり、景気の主導的役割を果たすのは困難である。

ただし、成長率のボトムはおそらく4~6月期で、7~9月期以降は再び成長加速が始まるものと思われ、このまま日本経済が調整局面入りすることはないと思われる。8月中旬以降、米サブプライム問題が世界の金融市場を震

撼させているが、各国中央銀行が流動性供給を続けるなどの対応を取っていることもあり、今後対応を誤らなければ実体経済に対する影響度は小さいだろう。米国経済にはサブプライム問題の影響は住宅市場などに残るものの、先行きも底堅く推移する可能性が高い他、中国など東アジア、EU経済も成長が持続すると予想され、輸出が再び伸び率を加速する可能性が高いと見られるからである。輸出環境さえ良好さを保っていれば、ハイテク業種での在庫以外は目立った調整要素がなく、むしろ成長余力が十分残っている日本経済は拡大基調を続ける可能性が高いだろう。

当総研では、冒頭の4~6月期GDP統計の発表を受けて、日本経済見通しの改定を行ったが、「07年度上期の景気展開は力強さに欠けたものになるが、年度下期以降は米国経済の持ち直しが想定され、それに伴って日本の景気回復力も強まる。08年度にかけても景気拡大が持続する。」との従来の見方に変更はない(後掲「2007~08年度改定経済見通し」を参照のこと)。

一方、物価面では、消費者物価(全国、生鮮食品を除く総合、以下コアCPI)が2月以降、前年比マイナスが続いている。国



際原油市況の高騰を受けてガソリン価格が再騰しているほか、食料品や外食サービス、タクシー料金などが値上げされているものの、前述の通り、マクロ的な需給改善ペースの鈍さからベース部分の「食料(酒類を除く)・エネルギーを除く総合」が下落を続けており、デフレ脱却は未だに実現できていない。ただし、4~6月期のGDPデフレーターや単位労働コストは前年比ではまだマイナス状態ながら、前期比では下げ止まりつつあることも確認された。ガソリン価格が現状レベルでの高止まりが続けば、11月頃からコアCPI上昇率は再び水面上に浮上する可能性も出てきている。

金融政策の動向・見通し

経済・物価情勢に明確な改善が見られなかったにも関わらず、日銀が利上げへの強い意欲を示し続けてきたこともあり、市場参加者は8月利上げを強く意識した行動を取ってきた。しかしながら、経済・物価指標の改善の遅れ、米サブプライム問題に伴う信用収縮懸念、8月中旬以降大荒れとなった市場動向などが重なり、8月22~23日の金融政策決定会合では利上げは先送りされた。

なお、米サブプライム問題が欧州市場に飛び火した9日以降は、同問題で大きな損失を被ったとされる金融機関の流動性逼迫懸念から短期金利が上昇したため、主要国中央銀行は短期金融市場に対して潤沢な資金供給を続けるなど、世界的な信用収縮への対応策を講じている。日

本では、準備預金の積みの最終局面であった14～15日こそ余剰資金が発生し、日銀が資金吸収に動く場面もあったが、新たな積み期間となった16日には追加的な資金供給を再開する(21日まで継続)など、海外と歩調を合わせている。

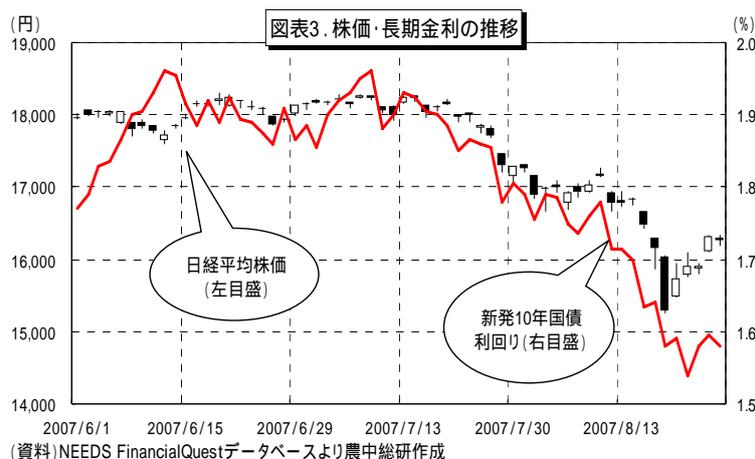
報道によれば、国内金融機関のサブプライムローン関連の金融商品のエクスポージャーは低く、直接的被害は限定的とされているが、現時点での日本の利上げは沈静化しつつある市場の混乱を再び招きかねないことを考慮したと思われる。

一方、日銀は、展望レポートの中間評価(7月)で示したとおり、景気・物価情勢は先行き改善が見込まれる」とのスタンスに変更はないと思われる。今後とも市場の動揺が収まるのを見極めながら、利上げ時期を模索し続けると思われる。なお、当総研としての第3次利上げの予想時期は、経済・物価に改善の兆しが見え始めるであろう10～12月期にズレこむとの見方に変更はない。

市場動向:現状・見通し・注目点

債券市場

7月中旬までの長期金利(新発10年物国



債利回り)は根強い利上げ観測の下、1.9%を中心とするボックス圏内の相場展開が続いていたが、その後は緩やかな低下基調を辿っていた。そして、米サブプライム問題の拡大に伴い、海外市場で「質への逃避」によって長期金利が低下したが、それが8月利上げ観測の後退と合わさって国内の長期金利の大幅低下をもたらし、一時3月以来となる1.6%割れまで低下している。

市場では、金融・資本市場の混乱や利上げによる円高リスクを考慮すれば、当面は利上げの可能性がなくなったとの意見も出始めているものの、日銀の強い利上げ意欲を考慮すれば、早期に利上げに動く可能性は否定しがたく、前節で述べたように年内の利上げの可能性は高いと思われる。

当総研の経済・物価見通しに沿って推移していけば、金融政策が引き続き「正常化」に向けて動き続ける可能性が高い中で、中期的に長期金利が上昇することは必然であろう。8月中旬以降の長期金利低下はやや急過ぎた面もあり、今後の株価の戻りや予想外に堅調な経済指標の発表などを契機に、再び利上げを織り込み始め、その結果、急激な金利上昇が起きる可能性には十分注意しておきたい。

株式市場

日本株（日経平均株価）は7月9日には年初来高値を更新したが、それ以降18,300円を目前に足踏みの展開となっていた。そこに、米サブプライム問題を原因とする世界的な株安が勃発し、一時15,000円台前半まで下落するなど、年初来安値を更新した。

元々、国内株式市場は外国人投資家頼みである面が強いが、海外市場に比べて割高感があったほか、低調な国内景気・物価、参院選後の政治混迷継続や「構造改革路線」の後退懸念、外資系投資ファンドによるM&A案件に対する司法当局の判断など、国内株式への魅力度が低下している可能性も高い。

なお、これまで述べてきたように、足許では停滞気味に推移する企業部門、特に製造業部門も、年度下期以降に景気再加速が始まることを見込めば、現状程度の為替レート水準（1ドル＝110円台半ば）が継続したとしても07年度の企業業績が過去最高を更新する可能性は低くはない。今後の業績見通しの上方修正期待などから、株価は徐々に持ち直していくものと予想する。

為替市場

2005年初頭以来、内外金利差の存在によって日本円は主要通貨に対してほぼ一貫して円安が進行してきたが、8月中旬以降は、いわゆる「円キャリートレード」に伴った円ショートポジションを解消する動きが強まり、円は急騰した。ただし、この一連の動きは、これまで軽視されてきた対外バランス不均衡問題などへの注目度が高まったというわけではなく、為替市場では相変

わらず「金利格差」要因への注目度が強いと思われる。目先は、円急騰の反動が出る可能性があるが、各国の金融政策の現状および先行きの方向性に対する思惑が、為替レート変動の主役であり続けるだろう。

以下、日米欧の今後の金融政策動向を見ていきたい。米国では、17日に公定歩合を引き下げたものの、政策金利であるFFレートの引き下げには依然慎重である。ただし、市場では早期利下げを見込む動きが強まりつつある。日本では、前述したとおり、第3次利上げや利上げペースの加速といった観測が大幅に後退しているが、日銀の利上げ意欲は衰えていない。一方、9月利上げが濃厚であった欧州中央銀行（ECB）でも、米サブプライム問題によって利上げは困難になったと市場は受け止めている。

足許では、株価の戻りに歩調を合わせて若干円高が修正される動きも見られるが、対米ドル・レートはしばらく115円/ドル前後で推移した後、追加利上げの可能性を織り込みながら、徐々に円高方向にシフトしていくと予想する。一方、対ユーロでは、ECBによる利上げの可能性を見極める動きが残ることから、一時的には円が弱含む可能性もあるだろう。（2007.8.27現在）



金融市場の混乱続けば、FRBのFFレート緊急利下げも

渡部 喜智

要旨

国際的な信用収縮不安が世界的な株価の連鎖安など金融市場の動揺をもたらしたが、米・欧・日の中央銀行による大量資金供給とFRBの公定歩合引き下げなどにより落ち着きを取り戻しつつある。金融市場の動揺が続けば、FRBは9月中にFFレートの緊急利下げに動く可能性はあるが、基本的には景気鈍化とインフレ低下の状況を見て、10月以降通常の政策判断の枠内で利下げを行っていくと予想する。

サブプライム関連損失の表面化拡大、国際的な信用収縮懸念が株価連鎖安をもたらす

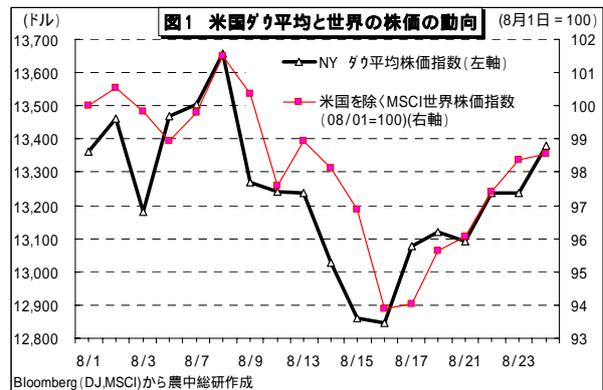
サブプライム住宅ローン（以下、サブプライム）の延滞増加に端を発した「サブプライム」問題は、大規模な関連投資の失敗が米投資銀行大手ベア・スターンズに続き欧州金融機関でも表面化。

8月9日に仏銀行最大手BNPパリバの傘下ヘッジファンドが資産凍結を発表したことなどから、サブプライム関連投資の損失の更なる発覚への懸念が、国際的な信用収縮懸念となって広がった。このため、短期金融市場での資金調達に支障をきたし金利上昇が生じる可能性が浮上した。

これに対し同日、欧州中央銀行は欧州金融市場に948億ユーロ（約15兆4000億円）の緊急資金を供給したことを皮切りに、米連邦準備制度理事会（FRB）や日銀も連日のように資金供給を行った。これにより米国でも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）の誘導目標（5.25%）からの跳ね上がりはごく一時的なものにとどまり、潤沢な資金供給は短期金融市場の安定化に効果を発揮した。

しかし、住宅金融会社最大手のカントリーワイド・フィナンシャルの格下げに続き同社の資金繰り不安が取り沙汰されるなど、米国の多くの住宅金融会社の資金調達が困難化し住宅金融の機能低下の懸念が深まった。また、信用収縮

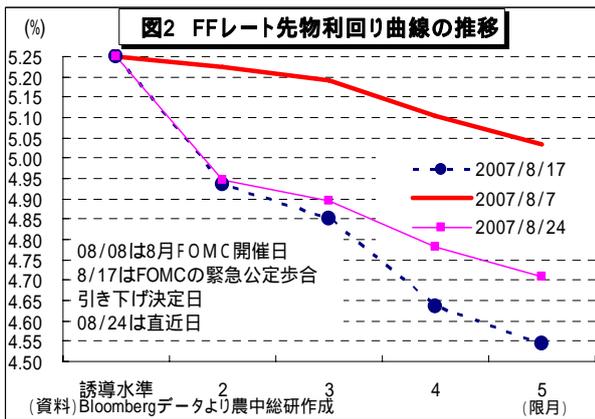
の動きがM & A資金など信用リスクの比較的高い分野だけでなく、企業の通常の資金調達にも波及する様相を見せ始めた。さらに、小売最大手ウォルマートの業績見通しの下方修正など先行きの増益シナリオへの信頼感が低下し、7月の住宅着工件数と住宅建築許可件数が97年以來の140万戸割れとなった。



以上などから、米国の株価下落が国際的な株価の連鎖安を呼ぶような動きが続き、ダウ（30種）平均株価は8月9日から6営業日連続で下落した（図1）。

市場の利下げ期待高まる

連邦公開市場委員会（FOMC）は8月7日に「現状維持」を決定したが、その後前述のような市場の動揺を受け、FFレート先物から計算される利回りは低下をたどり金融市場では早期利下げ期待が強まった（図2）。同様に、FFレート（翌日物）に関するオーバーナイト・インデッ



クス・スワップ取引の金利も低下した。Bloomberg社の調べでは、金融市場参加者の間での9月の利下げ予想は9割以上に高まっている。エコノミストの予想でも過去1週間余りの間に利下げ予想が増加し半数を超えている。

一方、長期金利の指標となる米国財務省証券10年物利回りは、安全資産へ資金を移す「質への逃避」の動きの継続から国債相場への資金流入が続いたことを受け、8月16日には4.7%割れとなった。

FRBは市場の動揺鎮静化への姿勢を明確化

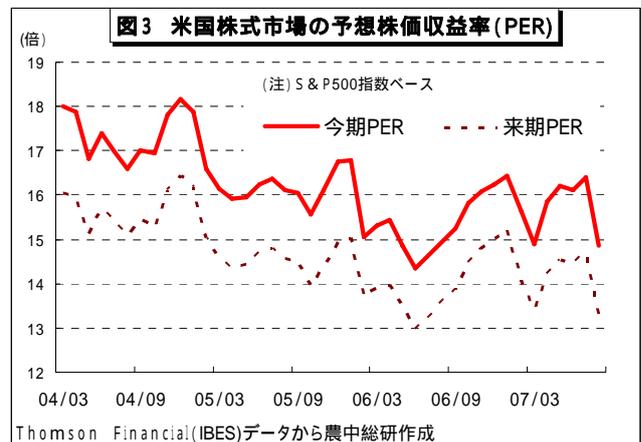
金融市場の動揺を受け、FRBは8月17日早朝、緊急FOMCを開催し公定歩合を6.25%から5.75%へ引き下げる決定を行った。FRBの金融政策手段は現在、金融機関間の資金尻取引の金利であるFFレートの誘導目標へ市場調節するものとなっているが、銀行などに地区連銀から公定歩合での借入を積極利用させることで信用収縮への対応を行うことを示した。また、FRBは声明で状況を「注視」し様子を見るが、金融市場の混乱が収まらず実態経済への悪影響のリスクが強まる場合、それを緩和する次の手を打つ用意があることを述べている。この次の手とは、FFレートの緊急利下げと考えるのが常識的だが、その前に信用リスク資産の買い入れオペの対象拡大などの資金繰り支援や98年のLTCM破綻時のように金融機関の支援体制構築を行うことも考えられる。

