

賞味期限

代表取締役社長 大多和 巖

昨年秋の土曜日、ひょんなことから著名な国際的オペラ歌手、岡村喬生氏おかむらたか おの「世界を巡る歌の旅」というリサイタルを聞いた。氏のホームページを見ると氏は音楽学校の出身ではなく新聞記者を目指して早稲田の政経に入学するが、かの有名なグリークラブに誘われたのをきっかけに歌の道を邁進し、28歳でイタリアに留学し国際コンクールで優勝、以後数々の世界の檜舞台を踏んで日本を代表するオペラ歌手になったとある。我々も若い頃、あの「重厚なるバス」に大いに憧れたものであるが、未だ現役で活躍しておられるとは不覚にも失念していた。

なかなか楽しいリサイタルで、題名のとおり日本の歌曲から始まってロシアに行き「ステンカラージン」、ヨーロッパはお得意のシューベルトの「魔王」「菩提樹」、「オーソレミーオ」ほかでイタリア、南米ではアルゼンチン・タンゴの「カミニート」を歌い、北に行って南部のニグロ・スピリチュアル「オールドブラックジョー」、最後に日本に舞い戻って「さとうきび畑」「ソーラン節」ほかというものであった。

トークがまた楽しい。氏は昭和6年生まれで今年77歳、この歳でマイクなしで歌っているオペラ歌手はまずいないと言っておられるが、500人入る小ホールとはいえその低音は朗々と響き渡る。曲と曲の間、間奏の間はステージ上のグランドピアノにもたれかかり、前半、後半に各1曲あった伴奏の松川儒氏のソロの間はピアノ脇に椅子を置いてまるでぐったりと目を瞑っておられるが、一旦歌が始まると背筋がビシッと伸びる。今日の日本の繁栄のもとには沖縄のあの犠牲があったんだ、と言って12～3分はある「さとうきび畑」を熱唱、用意されたアンコール曲も含めて3時間の大舞台であった。今春もシューベルトの歌曲集「ヴィンターライゼ（冬の旅）」全24曲の公演が決まっているとのことで、意気軒昂である。

我が身を振り返って、76歳を迎える頃、どんな生き方をしているだろう？そもそも元気でいるのだろうか？氏の活躍を見るにつけその実力とパワー、情熱に深甚なる敬意を表するとともに、軽い羨望の念すら覚える。

トークの冒頭「今年もいろんなことがありました。食品の偽装、賞味期限の改ざん等々、良くありませんねえ・・・私もだんだん賞味期限が少なくなってきましたが、良い歌、良い音楽には賞味期限がないんですよ・・・」と淡々と語られたのが印象的であった。2008年も多難の様相である。サブプライムローンに端を発した米国を中心とする金融システム不安の解消にはしばらく時間がかかりそうであるし、それに伴う景気減速も懸念される。我が国では人口減少社会の到来を控えて社会・経済システムの見直し、方向付けが急務である。我が国の強み、良き伝統、優れた文化等々、これらの賞味期限が切れないよう、また切らさないよう官民上げての努力が求められるし、我々JAグループも、またJAバンクシステムも、その鮮度を常に高めながら賞味期限など物ともしない確たる存在であり続けたい。新春の想いである。

情勢判断

国内経済金融

世界経済の成長減速により、08 年の国内経済は厳しい情勢

～ 次回利上げ時期は早くとも 08 年 7～9 月期以降～

南 武志

要旨

日銀短観 12 月調査では、企業経営者の景況感の悪化が見られた。米サブプライム問題の広がりにより、米国経済は少なくとも 08 年前半は景気減速の状態が続くと見られるが、その影響を受けて世界経済全体も成長鈍化が見られ、日本の輸出は停滞気味に推移するものと思われる。また、「企業から家計への波及」が進んでおらず、民間消費の本格的な回復が期待できない 08 年の日本経済は厳しい情勢となることが予想される。

内外の金融市場は、米サブプライム問題への対策が発表されたことで、一時期強まっていた「質への逃避」的な動きはやや解消したが、サブプライム問題の収束までにはまだ時間がかかる見込みである。こうした内外の経済・金融情勢を踏まえれば、日銀の追加利上げ時期は 08 年 7～9 月期まで後ずれするものと予想する。また、長期金利も 08 年を通じて 2%未満の状態推移が見込まれる。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年 / 月 項 目	2007年 12月 (予想)	2008年			
		3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)	0.504	0.50	0.50	0.75	0.75
TIBORユーロ円 (3M) (%)	0.864	0.80～0.95	0.85～1.00	0.95～1.20	0.95～1.20
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 (%)	1.485	1.45～1.75	1.55～1.85	1.65～1.95	1.70～2.00
為替レート	対ドル (円/ドル)	113.3	103～113	100～110	100～110
	対ユーロ (円/ユーロ)	163.0	155～165	150～160	150～160
日経平均株価 (円)	15,030	15,750±1,000	16,250±1,000	16,750±1,000	17,250±1,000

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

(注) 無担保コールレート翌日物は誘導水準。実績は2007年12月19日時点。

国内景気・現状・展望

米サブプライム問題の広がりによる世界経済の先行き懸念の高まりに加え、国内でも改正建築基準法施行後の混乱によって建築着工の激減が続くなど、日本経済の先行きへの不安要素が徐々に多くなっている。

こうしたなか、12 月 14 日には日銀短観 12 月調査が発表された。かねてから、賃金を通じた「企業から家計への波及」が進んでいないことや食料品・エネルギーなど生活必需品価格の値上がりなどを背景に消費

者マインドの悪化が見られていたが、冒頭に触れたような企業環境の不安材料が企業経営者の景況感を冷やし始めていることが確認できた。

企業収益についても、前回 9 月調査までは年度下期は増益見通しであったが、今回 12 月調査では減益見通しへと下方修正されている。さらに、輸出製造業にとって重要な想定為替レート（07 年度下期：1 ドル＝113.79 円）も、足許の水準よりもやや円安気味の設定であるなど、今後の為替相場次

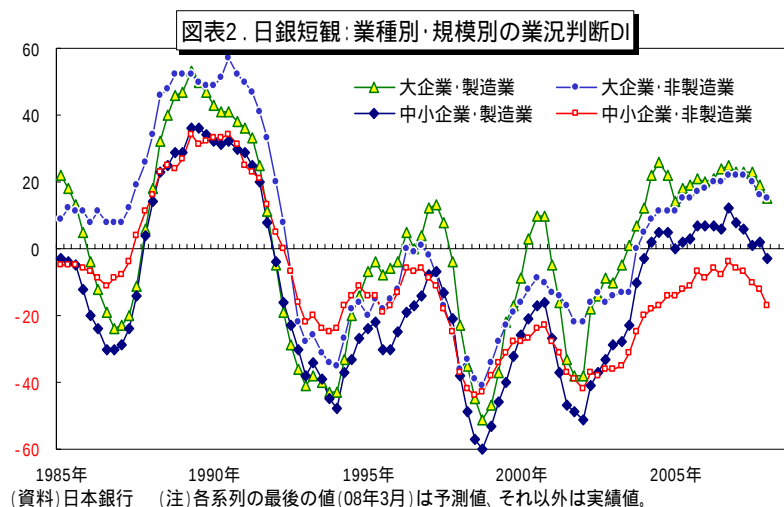
第では業績や設備投資計画の下方修正の可能性も否定できない内容である。今回は大企業ほど景況感の悪化が見られなかった中小企業も、次回以降は悪化が波及していく可能性にも留意が必要だろう。

最近では、エコノミストの間で、米国と日本を含むその他の国々の経済

動向はデカップリング（分断）しているのか、それともリカップリング（連結）しているのかを巡って意見の相違が見られるが、当総研では単純なデカップリングの考え方ではなく、後者に近い立場をとっている。つまり、08 年前半まで続くと想定される米国経済の減速は、日本を含めたその他地域の成長鈍化を招き、それまで日本経済を牽引してきた輸出はやや停滞気味に推移する可能性が高いと予想する。一方で、国内経済は「生産・所得・支出の循環メカニズム」が目詰まりを起こしていることもあり、08 年度上期を中心に景気回復感が伴わない展開が続くだろう。

当総研では、2006 年度 GDP 確報や 07 年 7～9 月期 GDP 第 2 次続報の発表を受けて、11 月 16 日に発表した日本経済見通しの再改訂を行った。基本的に足許の水準調整など微修正にとどめたが、従来の見通しから 07 年度の実質成長率を前年度比+1.2%、08 年度を+1.7%と、いずれも下方修正した（後掲「2007～08 年度経済見通し（2 次 QE 後の改訂）」をご参照のこと）。

一方、物価面では、10 月の消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合、以下コア CPI）



が 10 ヶ月ぶりに前年比プラスに転じるなど、食料品・エネルギーなどの値上げの影響が出始めている。低調さが続く民間消費動向を考慮すれば、マクロ的な需給環境の大幅な改善は当面は見込めず、インフレ率が加速的に高まる姿を見通すことは依然困難な状況ではあるが、ガソリン・灯油などエネルギー価格上昇を主因に、08 年前半にかけてやや高めのインフレ率が続くことが予想される。

