潮 流

商　品　市　況　高　騰

専務取締役　岡山信夫

経済産業省が５月２７日発表したエネルギー白書では、第一節で「原油価格高騰の要因分析」が展開され、ファンダメンタルズ要因に基づき計算される価格は１バレル５０～６０ドルであり、それ以上はプレミアム部分であるとし、投資・投機資金の流入が原油価格を押し上げていると分析している。

投資・投機資金が原油市場に向かった背景には、サブプライム問題に端を発する金融危機への対処として採られた金融緩和がある。インフレヘッジのために商品市場へ一定の資産を配分することそれ自体は合理的な選択と考えられるが、株式市場や債券市場ほどの大きさを持たない商品市場への資金流入は短期間に大幅な相場上昇をもたらした。強気の市場には投機目的の資金が集まり（彼らは上がるモノは買い、下がるモノは売る・・ファンダメンタルズ分析の如何は問わない)、相場を踏み上げる。

原油市場の高騰はバイオエタノールの採算向上に繋がり、米国のバイオ燃料増産支持政策にも支えられトウモロコシが大量にバイオエタノール生産に振り向けられた。その結果、食用穀物の需給が悪化し、世界的な穀物市況高騰をもたらしている。

エネルギー白書では商品市場に流入する投資資金の増加は米国の年金基金によるところが大きいと指摘しているが、インフレヘッジのための商品市場への投資が原油や穀物の高騰につながり、その結果年金生活者の生活を圧迫することになる。防衛のために準備した道具が敵の手に渡り、逆に攻め込まれてしまうようなものだ。(勤労者がマイホームを夢見て勤勉に積み上げた貯蓄が金融機関経由で土地投機に流入し、マイホームが夢と消えてしまったわが国の苦い経験を想起させる。)

いびつな金融緩和の副作用・・わが国ではプラザ合意後の「円高不況克服」に縛られた金融緩和政策の長期化の結果、溢れた資金が土地投機に向かいファンダメンタルズでは説明不能な地価にまで上昇、土地の高騰を受けて株式市場も急騰、１９８９年１２月には日経平均株価は高値３８，９１５円をつけた。その後のバブル崩壊過程は周知のとおりである。

今回の商品市況高騰が金融緩和策の副作用の一面を持つとすれば、その害するところは株式バブル惹起とは比べようもない広範囲なものである。株式や土地高騰はすべての人々に直接影響を及ぼすものではないが、商品とくに食糧は言うまでもなく全世界の人々に不可欠で、人々の存在そのもの、最も基本的な生存権に直結する。１９９６年に世界食糧サミットで採択された「世界食糧安全保障に関するローマ宣言」はすべての国において飢餓を撲滅するための継続的努力と、まずは２０１５年までに世界の栄養不足人口８．５億人を半減させる、としていた。しかし主食穀物生産で競争力を失い輸入依存を高めた貧困国は穀物急騰によりさらに飢餓の危機を増大させる結果となっている。

無秩序なマネーと競争力一辺倒の貿易体制が世界の飢餓に拍車をかけているならば、極力早期にその方向転換に向けた努力がなされるべきである。それが世界経済をリードする諸国の責務ではないか。

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

国内経済金融

投入コスト負担増で企業収益は大きく圧迫

～インフレ懸念は徐々に高まっているが、年度内利上げは依然困難～

南　武志

要旨

原油など資源高騰が実体経済、物価の両面から日本経済に対して悪影響を及ぼし始めている。投入コストの高まりにより企業収益は大きく圧迫されているが、家計部門でも生活必需品の相次ぐ値上げなどにより、マインドが悪化するなど、民間消費の低調が懸念されている。こういう状況では、企業サイドも値上げには慎重にならざるを得ず、価格転嫁は不十分なものとなるだろう。その結果、企業設備投資などにも悪影響が出てくる可能性がある。08 年度半ばにかけて景気展開はかなり厳しい状況が続くと予想する。

また、金融市場では「金利上昇・円安」が進展したが、米サブプライム問題など火種は依然残っており、再び不安定な状況に戻るリスクに警戒が必要だ。なお、08 年度いっぱいは日銀が利上げを再開するような環境は整わないものと思われる。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

項目＼年／月		2008年 6月（実績）	2008年 9月（予想）	2008年 12月（予想）	2009年 3月（予想）	2009年 6月（予想）
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物	(%)	0.509	0.50	0.50	0.50	0.75
TIBORユーロ円(3M)	(%)	0.842	0.85～1.00	0.85～1.00	0.90～1.05	0.95～1.10
短期プライムレート	(%)	1.875	1.875	1.875	1.875	2.125
新発10年国債利回り	(%)	1.710	1.55～1.90	1.60～1.95	1.70～2.05	1.75～2.10
為替レート	対ドル (円/ドル)	107.6	98～113	98～113	100～115	102～117
	対ユーロ (円/ユーロ)	167.1	160～175	160～180	160～180	160～180
日経平均株価	(円)	13,857	14,250±1,000	14,500±1,000	15,000±1,000	15,500±1,000

（資料）NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成。先行きは農林中金総合研究所予想。
（注）無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物は誘導水準。実績は2008年6月23日時点。予想値は各月末時点。

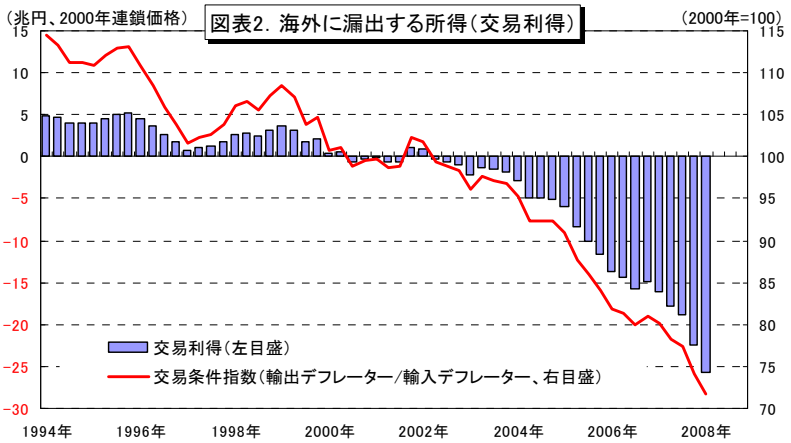
国内景気：現状・展望

6 月に入ってから原油価格（WTI 先物・期近）は 1 バレル＝130 ドル台という歴史的水準での推移が続いている。これまでも原油高騰などによる悪影響が懸念され続けてきたが、最近発表される経済指標にはそれらが目に見える形で出始めている。6 月 4 日に発表された 1～3 月期の法人企業統計季報（法季）によれば、全規模・全産業ベースの売上高は 11 四半期ぶりに前期比マイナスに転じた他、経常利益も 3 四半期連続での減益（前期比ベース）となるなど、企業業績は悪化に転じている。資源高に加え、米国経済の減速や米サブプライム問題などによって世界経済の成長が鈍化している可能性が高いほか、国内でも家計部門のマインドも大幅に悪化していることが民間消費などの需要減退につながり始めていることもあり、企業サイドで十分な価格転嫁ができない状況に陥っている。