このように、FRBが利用可能な政策手段を総動員し金融市場の動揺を鎮静化させる姿勢を明確化したことを好感し、米国の株式相場は17日から2日続伸しその後も堅調を保っている。

通常の政策判断の枠内でも利下げへ

FRBが景気リスク重視へ舵を切ったことは間違いがないが、9月中のFFレートの引き下げ対応はあくまでも金融市場の混乱が収まらない場合であるという見方をしている。

とはいえ、通常の金融政策判断の枠内でも先行き成長鈍化のリスクが強まっているとの判断が強まれば、フォワードルッキング(先行き予防)な観点に基づきFFレートの引き下げが行われることになろう。当総研では、FFレート引き下げは08年年明け以降と予想していたが、米国経済の成長鈍化リスクが高まったという判断から、大幅な景気の失速を未然に防ぐため、PCEデフレータなどインフレ指標の落ち着いたを見ながら10月以降、年末までに利下げが実施されるものと、予想を修正する。



企業の増益率(S&P500指数ベース)は今期約6%、来期が約13%となっている。直近の下方修正傾向は気になるが、前述の株価下落で株価収益率(PER)予想は今期14倍台後半に低下し、来期は13倍台となっている(図3)。歴史的平均水準と比較しても割安圏に入っており、世界経済の成長シナリオが崩れていないなかで一定の戻りが期待出来よう。(07.08.24現在)

原油市況

原油市況（WTI 期近、終値）は、米国の夏の行楽シーズン到来後の原油在庫の減少継続、北海油田のパイプライン停止、各国製油所の相次ぐ閉鎖・停止によるガソリン需給の逼迫懸念などから7月31日に78.21ドル/バレルと過去最高値をつけた後、8月以降は「サブプライム」問題に伴う景気不透明感などから71ドル台に下落した。当面は世界景気の先行きを見定める動きとなるが、OPECによる高値維持スタンスのほか、新興国の高成長による原油需要増加が持続（国際エネルギー機関は08年も2.5%増予測）を背景に、原油価格の下値は限定的と予想する。

米国経済

米国の07年4~6月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比年率+3.4%と、4年ぶりの低水準となった1~3月期の同+0.6%から回復。米政策当局は、8月7日の連邦公開市場委員会で政策金利を5.25%に据え置いたが、欧州にも飛び火した「サブプライム問題」に伴う信用収縮不安や世界的な連鎖株安などを受けて、景気悪化リスクが高まっているとの認識のもと、8月17日に公定歩合の緊急引き下げ（6.25%→5.75%）を実施した。米長期金利は6月中旬に5.2%台まで上昇したが、金融市場の混乱を避け安全資産に資金をシフトする「質への逃避」が強まり、8月21日には一時4.6%割れに低下した。

国内経済

わが国の07年4~6月期の実質GDP成長率（第1次速報）は前期比+0.1%（同年率+0.5%）と、1~3月期の同+0.8%（同年率+3.2%）から減速。民間消費が前期比+0.2%にとどまったほか、住宅投資や在庫投資が減少し、外需（輸出等-輸入等）の寄与もほぼゼロとなった。一方、6月の鉱工業生産は前月比+1.2%で4ヶ月ぶりのプラス。7月は新潟県中越沖地震に伴う減産が攪乱要因として働くが、緩やかな増加傾向となる見通し。ただし、電子部品・デバイス工業の在庫積み上がり引き続き懸念される。設備投資については、先行指標となる機械受注（船舶・電力を除く民需）が4~6月期に前期比2.4%となったが、7~9月期は同+3.7%の見通し。

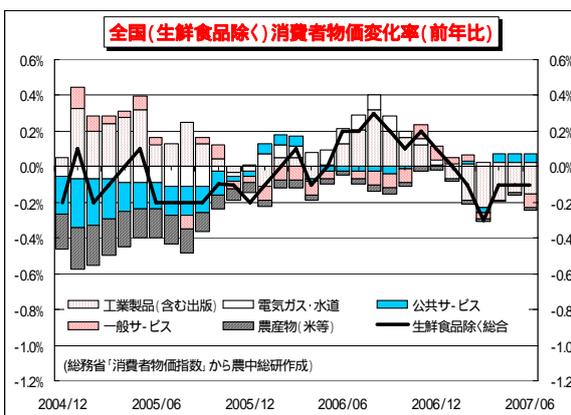
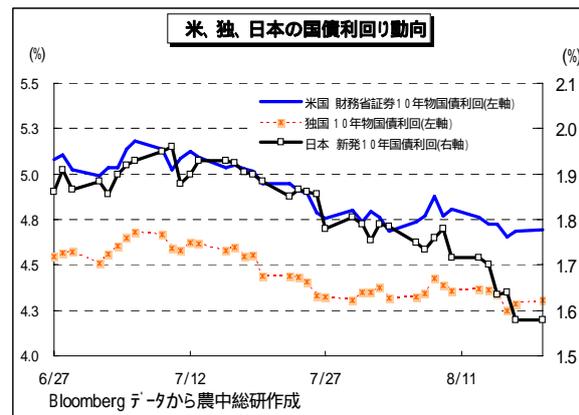
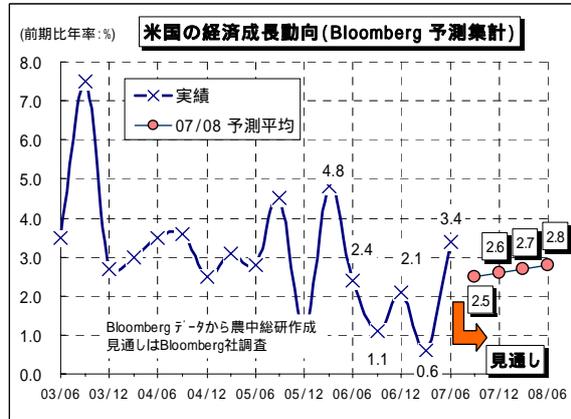
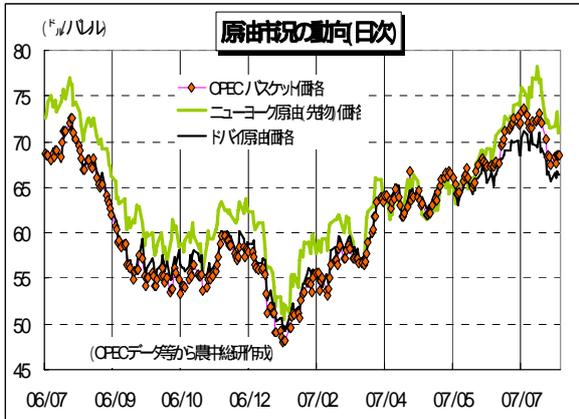
金利・株価・為替

日経平均株価は7月中旬まで1万8,000円前後で推移していたが、7月下旬以降の世界的な株安から、8月17日には1万6,000円割れとなった。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、6月に世界的な長期金利上昇の動きや追加利上げ前倒し観測の強まりから1.9%台に上昇したが、その後は米長期金利低下や株価下落などにより低下傾向が続いた。さらに前述の株価下落や日銀の8月利上げ観測の後退を受け、8月17日には1.6%割れとなった。外為市場では、内外金利差から円安傾向で推移してきたが、世界的な株安や信用収縮懸念を背景に円キャリー取引解消の観測が強まり、一時1ドル=111円台後半までドル安・円高が進行した。

政府・日銀の景況判断

政府は8月の「月例経済報告」で景況判断を「生産の一部に弱さがみられるものの、回復している」と5ヶ月連続で据え置き。日銀は8月の景況判断を「緩やかに拡大」と判断を14ヶ月連続で据え置き。消費者物価（前年比）については「原油価格反落の影響などからゼロ%近傍で推移している」が、より長い目で見れば「プラス基調を続けていく」と見ている。日銀は世界の金融市場の混乱等もあり、8月の利上げを見送った。（07.8.23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)



8月17日の米公定歩合引き下げ、23日の日銀の利上げ見送り、および金融市場の動揺などを受け、16日の報道発表に必要な修正を行いました。

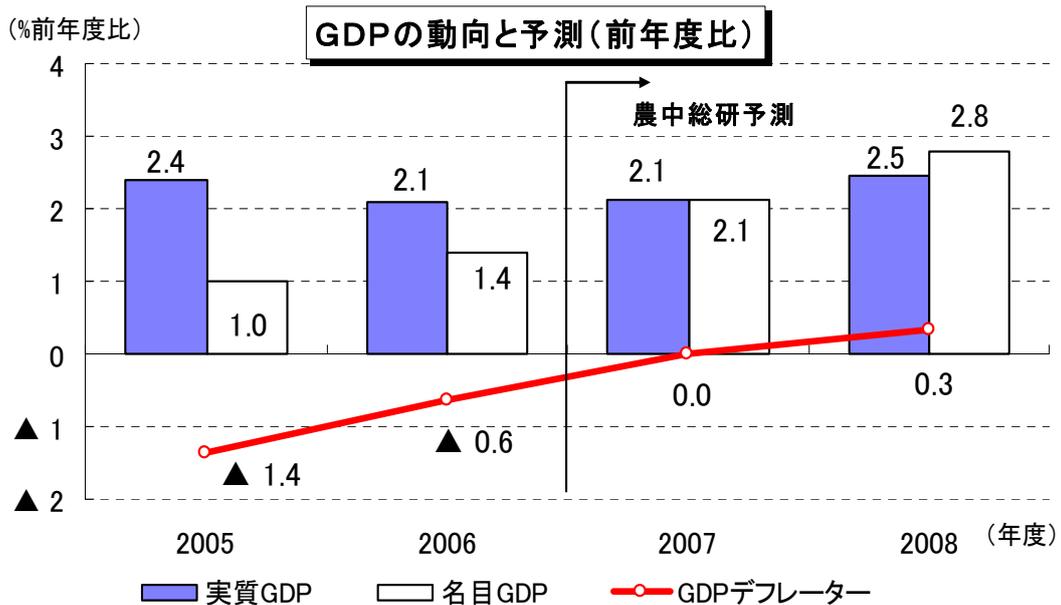
2007～08年度改定経済見通し

07年度は実質+2.1%、08年度は+2.5%の成長と予測 ～07年度後半には景気・物価情勢の改善が始まる～

2007年に入ってから鉱工業生産が足踏みを続けているほか、07年2月以降消費者物価が前年比下落を続けるなど、最近の経済・物価情勢には明確な改善が見られない。4～6月期のGDP統計でも、民間消費・輸出の減速から、潜在成長率を割り込む低成長に陥ったことが確認でき、景気は足踏みしていると判断できる。

一方、先行きは、4月に大きく落ち込んだ対米輸出に弱いながらも持ち直しの動きが見られるほか、対アジア・対EUの輸出が底堅く推移しており、07年後半も堅調に推移すると想定される米国経済を考慮すれば、再び輸出増勢が強まり、景気は再加速すると予測する。こうした動きは08年度前半にかけても持続し、デフレ脱却の動きは緩やかながらも進行するだろう。

金融政策については、上述の通り、前回利上げ以降の経済・物価情勢に進展が見られなかったことや米「サブプライム問題」に伴う国際金融情勢への懸念などもあり、07年度上期中の追加利上げは困難と予想する。ただし、年度下期に環境が整い次第、利上げ実施に踏み切るものと想定する(07年度末の政策金利水準は0.75%)。



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」から農中総研作成・予測



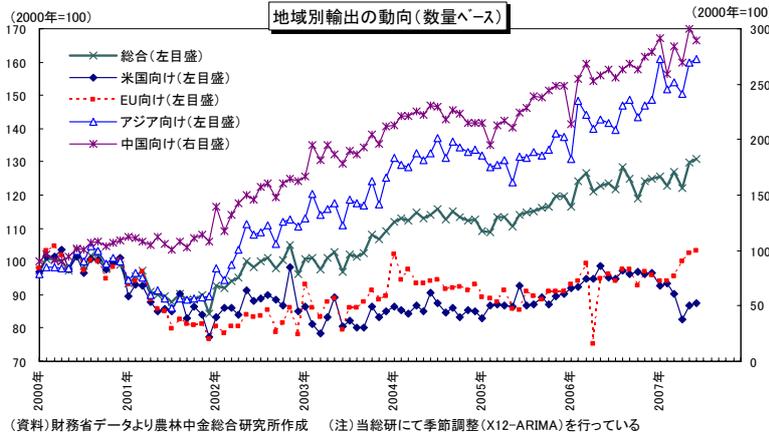
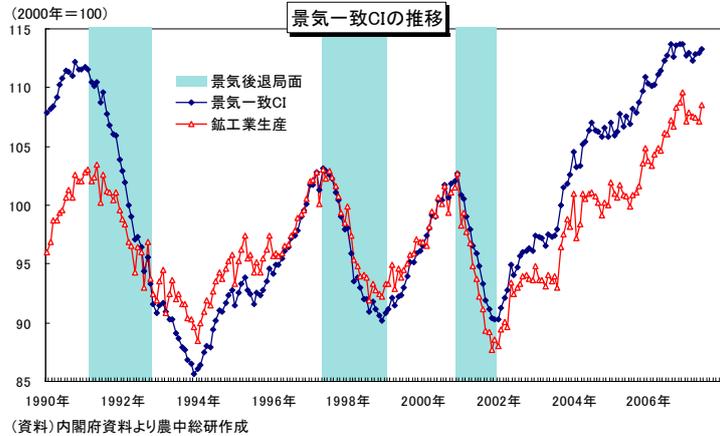
1. 景気の現状:

(1) 最近の景気・物価情勢

日本経済は、引き続き景気拡大局面を辿っており、拡張期間(07年8月時点で67ヶ月)としては戦後最長を更新し続けているものと判断しているが、07年に入ってから生産面に足踏みが見られるなど、拡大テンポ自体は「非常に緩やか」なものに留まっている。

日本の景気循環は、生産動向(特に鉱工業生産)を重視する傾向が強いことが知られてい

るが、鉱工業生産は07年1~3月期に前期比▲1.2%と6四半期ぶりのマイナスとなった後、4~6月期は同+0.2%の微増に留まっている上に、06年11~12月の水準を上回ることができない状況にある。電子部品・デバイス工業で製品在庫が大幅に積み上がったことから軽微な在庫調整が発生している可能性が高いほか、4月に対米輸出数量が大幅に落ち込んだ影響によって輸出型製造業への生産抑制効果が働いたことも考えられる。



もちろん、世界的にみればハイテク関連財に対する需要は根強く、高水準の出荷の伸びが継続しているほか、景気拡大や通貨高となっているEU向けや、成長著しい中国など東アジア向けの輸出が堅調に推移していることもあり、上述の影響は景気の方角性を下向きにさせるまでには至っていない。ただし、①これまでの一本調子だったユーロ高が修正され、かつ先行きの成

長減速も予想される中で、EU向け輸出が4~6月期の勢いを維持し続けることは困難と見られること、②06年後半以降の電子部品・デバイス工業における生産能力の増加スピードがあまりに速すぎること、等を考慮すれば、生産活動に対するネガティブな材料は残っていると判断せざるを得ない。