金融政策の動向・見通し

米サブプライム問題を発端とする世界的な信用収縮懸念は一向に収束する兆しを見せないばかりか、事態は徐々にではあるが悪化方向に進行しているかに見える。

米連邦準備制度理事会(FRB)は 9 月以降、利下げに転じ、これまで累計 1.00%の政策金利引き下げを決定している。イングランド銀行(BOE)も利下げを行っているほか、インフレ警戒姿勢を崩さずにいた欧州中央銀行(ECB)も利上げ判断を見送っている。

こうした状況下、「金融政策の正常化」を旗印に、追加利上げ時期を模索する動きを続けてきた日本銀行も、徐々にそれまでの

米国など世界経済に対する楽観的な姿勢を修正する動きを見せ始めている。

12月11日にはFRBが第3次利下げを決定したほか、その翌12日には決算期をまたぐ年末超えのターム物金利に上昇圧力がかかり続けるなど、流動性不安が高い状況が続く欧米短期金融市場に対して、FRB・ECB・BOE・カナダ・スイスの5つの中央銀行が400億ドル（日本円で約4.4兆円）の緊急的な協調資金供給の実施を行うことを発表した。こうした金融情勢を考慮すれば、ベース部分での物価下落圧力が残る日本が単独で利上げできる状況でないことは明白である。少なくとも米国経済の調整に一定の目処が立つまでは利上げ判断は見送られる公算が強いだろう。これまでどおり、次の利上げは早くても「08年7～9月期」との見方を変更する必要はないだろう。

市場動向：現状・見通し・注目点

債券市場

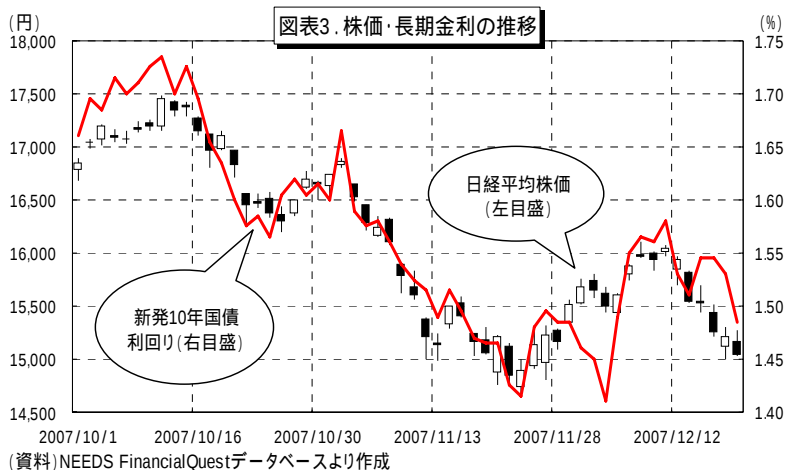
11月中旬から12月上旬にかけて、長期金利（新発10年国債利回り）は概ね1.5%割れの水準が続くなど、米サブプライム問題の広がりに伴い、金融市場で「質への逃避」的な行動が強まった。その後、欧米の政府・中央銀行が、ローン借入者の救済策、利下げ、短期金融市場への強調資金供給など、サブプライム問題対策を相次いで発表したことを受けて、信用収縮や景気悪化への懸念がやや解消する方向に向かった。一方で、日銀による追加利上げ観測が同時に

後退したこともあり、長期金利の上昇幅は限定的で、せいぜい1.5%台に押し戻されるに留まった。

なお、既に日銀は2度にわたって計0.5%の利上げを実施しており、米サブプライム問題の収束後には再び利上げが意識され始めるとの見方が根強いなか、長期金利が量的緩和政策解除前の1.5%前後で定着するには、先行き日本経済が失速し、利下げ観測が強まっていく必要があるだろう。しかし、前述したとおり、日本経済シナリオとしてはそこまでの景気悪化を想定しているわけではない。いずれ、過度の景気悲観論が後退する過程で、長期金利は上昇するものと予想するが、米サブプライム問題の根は深く、解決までには相当時間がかかると思われることから、今しばらくは変動を伴いながらも総じて低金利状態が継続するだろう。

株式市場

11月下旬にかけて、米サブプライム問題に伴う海外金融機関の損失懸念の再燃や、円高の進行、建設・建築関連指標の悪化傾向などにより、日経平均株価は年初来安値となる15,000円割れとなるなど、冴えない



展開が続いた。その後、欧米各国の政府・中央銀行による対策発表を受けて、12月7日には16,000円台を回復したが、その後は再び下落に転じるなど、全般的に軟調な展開が続いている。

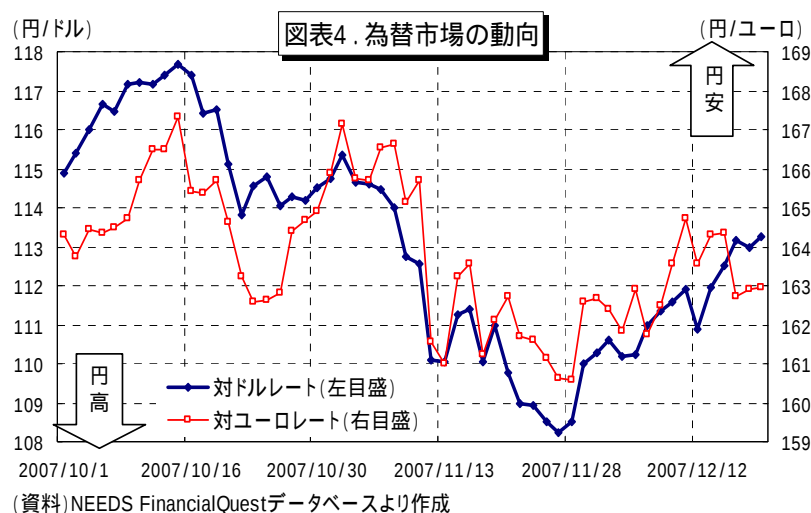
景気に対して先行性があるとされる株価は、08年前半の国内景気を先読

みしたともいえず、景気後退とまではならず、なんとか持ちこたえとの見通しに立てば、割安感が出てきた日本株に対して再評価される場面もあるだろう。もちろん、08年に入っても、米サブプライム住宅ローンの延滞率上昇のニュースなどが再び注目を集める可能性が高く、株価は年明け後に再び下落する可能性も否定できない。今しばらくは現状水準でもみ合う展開が続くだろう。

外国為替市場

外国為替市場は、11月下旬にかけて米サブプライム問題の深刻さへの認識が強まったことを受けて、05年6月以来の水準となる1ドル=108円台まで円高が進行する場面もあったが、その後は様々な対策の発表を受けて、徐々に円安方向に戻る展開となった。特に、米物価指標が発表された後は、インフレ懸念が高まり、市場が想定していたほど米FRBは利下げしないのではないかと、思惑が高まり、それまで独歩安状態だった米ドルが切り返す展開となっている。

なお、先行きについては、これまで同様、為替レート変動の主要因であった「金利格



差」要因を基に考えるのが引き続き有効であると思われる。以下、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を絡めながら、為替レート見通しを述べたい。

まず、米国では、前述の通り、原油高などに伴うインフレ懸念は残っているものの、金融システム不安や景気減速に対する警戒感もかなり根強く、仮に景気減速が現実化すれば、インフレ圧力は解消する可能性もある。それゆえ、FRBは景気対策を優先するものと見ている。日本では、昨今の金融情勢から、市場の日銀による追加利上げの予想時期は大幅に後ずれしており、少なくとも08年前半は現状水準のまま推移すると思われる。ECBもインフレ警戒姿勢を続けつつも、信用収縮や景気減速への懸念も強いことから、当分の間、利上げは困難と受け止められている。

以上を考慮すれば、対米ドル・レートは日米金利差が縮小する可能性を織り込みながら、基本的に円高気味に推移するものと予想する。一方、対ユーロでは、しばらくは現状の1ユーロ=160円台前半を中心とした展開が続くと思われる。

(2007.12.20 現在)

2007～08 年度経済見通し（2 次 QE 後の改訂）

～実質成長率は 07 年度：+1.2%、08 年度：+1.7%へ下方修正～

経済金融 I 班

12 月 7 日に、2007 年 7～9 月期 GDP 第二次速報（2 次 QE）が発表された。これを受けて、当総研では「2007～08 年度改訂経済見通し」の見直し作業を行った。

11 月に発表された 1 次 QE の内容を改めてレビューすると、改正建築基準法の施行に伴う建築着工の激減を受けて、民間住宅投資が大幅に減少したものの、好調な輸出により外需寄与度が高まったほか、民間企業設備投資が 3 四半期ぶりにプラスに転じたことなどを受けて、経済成長率は前期比 +0.6%（同年率+2.6%）と、マイナスだった 4～6 月期から大きく加速する形となった。一方、雇用者報酬や民間消費が低調であるなど、「生産→所得→支出の循環メカニズム」がうまく機能しない状況が続いていることも改めて確認させる内容であった。