一般的に、原油高騰はエネルギーや石油関連の財、運輸などサービス価格の上昇をもたらすなど、インフレ懸念につながる可能性もあるが、近年の日本のように国内需

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

要が盛り上がりに欠けているような状況では、上述のように全般的な物価上昇につながるリスクは低く、むしろ「強制的な購買力移転」といった需要収縮効果を警戒すべきであろう。図表 2 では、最近の交易利得（注）の推移を示しているが、足許では実質 GDP の 4.5%もの所得が海外に漏出していることがわかる。



（資料）内閣府統計より作成

なお、法季：設備投資額などが反映される GDP 第 2 次速報によれば、その設備投資が底堅く推移していたこともあり、1～3 月期の実質成長率は前期比+1.0%（同年率+4.0%）と、元々高かった実質 GDP（1 次 QE では前期比 0.8%（同年率+3.3%））が更に上方修正される結果となった。これを受けて、当総研は 5 月に発表した「2008～09 年度経済見通し」の見直しを行った。「成長率のゲタ」が高まった一方で、前回見通し発表後に公表された月次経済指標が予想以上に悪化していることを考慮し、先行きの GDP 経路をやや下方に軌道修正を行った結果、08 年度の実質成長率は+1.7%と前回から据え置いた（後掲「2008～09 年度経済見通し（2 次 QE 後の改訂）」を参照のこと）。

また、物価面では、4 月の消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合、以下コア CPI）はガソリン税の暫定税率が一時的に失効し、小売価格が 22 円程度値下がりしたことから前年比+0.9%へ上昇率を縮小させた（3 月：同+1.2%）が、5 月には暫定税率が復活し、更には国際市況高騰の影響から、逆に 30 円近い値上げとなっている。また、食料品、電気・ガス料金や日用品の値上げが本格化しており、先行きは+1%台後半まで、前年比上昇率が高まる可能性が高い。

先行きについては、ガソリン価格の高止まりのほか、食用油・小麦製品などの食料品、電気･ガス料金などエネルギー価格も今後とも値上げが続くことから、当面は前年比+1%台前半の物価上昇率が続くことが予想される。ただし、物価動向のベース部分である食料・エネルギー以外の消費財・サービス価格は、再び水面下に沈むなど、民間消費の弱さが反映された結果となっている点には注意が必要であろう。

（注）内閣府経済社会総合研究所の説明によれば、「交易利得・損失とは、交易条件の変動による利得･損失であり、以下の推計式により算出される。

交易利得・損失＝（X－M）/P－（X/Px－M/Pm）、

P＝（X＋M）/（Xr＋Mr）

ここで、X：名目輸出、M：名目輸入、Px：輸出価格指数、Pm：輸入価格指数、P：ニュメレール・デフレーター、Xr：実質輸出、Mr：実質輸入」とのことである。

金融政策の動向･見通し

原油などの資源高は世界的にインフレ懸念を高めており、市場では主要先進国の中央銀行は早々に利上げを行うのではないか、

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

との見方が強まった。日本銀行に対しても、次回利上げ時期は前倒しになるのでは、との観測も浮上したが、日銀は「わが国の景気は、エネルギー・原材料価格高の影響などから、減速している」との認識を維持し、交易条件の悪化に伴う所得形成の弱まりが国内民需の下振れをもたらすリスクと、消費者のインフレ予想や企業の価格設定行動を含めた先行きの物価上振れリスクについて、注意深くみていくといった、4 月の「展望レポート」で明確にした中立スタンスを繰り返している。これにより、市場の利上げ観測は牽制された格好となっている。

最近になって、再び米サブプライム問題への注目が集まるなど、世界的な金融資本市場の混乱は沈静化に向けて動き始めているわけではない。後述の通り、ユーロ圏はともかく、米 FRB が実際に利上げに向けて動き始めるにはまだ時間がかかるものと思われる。日銀が利上げを再開するには、海外経済・金融面での下振れリスクが大幅に解消することが前提条件であると思われる。そういう面からは、米 FRB の利上げ転換がそのきっかけになる可能性があるだろう。当総研では、「日銀の次の一手」として、09 年 4～6 月期の利上げ（0.25%）を見込んでおり、その後も半年に 1 回くらいのペースで利上げが行われるものと予想する。

市場動向：現状・見通し・注目点

米国経済が大方の市場予想よりも底堅いこと、米サブプライム問題に関する楽観的な見方の広まり、更には世界的にインフレに対する警戒姿勢が強まってきており、金融市場は 1 月から 3 月半ばまでの「株安・金利低下・円高」の流れが一変し、「株持ち直し・金利上昇・円安」の機運が強まった。

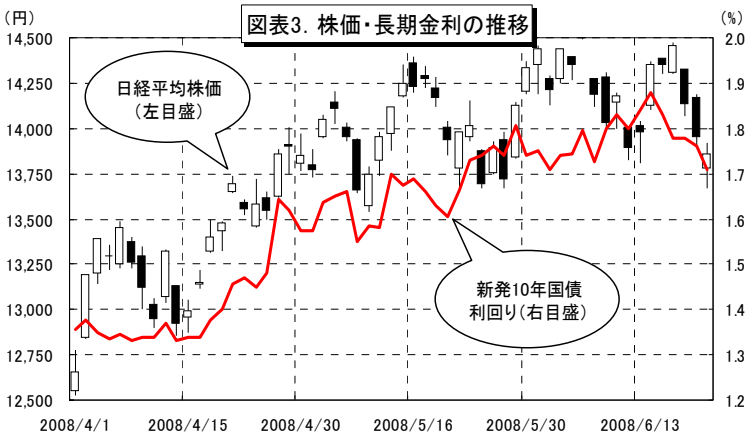
ただし、米サブプライム問題の根源にある住宅ローンの延滞率に上昇にはまだ歯止めがかかったとはいえないなど、まだまだ予断を許さない状況であることは十分認識しておくべきであろう。

以下、債券・株式・為替レートの各市場について述べたい。

①債券市場

米サブプライム問題に伴う信用不安が後退する一方で、世界的にインフレ懸念が高まりを見せていることもあり、欧米の中央銀行が市場の想定よりも早いペースで利上げに踏み切るとの観測を受けて、世界的に長期金利は上昇傾向を強めている。これに引きずられる格好で、国内の長期金利（新発 10 年国債利回り）も、徐々にレンジを切り上げていき、6 月 16～17 日には一時 1.895%まで上昇するなど、07 年 7 月以来となる 1.9%に迫る動きとなった（当時は07年8月の利上げをほぼ織り込んでいたと思われる）。その後は、米国経済や信用収