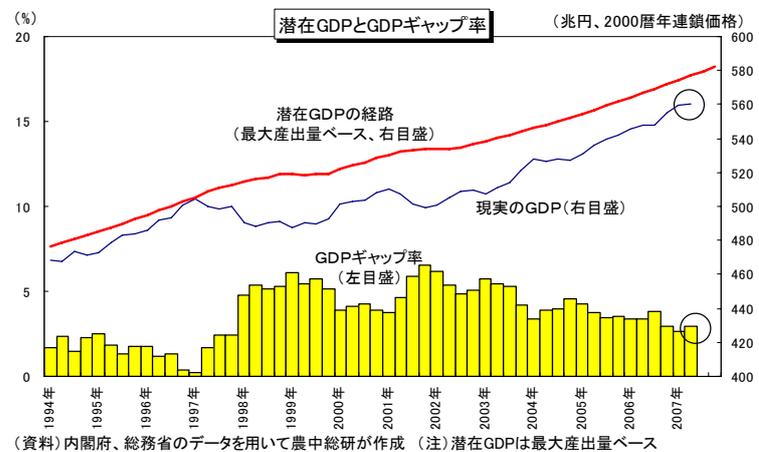
また、賃金・賞与などを通じた「企業部門から家計部門への波及」は依然として遅れており、06年度下期には高い伸びを確保した民間消費には足許で減速感も出てきている。そもそも、雇用者報酬自体が、就業者の年齢構成の変化などもあり、なかなか増加しない状況が続いており、民間消費全体を押し上げる力が不足しているほか、足許のガソリン価格の高騰が、ガソリン以外の消費を抑制する可能性も懸念されている。また、最近では消費者マインドにも陰りが見え始めている。小渕内閣で導入された定率減税の全廃と、国から地方への税源移譲(三位一体改革の一環)に伴って所得税の一部が住民税へ振り替わった影響(以下、「住民税ショック」)も出ている可能性があるだろう。

一方、物価面では、07年2月以降、消費者物価(全国、生鮮食品を除く総合、以下コ

ア CPI)は前年比マイナス状態が継続するなど、デフレ脱却がなかなか実現できないでいる。穀物や原油など国際商品市況高騰を受けて、食料品やエネルギー商品には値上げの動きが見られるが、需給環境をより反映するという意味で真のコア部分に当たる「食料(除く酒類)・エネルギーを除く総合」では前年比マイナスの状態が続いている。端的に言えば、消費財・サービスに関する需給バランスの改善テンポが遅れているということである。政府・日本銀行は、マクロ的に見れば現実のGDPが過去の平均的なGDP水準(潜在GDP)を上回り、インフレ・ギャップが発生しているとの試算を公表しているが、これに疑問を呈する意見も少なくない。なお、この数年の消費者物価の主要な変動要因であった石油製品価格が足許で再び上昇しており、現状水準での高止まりが続けば、11月あたりからコアCPIが再び前年比プラスに転じる可能性が高い。

(2)2007年4～6月期GDPとそれに対する評価

こうした中、8月13日に発表された07年4～6月期のGDP第1次速報によれば、実質経済成長率は前期比+0.1%、同年率換算+0.5%と、10四半期連続のプラス成長となった。ただし、均すと年率+4.3%という高めの成長率を達成した06年度下期の2四半期(06年10～12月期、07年1～3月期)と比較すると、成長率は大幅に減速しており、かつ年率+2%前後と推測される潜在成長率を割り込むなど、景気の実勢は足踏みしていることが確認できた。



以下、主要な需要項目の内訳を見ると、民間消費は前期比+0.4%と、3四半期連続でプラスとなった(寄与度は+0.2%pt)。06年度下期の民間消費は高めのGDP成長率の原動力ではあったが、06年夏場に落ち込んだ分のリバウンドであった側面が強く、一時的な現象であったと見てよいだろう。なお、家計消費を財・サービス別に見ると、半耐久財・非耐久財は相変わらず低調であるほか、06年度下期の牽引役であった耐久財は減速傾向にある。一方、今年も夏場にかけてガソリン価格が急騰しており、昨年同様に消費抑制効果が懸念され始めている。加えて、「住民税ショック」も消費に対してマイナスインパクトがあったものと考えられる。

一方、民間設備投資は同+1.2%と、6四半期連続のプラスとなった(寄与度は+0.2%pt)。06年夏場以降、機械受注(船舶・電力を除く民需)の調整が続いているが、4～6月期の資本財出荷に回復の動きが見られたことなどが民間設備投資の底堅さにつながったものと見られる。日銀短観などの07年度設備投資計画調査は、05、06年度ほどの力強さはないが、先行き設備不足感が強まるとの予想も手伝って堅調な内容となっている。一方で、06年3月以降の金融政策の転換によって貸出金利が引き上げられており、銀行借入依存度の高い中小企業などを中心に今後の設備投資行動に悪影響が出てくる可能性もある。

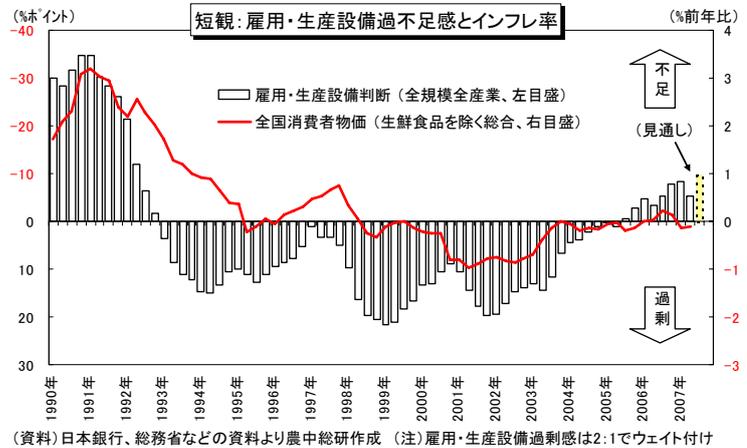
また、輸出は前期比+0.9%と、9四半期連続のプラスとなったが、1～3月期(同+3.4%)から大きく減速している。一方、輸入は同0.8%と2四半期連続のプラスであり、この結果、外需寄与度は0.0%ptと、1～3月期(+0.4%pt)から大きく低下している。

このように、民間企業設備投資は1～3月期(前期比+0.3%)から伸び率を高めた一方、

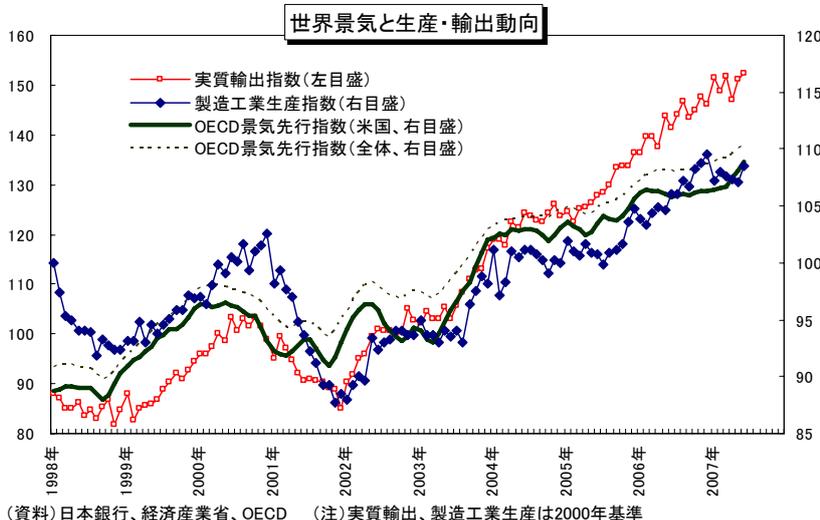
民間消費、輸出が大きく減速した上、更に民間住宅投資、民間在庫投資、公共投資などが軒並みマイナスとなったことが成長率を低調なものにさせている。特に、輸出から民間消費などの国内需要へ、景気牽引役のバトンタッチがなかなか進まない中では、輸出の減速が直接的に低成長をもたらしやすくなっている。

一方、一国のホームメイドインフレを表す GDP デフレーターは、前年比で▲0.3%と、1～3 月期(同 ▲0.3%)から変化はなかったが、下落幅は縮小傾向を続けているといってもよいだろう。実際のところ、季節調整後の前期比で見ると+0.1%(当社試算)と、2 四半期ぶりに上昇しており、下げ止まり感も出始めている。4～6 月期にかけては素原材料価格の高騰や円安進展により、輸入デフレーターは上昇が続いていることもあり、付加価値生産セクターである企業部門では、それに伴って最終財・サービス価格へ価格転嫁する動きが徐々に強まってきている。また、注目の単位労働コストも前年比では▲2.1%と大きめのマイナスが残っているが、前期比ベースでは下げ止まり感も出始めている(▲0.0%)。ただし、前年比ベースでプラスに転じてくるまでにはもう数四半期かかるものと思われる。

この 4～6 月期 GDP 速報の評価としては、前期比年率+0.5%という数字は明らかに潜在成長率を下回っていることから、GDP 統計からも 4～6 月期は日本経済が足踏みしたと判断され、景気動向指数(一致 CI)や鉱工業生産などの月次経済指標の動きと整合的である。また、日銀短観から試算される雇用人員 DI・設備判断 DI を加重平均した指標からも、6 月時点では企業から見た雇用人員・資本ストック不足感の低下が見られるなど、需給バランスの改善が一服しており、GDP 統計と平仄が合っている。



もちろん、国民生活と密接な関係がある雇用環境は改善が続いており、失業率は約 9 年ぶりの水準まで低下するなど、景気実態が悪化しているわけではなく、総合的に見れば「緩やかな景気拡大」の範疇にあるとの判断は可能である。ただし、7～9 月期には、成長率を低迷させかねない「原因」が存在していることも事実である。賃金の伸びが低いなかで、上述のようにガソリン価格が高騰していることは民間消費を抑制する可能性は否定できない。



また、設備投資の先行指標とされる機械受注はまだ回復が始まっておらず、先行きの民間設備投資にとっては懸念材料である。更に、米国経済についても住宅市場での調整のほか、信用収縮による欧米金融機関のリスクテイク能力の低下が懸念されるなど、不透明感はまだ払拭されておらず、4～6 月期に落ち込んだ輸出が先行き順調に回復するかは予断を許さない。仮に、米国経済の調整が長引け

ば、依然として輸出主導型の景気拡大を続ける日本経済への悪影響は不可避であろう。

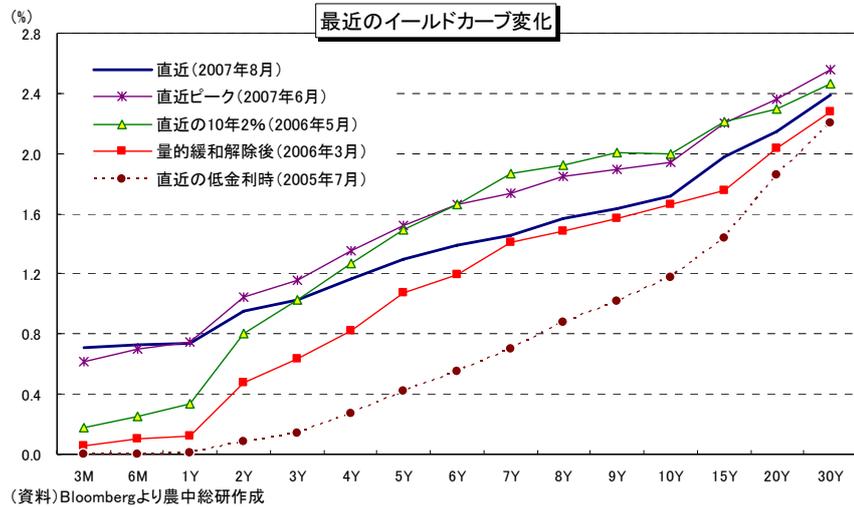
(3) 金融市場の混乱で8月利上げは見送り

5月下旬以降、金融市場では8月頃に追加利上げが実施されるとの観測が強まり、長短の金利水準にそれを織り込む動きが強まった。

日本銀行「展望レポート」の経済見通しによれば、「緩やかに拡大している」との景気の現状判断の下で、先行きについても「緩やかな拡大を続ける」としている。一方で、物価見通しについては、「代表的な全国消費者物価(生鮮食品を除く総合、以下コアCPI)の前年比は、ゼロ%近傍で推移しており、目先、その状況が継続するとみるが、より長い目でみると、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中、プラス基調を続けていく」との予想を示している。こうした認識に基づき、日銀は「経済・物価情勢の改善の度合いに応じたペースで、徐々に金利水準の調整を行う」との運営方針を示し、追加利上げ時期を模索する動きを続けている。

しかしながら、こうした景気・物価の現状認識は、(1)、(2)で述べてきた「景気は足踏みに近い、物価は小幅下落」という当総研による判断よりも楽観的であり、インフレ率が「中長期的な物価安定の理解」として示される消費者物価上昇率(0~2%)を下振れて推移している状況下で、利上げを実施するとすれば、その判断のハードルはかなり低いように思われる。

上述の通り、このような日銀のスタンスを受けて、金融市場では早期利上げ観測とその後の利上げテンポの加速予想が高まったが、必ずしも明確な改善を示さない経済・物価指標の発表や、米サブプライム問題に伴って世界的にリスクテイク能力が低下するのではとの懸念が急浮上したこともあり、8月利上げ観測は大きく後退した。実際に、8月22~23日に開催された金融政策決定会合では、8対1の賛成多数で現状維持が決定されている。会合後に発表された8月の金融経済月報や、福井日銀総裁の定例記者会見では、「景気・物価は先行き改善する」との見通しを示し、今後とも利上げが必要との見解を示しながらも、金融市場が落ち着くまでには数週間以上かかる可能性を指摘しており、年度内は利上げ見送りと意見も急浮上してきている。





2. 予測の前提条件:

(1) 財政政策

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沿って編成されている。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も定員純減と官民給与格差の是正により削減が見込まれている。

また、08年度についても歳出抑制路線は継続される見通しである。政府は、8月10日の閣議で、①08年度予算の一般歳出の上限を47.3兆円程度(07年度当初比0.3兆円増)、②公共事業関係費、ODAともに07年度当初比▲3%、③「成長力強化」「地域の活性化」「環境立国戦略」「教育再生」「生活の安全・安心」の5項目を重点施策として0.6兆円の特別要望枠を設ける、などを柱とする概算要求基準(シーリング)を了解している。

こうした中、中期的な観点からも、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、更には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・税制改革が実施される可能性が高い。

ただし、7月に行われた参院選で与党が惨敗した結果、参院では与党の議席数が過半数を割り込む一方で、格差是正や消費税率の当面据え置きなどを訴えてきた民主党が第一党となった。かねてから政府サイドでは、安倍政権の経済政策の柱である成長促進策を支えるために法人税減税(税率引き下げ)を検討する一方で、09年度までに実施予定の基礎年金の国庫負担引き上げ(現状の1/3から1/2へ)の財源として消費税増税(税率引き上げ)を見込んでいた節があるが、いずれの税制変更も困難を増した感が強い。政府や与党の税制調査会では07年秋以降に抜本的な税制改革論議を行う方針であるが、少なくとも09年度に消費税率を引き上げる可能性は低下したものと考えられる。