今回の 2 次 QE は、毎年恒例の年次改定（05 年度確々報、06 年度確報）を受けてのものであり、単純に 1 次 QE との比較はできないが、主要な変更点である民間企業設備投資については、法人企業統計季報（資本金 1 千万円以上）の結果は上方修正要因であったが、個人企業などの設備投資が投資環境の悪化を受けて減少したこともあり、全体として下方修正されている。この他、前期比成長率に対してプラス寄与であった民間在庫投資も、マイナス寄与へ下方修正された。輸入の下方修正により、外需（輸出－輸入）の寄与度は小幅高まったものの、経

済成長率としては前期比+0.4%（同年率+1.5%）へと下方修正された。また、GDP デフレーターも前年比▲0.4%と、1 次 QE から小幅下方修正されている。一方、デフレ脱却の判断材料として注目の単位労働コスト（雇用者報酬／実質 GDP）は雇用者報酬が上方修正されたこともあって同▲1.8%（1 次 QE では同▲1.9%）へと小幅ながらも上方修正されたが、大きめのマイナスが残るなど、デフレ脱却までにはまだ時間がかかることを示していると思われる。

以上のような内容となった 2 次 QE を受けての景気・物価情勢を展望してみよう。賃金などを通じた「企業から家計への波及」は依然として遅れが目立つ中、日本経済は経済成長の大部分を輸出に依存した状態を続けており、今後の景気展開にとっても世界経済動向が鍵を握っている状況に変わりはない。サブプライム問題の震源である米国経済は、今後、経済成長の減速が顕在化し、08 年前半までは調整局面が続く可能性が高い。米政府は、サブプライム問題への対応策を漸次公表し、これらの問題が米個人消費などへ悪影響が及ぶことを回避させようとしているが、すでに合計 1.00% の利下げを行った金融政策も、08 年にかけても追加利下げを行っていくことになるだろう。こうした米国経済の減速を受けて、世界経済も全体として成長鈍化は免れることはできないものと予想する。

なお、米国経済は08年後半から、徐々に立ち直り始めるものと予想するが、中国では北京五輪の準備に向けた固定資産投資がとりあえず一巡することもあり、一時的かつ小規模ながらも成長鈍化が予想される。このように、日本の輸出環境はあまり改善が見込めないだろう。

一方、国内に目を転じると、民間住宅投資の動向が当面の注目材料である。10月の新設住宅着工には下げ止まり感も見られるが、10～12月期のGDPには大きな下押し要因として働く可能性は否定できない。08年に入れば、徐々に回復していくことが予想されるが、これに伴う中小建設業者の倒産、住宅関連の消費財の先送りなど、悪影響は決して小さくはない。また、こうした建築確認業務の混乱の影響は、民間企業設備投資にもマイナスの影響が及んでいる。民間消費についても、実質雇用者報酬の前年比増加率が+1%未満の状態が続くなど、景気牽引役として期待できない。

以上を踏まえて、当総研が11月に公表した「2007～08年度改訂経済見通し」を以下のように下方修正することとする。07年度の経済成長率は実質：+1.2%、名目：+0.8%（前回の実質：+1.4%、名目：+1.1%）へ、GDPデフレーターは▲0.4%（前回と同▲0.3%）とする。

また、08年度についても、実質成長率は+1.7%、名目成長率は+1.7%（前回の実質：+1.8%、名目+2.0%）へ、GDP

デフレーターは▲0.0%（前回と同+0.2%）へ、いずれも下方修正する。

なお、前述した住宅着工の激減の影響により、07年度の実質成長率は▲0.6%pt押下げられる一方で、08年度には逆に+0.3%ptの押上げ効果の発生が見込まれることにも注意する必要がある。これを考慮した「民間住宅投資を除いた実質GDP」ベースでの経済成長率は、07年度の前年度比+1.8%から、08年度には同+1.4%へ減速することになる。つまり、実質的に見れば、08年度に景気が再加速するわけではない。あくまで改正建築基準法による混乱によって表面的にそのような動きになることを留意すべきであり、基本的には景気回復感が伴わない展開が続くと思われる。

最後に、金融政策についてであるが、これまで通り、追加利上げ時期については「08年7～9月期」との見方を踏襲する。

2007～08年度 日本経済見通し総括表(前年比)

	単位	2006年度 (実績)	2007年度 (予測)	2008年度 (予測)
名目GDP	%	1.6	0.8	1.7
実質GDP	%	2.3	1.2	1.7
(民間住宅投資を除く)	%		(1.8)	(1.4)
民間需要	%	2.6	0.5	1.6
民間最終消費支出	%	1.7	1.7	1.0
民間住宅	%	0.2	▲17.0	12.1
民間企業設備	%	5.6	0.1	2.7
公的需要	%	▲1.8	▲0.1	0.3
政府最終消費支出	%	0.1	0.7	1.0
公的固定資本形成	%	▲9.2	▲3.7	▲3.2
輸出	%	8.2	7.7	5.9
輸入	%	3.0	1.3	3.2
内需寄与度	%	1.5	0.2	1.2
民間需要寄与度	%	1.9	0.2	1.2
公的需要寄与度	%	▲0.4	▲0.0	0.1
外需寄与度	%	0.8	1.0	0.6
GDPデフレーター	%	▲0.8	▲0.4	▲0.0
鉱工業生産	%	4.7	2.9	2.7
国内企業物価	%	2.0	2.1	2.1
全国消費者物価	%	0.1	0.1	0.5
完全失業率	%	4.1	3.9	3.8
住宅着工戸数	千戸	1,285	946	1,166
為替レート	円/ドル	116.9	114.6	105.0
無担保コールレート(0/N)	%	0.22	0.50	0.75
長期金利(10年国債利回り)	%	1.76	1.66	1.85
通関輸入原油価格	ドル/バレル	63.6	75.0	75.0

(注)実績値は内閣府「国民所得速報」など。

全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。無担保コールレートの予測値は期末水準。

インフレ懸念あるが不況回避のため F R B の利下げ継続必要

要 旨

渡部 喜智

ブッシュ大統領はサブプライム借入者の救済策を発表したが、実効性は不透明である。市場においては利下げ継続期待が依然強いが、インフレ指標の上ぶれは利下げ期待をやや動揺させている。利下げ見送りシナリオが強まれば、インフレと不況の並存リスクが高まったという認識から、再び株安・ドル安に動く懸念がある。一方、成長減速を示す経済指標が今後増加する可能性がある。インフレ・リスクは残るが、米国経済を支えるために利下げ継続は必要と考える。

サブプライム救済策の実効性は不透明

ブッシュ大統領は12月6日、変動金利型サブプライム・ローン借入者の救済策を発表した。

サブプライム問題の現状については別稿で説明するが、これにより市場に一定の安心感を与えたことは確かである。しかし、救済策は事前にほぼ予想されていた内容であり、実効性・即効性についてもなお課題がある。政府機関の連邦住宅局保証の固定金利ローンへの借り換えや、借り換えが認められなかった借入者の5年間の金利凍結の適用を受けられる救済者の線引きが金融機関の現場で実際どのように行われるのか、などは不透明であり、住宅市場の安定化につながるか、なお安心はできない。

0.25%の利下げ幅に失望の声も

12月11日のFOMC(連邦公開市場委員会)では、政策金利であるフェデラル・ファンドレートを0.25%引き下げ、4.25%とすることが決定された。この決定について、投票メンバー10名中9名が賛成したが、ローゼングレン・ボストン連銀総裁は0.50%の引き下げを提案した。

その際の声明文では、「住宅市場の調整を受けて成長が減速」し「金融市場の緊張が増している」と現状を分析したうえで、「経済成長とインフレをめぐる先行きに不確実性が増している」との認識を示し、利下げ継続に含みを残した。

しかし、市場参加者の間では直前まで0.50%

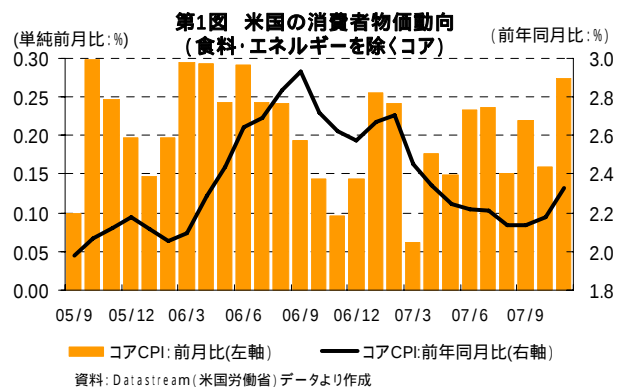
の大幅利下げ期待も大きかったことから、0.25%の利下げでは先行き景気不安および金融システムへの下支えには不十分という失望の声もあがった。このため、11日の米国の主要株価指数は大幅安となった。

インフレ指標上ぶれで利下げ期待後退

これに続いて発表された物価指数の大幅上昇はインフレ懸念を強め、追加利下げ期待を後退させるところとなった。

13日発表の11月生産者物価(全体)は前月比+3.2%、エネルギーと食料品を除く同コア指数でも前月比+0.4%といずれも予想を上回る上昇となった。

さらに、翌14日発表の11月消費者物価(以下、CPI)も予想を上回る上昇となった。CPI全体で前月比+0.8%、前年同月比では+4.3%の上昇となっただけにとどまらず、第1図の示すようにエネルギーと食料品を除く同コアCPI指数も前月比+0.3%、前年同月比