図表3. 株価・長期金利の推移



（資料）NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

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

縮への懸念が再建したことで、1.7%台半ばまで低下したが、基本的には日銀による早期の利上げ再開を強く意識した金利形成がなされているように思われる。

しかし、少なくとも 08 年度前半は景気の低調さが続く可能性を考慮すれば、現段階で利上げを意識するのは時期尚早であり、10 年 1.8%超の金利水準はやや「行き過ぎ」の面は否めない。一旦は金利水準が再び低下する場面も十分ありうるだろう。

②株式市場

3 月下旬以降、日経平均株価は基本的に持ち直しが続いており、下値を徐々に切り上げる動きが見られた。ただし、14,500 円回復を目前にして失速する動きが繰り返されるなど、現時点で株価に上昇トレンドが備わったわけでもないようである。

国内投資家の動きが鈍い中、主役は海外勢である状況には変わりはないが、国内企業の景況感は大幅に悪化しており、企業活動を取り巻く環境も決して良い状況ではないこと、福田政権の不人気や改革イメージの後退などを考慮すれば、いくら「日本株を買わないリスク」が意識されつつあるとはいえ、それによる株価上昇にも限界があるものと思われる。

また、米サブプライム関連などの予期せぬ悪いニュースには反応しやすい地合いは残っているものと思われ、株価が再び下落するリスクには十分留意すべきであろう。

③外国為替市場

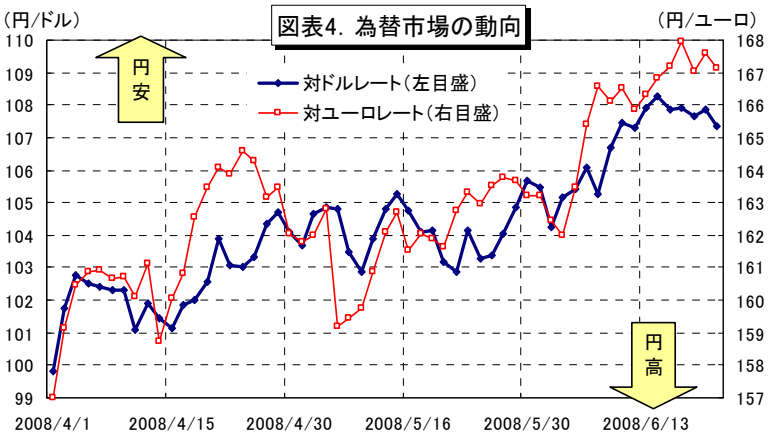
3 月 17 日には 1995 年 8 月以来となる一時 1 ドル＝95 円台まで円高が進行した円の対ドル・レートも、その後は円安方向に戻す動きが続いている。対ユーロ・レートも同様の動きとなっているが、基本的に、今後の金融政策の方向性に対する思惑などといった「金利格差」要因が為替レート変動に対して大きく影響する構図には変わりはないと思われる。

先行きについて考えていくと、まず、既に利下げ打ち止めとの見方が強まっている米国では、前述の通り、年内の利上げ転換を織り込む動きも出ていた。これが、日米金利格差が再拡大するとの思惑につながり、最近までの円安につながったと思われるが、日米ともに今しばらく利上げは困難と思われることから、更なる円安進展の可能性は薄いだろう。一方、インフレ警戒姿勢を強める ECB は、7 月にも利上げを行う可能性が高いと思われる。

以上を考慮すれば、対米ドル・レートは円安修正の動きも考えられるが、基本的には現状水準でのもみ合いが続くと予想する。一方、対ユーロでは引き続きユーロ高気味に推移する可能性が高いだろう。

(2008.6.24 現在)

図表4. 為替市場の動向



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

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

国内経済金融

2008～09 年度経済見通し（2 次 QE 後の改訂）

～実質成長率は 08 年度：+1.7%、09 年度：+2.2%～

経済金融Ⅰ班

6 月 11 日に、2008 年 1～3 月期の 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「2008～09 年度経済見通し」の見直し作業を行った。

08 年に入ってからのわが国を取り巻く経済・金融情勢を振り返ってみると、①米サブプライム問題の広がりや米国を中心とする世界経済の減速懸念の高まり、さらにそれを受けた円高ドル安の進展、②原油など投入コスト増に伴う企業業績の悪化、③資源高がもたらした食料品・エネルギーなど生活必需品の本格的な上昇によって悪化した消費マインド、など、足許の国内景気の停滞を示す材料が多かった。それにも関わらず、5 月に発表された 1 次 QE では、懸念されていた輸出や民間消費が引き続き牽引役となり、1～3 月期の実質成長率は前期比+0.8％（同年率+3.3%）という堅調な伸びを示した。しかし、民間企業設備投資が前期比マイナスに転じるなど、「生産・所得・支出の好循環メカニズム」が機能不全になりつつある可能性も示されるなど、先行きの悪化を予感させる内容でもあった。

一方、今回の 2 次 QE では、改定の基礎データである 1～3 月期の法人企業統計季報（資本金 1 千万円以上、金融・保険業を除く）で、全規模・全産業ベースの設備投資額（名目）が増加していたことを受けて、小幅ながらも更に上方修正されるとの見方が強まったが、実際の民間企業設備投資（実質）も前期比+0.2%と、プラスに上昇修正された（1 次 QE：同▲0.9%）他、政府消費の減少幅が縮小した結果、実質 GDP 全体として前期比+1.0%（同年率+4.0%）と上方修正されている。また、名目 GDP も前期比

2008～09年度　日本経済見通し総括表

	単位	2007年度（実績）	2008年度（予測）	2009年度（予測）
名目GDP	%前年度比	0.6	0.7	2.3
実質GDP	%前年度比	**1.6**	**1.7**	**2.2**
民間需要	%前年度比	0.4	1.2	2.2
民間最終消費支出	%前年度比	1.4	0.9	1.0
民間住宅	%前年度比	▲ 13.3	7.4	2.7
民間企業設備	%前年度比	0.0	0.9	6.2
公的需要	%前年度比	0.2	0.5	0.3
政府最終消費支出	%前年度比	0.7	0.8	0.7
公的固定資本形成	%前年度比	▲ 1.8	▲ 1.2	▲ 1.2
輸出	%前年度比	9.5	6.9	6.5
輸入	%前年度比	2.1	3.1	5.7
内需寄与度	%pt	0.4	1.0	1.7
民間需要寄与度	%pt	0.3	0.9	1.6
公的需要寄与度	%pt	0.0	0.1	0.1
外需寄与度	%pt	1.2	0.8	0.5
GDPデフレーター	%前年度比	▲ 1.0	▲ 1.0	0.1
鉱工業生産	%前年度比	2.7	1.4	5.3
国内企業物価	%前年度比	2.3	3.8	3.1
全国消費者物価	%前年度比	0.3	1.4	1.4
完全失業率	%	3.8	4.0	3.7
住宅着工戸数	千戸	1,051	1,133	1,168
為替レート	円/ドル	114.2	103.1	110.0
無担保コールレート（O/N）	%	0.51	0.50	1.00
長期金利（10年国債利回り）	%	1.60	1.75	2.00
通関輸入原油価格	ﾄﾞﾙ/ﾊﾞﾚﾙ	78.5	117.3	115.0

