

相変わらず根強い家計の安全資産保有志向

調査第二部部長代理 南武志

日本銀行「資金循環統計（2007年度速報）」によれば、07年度末（08年3月末）の家計の金融資産残高は1,489兆円と、前年度末と比べて55兆円の減少となった。残高が減少したのは5年ぶりの出来事である。この背景には、07年夏場以降の株価下落や年度末にかけて進行した円高の影響があったと考えられる。

一方、その構成項目のなかで目を引くのは、03年度末をピークに減少が続いた預貯金の残高が、預貯金金利の引上げなどもあり、4年ぶりに前年度末時点から6兆円増加し、732兆円となったことである。実に金融資産の49.2%が預貯金として保有されているのである。「貯蓄から投資へ」という政府のスローガンの下、預貯金などの安全資産から、株式・投資信託といったリスク・リターンの高い資産へ、資産構成がシフトすることが求められてきたものの、預貯金のシェアはこの20年間余りほとんど変わっていない。

当然のことながら、国際商品市況の高騰などを背景にインフレ懸念がじわじわと高まっている中で、家計が預貯金を大量に保有し続ければ実質資産が目減りをもたらす可能性が高まるなどなど、決して好ましいことではない。また、金融システム全般を見渡しても、望ましいとは言えないのではないだろうか。

すなわち、日本経済は1970年代初頭にはキャッチアップ過程が一段落し、世界のフロントランナー的な状況に移行したという見方が一般的である。と同時に、豊かになった家計からの資金が金融機関に集まる反面、国内の金融環境は有望な投資先が相対的に減少していったため、「金余り」状態に入ってしまった。キャッチアップ過程を支えた金融システムは、家計部門から幅広く受け入れた資金を、欧米先進国の「お手本」に倣い、成長率を高める業種・企業などに手厚く貸出を行うというものだった。しかし、フロントランナー的な状況の下で先行きどのような業種・企業が有望なのかといった判断を迫られるような際には、かつてのような相対型間接金融システムよりも、多くの投資家が投資機会に対する評価を行う市場的な要素を内包した市場型の金融システム（直接金融システムや市場型間接金融システム）の方が望ましいと考えられる。

日本の金融機関は、金融危機を乗り越え、収益基盤を固めつつあるが、依然として欧米金融機関と比べて預貸利鞘が薄いなどといった課題は積み残されている。この薄い利鞘は、銀行セクターに資金が集まる中で、限られた優良貸出先への貸出競争を続けていることが主因であろう。公的金融システムの機能縮小が既定路線となっている中、市場型の金融システムを「第二の機軸」として根付かせるためには、家計の金融資産選択行動にも相応の変化が必要である。前述の通り、07年度については株式投資環境などの悪化の影響が大きかったと思われるが、それ以外にも「貯蓄から投資へ」の流れを阻害するような税制を含めた法制度的な要因があるのかどうか、などの検証を行っていくべきだ。

情勢判断

国内経済金融

徐々に後退しつつある日銀の次回利上げ時期

～企業・家計のマインド悪化に加え、輸出停滞も現実のものに～

南 武志

要旨

原油など資源高騰による投入コストの高まりが企業業績を圧迫していることに加え、生活必需品を中心とした値上げの動きが消費者マインドを悪化させるなど、国内需要の減退が懸念されてきた。加えて、ここに来て世界経済の減速の強まりも見られ、頼みの綱である輸出動向にも変調が見られ始めている。内閣府・日本銀行は経済見通しの下方修正を相次いで行ったが、日本経済は当面の間かなり厳しい展開が続くことが予想される。

また、金融市場では米サブプライム問題に伴う信用収縮懸念が再燃し、再び「株安・金利低下・ドル安」が進展するなど、世界的に金融資本市場には不安定な要素が残っている。こうした金融情勢や景気悪化懸念を想定すれば、日銀の利上げ再開時期はかなり後ずれしたものと思われる。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2008年			2009年		
	7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 (%)	0.505	0.50	0.50	0.50	0.50	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.849	0.85~1.00	0.85~1.00	0.85~1.00	0.85~1.00	
短期プライムレート (%)	1.875	1.875	1.875	1.875	1.875	
新発10年国債利回り (%)	1.565	1.45~1.75	1.45~1.80	1.50~1.85	1.55~1.90	
為替レート	対ドル (円/ドル)	106.8	100~113	100~115	102~117	105~120
	対ユーロ (円/ユーロ)	167.7	160~175	160~180	160~180	160~180
日経平均株価 (円)	13,334	13,500±1,000	13,750±1,000	14,000±1,000	14,500±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7月25日時点。予想値は各月末時点。