+2.3%となり、反転傾向が鮮明になった。

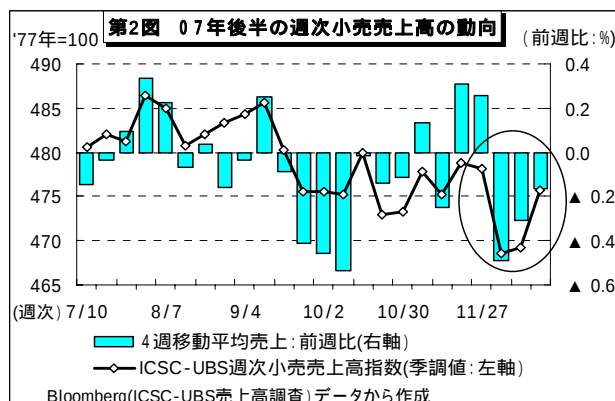
CPIの上昇要因を見ると、秋以降の石油市況の2段上げを受けた運輸・エネルギー関連の大幅上昇がその主因である。サービスのなかでも運輸関連の上昇幅は拡大しているが、それ以外のサービスについては直近までのところ上昇の加速は見られない。穀物やコーヒー・ジュースなどのソフト商品の商品市況の上昇も目立っているが、それらを使用する最終製品への影響は軽度にとどまっている。石油高騰に伴うコスト・プッシュの転嫁は如実に現れているものの、商品市況の高騰がインフレ予想を高めサービスを含む全体の値上げラッシュを引き起こすまでには至っていない。

前述のように11月のインフレ指標の大幅上昇で利下げ期待にやや動揺が生じている。利下げ継続の期待は依然強く、次回1月30日のFOMCの予想コンセンサスが0.25%の利下げであることに変わりはないが、利下げ判断の際、インフレ動向が改めて目配りすべき材料となったことは間違いない。FOMCがインフレ・リスクも重視し1月30日のFOMCで利下げを見送るというシナリオが強まるようになれば、インフレと不況の並存リスクが高まったという認識から、再び株安・ドル安に動く懸念がある。

成長減速指標が増してくる可能性

直近までのデータを見る限り、サブプライム問題の住宅市場以外の他部門への波及は概して小さい。輸出伸長など景気サポート材料もあるが、「サブプライム問題」の実体経済への悪影響は徐々に高まっていると見るべきだろう。

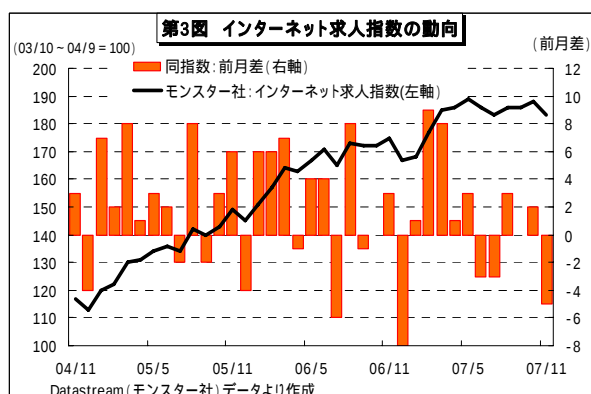
11月感謝祭明けからのクリスマス商戦の売上動向が注目されるが、第2図のICSC(国際ショッピングセンター協会)の既存店売上は減少傾向で芳しい状況ではない。また、全米小売協会の売上予想は前年比4.0%であり、過去10年の平均増加率の4.8%を下回る低めのものだが、感謝祭直後の週次売上は値引きが早々に行



われたこともあり、前年比横ばい程度だったという。暖冬傾向から12月半ばになっても婦人物中心に衣料関係の売上が不調と報道されている。オンライン・ショッピングは2割近い伸びとなっているようだが、少なくとも店舗売上は楽観できない情勢である。

また、雇用者の増勢も弱まっていると見るべきだろう。11月の非農業部門雇用者(速報)は前月比9.4万人の増加となったものの、07年前半の月平均15万人の増加ペースからの落ち込みが明らかだ。第2図のようにオンライン求人指数も11月に4ヵ月ぶりの減少となったが、その減少は地域的にも職种的にも広がりを見せている。

弱い指標は利下げ継続の支援材料にもなりうるが、年明け以降は成長減速を示す指標発表が増える可能性が大きい。原油など商品市況の高止まりによるコスト・プッシュのインフレ・リスクは残るものの、08年年明け以降も引き続き政策金利の引き下げが行われることが、米国経済を支え不況入りを回避するためには必要と考える。(07.12.20現在)



原油市況

原油市況は、ドル安回避の代替投資マネーの流入や米国の原油・ガソリン在庫が2年ぶりの低水準に減少したことに加え、中東情勢の悪化懸念などから夏場以降、上昇基調が続いた。11月21日には一時1バレル＝99.29ドル（WTI期近）の最高値をつけ、100ドルの大口に迫ったが、その後は90ドル割れまで大幅に下落した。12月に入ってから、5日のOPEC総会で追加増産が見送られたことなどから、再び90ドル台に乗せ高値圏で推移している。当面は世界景気の先行きを見定める動きとなるが、新興国の高成長による原油需要増大などを背景に原油価格の高止まりが予想される。

米国経済

米国経済は直近まで堅調な拡大を続けてきたが、住宅着工・販売が減少しているほか、雇用者数の伸びが緩やかになっており、景気や企業業績の先行き不透明感が強まっている。金融面では主要金融機関におけるサブプライム・ローン関連の損失額が拡大していること等により、信用収縮不安が再燃することとなった。すでに米政策当局はこの問題に対応するため、政策金利（FF金利）を3回連続して引き下げ4.25%としたほか、欧州中銀等と協調して大量の資金供給策を発表したものの、依然として不安感は根強い。一方でインフレ懸念の高まりが追加利上げを制約する可能性もある。米長期金利は先行き景気悪化懸念から4.1%台の低水準で推移している。

国内経済

わが国では、雇用・所得や住宅建設などで弱い動きが見られるが、鉱工業生産が持ち直し、輸出も増加基調にあるなど、緩やかな景気回復が続いている。10月の鉱工業生産（確報）は前月比+1.7%と、2ヶ月ぶりに増加。一般機械が好調なほか、電子部品・デバイス工業などの在庫調整も進展し、生産が再び回復している。また、設備投資の先行指標となる機械受注（船舶・電力を除く民需）の10月は前月比+12.7%と、3ヶ月ぶりに増加。10～12月期の受注見通しは前期比+3.1%だが、10月の大幅増により見通し達成の公算が大きい。

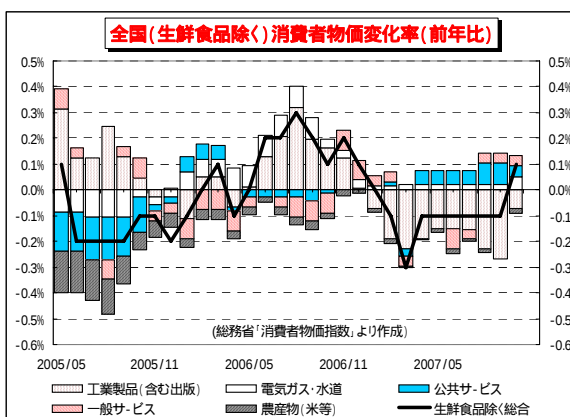
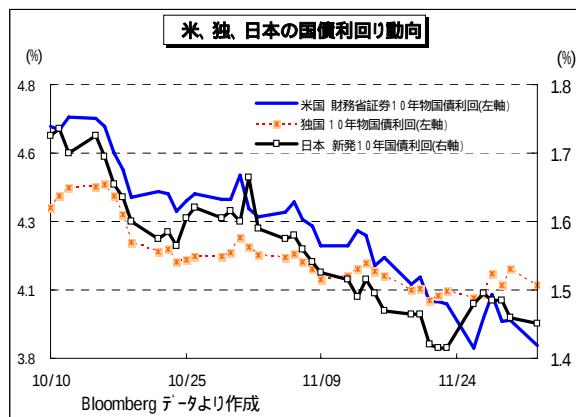
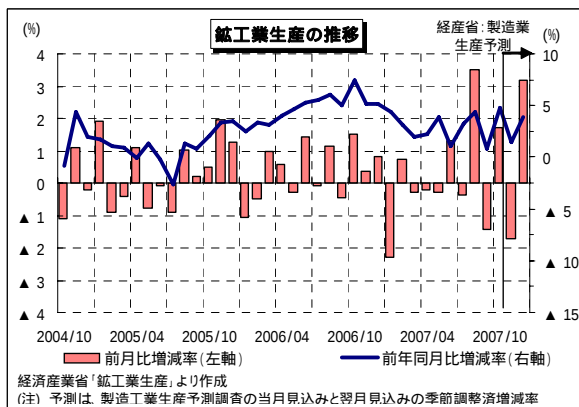
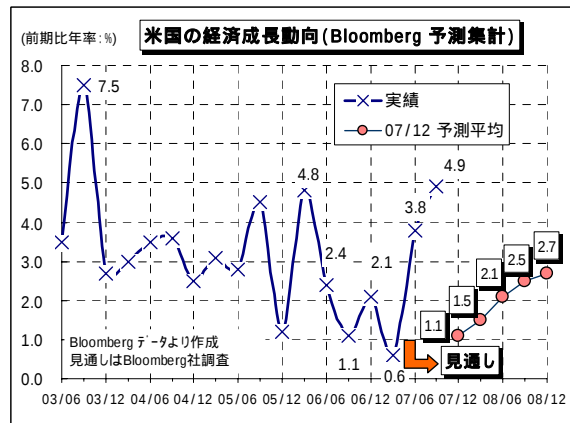
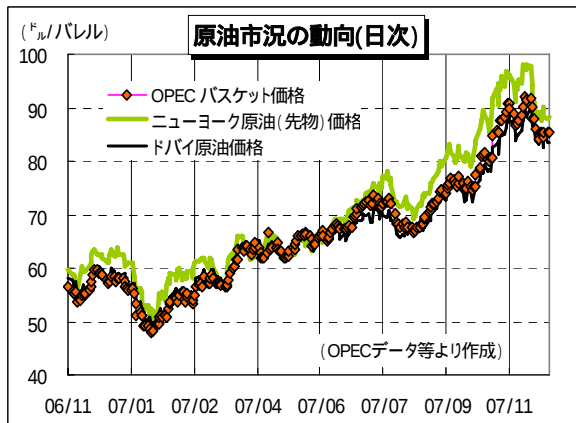
金利・株価・為替