（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年度末水準。

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

+0.5%（1 次 QE：+0.4%）へ小幅上方修正されたが、GDP デフレーターは前年比▲1.5%、単位労働コスト（雇用者報酬／実質 GDP）は前年比+0.2%と、いずれも下方修正されるなど、デフレからの完全脱却にはまだ時間がかかることが示された。

以下では、先行きの景気・物価情勢を展望してみたい。02 年 1～3 月期を景気の谷とする今回の景気拡大局面では、民間消費を中心とする国内需要が低調に推移する中、IT バブル崩壊からの世界経済の持ち直しを受けて増勢が強まった輸出が牽引する格好で経済成長を達成してきた。それゆえ、今後の景気展開を占う上でも、輸出動向に大きな影響を与える世界経済の情勢が鍵を握っていることは間違いないだろう。

意外に底堅いと評価する向きもあるものの、07 年末あたりから鮮明となっている米国経済の景気減速にはまだ歯止めがかかっていない。また、米サブプライム問題の震源であるサブプライム住宅ローンの延滞率も緩やかな上昇を続けている。これらの景気下押し要因が解消されるには今しばらく時間が必要であろう。また、中国では 5 月 12 日に四川大地震が発生、多大な人的・物的被害を被った。金融引締め政策の効果が出てくることや北京五輪の準備に向けた固定資産投資の一巡、主力の先進国・地域向け輸出減速の影響などもあり、一時的かつ小規模ながらも成長減速の可能性も予想されていたが、夏場以降は復興需要もある程度見込まれるものと思われる。

この数年の高成長の結果、自律性を徐々に強めている新興国経済は底堅く推移するものと思われ、日本の輸出は下支えされる可能性はあるだろう。

一方、国内需要はかなり厳しい状況が続くものと思われる。家計部門では所得が伸び悩む中、生活必需品の値上げが消費者マインドを大幅悪化させている。減収減益に陥った企業部門も、設備投資意欲が慎重化してくる可能性は高い。1～3 月期から増加に転じている民間住宅投資も、住宅購入意欲そのものが弱まっており、景気を牽引するだけの力はない。

今回の 2 次 QE の発表や上述した点を踏まえれば、当総研が 5 月に公表した「2008～09 年度経済見通し」を大きく修正する必要はないだろう。4～6 月期は前期比▲0.1%（同年率▲0.3%）とマイナス成長に陥ることを見込むなど、先行きの実質 GDP が辿る経路をやや下方修正したが、「成長率のゲタ」が+0.1%pt 高まったこともあり、08 年度の経済成長率は実質：+1.7%、名目：+0.7%で、数字的には修正はない。一方、09 年度は実質：+2.2%、名目：+2.3%と、それぞれ 0.1%pt の下方修正を行った。

なお、金融政策については、日本を含め世界的にインフレ懸念が高まりつつあるものの、少なくとも日本では需給改善に伴う物価上昇は発生していない。資源高騰などといったサプライショックそのものが景気を悪化させる効果を持っており、現状の問題に対処するには現時点で利上げを行うことは有効ではない。ただし、金融政策の方向性としては、日本銀行が利上げ意欲を保ち続けていることは間違いないだろう。08 年末あたりから 09 年初頭にかけて欧米中央銀行が利上げに踏み切れば、日銀も利上げのタイミングを探り始める可能性があると思われる。当総研では次回利上げは「09 年 4～6 月期」と予想する。

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

海外経済金融

早期利上げ予想は尚早、経済・金融の見極めに時間

渡部　喜智

要　旨

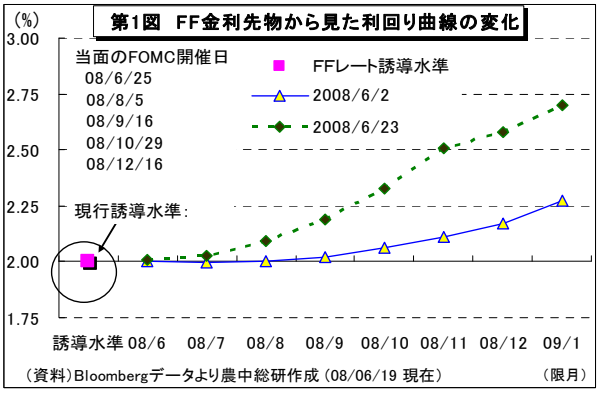
夏場までの早期に利上げが実施されるという観測は時期尚早、やや前のめりというべきだろう。インフレ予想の高まりは経済成長の大きなリスクではあるものの、景気の先行き不安が残るとともにサブプライム問題は安定化に程遠い。実際の利上げは慎重かつ丹念な経済・金融の検証と判断を経て行われるはずだ。現時点では、早くても年末以降と見るのが妥当だと考える。

利上げ観測は強まったが・・・

ＦＲＢ関係者の発言が、米国の早期利上げ観測を強める材料となった。

バーナンキＦＲＢ議長は、6月３日のスピーチで、商品市況の高騰がインフレを高め、さらにインフレ予想（期待）を強めるリスクを指摘。「今や成長促進と物価安定に向け、政策金利の水準は適合している」と述べ、利下げ局面の終了を示唆した。続いて、9日の講演では、「過去１カ月程度の間に経済の下振れリスクが縮小」する一方、「原油などの直近の市況高騰はインフレ予想を強めている」という見解を示し、金融当局（FOMC）は長期的にインフレ予想が強まることを「強く阻止」すると言明した。このほか、フィラデルフィアなどの地区連銀総裁も予防的利上げの必要性を説いた。

これらを受け、金融市場では利下げ終了にとどまらず、夏場までの早期利上げを意識することとなった。一時よりかなり観測は後退したが、政策金利であるフェデラルファンド・レート（ＦＦ）金利先物から計算される利回りは、８月５日の連邦公開市場委員会（FOMC）での0.25％の利上げを３割強、９月 FOMC の0.25％の利上げをほぼ織り込む形となっている（第１図）。また、５月末に4％台に乗った長期金利（米国財務省証券10年物利回り）が６月12日には4.2％台まで上昇した。



第1図　FF金利先物から見た利回り曲線の変化

（資料）Bloombergデータより農中総研作成（08/06/19 現在）

インフレ予想が高まっていることは確かだ。ミシガン大学の消費者マインド調査によれば、１年先の消費者物価の上昇率予想は5.1％となっており、直近（08年５月）実績を1％程度上回る。しかし、早期利上げの織り込みは、ＦＲＢ関係者の発言等に過剰反応した「前のめり」という感じが強い。6月17日のウォールストリート紙等の記事もあり早期利上げ観測は後退したが、以下のような情勢から見ても利上げの環境は整っていない。