(2) 世界経済の見通し

① 米国経済

米国の実質GDP成長率は、07年1~3月期の前期比年率+0.6%の低水準の成長から4~6月期には同+3.4%へ回復した。

1~3月期から4~6月期への需要項目別のGDP成長寄与度の変化を見ると、成長率の上昇に影響した主因は、設備投資の大幅増加や外需(輸出等-輸入等)の復調、国防支出を中心とする政府支出の増加および在庫調整の終了であった。しかし、住宅投資は新築住宅着工戸数の150万戸割れ定着に示されるように引き続き低迷し、前期比年率では▲9.2%の大幅減少となった。

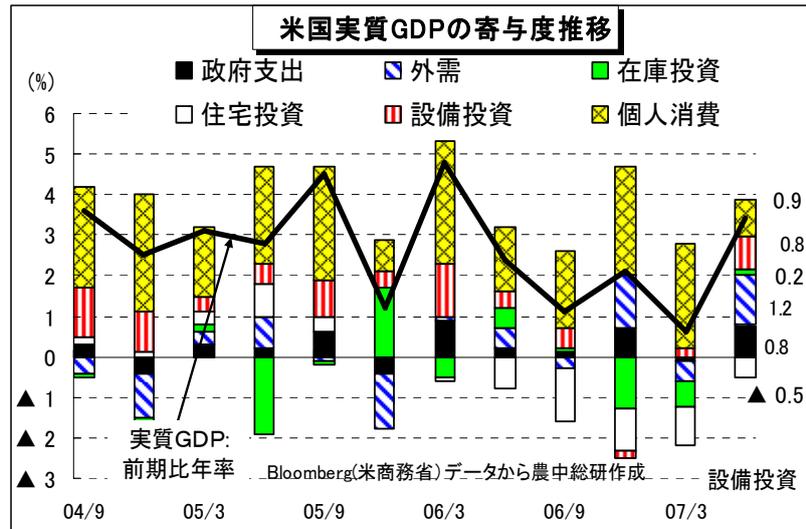
07年後半の米国の実質GDP成長率は、金融市場の動揺の悪影響はあるものの、+2%台後半を持続し、景気は底堅く推移するものと予測する。しかし、「サブプライム問題」に伴う住宅金融の機能低下が続く可能性が懸念され、価格・需要の両面にわたり住宅市場の調整が相当程度の大きさと続くことに加え、金融機関の貸出態度の厳格化や信用リスクの比較的高い対象への投資の慎重化などから消費や投資にかかる資金供給・流動性の低下が成長の抑制要因となり、再加速感はきわめて緩やかなものにとどまろう。

08年も前述のような景気の抑制要因が米国経済に残り、成長鈍化に作用すると予測する。住宅投資は一応底入れするが、低位のまま推移する。08年の世界経済の成長は底堅いが、米国経済の成長自体は2%台前半に鈍化すると見込んでいる。

また、労働力人口の伸びの鈍化傾向(OECDの推計では90年代後半は+1%台前半の+1.2~+1.3%であったのが、足許では

+0.9%に低下)などから議会予算局(CBO)の潜在成長力推計などでも+3%を下回り鈍化している。よって、北京オリンピックが終了する08年後半は特需的な動きも消え、個人消費、設備投資、輸出ともに成長は続くが増加率は低下すると予測する。以下、個別需要項目について説明を行う。

まず、個人消費の前提となる雇用環境は基本的には良好な状態を持続しよう。しかし、インターネット求人指数が頭打ちし、人員削減計画者数も金融などで増加する傾向がある。「信用収縮」不安の深まりによっては雇用環境は予断を許さない。したがって、非農業部門雇用者(NFPR)の増加数や時間当たり賃金上昇率は鈍化すると予測する。たとえば、NFPRは05年:227万人、06年:248万人と200万人以上の増加が続き、07年1~7月も月平均13.6万人の増加となっているが、今後は年間ベースで120~150万人(月平均10~12万人)前後に落ち着いてくる。労働需給もやや緩和するが、失業率上昇は小幅に止まるだろう。また、時間当たり賃金上昇率も+3%台に鈍化すると予測する。この結果、07年



2007-08年米国経済見通し

	単位	2006年	2007年		2008年				
		実績	通期 予想	上半期 (1~6月) 実績	下半期 (7~12月) 予想	通期 予想	上半期 (1~6月) 予想	下半期 (7~12月) 予想	
実質GDP	%	2.9	2.0	1.7	3.0	2.7	2.8	2.4	
個人消費	%	3.1	2.9	3.1	2.2	2.5	2.7	2.5	
設備投資	%	6.6	3.2	2.7	4.1	4.2	4.3	4.1	
住宅投資	%	▲ 4.6	▲ 13.2	▲ 14.9	▲ 4.6	▲ 0.5	0.6	1.7	
在庫投資	10億ドル	40.3	6.7	1.9	11.5	19.4	18.8	20.0	
純輸出	10億ドル	▲ 624.5	▲ 588.4	▲ 595.0	▲ 581.9	▲ 594.4	▲ 587.8	▲ 601.1	
輸出等	%	8.4	6.3	5.6	6.1	5.8	6.0	5.2	
輸入等	%	5.9	2.4	1.6	2.9	4.4	4.8	5.0	
政府支出	%	5.9	2.4	1.7	2.9	1.8	1.4	1.4	
参考	コアPCEデフレーター	%	2.2	2.1	2.2	1.9	1.5	1.6	1.4
	FFレート誘導水準	%	5.25	5.00	5.25	5.00	4.50	4.75	4.50
	10年国債利回り	%	4.79	4.83	4.76	4.90	4.80	4.88	4.73

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8月。07年4-6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



後半から08年にかけて、可処分所得の増加率は直近の+5%台後半から+4%台に低下するものの、個人消費(PCE)デフレーターなどの物価上昇率も+1%台に低下すると見込まれることから、実質可処分所得の伸びの低下は小幅なものに留まる。ただし、株価や住宅価格の軟調はセンチメント(消費意欲)の低迷などを通じ、「逆資産効果」として消費に対してマイナスの影響を与える懸念も残る。個人消費は07年後半以降、3%を若干下回る水準の巡航速度で推移すると予測する。

一方、住宅投資は07年4~6月期まで7四半期連続の減少が続いている。住宅建築に先行する住宅建築許可件数は直近データの7月に97年1月以来の140万戸割れ(138.9万戸)となっている。信用収縮不安のなかで住宅金融会社の資金調達の困難化に伴う住宅金融の機能低下、住宅(新築・中古ともに)の高水準の在庫率、貸出基準の厳格化、住宅価格下落のもとでの住宅取得の繰り延べから年後半も住宅着工の低迷、住宅投資の減少が続くと予測する。08年1~3月期以降は後述のような金利の低下もあり、底入れし低位状態で推移すると予測する。とはいえ、サブプライム問題に伴う住宅ローン貸出基準の見直し・引き上げや住宅価格の先高感が乏しいもとでは、住宅需要が低迷を脱却するには時間をしばらく要することになる。

07年4~6月期の企業設備投資は、1~3月期に続き増加し、前期比年率+8.1%に増加率も高まった。先行指標となる非国防資本財受注(実質ベース)が4~6月期に増加(前期比+5.6%)に転じており、07年後半も自動車関連の底打ちやエレクトロニクス関連の増加、「情報機器+ソフトウェア」投資の堅調などから、企業設備投資は緩やかな成長を続けると予測する。08年も設備投資の増加基調は、世界経済の成長や競争力強化の投資の必要性などに支えられて続くものの、資本ストックの積み上がりや強気の成長戦略の後退などから緩やかなペースとなる。

民間在庫投資については、在庫調整に伴って06年10~12月期、07年1~3月期と2四半期連続して減少したが、4~6月期には小幅増加に転じた。各段階の在庫水準も出荷・販売や在庫率の低下などの状況に照らして在庫調整を終了したと考えられるが、今後の在庫積み増しペースは07年後半から08年にかけて緩やかなし慎重なものとなる。

「信用収縮」不安からの立ち直り、世界的な資金フローの円滑化などの懸念は残るものの、世界経済は07年に続き08年も新興国を中心に堅調で+5%程度の成長を継続し、世界貿易数量も+7%台の増加を継続することが、IMFなどにより予想されている。このような状況・環境を背景に、米国からの輸出も好調を継続すると予想するが、年後半は「北京オリンピック」に伴う様々な需要の一巡から、輸出の伸びが低下すると見込む。輸入の伸びも抑制されるが、輸出等-輸入等である外需は08年にGDPに対し小幅マイナス寄与となる。

以上から、07年後半の米国経済の成長率は潜在成長力水準といわれる+3%弱(議会予算局の最新の潜在成長力推計は+2.8%)の程度で推移した後、08年後半からそれを下回る水準に鈍化すると見込む。

インフレについては、これまでの商品市況や賃金の上昇に伴うコスト増加の転嫁から、一般的に物価指標は小幅ながらも再上昇している。これに対し、FRBが重視している食料品とエネルギーを除くベースのコア個人消費(PCE)デフレーターは安定的に推移しているが、現状は物価安定の目安の上限とされる+2%を直近データでは下回っていない。しかし、今後も商品市況の高止まりが予想されるものの、成長鈍化から国内的なインフレ圧力が後退し、前述のPCEデフレーターは年末までには前年比+2%割れが定着し、年明け以降は更に+1%台前半の伸びに低下していくと予測する。

また、FRBは金融市場の混乱が続けば9月中に利下げに踏み切る可能性はあるものの、景気鈍化リスクとPCEデフレターの落ち着きを見ながら、通常の金融政策判断の枠内で年末までには利下げを行うと予想する。また、コアPCEデフレターの+1.5%台半ば水準へ



(株)農林中金総合研究所

の定着と成長鈍化に示されるインフレ圧力の緩和を受けて8年年明け以降、追加利下げの実施も行われると予想する。

なお、「サブプライム」問題は相次ぐファンドの解約停止の発表に伴い金融機関に資金調達の流動性懸念を引き起こしており、これに対し日米欧の中央銀行は短期金融市場への資金供給の対応を行っている。これにより、金融市場の混乱はひとまず鎮静化に向っており、緊急利下げに踏み切る可能性は小さいと思われる。とはいえ、米国の5年にわたる住宅ブームのなかで「サブプライムローン」が増大した結果、蓄積された住宅金融の歪みは大きく、収束には時間を要する。FRBは8月17日の公定歩合の引き下げ時の声明に示したように「動向を注視」しながら適時、政策を総動員し必要な対応を取っていくと予想され、金融危機が大きな経済混乱に結びつく可能性は小さいだろう。

②欧州経済

ユーロ圏経済の07年の成長見通しは年央以降も公的機関、民間エコノミストを問わず上方修正されている。欧州中央銀行(ECB)は8月月報でユーロ圏の07年の成長率見通しを+2.7%に引き上げた(3ヵ月前の見通しでは+2.5%)。また、エコノミストの予想コンセンサスも同様に+2.4%から+2.7%に上方修正されている。更に、08年の成長見通しはECB、エコノミストの予想コンセンサスともに+2.3%となっており、来年にかけて成長率は鈍化すると予測されている。

また、ECBは8月月報でインフレ見通しを+2%としており、潜在成長率を上回る成長が続くなかでインフレへの警戒感を崩しておらず、追加利上げも示唆している。「サブプライム問題」に伴う国際的な金融市場の混乱で9月の利上げ実施は難しくなったという見方もあるが、動揺が収まった後には利上げシナリオが再浮上する可能性は残る。

世界経済が堅調ななか、EU拡大に伴う市場と交易・交流の拡大に伴う統合効果も景気を後押ししているが、ユーロ高や今年6月に4%にまで引き上げられた政策金利の引き上げ効果も景気を抑制する方向に浸透していると考えられる。ユーロ圏のGDP成長率は1~3月期の前期比+0.7%から4~6月期には同+0.3%に減速した。また、OECD景気先行指数や独ZEW景況感(期待)指数の動向は、先行きの成長鈍化の継続を予想させる。

サブプライム問題が欧州金融機関への飛び火したことを受け、慎重な金融政策が必要になっていることは間違いなく、先行きユーロ圏の景気に急速なブレーキがかかり可能性も一定程度想定する必要もある。金融政策が急速に利下げ方向に変っていく可能性は当面は低いが、金利引き上げ局面が終局に入った可能性も大きい。

③中国経済

中国の07年4~6月期の実質GDPは前年同期比+11.9%と伸びが拡大した。これを受けて、中国国家情報センターは07年通年の成長率予想をそれまでの10%台から11%台前半に上方修正したほか、民間エコノミストも成長率見通しを引き上げた。

中国当局は景気過熱に伴う不動産や株価のバブル化リスクを懸念し、引き続き預金準備率の引き上げ(利上げ)などマクロ・コントロールを強化する姿勢である。中国当局は今年に入ってから3回利上げを実施していたが、7月の消費者物価上昇率が前年比+5.6%と、約3年ぶりに+5%超となり上昇傾向が強まったことなどを受け、8月21日に貸出基準金利の0.18%引き上げなどの追加利上げを行った。ただし、今年秋には5年に一度の中国共産党大会を控えている。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に向けて、過度な引き締めは事実上、難しいのが実情である。また、各地で最低賃金の引き上げも行われており、引き締め効果は限定的だろう。

一方、貿易黒字の不均衡是正や人民元の切り上げ回避という課題はあるが、世界貿易



の拡大のなかで中国の輸出は引き続き高い伸びを持続すると予測される。07年1～7月累計の中国の輸出額は前年同期比+28%となり、貿易収支も同+81%の1368億ドルと黒字幅が拡大している。また、成長の牽引役である固定資産投資は、08年8月の北京五輪開催に向けて2割台後半の伸びを継続すると予想する。ただし、北京五輪後となる08年後半以降は、固定資産投資の一時的な足踏みや観光収入の減少など、反動的な成長の落ち込みが懸念される。

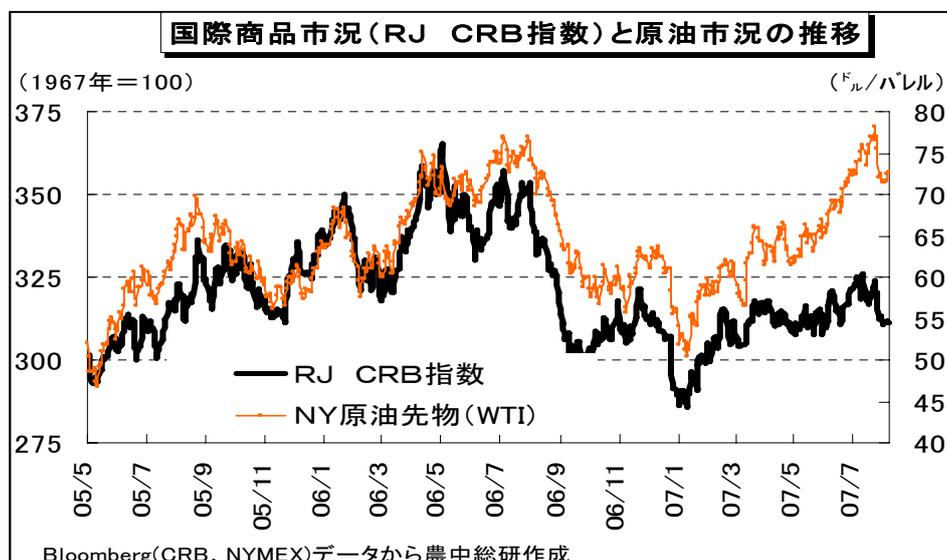
④国際商品市況と輸入原油価格等の見通し

国際商品市況は06年後半から下落基調が続いたが、07年初頭には調整局面を脱し、その後は需給逼迫懸念などから再び上昇傾向で推移している。1月中旬に285ポイントと約2年ぶりの低水準となったロイター・ジェフリーズ CRB 指数(1967年=100)は、8月初旬には320ポイント台まで回復している。史上最高値となった昨年5月の360ポイントからは1割強ほど低い水準であるが、過去5年で6割弱上昇している。