外為市場では、11月下旬にユーロ・ドル相場でユーロ史上初となる1ユーロ＝1.48ドル台に乗せるなど、ユーロ独歩高が続いた。ドル円相場も11月21日には一時1ドル＝108.8円と2年半ぶりの高値となるなど、米国経済の先行き懸念からドル安・円高が進んだ。しかし、12月に入ってから是对ユーロ、対円ともにドルが買い戻され推移している。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、日銀の追加利上げ時期の後ズレ観測が強まるなか米国の長期金利低下などを受け1.4%台前半まで低下した後、直近では1.5%大半ばに小幅上昇して推移している。日経平均株価は、米国経済の先行き不透明感や円高進行、サブプライム問題再燃などから調整気味に推移し、11月下旬には年初来安値となる1万5,000円を割った。その後、反発したものの戻りは弱い。

政府・日銀の景況判断

政府は12月の「月例経済報告」で景気判断を「一部に弱さがみられるものの、回復している」と据え置いた。日銀は12月の景況判断を「緩やかに拡大」と16ヶ月連続で据え置いたが、サブプライム問題の米景気への影響などを警戒して、12月も利上げを見送った。（07.12.20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)

収益再構築を迫られる大手金融グループの経営

鈴木 博

要旨

6 大金融グループの 07 年度中間決算は、利鞘の拡大等による資金利益の増加はあったが、消費者信用業界の構造改革やサブプライムローン問題の影響などから、大幅減益となった。一方、これらの影響が少ない大手地銀の決算は比較的良好である。経済の成熟化で国内業務のパイの拡大には限界があり、大手金融グループが収益力を高めていくには、海外の高成長地域の活力を取り込むことが必要である。欧米金融機関に比べてサブプライムローン問題の影響は少なく、将来の収益力向上につながる海外業務の構築が期待される。

大幅減益となった大手金融グループ中間決算

6 大金融グループ（表 1 の注 1 を参照）の 07 年度中間決算では、利鞘の拡大等を背景にした資金利益の増加もあり、前年同期に比べて業務粗利益が 3 % 程度の増収となったが、経費率が上昇したため業務純益はほぼ前年並みにとどまった。これに、その他経常損益における損失拡大が加わり、経常利益は 2 割強の減益となり、さらに、特別損失の増加等もあって、中間純利益は 4 割強の大幅減益となった（以上表 1）。

表 1 6大金融グループの07年度中間決算(単位: 億円)

	07年度中間	06年度中間	差異
業務粗利益	45,292	43,800	1,492
資金利益	25,175	24,433	742
信託報酬	2,076	2,067	9
役務取引等利益	12,713	12,669	44
特定取引利益	4,503	3,048	1,455
その他業務利益	825	1,583	-758
営業経費	24,520	23,097	1,423
(業務純益)	(20,772)	(20,703)	(69)
(経費率)	(54.1)	(52.7)	(1.4)
その他経常損益	-5,743	-1,445	-4,298
経常利益	15,029	19,258	-4,229
中間純利益	9,479	17,352	-7,873
(不良債権処理費用)	(-5,158)	(1,463)	(-6,621)

資料 各社中間決算短信・同説明資料から作成

(注) 1. 6大金融グループは、三菱UFJフィナンシャル・グループ、みずほフィナンシャルグループ、三井住友フィナンシャルグループ、りそなホールディングス、住友信託銀行、中央三井トラスト・ホールディングスの6社。上表数値は上記6社連結決算の合計。

2. 業務純益 = 業務粗利益 - 営業経費

経費率 = 営業経費 / 業務粗利益で計算

大幅減益となった要因として、次の三点があげられる。第一は、貸倒引当金戻入益等が減少したことや納税関連の繰延税金資産の計上がなかったことである。過去に引当処理した業績不振貸出先のその後の経営好転により、前年同期には三菱UFJフィナンシャル・グループやみずほフィナンシャルグループを中心に多額の貸倒引当金戻入益が発生したが、今期にはこれが大幅に減少した（6 社合計で約 2,100 億円の減益要因）。また、りそなホールディングスにおいて前年同期に繰延税金資産の計上が行われたが、今期にはなかった（約 2,700 億円の減益要因）。これらは、不良債権処理が一段落したことにより、不良債権処理の決算に与える影響が少なくなってきたことを示すものである。

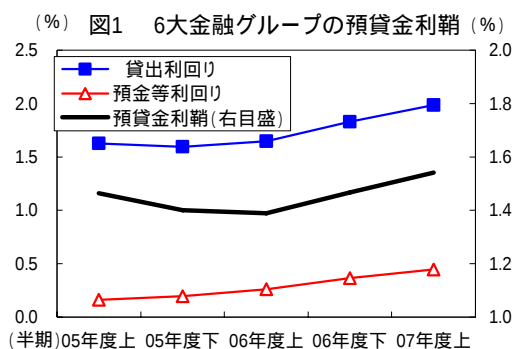
第二は、貸金業法等改正に関連した消費者信用会社の業績悪化による損失計上を迫られたことである。消費者信用業界では、過去のグレーゾーン金利貸出における過払金返還請求が増加しており、これによる連結対象子会社の収益悪化や貸出金の引当増加などがメガバンクグループを中心に減益要因となった。

第三は、サブプライムローン関連の損失

計上によるものである。サブプライムローン関連のＣＤＯ（債務担保証券）処分損や貸出金の引当金繰入等による中間期の損失計上額は、証券子会社を含む６グループ合計で１,１００億円程度になるものとみられる。

利上げにより拡大した預貸金利鞘

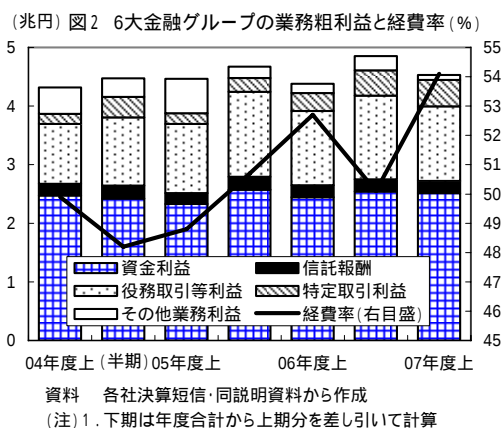
業務粗利益では、最大のウェイトを占める資金利益が前年比３％程度増加した。貸出残高はほぼ横ばい推移となったものの、利鞘が拡大したことが収益増加につながった。０６年７月にゼロ金利政策が解除され、０７年２月に追加利上げが行われたが、本中間期には、主として後者の利上げの効果が浸透し、貸出金利が上昇した。一方、預金金利は貸出金利ほどには上昇していないため、預貸金利鞘が拡大した（図１）。



一方、これまで比較的大きな伸びを続けてきた役務取引等利益は、投資銀行関連収益の減少や投資信託の販売増加ペースの一服などもあり、全体として前年比若干の増加にとどまった。特定取引利益とその他業務利益は、両者合わせて前年比１５％程度の増収となったが、長期金利環境の変化による債券関連収益の増加や、外為関連のデリバティブ収益の増加等によるものである（以上表１及び図２を参照）。

人件費やシステム関連費用増等で経費率上昇

前記のように、業務粗利益は３％程度の増収となったが、経費率の上昇（図２）により、業務純益は前年同期比ほぼ横ばいにとどまった。



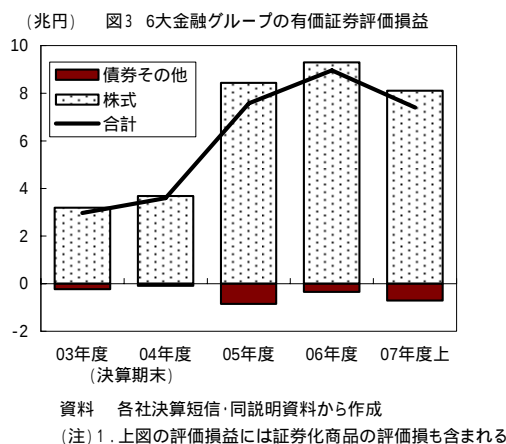
営業経費の増加は、リテール業務を中心にした人員増強による人件費の増加や、システム関連費用の増加などによるものである。これまでのところ、これらの費用の増加は業務粗利益の増加に十分に反映されているとはいえない状況にある。