国内景気:現状・展望

数年来の資源高に価格高騰に伴って企業・家計のマインドが大幅に悪化してきたが、それに追い討ちをかけるかのように、これまで国内景気を牽引し続けてきた輸出にも頭打ち感が一層強まるなど、ここに来て景気後退の可能性が高まっていることを意識させるような動きになっている。

7月1日に発表された日本銀行「短観(6月調査)」では、代表的な大企業製造業の景況感は、大幅悪化を見込んだ事前の市場予想ほどではなかったものの、着実に景況感

の悪化が進行していることが明らかとなった。また、マクロ的な需給ギャップに近いとして日銀が重視してきた、雇人員判断DIと生産・営業用設備判断DIから作成した「加重平均DI」も2期連続で不足感の解消方向に動きなど、全般的に需給環境は緩和に動いていることが確認できた。家計部門においても、食料品・エネルギーや日用品の値上げによって消費抑制姿勢が強まるなど、国内需要の減退が懸念されている。

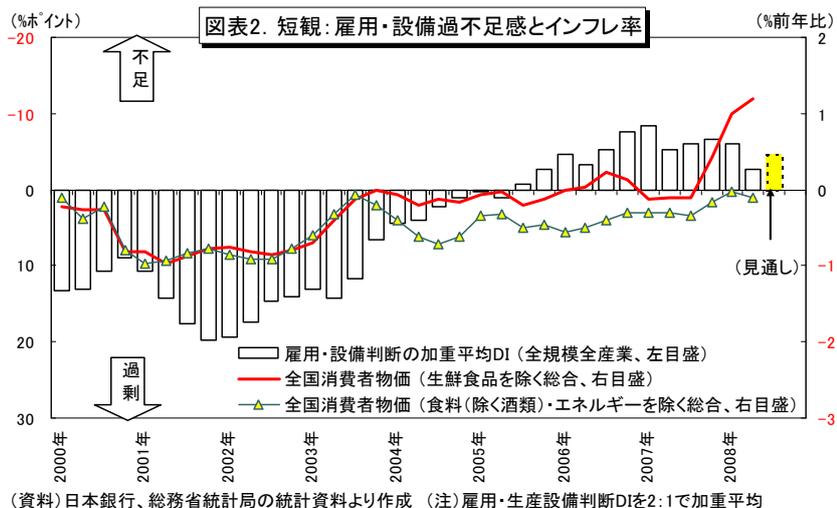
こうしたなか、24日に発表された6月の貿易統計(財務省)によれば、輸出金額が

55ヶ月ぶりに前年比マイナスに転じたことが判明した。日銀が輸出物価を用いて輸出数量を試算した「実質輸出指数」の前年比はまだプラスを保っているが、総じて頭打ちの推移となっている。なお、既に減少している欧米など先進国向けに加え、

アジアなど新興国向けの輸出も減速感が強まるなど、全般的に世界経済の成長が鈍化してきたことが示唆される。

こうした足許の景気展開を受けて、内閣府・日銀では08年度の経済見通しの下方修正を行っている（内閣府：2.0%→1.3%、日銀（大勢見通しの中央値）：1.5%→1.2%）。当総研では8月中旬に公表予定の4～6月期GDP速報を受けて、経済見通しの改訂作業を行う予定だが、08年度：1.7%、09年度：2.2%との見通しは下方修正の方向で検討せざるをえないと思われる。

一方、物価面では、6月の消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）は前年比1.9%となるなど、上昇率の加速傾向が続いている（5月：同1.5%）。ガソリンに加え、電気・ガス料金が値上げされた7月分では同2%台に乗ることが確実視される状況である。仮にガソリン価格が9月以降横ばいで推移したとしても、食料品・日用品などの断続的な値上げが想定されることから、年度下期には2%台半ばまで上昇率が高まる可能性がある。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・サービス価格はほぼ横



ばい圏で推移する（6月：前年比0.1%）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。

金融政策の動向・見通し

日銀は7月の金融経済月報において、景気判断を「エネルギー・原材料価格高の影響などから、さらに減速している」とするなど、景気認識の下方修正を行っている。とはいえ、先行きについては「当面減速が続くものの、その後次第に緩やかな成長経路に復していく」とし、その間は、現行の「緩和的な」政策金利を続けることで、景気を下支えしていこうとする姿勢であることが窺える。