こうした近年の商品市況高騰の背景には、世界経済の成長、とりわけ中国をはじめとする新興国が本格的な工業化の過程に入り、急成長していることから石油等エネルギー資源や金属鉱物資源の需要を急増させていること、および所得の増加に伴い穀物など食料需要が増大していることが挙げられる。したがって、短期的には昨年後半のような調整局面があってもトレンドに変わりはなく、国際商品市況の長期上昇基調は当面続く可能性が高い。

最も注目される国際商品であり、国内のインフレへの影響も大きい原油価格(WTI、期近物)は、米国の夏の行楽シーズン到来後の原油在庫の減少継続、北海油田のパイプライン停止、各国製油所の相次ぐ閉鎖・停止によるガソリン需給の逼迫懸念などから7月31日に終値で78.21ドル/バレルと過去最高値をつけた。しかし、8月以降は「サブプライム」問題に伴う株安、景気不透明感から手仕舞い売りがかさみ一時70ドル割れとなった。またOPECバスケット価格も70ドル/バレルを下回る動きとなっている。

当面は世界景気の先行きを見定める動きとなるだろうが、OPECによる高値維持スタンスのほか、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(国際エネルギー機関は08年も+2.5%増を予測)を背景に、原油価格の下値は限定的と予想される。日本の原油入着価格(CIFベース)は、07年を通じて60ドル/バレル台後半で推移することを見込むが、年後半にかけて徐々に上昇し、08年には世界景気の回復に伴って70ドル/バレル台に達すると想定する。





2007～08年度 日本経済見通し
(年度)

	単位	2006年度 (実績)	2007年度 (予測)	2008年度 (予測)
名目GDP	%	1.4	2.1	2.8
実質GDP	%	2.1	2.1	2.5
民間需要	%	2.1	2.2	2.8
民間最終消費支出	%	0.7	1.9	1.6
民間住宅	%	0.4	▲ 4.0	▲ 1.2
民間企業設備	%	8.0	4.5	7.4
公的需要	%	▲ 1.3	▲ 0.1	0.4
政府最終消費支出	%	0.9	0.7	1.0
公的固定資本形成	%	▲ 9.6	▲ 3.6	▲ 2.0
輸出	%	8.2	6.6	6.0
輸入	%	3.3	3.3	6.2
国内需要寄与度	%	1.3	1.6	2.2
民間需要寄与度	%	1.6	1.6	2.1
公的需要寄与度	%	▲ 0.3	▲ 0.0	0.1
海外需要寄与度	%	0.8	0.6	0.2
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 0.6	0.0	0.3
国内企業物価 (前年比)	%	2.8	2.2	1.5
全国消費者物価 (")	%	0.1	0.0	0.5
完全失業率	%	4.1	3.8	3.6
鉱工業生産(前期比)	%	4.7	2.4	4.0
経常収支(季節調整値)	兆円	20.7	24.2	22.3
名目GDP比率	%	4.0	4.6	4.2
為替レート(前提)	円/ドル	116.9	116.6	110.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.25	0.75	1.50
10年国債利回り	%	1.76	1.86	2.18
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	63.6	66.7	68.8

(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、前年度比。
無担保コールレートは年度末の水準。
季節調整後の四半期統計をベースにしているため統計上の誤差が発生する場合もある。

(四半期)

	2006年				2007年 (→予測)				2008年				2009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	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期
名目GDP	0.3	0.2	▲ 0.1	1.4	0.4	0.3	0.5	0.7	0.6	0.9	0.8	0.6	0.6
実質GDP	0.6	0.4	0.1	1.3	0.8	0.1	0.4	0.5	0.6	0.8	0.7	0.5	0.4
(年率換算)	2.5	1.7	0.2	5.4	3.2	0.5	1.6	2.1	2.4	3.1	2.8	1.8	1.8
民間需要	0.8	0.8	▲ 0.3	1.3	0.6	0.2	0.4	0.5	0.7	0.9	0.9	0.5	0.5
民間最終消費支出	▲ 0.0	0.4	▲ 0.9	1.1	0.8	0.4	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
民間住宅	0.6	▲ 1.5	0.1	1.7	▲ 0.8	▲ 3.5	▲ 0.6	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.6
民間企業設備	3.9	2.9	1.1	2.8	0.3	1.2	0.5	1.2	1.6	2.4	2.1	1.8	1.6
公的需要	▲ 0.5	▲ 0.6	▲ 0.5	0.8	▲ 0.5	▲ 0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
政府最終消費支出	▲ 0.0	0.8	0.5	0.1	▲ 0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
公的固定資本形成	▲ 2.2	▲ 5.9	▲ 4.9	3.7	▲ 1.3	▲ 2.1	▲ 0.8	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5
輸出	2.4	0.7	2.2	0.9	3.4	0.9	1.2	1.6	1.5	1.7	1.5	1.2	1.0
輸入	1.9	1.3	▲ 0.4	▲ 0.1	0.9	0.8	1.1	1.4	1.6	1.6	1.8	1.3	1.0
国内需要寄与度	0.5	0.5	▲ 0.3	1.2	0.4	0.1	0.3	0.4	0.5	0.7	0.7	0.4	0.4
民間需要寄与度	0.6	0.6	▲ 0.2	1.0	0.5	0.1	0.3	0.4	0.5	0.7	0.6	0.4	0.4
公的需要寄与度	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	0.2	▲ 0.1	▲ 0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
海外需要寄与度	0.1	▲ 0.0	0.4	0.1	0.4	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
GDPデフレーター(前年比)	▲ 1.3	▲ 1.2	▲ 0.8	▲ 0.6	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.0	0.3	0.3	0.3	0.3	0.5
国内企業物価 (前年比)	2.8	3.1	3.6	2.6	1.9	2.3	2.1	2.1	2.4	1.8	1.5	1.5	1.4
全国消費者物価 (")	0.0	0.0	0.3	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6
完全失業率	4.2	4.1	4.1	4.0	4.0	3.8	3.8	3.9	3.8	3.7	3.6	3.6	3.5
鉱工業生産(前期比)	0.4	1.3	1.3	2.2	▲ 1.3	0.2	1.0	1.3	1.3	1.0	0.8	0.7	0.5
経常収支(季節調整値)	4.9	4.6	4.8	5.7	5.6	6.6	5.8	6.0	5.8	5.9	5.6	5.5	5.3
名目GDP比率	3.9	3.6	3.8	4.5	4.4	5.1	4.5	4.6	4.4	4.5	4.2	4.1	3.9
為替レート(前提)	116.9	114.4	116.2	117.8	119.4	120.7	118.0	115.0	112.5	110.0	110.0	110.0	110.0
無担保コールレート(O/N)	0.001	0.002	0.25	0.25	0.38	0.50	0.50	0.75	0.75	1.00	1.25	1.25	1.50
新発10年物国債利回り(%)	1.57	1.89	1.79	1.69	1.67	1.74	1.80	1.90	2.00	2.10	2.15	2.20	2.25
通関輸入原油価格(前提)	59.5	65.3	70.5	60.9	57.6	64.2	67.5	67.5	67.5	70.0	70.0	67.5	67.5

(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、前期比。

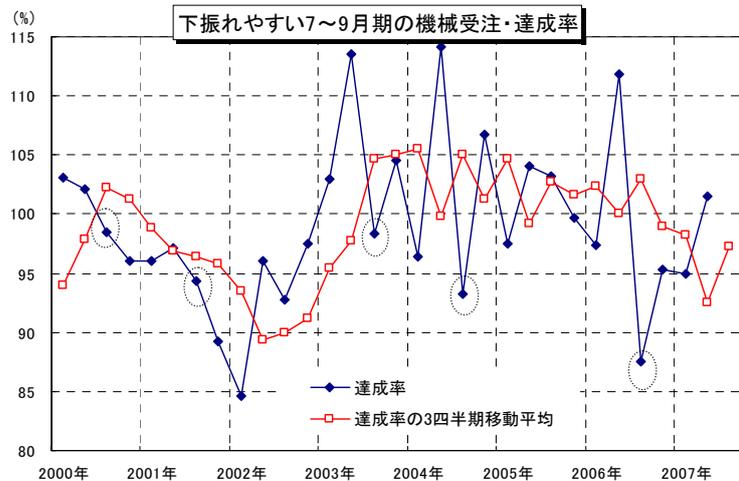


3. 2007～08年度の日本経済・物価見通し:

(1) 経済見通し

冒頭で述べたように、2007年に入ってからからの景気展開は足踏みに近い状況となっており、特に鉱工業生産などは06年末の水準を上回ることができない状況にある。6月の鉱工業生産と同時に発表された製造工業生産予測指数によれば、7、8月と生産水準は大きく上昇し、7月にも過去最高を更新するとの見通しである。しかし、7月の中越沖地震の影響により、10万台超の自動車生産がストップしたと報じられており、前年比▲10%超のマイナスとなっている可能性が高い。自動車生産の裾野の広さ(生産波及効果)を考慮すれば、生産水準の足踏み状態は今しばらく続く可能性もある。

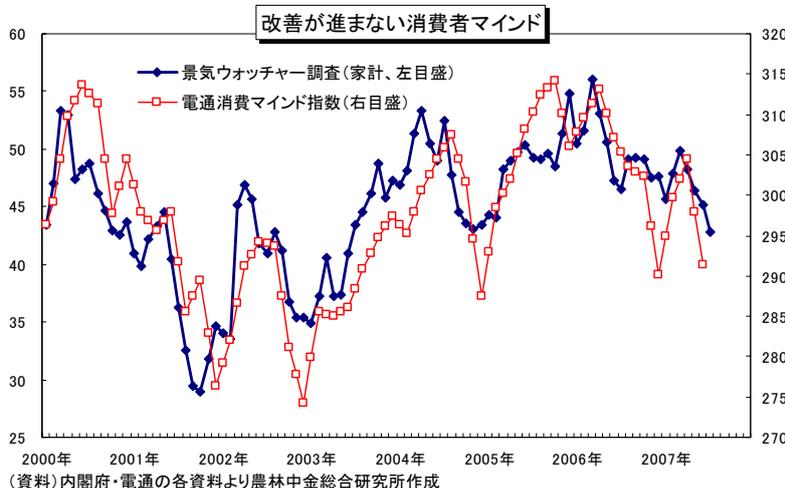
また、GDP統計上は底堅く推移した民間設備投資であるが、機械受注(船舶・電力を除く民需)はまだ不安定な動きが続くなど、先行きの設備投資への懸念が残る。内閣府が集計した見込み額に対し、過去3四半期の達成率(97.2%)で評価した7～9月期見通しは前期比+3.7%と3四半期ぶりに増加する見込みながらも、上振れる傾向が強い4～6月期に対し、7～9月期は過去3四半期と比べて下振れることが多い点には注意が必要である。また、企業金融面でもやや気掛かりな点がない



(資料)内閣府資料より農中総研作成 (注)船舶・電力を除く民需

わけではない。金融機関借入依存度の高い中小企業などでは借入金利の上昇に直面し、資金需要が減退するなど、徐々に利上げの影響も出てきている可能性がある。

ただし、先行き企業の設備投資意欲が減退し、調整局面入りするとの見方をする必要もないだろう。全般的に見て、企業を取り巻く設備投資環境が様変わりするほど変化しているわけではない。日銀短観などからは、足許は一服したものの、企業の人員・設備不足感は先行き強まるとの予想が多いほか、各調査機関が集計した07年度設備投資計画も05、06年度ほどではないが、底堅く推移する可能性を示唆している。もちろん、今後の景気展



(資料)内閣府・電通の各資料より農林中金総合研究所作成

開などに依存する面は大きい。減速が続く米国経済も07年後半から08年前半にかけて景気改善が予想されることもあり、計画が示すとおり、設備投資は増加基調を続ける可能性が高いだろう。

一方、この数四半期の懸念材料であった民間消費の先行きに関しては、賃金上昇率は相変わらず伸び悩んでいることもあり、06年度下期に見られたような

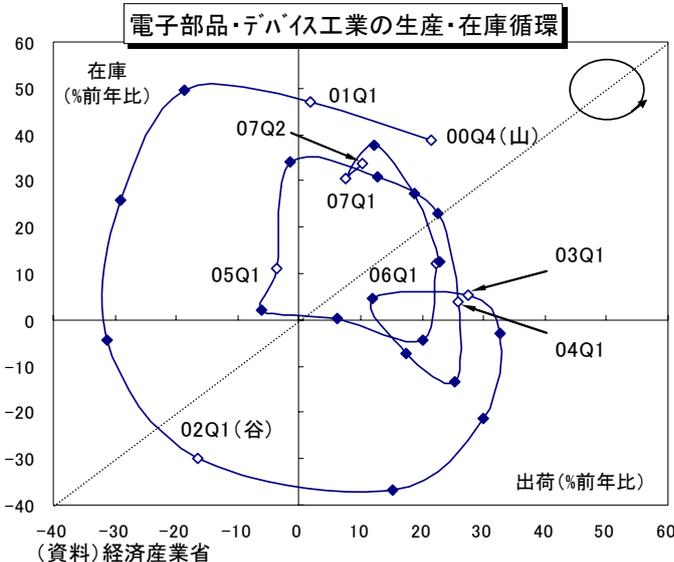
高い伸び率に戻ることは当面見込みがたい。また、8月に入ってガソリン価格が昨年のピークを上回っているが、所得がそれほど増加していない中で代替品が見当たらない財・サービスの価格上昇は、消費抑制効果を引き起こす可能性が高いと思われる。更に、6月から実施されている住民税増税(定率減税全廃効果+三位一体改革に伴う税源委譲により措置)が消費マインドを悪化させている面も否定できない。

一方で、雇用者報酬全体(もしくは雇用者1人あたり所得)というマクロ的な指標で見れば賃金は上昇していないが、それは比較的に高い賃金を得てきた年齢層の就労者が減少し、賃金水準の低い若年層、パートタイム労働者、再雇用される高齢者などが増加傾向にあることの影響が強いと思われる。年功賃金カーブ(賃金プロファイル)は50歳あたりまで右上がりとなっていることを踏まえれば、足許の新卒予定者に対する

求人増やそれに対応した給与水準引き上げ、更には07年4月以降3%台後半で推移する失業率などからは、今後、徐々に賃金・賞与を通じた企業から家計への波及が強まっていく可能性はある。90年代後半以降の経験からは、失業率が3%台前半まで低下してくると、賃金上昇率が高まる可能性が示される。こうした雇用環境の持続的な改善が、やや低調だった消費者マインドを徐々に好転させていく可能性が高い。

以上のように、足許については、民間消費、民間設備投資に弱さが残ることもあり、国内需要には景気を再加速するほどの力は期待できない。一方、輸出については、米国向け輸出に緩やかながらも持ち直しの兆しが見られること、アジア向け・EU向け輸出が底堅く推移していること、などを考慮すれば、再び輸出増勢が強まってくる可能性がある。これらを総合してみれば、7~9月期のGDP成長率は潜在成長率並みに戻る可能性があると思われる。