経済ファンダメンタルズに安定感なし

５月の小売売上高（全体）は前月比＋1.0％、自動車関連と価格上昇の激しいガソリンを除いた同売上高も同＋1.0％と大きな伸びを示した。これは、４月末に始まった減税還付金が消費に

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

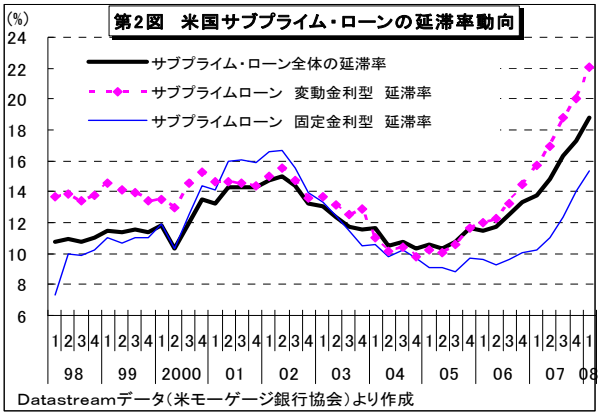
回った底上げ効果が大きい。景気不安を緩めることにはなったが、問題は消費者心理の悪化が止まらず、消費の失速懸念も消えていないことだ。物価上昇で実質所得が小幅ながら減少に転じ、かつ失業率(5月)も5.5%に上昇している。夏場までは前述の減税還付の効果が下支えするが、秋口までに景気の立ち直り⇒消費者心理が改善しているかは、現時点では不透明である。

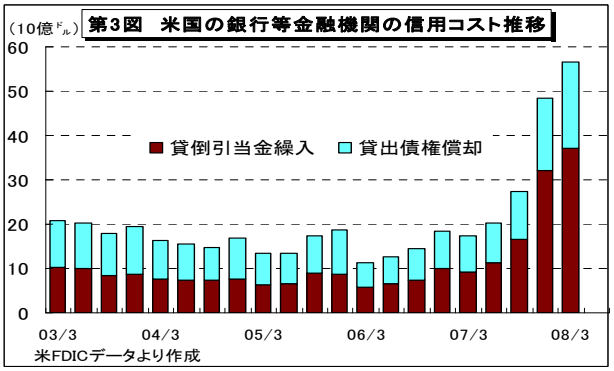
また、住宅市場の調整も底這う形で当面続こう。全米住宅建設業協会(NAHB)「住宅市場指数」の先行き見通しや見込み客足指数は再び低下傾向にある。米国金融機関が住宅ローンの審査基準を厳格化していることや住宅価格の先安感も強いことから、新築・中古の住宅販売に底入れ感が出てくることは年末近くまで期待しがたいと考える。

サブプライム問題の安定化するのもまだ先

「サブプライム問題」についても懸念は残る。6月5日発表の08年1～3月期の住宅ローン延滞率（一ヵ月以上延滞）は、前期の5.82%から6.35%へ上昇。これは調査開始以来最も高かった85年1～3月期の6.07%を上回る。また、差押え手続に入った件数率も0.83%から0.99%へ上昇した。

延滞率の内訳を見ると、サブプライム・ローンが前期の17.31%から18.79%へ上昇したが、そのうち固定金利型が前期の13.99%から15.38%へ、





変動金利型は前期の20.02%から22.07%へそれぞれ上昇した（第2図）。また、全体の4分の3を占めるプライム・ローンの延滞率も前期の3.24%から3.71%へ上昇、データが確認できる98年以降の最高を更新した。連邦住宅局保証ローンへの借換え等の対策は取られているが、「リセット」と呼ばれる元利金等の返済条件の変更の対象者が08年中は増加をたどることから、延滞率の上昇が続くことは避けられない。

6月半ばに発表となった大手投資銀行の2～5月期決算は予想の範囲内であったとはいえ、証券化商品の評価損失は依然大きい。サブプライム・ローンの信用リスク指標であるABX.HE指数も6月に入り下降傾向となっており、信用リスクに敏感になっている。また、米国預金保険公社によれば、08年第1四半期の銀行等の信用コスト（貸倒引当金繰入＋貸出債権償却）は前年同期の3.3倍の567億ドル（約6兆円）に増えたが、今後も銀行等の貸出債権の悪化には注意が必要だ（第3図）。信用不安は当面残ると見るべきだ。

利上げは、景気の底割れ不安が薄れサブプライム問題に伴う信用不安が後戻りなしの安定化が見えた、今年の年末以降になろう。ただし、利下げは終了し政策転換の模索過程に入ったことをしっかり認識すべきだ。　　(08.06.23)

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（WTI 期近・終値）は、120 ドル台前半に反落した後、6 月 6 日にドル安ヘッジの原油買いにより、一日で 10 ドルを超す急騰となり、138 ドル台と史上最高値を更新。その後も在庫減少、産油国の生産懸念などから高止まりしている。6 月 22 日開催の石油消費国と産油国との緊急閣僚会合でサウジアラビアが増産する意向を表明したが､他の産油国が増産に消極的であることから短期的な価格への影響は反応薄となっている。

米国経済

米国では、1～3 月期の実質 GDP（改定値）が前期比年率+0.9%と 2 四半期続けて同+1.0%を下回る低成長となったが、外需堅調による下支えなどもあり、「景気後退」とはなっていない。なお、米 FRB は 07 年 9 月以降 08 年 4 月まで、政策金利（FF 金利）を計 7 回で合計 3.25%引き下げて、2.0%とした。6 月に入り米 FRB がドル安抑制やインフレ懸念に関して、これまでより踏み込んだ発言等を行ったことから米国で早期利上げ観測が強まった。しかし、景気の先行き不安が残るとともにサブプライム問題の落ち着きも見られていないのが実情である。

国内経済

わが国では、雇用情勢や設備投資などで弱い動きが見られるほか、好調だった輸出にも鈍化傾向が見られる。4 月の鉱工業生産指数（速報）は前月比▲0.2%と 2 ヶ月連続で低下。ただし、先行き 5 月は前月比+4.7%、5 月は同▲0.9%となる見通し。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 4 月分は前月比+5.5%だった。米国経済の持ち直しにより、再び輸出が回復するという見方もあるが､原材料価格上昇などによる企業収益の減少や消費者心理の悪化などもあり、景気の先行きは不透明である。