中間決算の評価と通期の見通し

これまで述べたように、６大金融グループの０７年度中間純利益の大幅減益は、貸倒引当金戻入益の減少等を除けば、消費者信用業界の業績悪化とサブプライムローン関連の損失拡大に起因している。

貸金業法等改正にともなう消費者信用業界の対応については、過払金返還請求に対しては大手を中心にある程度の引当処理を行っており、今後大幅な追加損失が生じる可能性は少ないと見られるものの、同業界では、構造改革の動きがまだ１～２年は続くことが予想され、当面収益の大幅好転は期待薄である。

サブプライムローン関連については、今後さらに損失が拡大する可能性があり、下期の業績の下押し要因となろう。ただし、欧米の金融機関に比べれば損失額は少なく、既存の有価証券含み益の範囲で十分に対応可能とみられる（図3）。

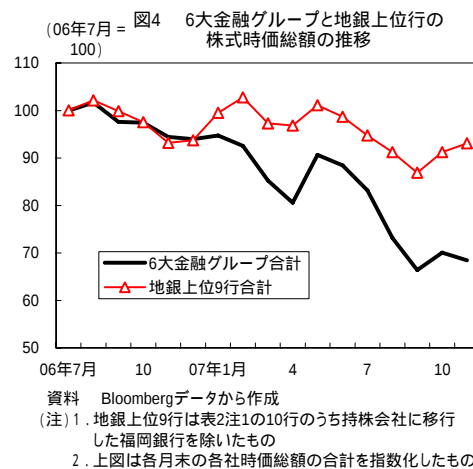


以上のような状況に加えて、下期には建築基準法改正にともなう住宅着工の遅れ等による住宅ローンの伸びの鈍化も予想される。各グループによって状況は異なるものの、下期の収益環境は必ずしも楽観できるものではなく、通期の収益見通しを下方修正するところもでている。

比較的業績良好な地銀上位行

サブプライムローン問題などを背景に、世界的に株価が下落し、日本でもメガバンクグループを中心に銀行株が下落したが、メガバンクグループと国内業務で競合関係にある大手地銀の株価は、比較的堅調に推移している（図4）。

大手地銀は、サブプライムローン問題や消費者信用分野の影響が少ないことに加えて、本業の業績が比較的良好に推移していることが背景にある。表2は、地銀大手10行（06年度末総資産残高の上位10行で表2の注1



参照、なお、これら10行で地銀全体の預金残高や貸出残高の約3分の1占める）の07年度中間決算についてみたものである。これら10行を合計した業務粗利益は5%の増収であり、業務純益で8%の増益、中間純利益で2%の増益を達成している（注1）。

表2 地銀上位10行の07年度中間決算(単位: 億円)

	07年度中間	06年度中間	差異
業務粗利益	6,633	6,302	331
資金利益	5,549	5,319	230
役務取引等利益	939	904	35
特定取引利益	67	62	5
その他業務利益	78	17	61
営業経費	3,538	3,425	113
(業務純益)	(3,095)	(2,877)	(218)
(経費率)	(53.3)	(54.3)	(-1.0)
経常利益	2,550	2,549	1
中間純利益	1,556	1,523	33
(不良債権処理費用)	(-386)	(-412)	(26)

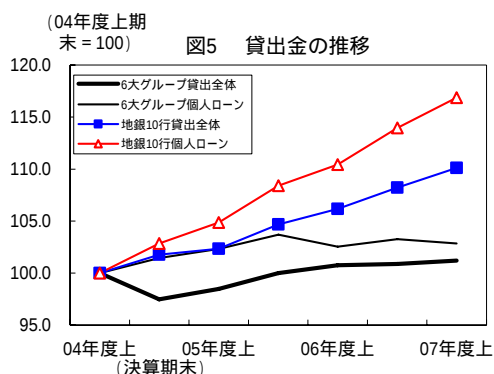
資料 各行中間決算短信・同説明資料から作成

(注) 1. 地銀上位10行は06年度末総資産残高の上位10行で、横浜、千葉、静岡、福岡、常陽、西日本シティ、広島八十二、京都、群馬で単体ベース決算の合計数値
2. 業務純益 = 業務粗利益 - 営業経費
経費率 = 営業経費 / 業務粗利益で計算

業務粗利益では、資金利益のウェイトが大きい。中心となる貸出金は、利鞘の拡大に加えて、貸出残高自体も増加している（図5）。住宅ローンを中心に個人ローンの伸びが好調なほか、地方公共団体向け貸出や法人向け貸出も増加している。

住宅ローンなどの個人ローンでは、地域

に密着した店舗網やサービス体制が顧客の支持を受けているものとみられ、地方公共団体向け貸出では、指定金融機関として地公体と密接な取引関係にある地銀の貸出が増えている。また、地元中小企業を中心に法人向け貸出も増加している。



資料 各社決算短信・同説明資料、地銀協資料から作成

近年では、投資信託や年金保険の販売などの預り資産営業にも注力しており、これらの金融商品の取扱高の増加も役務取引等利益の増加に貢献している。

(注1) ただし、地銀64行全体では経常利益、中間純利益ともに減益であり、地域や経営規模等によって格差がみられる。

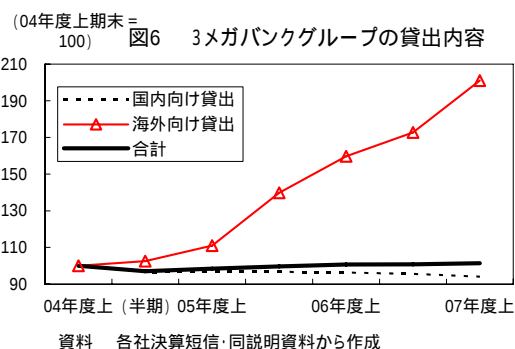
収益再構築を迫られる大手金融グループ

不良債権処理が事実上終了し、内外において前向きな業務展開をスタートさせてきた大手金融グループではあったが、前記のように、消費者信用業界の構造改革の動きやサブプライムローン問題などの影響で、07年度中間決算は減益となった。

消費者信用にかかるリテール金融分野では、前記のように、当面収益の大幅好転は期待しがたいが、この分野は装置産業的特徴を持っており、大手金融グループが比較優位にある分野である。三菱UFJフィナンシャル・グループや三井住友フィナンシ

ヤルグループなどのメガバンクグループを中心に消費者信用会社再編の動きが進められているが、長期的には収益力強化につながることもなろう。

サブプライムローン問題では、前記のように大手金融グループも影響を受けたが、その影響度は欧米の金融機関に比べれば格段に小さい。日本経済は、人口減少の入口にさしかかるなど成熟化の過程にあり、国内の金融業務におけるパイの拡大には限界がある。このため、大手金融グループが収益力を高めていくには、海外の高成長地域の成長力を取り込んでいかざるを得ない。近年のメガバンクグループの貸出業務においても、図6のように海外向け貸出が増加しており、海外業務のウェイトが高まっている。しかし、現状はシンジケートローンやプロジェクトファイナンスなどの日系あるいは非日系向けのローン等が中心で、投資銀行業務や消費者信用業務などの分野では立ち遅れが目立つ。



資料 各社決算短信・同説明資料から作成

大手金融グループ、なかでもメガバンクグループは、欧米の上位金融機関に匹敵するグローバルプレイヤーとしてのプレゼンスが期待されている。欧米金融機関に比べてサブプライムローン問題の影響は少なく、将来の収益力向上につながる海外業務の構築が期待される。

賃貸住宅の需要変化と賃貸経営

渡部 喜智

過去15年に賃貸住宅需要は3割弱増加
バブル崩壊後、日本経済が長期低迷するなかにおいても、民営賃貸住宅への需要は順調に拡大してきた。

総務省「国勢調査」によると、民営賃貸住宅への入居世帯は1990年の1021万世帯から05年には1300万世帯に、281万、27%増加した（第1図）。この需要増加の背景には、いわゆる「団塊ジュニア」世代の親からの独立や晩婚化・非婚化などを背景にした総世帯数の増加が続いたことがあげられる。

また、近年に限れば、企業の資産リストラのなかで給与住宅（社宅）削減の動きが強まり、給与住宅から民営賃貸住宅へシフトしたことも需要を支える一因となっている。給与住宅の居住世帯数は1990年の184万世帯から05年には153万世帯へ31万世帯減少したが、2000年から05年のわずか5年間で給与住宅入居世帯は27万世帯減少した。