ただし、景気拡大局面では持続的に潜在成長率を上回る成長が達成されていることを考慮すれば、景況感が大きく改善するわけではないだろう。



ここで、改めて懸念材料をピックアップすると、冒頭でも触れたように、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、最近はやや減少したとはいえ、依然として在庫残高が極めて高水準で推移しているほか、急速に生産能力が拡大したこともあり、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。また、米サブプライム問題が世界的な信用収縮につながるリスクにも注意する必要があるほか、その流れの一環としての円高リスクも警戒



すべきであろう。

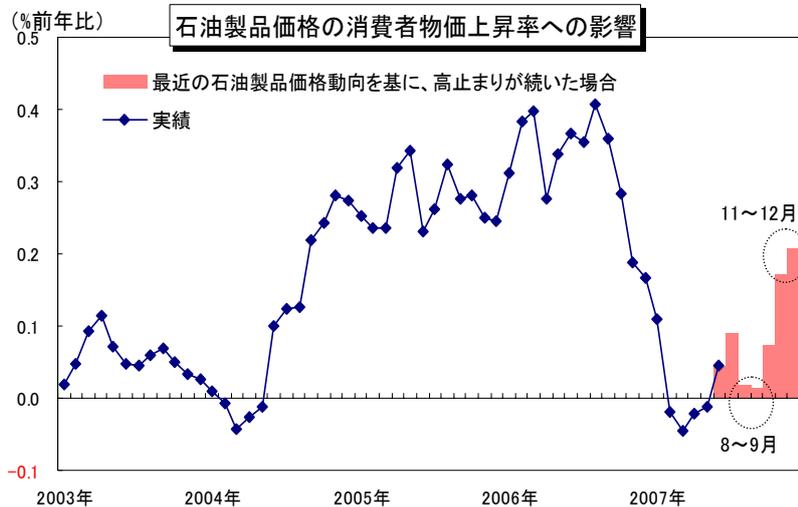
一方、07年度後半には、景気情勢はこうした足踏み状態から脱却できるものと思われる。米国経済では焦点の住宅市場の調整は継続するものの、そこから最大の需要項目である民間消費への悪影響は限定的なものに留まると予測されるほか、設備投資・輸出などが底堅く推移する可能性が高い。このように、徐々に回復プロセスが始まることによって、世界経済の成長テンポもやや加速することが想定される。それに伴って、日本では再び輸出増勢が強まり、それが民間企業設備投資に波及、更には「企業から家計への波及」を通じて民間消費を刺激するなど、民間需要全体の伸びが高まっていくものと予想する。

こうした状況は基本的に08年度上期までは持続するものと思われる。なお、北京五輪後には中国において高水準で推移してきた固定資産投資が一時的に減速する可能性があるほか、米国経済も08年度下期には再び減速感が出始めるものと想定しており、日本の輸出もやや鈍化してくる可能性がある。

以上のような見通しを踏まえて、**実質経済成長率は07年度を+2.1%、08年度を同+2.5%**と予測する。これらは、前回予測(07年6月時点)から変更はない。一方、**名目成長率は07年度+2.1%、08年度+2.8%**としたが、こちらは前回予測(同:07年度+2.2%成長、08年度+2.9%成長)から07、08年度とも小幅下方修正を行っている。**GDPデフレーターは、07年度は前年度比+0.0%、08年度は同+0.3%**としており、年度を通じての名実逆転は08年度に持ち越されるものと予想する(四半期ベースでは08年1~3月期にGDPデフレターの前年比プラス展開が実現すると想定する。なお、前回予測では07年10~12月期から前年比プラスに転換するとしていた)。

(2)物価見通し

繰り返しになるが、航空運賃や外国パック旅行などに加え、最近では、果汁、小麦など食料品価格に上昇の動きも見られるほか、タクシー料金やクリーニング代なども値上げが見られる。また、7月には値下がりした電気・ガス料金など光熱費も、10月には燃料費調整制度によって再び値上げが予定されている。更に、石油製品価格は上昇傾向を強めており、石油元売り各社によれば当面は高止まる可能性が高い、とのことである。8月上旬



(資料)総務省資料より農中総研作成
(注)石油製品価格の消費者物価前年比に対する寄与度

現在の石油製品価格のまま高止まりが続けば、上述の商品・サービスの値上げの動きと合わさって、11月以降コアCPIが再び前年比プラスとなる可能性もあるだろう。

一方で、携帯電話各社の競争が激化しており、この要因によって消費者物価全体が▲0.1%ptほど押し下げられているが、今後もそうした要因が残る可能性もある。また、パソコン、デジタルカメラなど技術進歩の激しい商品価格を筆頭に耐久財などでの価格下落が続いている。こうした要因もあって、コアCPIは07年2月以降前年比下落状態が続いているが、これまで述べてきたように国内のマクロ需給環境の改善テンポがあまり強くないことが主因と

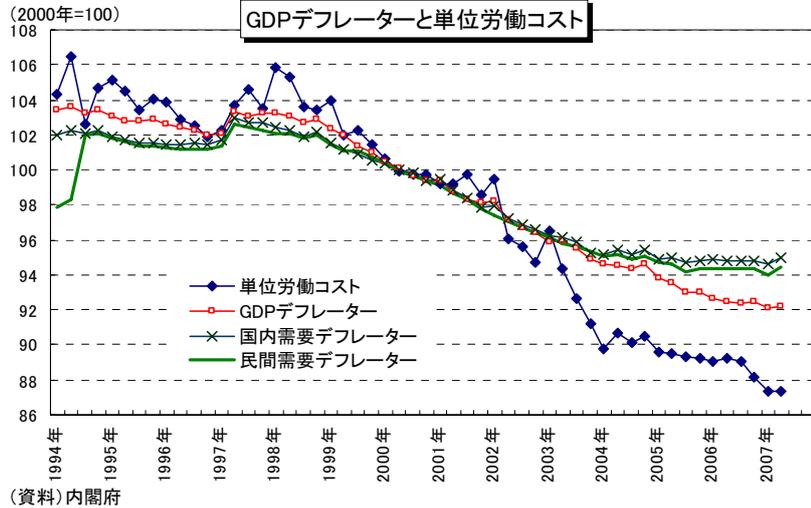


(株)農林中金総合研究所

いえるだろう。物価を巡る環境として、素原材料価格の高騰や円安進展、失業率低下、低水準の政策金利などがあり、いずれも物価上昇を引き起こしやすいと思われるが、実際にはそうした環境下でも物価上昇圧力が高まりを見せなかったことを考慮すれば、経済成長率がもう一段加速しなければ、デフレからの完全脱却をもたらすような物価上昇は困難なように思われる。

一方、4～6月期のGDPデフレーターが再び前期比上昇に転じたほか、前年比でも下落幅の縮小傾向が続いている。単位労働コストも前年比で見れば▲2.1%と下落率は大きいですが、前期比では▲0.0%と下げ止まり感も出てきている。前年比でも下げ止まるまでにもう少し時間が必要ではあるが、今後とも景気拡大が継続することで、失業率が

緩やかに低下していけば、それに反応して賃金・物価が上昇し始める可能性が高い。このように、労働需給も引き締まっていくことから、08年度には賃金・物価も徐々に上昇率を高めていこう。07年度の消費者物価(生鮮食品を除く総合)上昇率は0.0%、08年度は同+0.5%と予測している。





2007～08年度 日本経済見通し
(前期比)

	単位	2006年度 通期	2007年度		2008年度			
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
実質GDP	%	2.1	2.1	0.7	1.2	2.5	1.4	1.4
民間需要	%	2.1	2.2	0.7	1.3	2.8	1.7	1.6
民間最終消費支出	%	0.7	1.9	0.8	0.7	1.6	0.8	1.2
民間住宅	%	0.4	▲ 4.0	▲ 4.1	▲ 1.2	▲ 1.2	▲ 0.4	▲ 0.8
民間企業設備	%	8.0	4.5	1.6	2.5	7.4	4.3	4.8
公的需要	%	▲ 1.3	▲ 0.1	▲ 0.3	0.2	0.4	0.2	0.3
政府最終消費支出	%	0.9	0.7	0.3	0.6	1.0	0.5	0.6
公的固定資本形成	%	▲ 9.6	▲ 3.6	▲ 3.2	▲ 1.6	▲ 2.0	▲ 0.9	▲ 1.1
財貨・サービスの純輸出	兆円	21.3	24.8	24.3	25.2	26.1	25.9	26.4
輸出	%	8.2	6.6	3.2	3.6	6.0	3.2	3.2
輸入	%	3.3	3.3	1.8	3.3	6.2	3.3	3.6
内需寄与度 (前期比)	%	1.3	1.6	0.5	0.9	2.2	1.4	1.0
民間需要 (")	%	1.6	1.6	0.5	0.8	2.1	1.3	0.9
公的需要 (")	%	▲ 0.3	▲ 0.0	▲ 0.1	0.0	0.1	0.0	0.0
外需寄与度 (")	%	0.8	0.6	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1
デフレーター (前年比)	%	▲ 0.6	0.0	▲ 0.1	0.2	0.3	0.3	0.4

(注)鉱工業生産は通期の場合、前年比

(前年同期比)

	単位	2006年度 通期	2007年度		2008年度			
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
名目GDP	%	1.4	2.1	2.3	1.9	2.8	2.7	2.9
実質GDP	%	2.1	2.1	2.5	1.7	2.5	2.4	2.5
民間需要	%	2.1	2.2	2.2	1.8	2.8	2.8	2.9
民間最終消費支出	%	0.7	1.9	1.9	1.5	1.6	1.4	1.8
民間住宅	%	0.4	▲ 4.0	▲ 2.9	▲ 5.1	▲ 1.2	▲ 1.3	▲ 1.1
民間企業設備	%	8.0	4.5	5.2	3.9	7.4	6.7	8.1
公的需要	%	▲ 1.3	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	0.4	0.4	0.5
政府最終消費支出	%	0.9	0.7	0.6	0.8	1.0	1.0	1.0
公的固定資本形成	%	▲ 9.6	▲ 3.6	▲ 2.7	▲ 4.3	▲ 2.0	▲ 2.2	▲ 1.8
財貨・サービスの純輸出	兆円	21.3	24.8	24.3	25.2	26.1	25.9	26.4
輸出	%	8.2	6.6	7.0	6.2	6.0	6.2	5.7
輸入	%	3.3	3.3	2.0	4.6	6.2	6.2	6.1

国内企業物価 (前年比)	%	2.8	2.2	2.2	2.2	1.5	1.6	1.4
総合消費者物価 (")	%	0.1	0.0	▲ 0.1	0.2	0.5	0.4	0.5
完全失業率	%	4.1	3.8	3.8	3.9	3.6	3.7	3.6
鉱工業生産 (前年比)	%	4.7	2.4	2.2	2.5	4.0	4.6	3.4
住宅着工戸数	千戸	1285	1250	626	624	1240	622	618
経常収支	兆円	20.7	24.2	12.4	11.8	22.3	11.5	10.8
貿易収支	兆円	10.2	11.6	5.8	5.8	10.3	5.4	4.9
為替レート(前提)	ドル/円	116.9	116.6	119.4	113.8	110.0	110.0	110.0
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	63.6	66.7	65.8	67.5	68.8	70.0	67.5

(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。

八十二銀行の個人部門の取り組み

田口 さつき

・八十二銀行は顧客のライフスタイルに合わせて様々なチャネルを用意することで顧客の利便性向上に努めている。
 ・今後は、チャネル間の連携を強化する。顧客の取引履歴などの蓄積から継続的な収益の拡大を目指す。

チャネル間の連携

八十二銀行（以下、同行）は、長野県内で預金残高3割、貸出残高4割のシェアを誇っている。同行は個人のお客さまの「生涯取引銀行」を目指し、「お客さまのニーズを捉え、最適なタイミングに最適な金融サービスを最適なチャネルで提供する」というコンセプトを打ち出している。このコンセプトのもと、対面チャネルとダイレクトチャネルの連携を強化し、顧客の利便性向上に努めている（図1）。

対面チャネルは相談機能強化

まず、対面チャネルであるが、同行は長野県内に136店舗を展開している。それに加え、ローンプラザが10拠点あり、年始年末を除き、土日祝日も営業している。

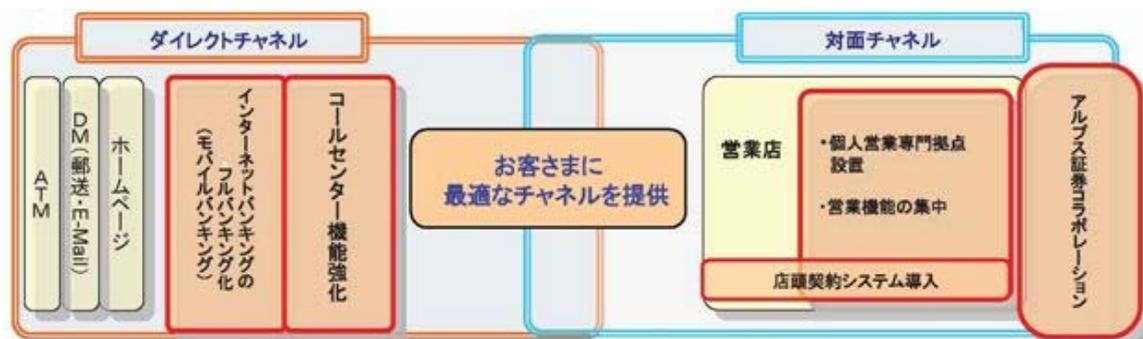
同行の顧客の中では、50歳以上の顧客が預金残高で7割と大きな比重を占める。この中高年層との関係強化のため、「年金」に

関する情報提供サービスに同行は従来から力を入れており、主要営業店に常設の年金相談コーナーを設けてきた。

ローンプラザは従来から休日もローン相談を行ってきたが、年金と資産運用の相談を今年5月から始めた（全ローンプラザで第3土曜日に開催。ただし長野・上田の2拠点では、資産運用相談を毎週土日・祝日開催）。年金相談は、予約制なので一人当たり30分程度の時間を取れるため好評であり、年金相談の流れで投信を買う人もいるそうである。このようにすべての個人向けコンサルティングサービスを行うようになってきていることもあり、ローンプラザを別の名称にする構想もあるようだ。なお、ローンプラザは勘定を持たないものの、インターネットバンキング用の端末を設置することで、後日改めて営業店を訪れる手間を省くことを検討している。

なお、グループ会社のアルプス証券（9月1日付で八十二証券）との間では、リス

図1 八十二銀行のチャネル



(資料) 八十二銀行 第19回インフォメーションミーティング

クの高い金融商品の取り扱いで棲み分けを図ろうと考えている。

加えて、個人の預かり資產業務、特に団塊世代対策として、人員増強を図った。渉外訪問も強化し、まずは団塊世代層の配偶者と面識をつくることなどの関係強化に取り組んでいく方針である。