金利･株価･為替

外為市場では、ユーロ・ドル相場が 4 月下旬には一時 1.6 ドル台まで上昇。ドル円相場も 3 月中旬に一時 95 年 8 月下旬以来の円高水準となる 95 円台となった。しかし、このところは、米国で当局者によるドル安警戒感の表明や早期利上げ観測の強まりによりドルが買い戻され、1 ユーロ＝1.55 ドル近辺、円に対しては 1 ドル＝108 円台近辺で推移。日経平均株価は、円高や世界的な信用不安などから下落し、3 月中旬には 1 万 1,700 円台となった。しかし、4 月以降の信用不安の後退や円安の動きなどから持ち直し、このところは 1 万 4,000 円を挟んで推移。日本の長期金利の目安である新発 10 年国債利回りは、インフレ懸念の高まりに伴う世界的な長期金利の上昇傾向につられ、6 月中旬に 1.8%台後半まで上昇した。

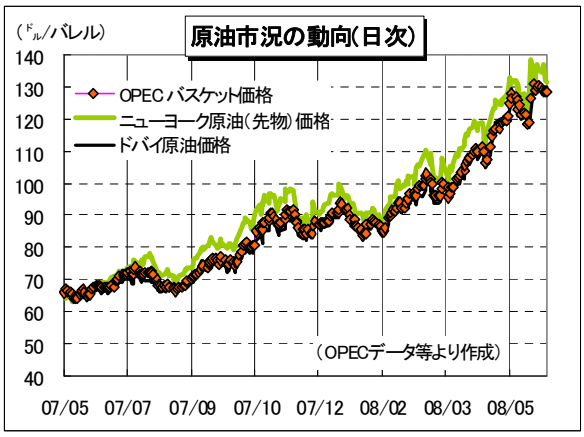
政府･日銀の景況判断

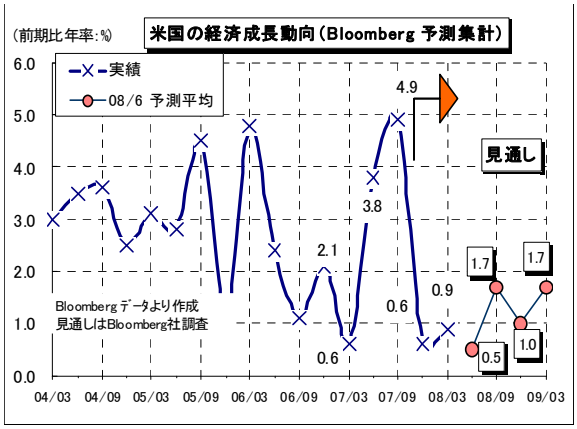
政府は 6 月の景気判断を「景気回復は足踏み状態にあるが、このところ一部に弱い動きがみられる」と、3 ヶ月ぶりに下方修正した。先行きについては、米国の景気後退懸念や原油高などから「下振れリスクが高まっている」との判断を示した。

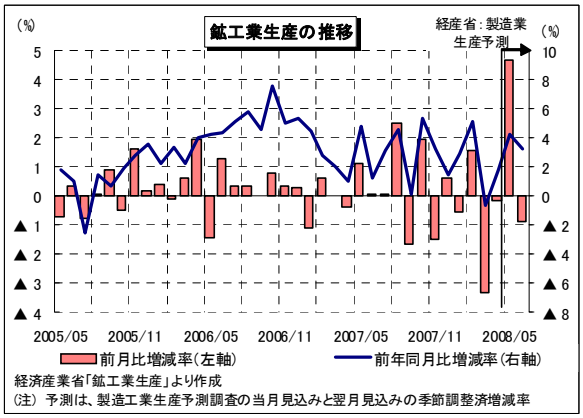
一方、日銀は 6 月の景況判断を前月と同様に、「エネルギー・原材料価格高の影響などから、減速している」とした。ただし、先行きは「当面減速が続くものの、その後緩やかな成長経路をたどる」と見ている。また物価の先行きについても「国内企業物価は、当面、国際商品市況高などを背景に、上昇を続ける可能性が高い」としている。(08.6.20 現在)

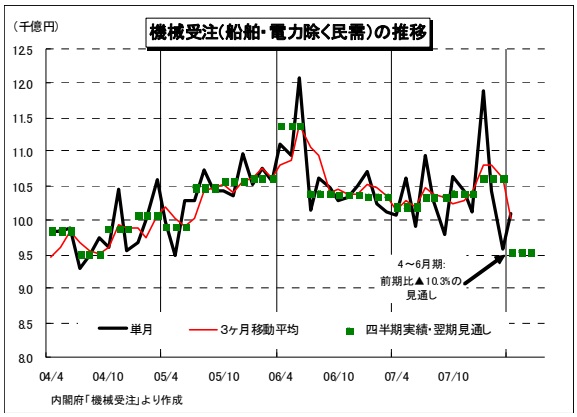
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

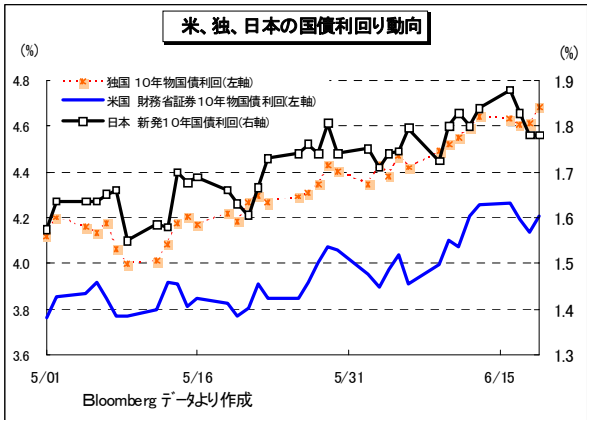
内外の経済金融データ

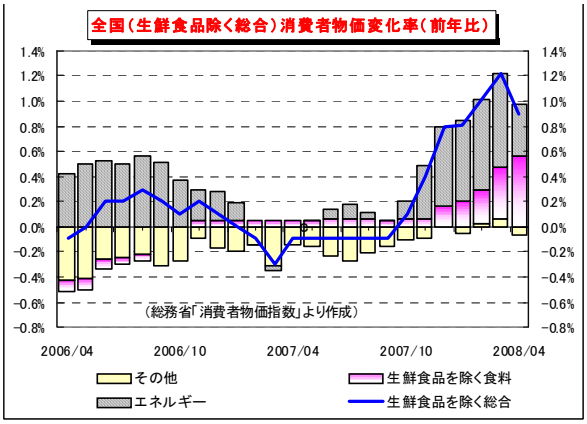












(詳しくは、ホームページ-トピックス-〔今月の経済・金融情勢〕http://www.nochuri.co.jpへ)

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

国内経済金融

住宅ローン実行後のクロスセルを進める静岡銀行

木村　俊文

民間金融機関の住宅ローン残高は、旧住宅金融公庫の直接融資業務からの撤退などもあり、伸びを持続してきた。

しかし、わが国の官民合わせた住宅ローン貸出残高は、01 年度末の 184.3 兆円をピークに頭打ち傾向で推移している。今後は世帯数がピークアウトに向かうことから住宅取得の減少も予測される。