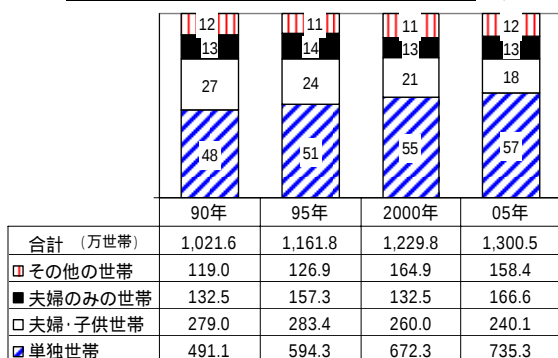
民営賃貸住宅への入居世帯構成を見ると、単独世帯（単身者世帯）の比率が90年には48%だったのが、05年に

は57%へ、この間1割弱上昇した。その一方で、夫婦・子供からなる世帯の入居者数は、この間に279万世帯から240万世帯に減少するとともに、その構成比率も27%から18%へ低下した。過去15年間に於ける、このような入居世帯の構成変化は、賃貸住宅に対する需要が家族持ち世帯から単独世帯にシフトし、それに伴って「ワンルーム」や「1DK」などの狭小賃貸住宅の需要が高まったことを示している。

次に賃貸住宅へ入居している世帯主の年齢構成を見ると、単独世帯では学生や新規就職した若年社会人の多くが属する世帯主年齢が24歳までの層の割合が圧倒的に高く全体の23%を占める。また、複数家族世帯の世帯主年齢では、結婚後、持家購入前に該当する30～34歳層が最も多い。

以上の単独世帯、複数家族世帯の合計では、世帯主年齢が30～34歳層が最大の賃貸住宅入居の世代層となっており、次に単独世帯の賃貸住宅入居者が最も多い世帯主年齢24歳まで層、さらに25～29歳層という順で続き、世帯主

第1図 民営賃貸住宅の入居世帯構成とその推移 (構成比：%)



総務省「国勢調査」より作成
グラフ中の数値は、各世帯の民営賃貸住宅に住む全世帯に対する割合

第1表 世帯主年齢別・世帯類型別の賃貸住宅入居の動向 (万世帯)

世帯主年齢	単独世帯		複数家族世帯		合計	
	00年との差異		00年との差異		00年との差異	
24歳まで	▲16.2	171.8	▲3.6	20.1	▲19.8	191.9
25～29歳	▲1.3	113.9	▲12.3	68.3	▲13.6	182.3
30～34歳	▲19.8	96.8	▲8.7	106.0	▲28.5	202.8
35～39歳	▲17.1	66.7	▲7.2	83.8	▲24.3	150.5
40～44歳	▲12.3	47.2	▲5.5	61.9	▲17.8	109.1
45～49歳	▲0.3	37.2	▲5.9	46.8	▲6.1	83.9
50～54歳	▲1.6	41.1	▲9.4	44.3	▲11.0	85.3
55～59歳	▲12.6	45.6	▲6.2	44.6	▲18.8	90.2
60～64歳	▲7.4	33.8	▲2.2	31.4	▲9.6	65.2
65歳以上	▲13.2	81.2	▲9.2	57.9	▲22.3	139.1
合計	▲63.0	735.3	▲7.7	565.2	▲70.7	1300.5

総務省「国勢調査」(2005年、2000年)データより作成

(注)「00年との差異」は「05年国勢調査-00年国勢調査」の差異

年齢が 34 歳までの若い年齢層が賃貸住宅に入居世帯に占める比率は 05 年時点では 44% を占める。

しかし、2000 年から 05 年の間に、賃貸住宅に入居する世帯主の年齢構成において、24 歳まで層と 25～29 歳層の若年層が合計で 33.4 万世帯減少した一方、それより上の年齢層の 30～34 歳層と 35～39 歳層の入居世帯主が増加した（第 1 表）。この年齢層シフトの背景には、団塊ジュニア層の中心をなし人口規模の大きい世代が、25～29 歳層から 30～34 歳層にシフトして行ったことが影響していることは確かであるが、若年人口の減少と人口の高齢化は一時的・一過性のものではない。

若年人口減少と賃貸住宅需要

長期にわたる少子化現象によって、若年人口の減少は続く。2005 年国勢調査では、20～34 歳の若年人口は合計で 2563 万人であったが、国立社会保障・人口問題研究所の推計によれば、15 年には 2004 万人へ 05 年時点に比べ 500 万人以上減少すると予測されている。さらに 20 年には 1880 万人へ減少していく（第 3 図）。

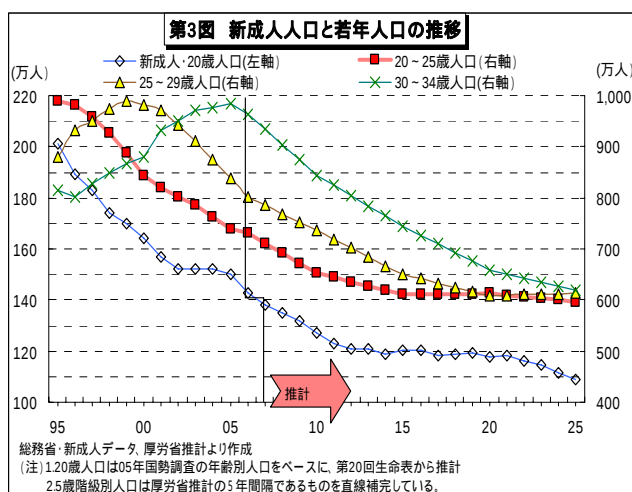
また、進学や就職など転居を伴う地

域間の人口移動によって、賃貸住宅への入居需要が生じるが、転居を伴う人口移動者数は 1980 年代後半の年間 650 万人以上の水準から 06 年には年間 556 万人に約 100 万人減少した。この人口移動者数の減少傾向は若年人口の減少を背景に、今後も継続する可能性が大きい。新成人・20 歳人口は 95 年の 201 万人から 07 年には 138 万人に減少したが、2010 年は 127 万人、2015 年には 120 万人、2020 年には 117 万人、さらに 2025 年には 108 万人まで減少していくと推計される（第 3 図）。

以上のような若年人口と人口移動者数の減少を前提にすれば、賃貸住宅需要の先行きは慎重に見る必要がある。

一方で中高年層の全人口に占める割合は増加し、賃貸住宅への入居者の年齢も上昇していくと考えられる。賃貸住宅への入居者の年齢構成の変化（中高年層の入居者増加）に伴って、住居への広さ・設備内容などのニーズの変化やライフステージに応じた住み換え増加が想定される。そのなかで、どのような賃貸住宅を供給していくか、地域における需給のミスマッチを小さくしていくことが重要な課題となる。

少子・高齢化は、転居を伴う人口移動の減少要因にもなり、地域の貸家需要を変化させる可能性がある。特に地方圏については、魅力的な企業や大学などの誘致といった何らかの人口増加の要因が無い限り、転入者が増加する可能性は大きくない。そのような転入者の増加が見込めない地域においては、少子・高齢化が進行するなか、長期的に高い入居率を確保する困難は増すと思われる。



サブプライム問題の現状と影響

渡部 喜智

サブプライム・ローン延滞率が2割に接近

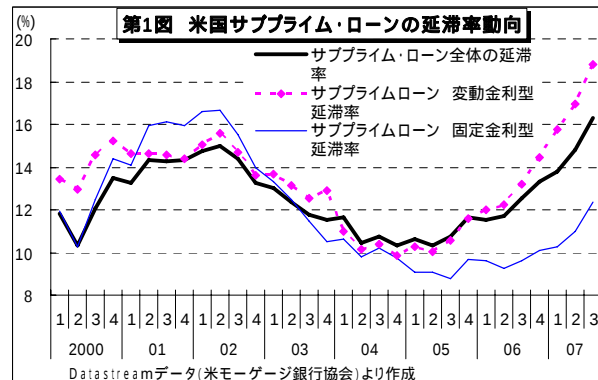
12月6日に住宅ローンの延滞率が一段上昇したことが明らかになった。米国抵当銀行協会のサーベイによると、住宅ローン全体の延滞率は07年6月末の5.1%から9月には5.6%（以下、季節調整値）へ上昇し、差し押さえ率（1.7%）も史上最高を更新し、差し押さえ物件は約100万件となった。

注目のサブプライム・ローンの延滞率が第1図のように16.3%へ上昇した。内訳を見ると、元利金返済条件のリセットに加え金利上昇に伴う負担増加を被る変動金利型サブプライム・ローンの延滞率が18.8%へ上昇するとともに、固定金利型同ローンの延滞率も12.4%へ上昇した。ちなみに、変動金利型サブプライム・ローンの延滞率の原数値は19.6%と約2割に近づいた。

一方、プライム・ローン延滞率も9月末に3.1%へ上昇した。プライム・ローン債権の質への信頼が損なわれるというレベルにはなっていないが、同ローンの延滞率もじりじりと上昇していることに注意が必要となっている。

サブプライム救済策で一定の安心感が出たが

同じく6日午後、ブッシュ大統領はポールソン財務長官などとともに記者会見に臨み、証券化関連機関370社以上が加盟する米国証券化フォーラム（ASF）などによるサブプライム借入者救済の枠組み「HOPE NOW」プランについて支持を表明した。同プランは05年1月から07年7月までに融資を受け08年1月から10年7月までの間にリセット到来を迎える推定180万人のサブプライム・ローン借入者が対象で、借入者を信用力の高低によって3つに分