インターネットバンキングで取引拡大

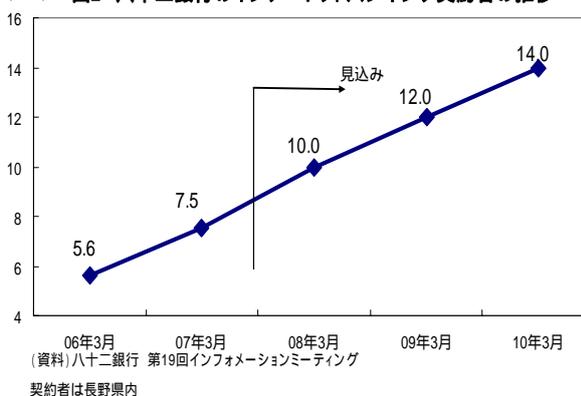
ダイレクトチャネルについてはインターネットバンキングに力を入れている。同行のインターネットバンキングの契約者数(県内)は07年3月末で7.5万人であるが、08年3月末に10万人を目指している(図2)。

ただし、同行ではインターネットバンキング利用の拡大においては営業店での推進活動は特に行っていない。基本的に広告等によるマス・マーケティングで、様々なメリットを訴えている。まず、手数料などであるが、同行宛振込み手数料ゼロ(06年8月開始)や定期金利優遇(07年6月現在、店頭扱より税引前で0.05%上乘せ)、

投資信託申込手数料率優遇(07年6月現在、店頭扱より課税前で0.5%優遇)などの優遇を行っている。また、解約・支払については一般定期だけでなく、財形定期でも取引の一部がインターネットで可能。セキュリティについても利用の際に複数パスワードの打ち込み(「契約者番号」・「ログオンパスワード」・「確認パスワード」)やソフトウェアキーボード(画面上に表示された擬似キーボード)などを採用し、安心感をアピールしている。このような利便性や安全性についての配慮が利用者拡大につながっている。

また、インターネットでの投信信託や外貨預金の取り扱いを05年から開始。投資信

図2 八十二銀行のインターネットバンキング契約者の推移



託については、全販売額の約15%を占めるようになった。賞与月や年末には20%にも上るようである。ただ、課題として金融商品取引法の観点からインターネットで購入した顧客にもなんらかのフォローをしていくことを考えている。それに当たっては、ほとんどの顧客が長野県在住なので、店舗などの対面のチャネルを使うことも検討している。なお、今後もインターネットバンキングについてモバイル取引や安全性の強化などシステム投資も積極的に進めていく予定である。

さらに連携を強化

同行の事例は、インターネットなどチャネル整備が顧客のライフスタイル多様化に対応する方法のひとつであることを示している。また、顧客の利便性を向上させるよう、複数のチャネルを組み合わせる工夫は注目される。

今後も一層のチャネル間の連携を進め、顧客との接点を増やし、蓄積した情報をマーケティングにつなげ、継続的に収益を拡大させることを目指している。

(参考資料)八十二銀行 IR 資料、ホームページ

日経金融新聞(07年6月6日、07年6月21日)

今月の焦点

国内経済金融

長崎県民信用組合の多重債務問題への対応

古江 晋也

要旨

・長崎県民信用組合は、80年代後半から事業の中核を不動産担保に依存した事業者融資から必ずしも担保に依存しない個人融資へと転換し、現在では貸出先残高の約7割が個人向けとなっている。また、同信組は、その個人取引において富裕層との取引拡大を重視するのではなく、多重債務者を含めた生活者との取引を重視した事業展開を行っている。

・多重債務問題の相談は、AFPを取得した職員が相談者の生活資金繰りキャッシュフローを作成し、将来を見据えた提案を行うことを基本としている。同相談は、13店舗中、6つの総合店舗で行い、テラーを含めた全職員がポスティングやDMの送付等で告知を行っている。

けんみん信組の概要

佐世保市を中心に5市6町に13店舗を展開する長崎県民信用組合（以下、「けんみん信組」と略す）は、1981年に佐世保市信用組合が大村信用組合と合併することで誕生した（図表1、2参照）。

けんみん信組は、80年代後半から事業の中核を不動産担保に依存した事業者融資か

ら必ずしも担保に依存しない個人融資へと転換し、現在では貸出先残高の約7割が個人向けとなっている。また、同信組は、個人取引においても富裕層との取引拡大に重きを置くのではなく、多重債務者を含めた生活者との取引を重視した事業展開を行っている。

本稿では、けんみん信組からのヒアリングなどをもとに、同信組のビジネスモデルや営業スタンスを概観することで、同信組の多重債務問題への取組みを検討する。

図表1 けんみん信組の店舗ネットワーク



（出所）けんみん信組 06年ディスクローズ誌より

ビジネスモデル^(注1)

90年代以降の規制緩和によって金融機関の業務は大きく拡大した。こうしたなか、金融機関の多くは規制緩和に対応して新たな金融商品を次々と導入し、フルラインサービスを展開している。しかし、けんみん信組はこれらの動向とは異なり、自ら

図表2 けんみん信組の概要(06年3月末現在)

創 立	1954年3月13日
出 資 金	11億9100万円
店 舗 数	13店舗
職 員 数	117人
組 合 員 数	53,059人
預 金 残 高	273億7200万円
貸 出 金 残 高	150億9500万円

(出所)けんみん信組 06年ディスクローズ誌より

の経営規模に合わせて業務の絞込みを行ってきた。

同信組は、前述のように81年に大村信用組合と合併することで誕生したが、当時の大村信用組合は実質的な自己資本比率が低いこともあり、誕生当初から新たなビジネスモデルの確立が主要な経営課題の一つであった。

そのためけんみん信組は、バブル崩壊後に自らのビジネスモデルの方向性を求めて、米国視察を行った。同視察は5回にも及び、顧客のクレジットヒストリー（信用履歴）の考え方や与信業務のマニュアル化などを学び、個人リテールに関するアイデアを業務に取り入れた。

一方、90年代初頭はバブル崩壊によって自己破産申請件数が増加した時期でもあった。そこで、同信組は主たる顧客を自らの経営規模に合わせて「普通の生活者で、小金持ち、小借金持ち」へと絞込み始めた。92年には、多重債務者救済の「セーブマネー相談室」を開設。地域住民の「人生80年の生活資金繰りを預かる」という理念を掲げた。

他方、けんみん信組では生活者金融に特化するため、91年に地域金融機関の伝統的な業務である預金の集金業務の廃止をはじめ

め、90年代後半までには手形割引・手形貸し付けの原則廃止と当座借越の一本化、事業性資金の貸付業務や保証協会が保証を行う貸付業務の廃止ないしは大幅な縮小を行った。

ただし、生活者金融へのシフトは、当初から必ずしも順調に展開したわけではなかった。なかでも、個人情報情報を正確に把握することができなかったことによる延滞率の増加は大きな経営課題の一つであった。さらに、多重債務を抱えた相談者は自らの状況を正確に開示しない傾向があり、借換ローンを行っても、他の消費者金融会社などから新たな借入を増やし、再び多重債務に陥ることも少なくなかった。

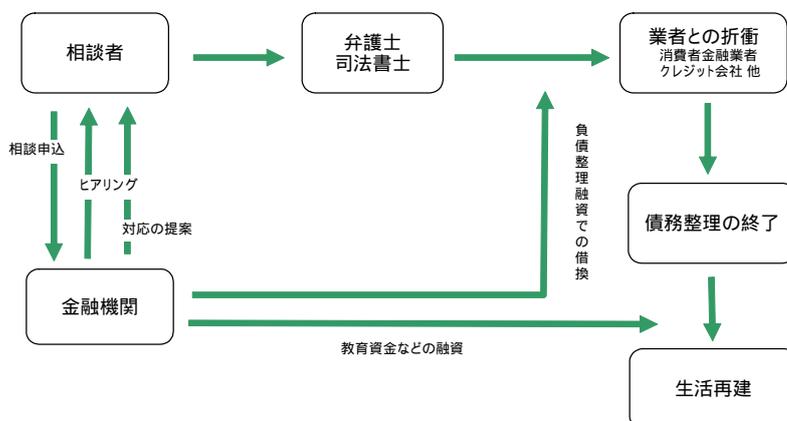
(注1)けんみん信組における「ビジネスモデル」と「相談業務等の変遷」については、ヒアリングのほか、中村堅太郎『長崎けんみん信組の新航路』（ダイヤモンド社、98年）と高津成志『異常が正常』（ピーケーシー、99年）を参照引用。

相談業務の変遷 (FP手法の導入)

このような経験から同信組は、独自で蓄積した情報に、金融業界の信用情報などをクロス検索するなどの手段で対応した。また、延滞を行う顧客に注意を促し、入金を案内する電話サービスを担当する部門（オートコールセンター）を設立した。

ただし、多重債務に陥った相談者が生活再建を実現するためには、相談者の現状と将来の生活目標を的確に把握して、カウンセリングを行う必要がある。そこで、98年頃から同信組では、FP（フィナンシャル・プランナー）の手法を取り入れ、将来の生活資金繰りキャッシュフローの作成をカウ

図表3 けんみん信組の多重債務者対応フローの概略図



(資料)けんみん信組の各資料を基に作成

ンセリングに盛り込んだ。

担当者が「将来、どのような夢があるのか」という問いかけに、相談者は「現在の生活から抜け出さなければ」と真剣に考えるようになり、自発的な個人情報の開示に応じるようになった。このような積極的な情報開示は延滞率の抑制にも繋がった。

また、この頃には、多重債務問題の解決に月々の支払いを軽減し、分割払いを継続する特定調停の活用も提案するようになった。

(個人版民事再生法と任意整理)

その後、けんみん信組は2001年4月に「個人版民事再生法」を活用した多重債務問題への提案を行うなど、多重債務問題への対応策を多様化させた。

03年4月には、改正司法書士法が施行され、司法書士に簡易裁判所における訴訟代理等を行う業務が追加された^(注2)。これを受けて、けんみん信組は地元の司法書士に紹介を行い、相談者に任意整理の提案も行うようになった。06年には257人が任意整理を行い、その延べ整理先数は1300先に及んでいる。

任意整理の活用は、相談者が自らの債務

状況を積極的に開示することにもなり、なかには、利息制限法の上限金利を超える過払金返還されることで預金者となるケースも見られた。

(注2)同業務は民事紛争であり、請求額が簡易裁判所の事物管理を限

度としていた(当時は90万円以下)。04年には裁判所法が改正され、簡易裁判所の事物管理が90万円以下から140万円以下に引き上げられた(日本司法書士連合会ホームページ参照引用)。

(現在の対応フローの概略)

けんみん信組では、上述のような経緯によって相談業務の質的な向上を図ってきた。ここでは、図表3をベースに、現在のけんみん信組の多重債務者対応フローの概略を示すことにする。

まず、相談者は同信組の営業店に来店して相談申込を行う()。けんみん信組でのヒアリングや相談は、相談者の家族等が同席することを原則としている()。相談者が20~30歳代の夫婦であれば、同信組は夫婦双方の両親も相談に参加してもらうことを要請している。これは、これから多重債務問題に立ち向かう夫婦が、様々な慶弔のための出費や親戚付き合いによって、さらに借金を重ねることを防ぎ、家族に状況を理解してもらうことを意図している。

ヒアリングが行われれば、対応の提案が行われる()。この際には、担当職員が過払金の引き直し計算の見積もりに加え、任

意整理や特定調停などを選択した場合の生活資金繰りのシミュレーションを行ったキャッシュフロー表を作成する。相談者は、このようなシミュレーションをもとに本人が自らの対応を決定する。

現在、けんみん信組では、相談者の債務状況に応じて負債整理融資による借換、任意整理、特定調停、個人版民事再生手続き、破産などの対応を提案している。

負債整理融資については同信組が対応しているが（ ） 法的手続きの絡む案件については、司法書士や弁護士を紹介する。負債整理融資は、基本的には無担保無保証による貸付けを行うことにしているが、不動産を担保として融資を行う場合もある。

また、法的手続きによる債務整理を行えば、一般的には事故情報に記録され、生活に必要な融資を金融機関から受けることができなくなる。そのため、同信組では債務整理後も学資ローンなど生活に必要な資金を融資することもある（ ）。

推進体制など

けんみん信組の負債整理融資案件は、週2回実施している融資推進協議会で協議が行われる。近年では年間の総貸出案件数が1000件を超え、20数名の融資担当者で対応している。なお、同融資案件数の約90%が多重債務関連である。

多重債務問題相談は、13店舗中、6つの総合店舗で行い、テラーを含めた全職員がポスティング（チラシの配布）やDMの送付等で告知を行っている。また、オートコールセンターでは入会案内と相談案内を実施しているが、最近では口コミでの広がりもみせており、相談者は増加傾向にある。

営業スタンスと業務のやりがい

けんみん信組は自らを「KFP けんみん」と名乗っている。KFPとは「健康生活資金繰りファイナンシャルプラン」の略であり、同信組が行う営業スタンスを表している。同信組は、「心、体、個人財務」が「健康」な状態であってはじめて満足な生活を送ることができると考え、地域住民の「人生80年の生活資金繰りを預かる」とのスタンスのもと、生活者金融を重視している。

ここでいう「個人財務の健康」とは、家計収支のバランスを整えることであるが、家計収支のバランスを回復することは、「家庭に笑顔を取り戻すこと」に通じる。多重債務問題を抱える家族は、家庭内にトラブルを抱えることも少なくなき、笑顔が消える傾向にある。ある担当者は「笑顔を取り戻した相談者を見ることが仕事冥利に尽きる」と業務のやりがいを語ってくれた。

このように多重債務問題の解決は、負債整理融資という本業としての側面と、社会問題の解決というCSRとしての側面があり、「本業に組み込まれたCSR」として注目される。

おわりに

近年、多重債務問題が深刻化していることを踏まえ、政府は06年12月、内閣府に多重債務者対策本部を設置することを閣議決定し、07年4月に同本部は「多重債務問題改善プログラム」を公表した。同プログラムでは、多重債務問題の解決に金融機関の役割を期待しているが、金融機関がどのように対応していくのかということについては、明確には示されていない。

とりわけ、金融機関の多重債務問題への

対応としては、借換ローンなどで対応することも考えられるが、多重債務問題を根本的に解決するためには、きめ細かなカウンセリングの実施が不可欠である。本稿で検討したけんみん信組の事例においても、多重債務問題の相談プロセスや延滞管理などのリスク管理を含めた経営のノウハウの確立といった組織体制の構築と、専門知識に加えて、相談者への配慮や気遣いのできる職員の育成が重要であることは見て来た通りである。

貸金業法改正により、09年未までに出資法の上限金利が利息制限法の金利水準にまで引き下げられる予定である。これを受けて、消費者金融各社等は融資審査を厳格化し、優良顧客の囲い込みと新たな顧客セグメントの集客を試みている。このなかで注目されるのが、消費者金融会社に融資を断られた人々の動向であり、自己破産を選択する人々が急増する可能性も否定できない。

金融機関がこれらの問題に対処することを期待されているのであれば今後、どのように組織態勢を整備していくか、も重要な課題となるであろう。

(参考資料)

- ・長崎県民信用組合資料。
- ・中村堅太郎『長崎けんみん信組の新航路』ダイヤモンド社、98年。
- ・高津成志『異常が正常』ピーケーシー、99年。
- ・日本司法書士連合会ホームページ。