こうした外部環境の変化に対して、住宅ローン業務に注力してきた民間金融機関はどのように適応しようとしているのだろうか。本レポートでは、静岡銀行（以下、同行）の取り組みの一部を紹介したい。

第1表　静岡銀行の経営指標　（億円, %, 店）

項目＼期末	2004/03	2005/03	2006/03	2007/03	2008/03
貸出金合計	49,695	50,410	53,409	56,984	59,419
うち消費者ローン残高合計	13,799	14,804	16,176	17,651	19,036
住宅関連ローン残高	11,489	12,585	13,916	15,330	16,710
その他ローン残高	2,310	2,218	2,261	2,321	2,326
自己資本比率(BIS基準)	13.5	13.4	13.5	14.5	14.5
業務粗利益合計	1,190	1,233	1,243	1,335	1,365
業務純益	477	507	486	608	590
営業店舗数	182	185	184	190	191
(参考)県内住宅着工戸数	34,037	34,913	36,202	38,971	36,832

日経Needs FQ(財務・決算)データより作成

静岡銀行の概要

同行が主な営業地盤とする静岡県は、全国10位の総生産や全国3位の製造品出荷額など豊かな地域基盤を誇る。同行は営業店舗数 191 店(08 年 3 月末現在)のうち、85%を県内に集中展開している。

08 年 3 月末の貸出金残高は、前年比+4.3%の 5 兆 9,419 億円と高いペースの増加を持続。なかでも住宅ローン残高は同+9.0%の 1 兆 6,710 億円となり、ここ数年は 10%前後の高い伸びを示している（第 1 表)。07 年度は、改正建築基準法の施行に伴う混乱の影響を受け、静岡県でも住宅着工戸数が 4 年ぶりに減少したが、こうした逆風下でも同行の住宅ローン新規獲得は高水準を維持した。08 年度も新規住宅関連ローン 1,650 億円を獲得し、前年度末比+7%程度の残高伸長を目指す。

同行は、02 年 10 月から住宅ローン推進の拠点として、ローンセンターの展開を本格化させた。現在 16 カ所（うち県内 13 ヵ所）あり、1 ヵ所当たり 10 名程度が常駐して、ハウスメーカーや工務店などへの折衝等の営業業務に従事している。直近ではこれらローンセンター経由での住宅ローン申し込みが 7 割を超えている。

07 年度までの 3 年度にわたる 3C プラン（Create、Change、Challenge）を掲げた中期経営計画に続き、08 年 4 月からは「持続的成長を実現するための経営基盤の確立」、「生産性の高いグループ経営」、「『しずきん』ブランドの確立」を基本目標とする第 10 次中期経営計画「Dream TEN～新たなる挑戦」をスタートさせた。このなかで個人部門については、住宅ローンを中心に商品の拡充を図るなど顧客ニーズへの対応を強化する方針である。

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

住宅ローン利用者専用のローン

同行では、06年7月から住宅ローン利用者専用の新しいローン商品「ネクストワン」の取扱いを開始した。無担保で融資額は100万円以上～500 万円以下。融資に来店手続きが必要なものと、店頭での手続き不要なカード形式とがある。限度額の範囲内で何度でも利用できるほか、住宅ローン返済実績という「安全性」を考慮した金利設定であることから、他のローンと比較して低利となっている。同行のクレジット一体型キャッシュカード「ｊｏｙｃａ」の利用者であれば、さらに金利優遇される。事業性以外の用途であれば資金使途は自由であるが、40～55 歳代をターゲットとしているため、教育費、クルマの買い替え、住宅改修などに充当されることが多い。

以前から住宅ローン以外の個人向け分野を強化することを目標にしながらも、住宅ローン実行後のクロスセル対応が必ずしも十分とはいえない、との思いからこのローン商品を開発するに至ったという。発売後から現在までに 8,000 件近く契約しており、08 年 3 月末の残高は約 35 億円となっている。同行では今後もこの商品の利用者を拡大する考えである。

なお、住宅ローン関連商品としては、他行からの借り替えローンやリフォームローン、女性専用住宅ローンなど多様な商品を取り揃えている。

顧客接点の強化とカード事業の役割

同行では、08年4月からの前述中期経営計画のスタートに合わせ、店頭営業力の強化と顧客満足度の向上を目的に営業店組織を拡充した。従来の渉外担当、融資担当、窓口担当に加えて、新たに「フロア担当」と「相談担当」を営業店に配置した。フロア担当はロビーで来店客に目的をたずね、目的に応じて各担当に誘導する。相談担当は各種相談に応じることで顧客ニーズに適合した商品・サービスを提供する役割を担う。全体として人員増となるものの、基本的な考え方はバックオフィス業務をグループ会社からの人材派遣により補完し、フロント業務を増員するものである。

また同行では、前述のクレジット一体型キャッシュカード「ｊｏｙｃａ」を個人向け取引深耕の中核商品と位置づけ、積極的に推進している。このカードはポイント制となっており、貯まったポイントは預金金利上乗せなど銀行サービスの優遇やギフトカードなど商品の交換に利用可能な特典が付与されている。銀行にとってはカード使用に伴う手数料収入だけでなく、顧客に関するさまざまな情報を入手することができるため、新たなローン商品の開発・販売などに向けたマーケティング活動に活用することができる。06年3月から取り扱いをはじめ、08 年 3 月末現在では会員数が 19 万 9,364 人と短期間で大きく増加している。

以上の静岡銀行の取り組みは、①住宅ローン利用・返済実績者という既存の優良顧客に限定した新商品を投入してクロスセルを図るとともに、②店頭での顧客接点を強化し的確にニーズ対応する一方、カード情報を集積して次なるマーケティング戦略に繋げようとするものである。こうした対応は、将来的な住宅ローンの減少を補い、余りあるものにする可能性が高いと考えられる。

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

今月の焦点

国内経済金融

職員の能力向上と専門家の活用をはかる高松信金

～地域金融機関と相談業務の推進態勢～

田口　さつき

高松信金のプロフィール

金融機関のリテール業務において、年金や住宅ローンなどの相談を通じ顧客のニーズを汲み取り、適切な情報提供をすることが、業務の要となってきている。金融に関する顧客の不安や疑問により良く応えるために、職員の教育、配置、後方の支援などをいかに整えるかは、重要な課題である。

本レポートでは、地域の顧客に対し、個別対応できめ細かい相談をするため、人事、組織など幅広い分野にわたって改革を進める高松信用金庫（以下、高松信金）の取り組みを紹介したい。

高松信金は、1949 年（昭和 24 年）に設立され、高松市を中心に県東部に多くの支店を展開していたが、04 年 2 月にさぬき信金（丸亀市）と合併し、営業エリアが香川県一円となった。07 年 3 月に観音寺支店、9 月に高瀬支店を開設し、県西部に進出している。