け、最も信用力の高い借入者は米連邦住宅局の保証などを利用した固定金利ローンなどへの借り換えを促進、2番目のランクの借入者（信用スコア660点未満）は現状の金利に5年間凍結するように条件を変更、それ以外の借入者に対しては金利・元本の減免、返済繰り延べおよび必要に応じた差し押さえなどの措置を行い、損失の緩和（極小化）を進めるとした。

これにより、米国経済についての過度の悲観視は回避されたが、後述のように住宅市場の調整の先はまだ見えていない。借入者が上述のセグメントに属するのか、借り換えが実際にどこまで適用されるかは個別金融機関の判断であり、対策の実効性・速効性への疑問は残る。

また、貸出金融機関の手を離れたサブプライム・ローン証券化商品の最終投資家の契約上の機会損失をどのように扱うのか、ということも簡単な問題ではない。

企業の資金調達環境の悪化

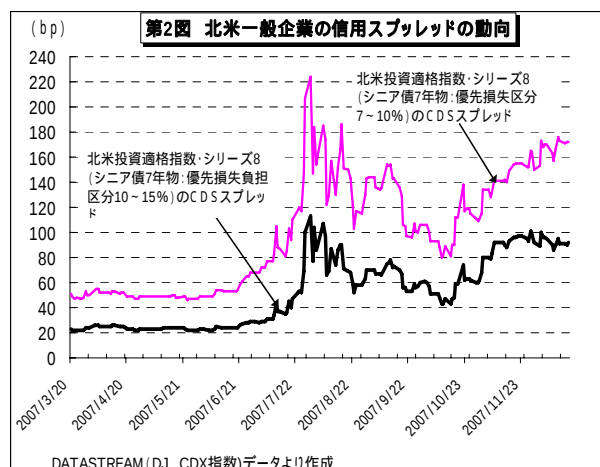
前述の救済策の実行により金融市場にも一定の安心感は戻りつつあるが、米国の経済・金融の先行きリスクは残る。

まず、証券化商品に対する市場の見方であるが、サブプライム・ローンの信用

リスク指標である A B X . H E インデックスは、救済策が言われ始めた 11 月末から反転している。しかし、高格付けのものに比べ、格付けの低いものの反転の反応は極めて鈍く、金融市場関係者の目は依然厳しいことを示している。

また、企業の資金調達もコストが急上昇するなどにより環境は悪化しており、企業活動への悪影響が懸念される。たとえば、北米・投資適格企業 125 社から構成される C D X 北米投資適格指数・シリーズ 8 (シニア 7 年物：優先損失負担ライン 10～15%) のクレジット・デフォルトスワップ (C D S) スプレッドは第 2 図のように 5 月までは 20 b p 台であった。それが、サブプライム問題の深刻化に伴い上昇をたどり 11 月末には 100 b p 台に乗った。天井を打ったように見えるが、現在も 90 b p 台にとどまったままだ。C D S スプレッド 1 b p は債務 1000 万ドルに対する保証料 1000 ドルを意味し、調達コストの増大は大きい。

さらに、M & A などを利用するレバレッジド・ローンのクレジット・デフォルトスワップ指数である L C D X ・シリーズ 9 (シニア 5 年物：優先損失負担ライン 12～15%) のスプレッドも直近ピークの 420 b p 台から低下したものの、360 b p 台という高さである。M & A の動きは優良案件を中心に続いてはいるが、コストは年央までの 2 倍以上と言われる。

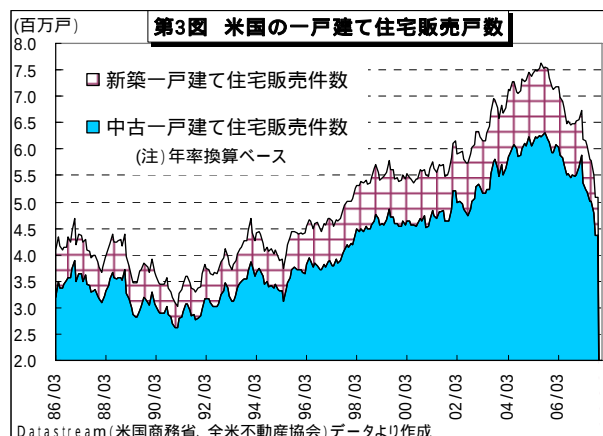


年明け後も住宅需要は低迷続く公算

米国銀行の不良債権処理も急増している。米連邦預金保険公社によれば、商業銀行と貯蓄金融機関の 7～9 月期の貸倒引当金は 166 億ドル (約 1.8 兆円) となり、87 年第 2 四半期以来の規模となった。また、ネット貸倒損失も 107 億ドル (約 1.2 兆円) と 02 年以來の水準にある。

これにより金融機関の貸出姿勢も慎重さを増している。F R B の調査 (貸出態度 = 厳格化 - 緩和) によれば、07 年第 4 四半期にはプライム・ローンでさえ、その貸出態度の厳格化・超過率が 4 割強に跳ね上がった。加えて、住宅在庫は歴史的な高水準にあり、延滞物件の処理が進めばさらに住宅価格の下落が拡大する可能性がある。先安感の強いなかでは住宅取得の先送り行動が予想される。したがって、住宅需要の低迷は 08 年明け以後も続く。第 3 図のように、中古・新築の一戸建て販売戸数はピークの年率 750 万戸レベルから直近 500 万戸レベルに減少しているが、一段の減少が予想される。このような住宅市場の調整の継続による消費や雇用への影響は不可避である。

プライム・ローンを含め米国の住宅ローン債権の質の低下と投資家の信頼失墜をこれ以上招かないようにするためには、借入者の返済能力が維持されるよう景気悪化を食い止めることが、改めて重要であると認識される。そのため、年明け以降も F R B が景気リスクを重視し利下げを継続していくことが必要条件となると思われる。 (07.12.20 現在)



海外の話題

豊かさの指数

農林中央金庫 ロンドン支店長 中山 昌 生

先日発表された社会経済生産性本部の「国民の豊かさの国際比較」によると日本の豊かさは OECD30 カ国で第 7 位と米国の 12 位や英国の 16 位を上回る結果となったという。一人当たりの GDP はここ数年英国が日本をむしろ上回っているから、今や日本は GDP では表現できない部分において英国より豊かになっているということらしい。興味がわいて GDP 統計以外で豊かさを比較しようとする試みがほかにないかと見てみたところ、国連開発計画 (UNDP) が人間開発指数 (Human Development Index HDI) というのを毎年出していて、日本ではこれが「人間の豊かさをはかる指数」と紹介されているのを見つけたが、これを見ても日本は 7 位で英国は 16 位と、たまたまだろうが全く同じ結果になっている。

しかし国民の実感はどうなのであろうか。私も含めた英国在住日本人や、訪ねてくる旅行者の印象は、やはり英国は日本に比べて豊かだというものだし、国民全体としても豊かさが実感できないとか生活小国とかいわれるように、欧米と比較するとまだまだ豊かな生活を享受できていないという認識が一般的なのではないか。

「豊かさ」という概念自体、相当に曖昧なものだから、いろいろな見方があってもそれは構わないのだが、日本ではこの「豊かさ」が政策目標としても意識されているように思われ、そうだとすればもっと実感に合った、あるいは今後取り組んでいく改善点が明らかになるような、そんなベンチマークがぜひほしいところである。

英国が豊かだと感じる理由はもちろん人により様々だろうが、都市から農村にいたるまで人々が実際に生活・活動している空間が文化的な背景を保ちつつ整っていて美しいこと、すなわち日本にはない生活空間の居心地の良さがあることと、人々が仕事以外の充実した時間を持っていてそれを楽しんでいること、すなわち日本と比較して余暇時間と余暇空間が豊富であることについては皆が感じるところと思われる。

そんな要素をうまく取り込んだ指数をつくったらどうだろうか。具体的には住宅の質、整った街並みの美しさ、身近な緑の空間の豊富さ、余暇時間、あるいは通勤時間＋労働時間といった要素を

うまく指標化することがポイントだろう。上記二つの指数はそうした指標を組み込んではいないゆえに実感とのギャップがあるのではないか。

例えば住宅については日英でそのストックの状況を比較すると、数や面積の面ではさほどの差はないが、耐用年数、あるいは寿命は決定的に日本が短く、そこを反映した指標をうまく作る必要があるだろう。住宅ストックを残存利用可能期間中の（帰属）家賃キャッシュフローの現在価値で測るというのはどうだろう。

街並みの美しさ自体を指標化するのは至難の業だが、街並みにとって一般的にネガティブな要素を拾うことである程度代替できるだろう。街中の電柱の数などは比較的拾いやすいように思うがいかがか。都市における公園等の面積比率も重要な指標となるだろう。

物の豊かさから心の豊かさへなどと言われるが、物を心と対置したフィジカルなものと捉えるなら、まだまだ物の豊かさ、具体的には住宅やそれを含む生活空間、生活環境の整備は不十分、それをいかにコンセンサスにするかがとりあえずの課題で、そのために適切な豊かさのインデックスづくりに期待する次第だがいかがだろうか。