リートの投資動向と投資環境の先行き

渡部 喜智

4 年余りで東証リート指数は 2.6 倍に

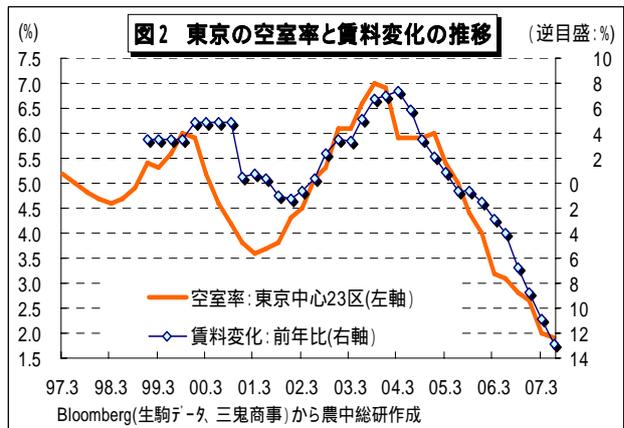
リート(REIT: Real Estate Investment Trust) は不動産投資信託の略称であり、日本版不動産投資信託の通称として J-REIT^(注) という言い方がされる。通常は公募・上場のものを指す。2000年9月の改正投資信託法の施行を受けてリートが設立され、01年9月以降、東京証券取引所などに上場されている。なお、不動産証券化協会の調査では06年12月時点で、上場公募不動産投信のほかに、私募不動産投信が596投信あり、運用資産額は8.25兆円となっている。
(注)リートには「投資法人」型と「投資信託」があるが、現在のJ-REITはすべて「投資法人」型。不動産投資のために設立された投資法人(一種の会社)が株式に相当する「投資口」を発行し広く投資家から資金を集めるとともに借入も行いビルなど不動産物件を購入し、そこから得られる賃料収入と不動産の売買益などの収益を投資家に出资比例に応じて配分する仕組み。

東京証券取引所に上場されているJ-REIT(現在:40投資法人)の価格インデックスである「東証リート指数」は、03年3月末(=1000)から、高値を付けた07年5月末(=2612.98)までの間に1.6倍になった。配当を含めて考え

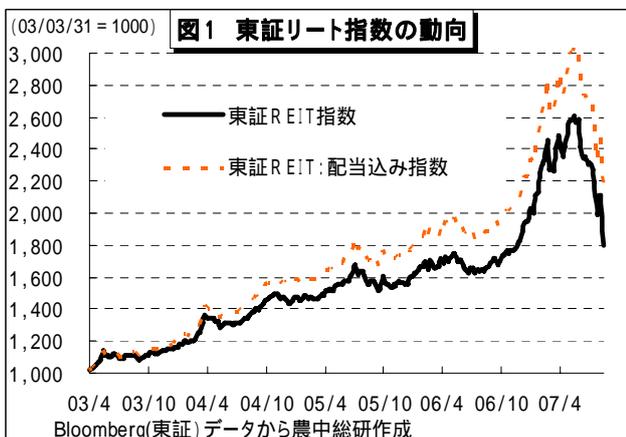
ると、2.0倍になったことになる。

このような東証リート指数の上昇の背景には、緩やかながらも戦後最長を続ける景気拡大のもとで、大都市圏のオフィスなど不動産需要の増加に伴い、地価の上昇と賃料増加が生じたことがあげられよう。

07年1月の商業地公示地価で見ると、三大都市圏では2年連続の上昇となり、前年に比べ東京圏は平均9.4%、大阪圏は平均8.3%、名古屋圏は平均7.8%上昇したが、各圏で局所的には中心部などで4割を超える地価上昇地点も多くあった。

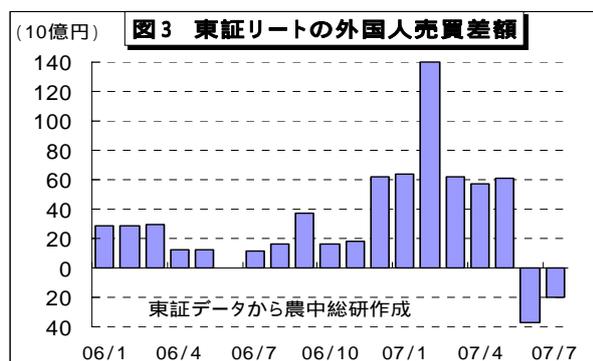


また、生駒データサービス(07年6月調査)によれば、空室率は東京の中心5区で1.7%になるなど23区全体で1.9%に低下している。入退居のズレを考慮すると実質的に大型ビルの空きがない需給逼迫の状態である。東京以外でも、新築ビルラッシュの続く名古屋で6.2%、経済回復が遅れていた大阪でも5.8%と低下してきた(図2)。このため、賃料交渉は貸し手優位に変わった。東京の平均賃料(既存・新築合計)の上昇率は前年比1割を超える大幅上昇となり、大阪でも新築ビルの賃料が大幅上昇している。



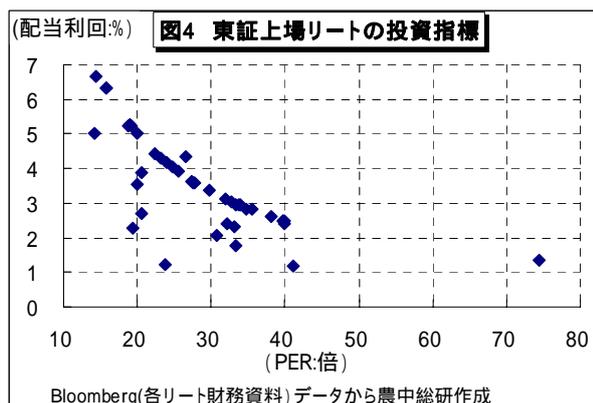
高値から一時3割以上下落の背景

しかし、直近で戻してはいるが、金融市場の混乱の影響もあり、東証リート指数は前述の5月末の高値から一時3割以上下落した。需給面を見ると、世界的な高リスク投資からの逃避の動きを受け、これまで主要な買い手であった外国人が07年6~7月、2ヵ月連続で売り越しに転じた。これが需給悪化要因となり下落につながっている面があると思われる(図3)。



また、かつて5%あったJ-REITの配当利回りは今や3.34%に低下している。この安定的収益性という面からの投資の魅力の低下は否めない。急低下した国債などの債券利回りに比べれば、その配当利回りは高いが、様々な収益変動(減少)リスクを調整して考えると一概に国債利回りと比較するのは難しい。一方、現在の平均PERの32.6倍は、米国のリート(S&Pリート指数)のPER(32.4倍)に比べても決して割安とは言えない。

一口にJ-REITと言っても個別リートの間には一般の株式銘柄と同じように相当な違いがある。まず、投資物件の収益化の時期に到



達していないなどの理由もあるが、表面的なPERや配当利回りには相当な差がある(図4)。また、オフィスビル中心か、それ以外の住宅や商業施設、ホテルなどが、という投資対象、東京など首都圏中心か、それ以外の地域が多いか、という投資地域、投資法人の大口株主などの設立母体と運用会社の実績など、投資判断に当たって見るべきポイントは少なくない。

経済金融情勢を踏まえ不動産投資環境を考え、個別リートの内容吟味も必要

足元における賃料の値上げ環境は良好だが、中期的に賃料上昇だけでリート投資法人の大幅な収益増大を見込むのには限界がある。従って、リート価格の上昇は地価の継続的上昇頼みとなる面が大きくなるが、地価上昇が続く保障はない。

中期的に大都市の不動産物件への需要が強い半面、先行き2~3年の供給は減少(東京では過去の6割程度)することからタイトな需給関係が続くという予想がある。よって不動産価格の調整リスクは小さいという見方もある。しかし、07年の「公示地価概要」では前述のような大都市圏中心部の地価上昇について「通常の利便性・収益性等では、その合理性を必ずしも説明できない」と指摘している。また、「サブプライム問題」に伴う金融市場の動揺から8月の利上げは見送られたが、日銀が景気持続のなかで「金利正常化」を進めるならば、リート投資が影響を受けるのは必定である。

リート投資においては影響を受ける「景気」=賃料と不動産需要の変化と、「金利」=リート投資のコストや他の金融商品との比較優位性の動向に加え、さらに個別リートの内容も把握して投資することが大切であると考えられる。

(07.08.23 現在)

07年地価の状況

田口 さつき

地価の現状

8月1日に相続税や贈与税の算定基準となる路線価の07年分が国税庁から発表された。これによると、全国の主要な道路に接した標準的な宅地（標準宅地）の平均価格は、前年比+8.6%となった。14年ぶりに前年比プラスに転じた06年分（同+0.9%）に続き上昇し、かつ上昇率が拡大している。

この路線価は、毎年1月1日を評価時点として、地価公示価格、売買実例価額、不動産鑑定士等による鑑定評価額、精通者意見価格等を基として算定した価格の80%により評価している。

この算定基準のひとつである07年の地価公示（住宅地）は、全国平均で前年比+0.1%と16年ぶりの上昇となった^(注)。国土交通省による地価公示の概括は、今回の上昇は「地点数の多い三大都市圏及び地方

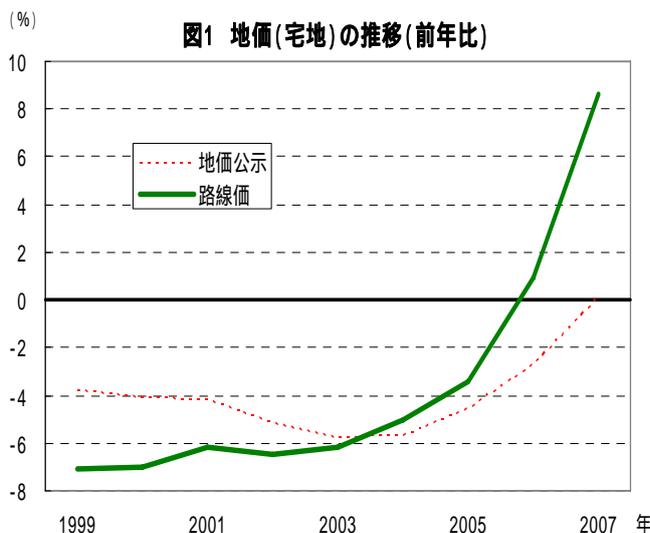
ブロック中心都市の上昇が押し上げたもの」であり、「高級住宅地、ブランド力の高い地域や鉄道新線沿線の地域等利便性・収益性の高い限られた一部地域における高い上昇が地域全体の平均を押し上げたもの」としている。

路線価においても、同様に3大都市圏は東京都の前年比+17.0%をはじめとしてほぼ全地域で前年比プラスである一方、地方圏は同+0.0%となり、依然として前年比マイナスの県も多く見られる。とはいえ、その地方圏の地価も下げ止まりの兆しがある。

（注）公示地価と路線価の伸び率の違いは、「公示地価が調査地点の前年との変動率」を単純平均する一方、路線価は「調査地点の地価額の平均値」の変動率であるためと考えられる。

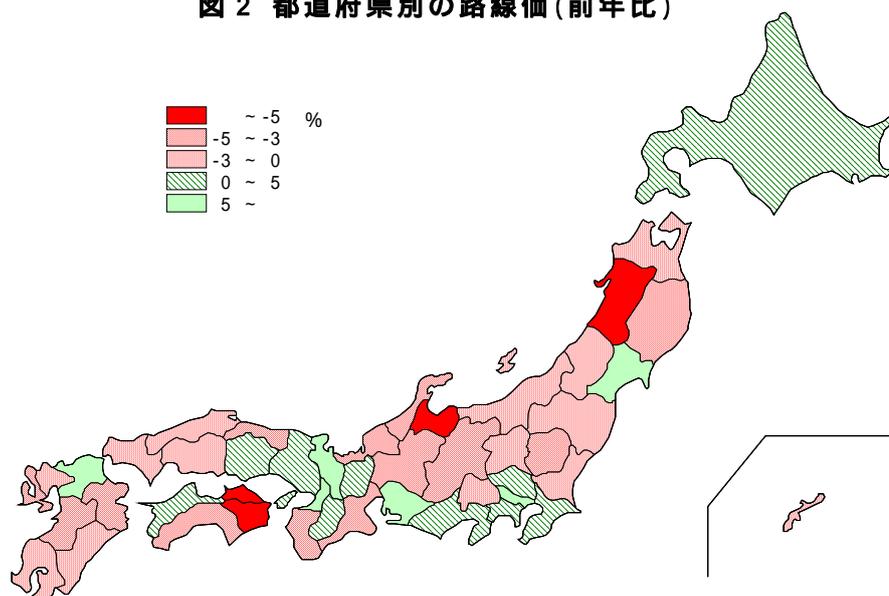
都道府県別の路線価

47都道府県中、前年比プラスとなったのは06年においては、東京都、千葉県、愛知県、京都府、大阪府の5都府県のみであったが、07年はこれらに、北海道、宮城県、埼玉県、神奈川県、滋賀県、兵庫県、福岡県の7都県が加わった。また、静岡県、奈良県、岡山県、愛媛県が前年比横ばいとなった。これらの多くは、図2にみられるように、3大都市圏や政令指定都市の所在県である。



国土交通省「地価公示」、国税庁「路線価」より農林中金総合研究所作成

図2 都道府県別の路線価(前年比)



国税庁「路線価」(07年)より農林中金総合研究所作成

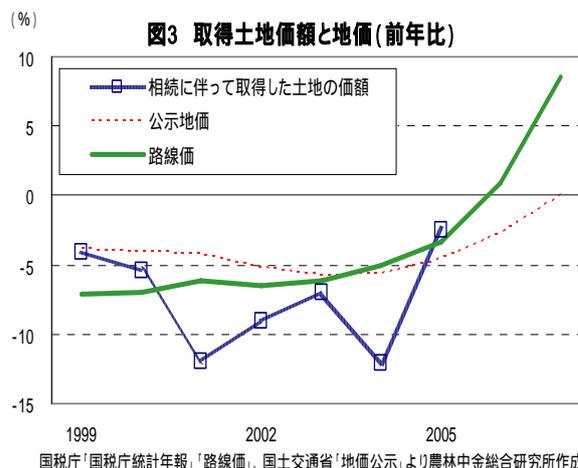
これに対し、前年比マイナスであるのは、31県(06年は42道県)しかし、そのうち、26県でマイナス幅が縮小している。逆に、マイナス幅が拡大したのは、1県(大分県)である。しかし、06年には9県あったことから考えると状況は改善している。しかもマイナス幅の拡大は、0.2%ptと、小幅にとどまっている。

続や贈与時における税の負担は、増すことはあれども、軽くはならないだろう。

路線価上昇の影響

図3は、相続に伴って取得した宅地などの価額の動向を見たものである。年ごとになくなった人々の数(被相続人数)や相続する物件の違いはあるが、概して地価の動きに沿っている。そのため地価の上昇は、相続・贈与に伴う財産価額の上昇を通じ、税の負担増を意味する。

長期的には人口減少が地価の下落要因として作用する可能性が高く、3大都市圏を中心とする地価の上昇が続くかは不透明である。しかし、少なくともバブル崩壊後の後遺症としての不良債権処理は一段落したとみられる。そのため、当面は、土地の相



国税庁「国税庁統計年報」路線価、国土交通省「地価公示」より農林中金総合研究所作成