店舗数は、前述の県西部に新規出店した 2 店舗を入れ、08 年 6 月現在 35 店舗あり、その多くを都市部に展開している。

本店営業部は午後 6 時、その他の営業店は午後 4 時まで営業し、顧客の利便性向上に努めている。また、相談業務に当たって、顧客の満足度をより高いものにするために営業店の店内環境を整備し、全店舗にローカウンターと相談スペース（応接室）を設置している。なお、レインボー支店（高松市）、丸亀南支店の 2 支店では、毎月第３日曜日に相談会を行っている（後述）。

写真：高松信用金庫屋島支店（08 年 2 月新築移転）

高松信金の人材育成・活用方針

高松信金は、職務・人事配置で担当業務を限定せず、基本的に職員は、貸出から預り資産まで全業務を担当できるよう育てて

表1　高松信用金庫の概要　（億円）

期末　項目	04/3	05/3	06/3	07/3	07/9
店舗数（店）	36	34	34	35	36
期末職員数（人）	417	395	391	400	－
預金残高	3,558	3,637	3,689	3,717	3,807
うち　個人預金残高	3,009	3,040	3,061	3,161	－
貸出金合計	1,849	1,877	1,941	1,954	1,981
うち　個人向けローン残高	694	708	739	749	741
（住宅ローン残高）	390	409	425	422	416

当金庫資料などより作成

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

いる。

これに加えて、同金庫は、顧客からの相談に対して、きめ細かく対応することを職員に求めており、そのために、①職員のレベルアップと②専門家の活用という 2 つの方法で「(職員の) オールマイティ」と「(相談業務の) 専門性」の両立を図っている。

①の職員のレベルアップであるが、同金庫は預り資産業務の推進において証券外務員、保険募集人（生保・損保）などの資格取得を全職員に義務化している。また、全職員を対象に勉強会を頻繁に開催している。

その上で、専門家を本部に配置し、各支店からの要請を受け、営業店に出向いての相談対応や同行訪問を行っている。

預り資産管理部について

高松信金の 07 年度末の投信預り資産残高は 136 億円で、全信金中 13 位である（ニッキン投信年金情報 08.05.26 号)。この実績について、同金庫では、①金融知識・投資意識の高い顧客層が厚いなか、②貯蓄から投資の流れを的確に捉えて、③早くから投資信託の販売体制を整えていたことなどが奏効したと分析している。

同金庫では、投資信託の販売の際にじっくり丁寧に説明するため、店頭の窓販とともに渉外での対応を重視している。

その渉外担当を支えるのが、預り資産管理部である（同金庫ではマーケター部門とよんでいる)。現在 7 人体制で、スタッフは証券会社出身者など業務経験者を配置して、営業店での勉強会の開催や同行訪問も行う。

同金庫では、営業店に対し、毎月「保有する投信価額の下落率が一定割合を超える」顧客データを送り、訪問や電話などを通じて、顧客の方に①市場環境や②投信運用会社の運用方針などを説明し、フォローアップするようにしている(前掲)。さらに、同部はフォローアップが適切に行われているかを管理し、顧客の反応を把握する仕組みとなっている。

預り資産業務の担当者の育成･活用

高松信金は、投信販売に関して、①資格試験に向けた個人学習、②ロールプレイングについての勉強会や③金融商品についての勉強会の開催を通じ、職員の能力向上をはかっている。

預り資産業務に関する職員への基本的な教育については、預り資産管理部のスタッフを中心に同金庫内の職員が講師として対応できる段階にいたっている。そのため、人材育成にも機動的に対応できるようになったという。

なお、業務推進計画においては、個別商品の販売額ではなく、預り資産業務全体での手数料収入の目標を店舗ごとに設定している。また、職員の業績評価も、預り資産全体の手数料収入でみており、特定の金融商品の販売に偏ることなく、職員が顧客のニーズに合わせて金融商品を販売できる工夫をしている。

年金に関するサービスについて

高松信金では、各営業店に 1 人、女性を中心に「年金担当者」を任命している。また、本部に「年金相談室」があり、「年金室長」(社会保険労務士) という専門家 (1 名) がいる。

年金担当者は、営業店のエリアでの渉外活動や年金相談、裁定請求の支援に加えて、

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

営業店の職員に対する研修を企画したりする。ただし、正確な情報を提供するために、専門的で複雑な相談については、本部の年金室長が営業店に出向くことにしている。

年金室長は、相談にあたり、親身になってきめ細やかに答えることを心がけている。相談した人と同金庫は一生のつきあいとなることを心して説明しているそうである。年金室長は、年金についての勉強会の講師も担うが、専門知識に加え、このような相談業務への真摯な姿勢が職員に好影響をもたらしている。

同金庫は、過去には「年金相談デー」（各営業店　月 1 回）をしていたが、予約制にして、個別対面で年金相談を行うことにした。この結果、顧客ごとに手厚い対応ができ、効率的に相談業務が行えるようになったそうである。

その一方、予約なしで相談ができる「日曜まんでがん相談会」をレインボー支店、丸亀南支店で 06 年 5 月から開催している。「まんでがん」とは、讃岐弁で「すべて」という意味で、年金、住宅ローン、資産運用、その他なんでも相談にのるそうで、幅広い顧客を対象としている。午前 10 時から午後 4 時まで開催し、スタッフ 3 名で対応している。

顧客から愛着と信頼を得るために

さらに高松信金に年金受給口座を指定した顧客を対象とした、「たかまつしんきんゆうゆう倶楽部」という会がある。現在会員数は、18,000 人以上にのぼる。年金受給口座を指定すると同会に自動加入となる。そして会員は、誕生日プレゼント、温泉割引、旅行案内、四国こんぴら歌舞伎案内などの優待が受けられる。また、年金受け取り月に来店すると、プレゼントを渡す支店もあるそうである。このような日ごろからのつきあいを通じて、同金庫への愛着を深めているとみられる。

また、同金庫では普段から地域の人々とのおつきあいを大切にしている。例えば、地域のレクリエーション活動として、ゲートボール大会（99 年から開催、50 チーム程度参加）やグランドゴルフ大会（08 年から開催、450 名程度参加）を地元の球技連盟等とタイアップで開催している。また、太田支店では夏の間、営業終了後に縁台を支店の軒先に出し、将棋をする機会を提供しており、75 年（昭和 50 年）から続く恒例行事として地元に親しまれている。

高松信金は、このような多方面にわたる取り組みで顧客の愛着と信頼を得る努力を続けている。

高松信金の相談業務について見てきたが、同金庫が顧客の希望に合わせて、的確な情報提供をするという姿勢はあらゆる所に貫かれていることがわかる。リテール業務が拡大する一方、職員の数や能力などに制約があるため、相談業務の質を上げることに悩みを持つ金融機関が多い中で、同金庫の職員の能力のレベルアップのための取り組み、職員と専門家との連携については、多いに参考になるのではないだろうか。

参考資料

・高松信用金庫ホームページ及び資料。
・日本金融通信社「ニッキン投信年金情報」08.05.26 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