原油など資源高騰によって世界的にインフレ懸念が高まっており、7月に入って欧州中央銀行（ECB）が利上げに踏み切ったほか、米連邦準備制度（FRB）でも期待インフレの抑制のため早期利上げの必要性を指摘するFOMCメンバーも散見されるに至っている。日銀も一時はこうした動きに追随するのではないかと見られていたが、最近の白川日銀総裁の発言内容に続き、最もタカ派と見られる水野審議委員でさえ

も、景気の下振れリスクを強調し、当面は「わが国経済を覆う霧^(注)は当面晴れそうにありません」と述べるなど、次回利上げ時期が大きく後ずれした印象を受ける。

日銀が利上げを検討・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

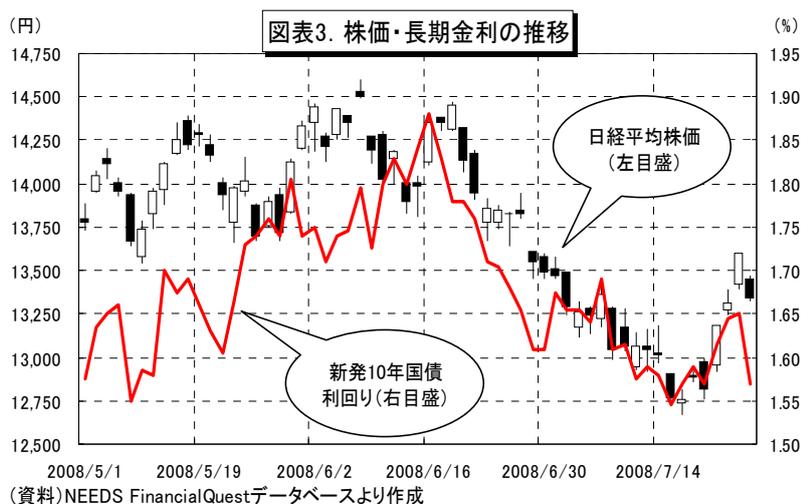
が前提条件であるが、それは若干遅れる可能性が高まっている。これまで当総研では「日銀の次の一手」として、09年4～6月期にも0.25%の利上げを行うと予想してきたが、利上げ再開の時期は09年度下期までずれ込んだものと、予想を修正する。

(注) 7月24日の講演(青森市)の中で、水野審議委員は①「サブプライム問題」に端を発した欧米クレジット市場や株式市場の混乱、②エネルギー・原材料価格高を背景とした民間内需の下振れ圧力、③東アジアの新興成長国におけるインフレ圧力の高まり、を「霧」として指摘した。

市場動向:現状・見通し・注目点

6月下旬以降、再び米サブプライム問題に伴う信用収縮懸念が強まり、住宅ローンの証券化やそれへの保証を主業務とする政府系住宅金融機関の経営危機が勃発する事態に陥り、金融市場では再び「株安・長期金利低下・ドル安(円安)」傾向が強まった。

ただし、米政府・連邦準備制度(FRB)の金融危機を未然に防ぐとの強い決意表明や政策対応により、これに伴う信用不安は一旦後退する動きとなっているが、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ておらず、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。今後、延滞率が更に上昇、金融機関の損失拡大が明らかとなれば、再び「株安・金利低下・ドル安(円高)」に振れる可能性は残っている。

以下、債券・株式・為替レート of 各市場について述べたい。

①債券市場

6月中旬にかけて、世界的なインフレ懸念の強まりから各国の中央銀行が利上げを前倒しするとの観測から、長期金利の上昇傾向が強まった。国内の長期金利(新発10年国債利回り)も6月16～17日にかけて一時1.895%まで上昇した。しかし、6月下旬以降、米国経済や信用収縮への懸念が再燃し、世界的に株価が下落するのと歩調を合わせる格好で、7月中旬にかけて1.5%台半ばまで金利低下が進行した。その後、米信用不安の後退により一時1.6%台後半まで戻したが、上昇圧力は限定的であった。

なお、足許では国内景気は今後さらに悪化する可能性が指摘されており、日銀の利上げ時期も大幅に後ずれする可能性が強ま

っていることを考慮すれば、当面の長期金利には低下圧力がかかり続けるだろう。しばらくはボラタイルな動きが続くと思われるが、1.6%近辺を中心とする相場展開が続くものと予想する。

②株式市場

6月中旬にかけて、日経平均株価は14,000円台前半を中心とした展開が続いたが、その後は米信用収縮懸念の再燃やそれに伴う円高進展、また原油など資源高による景気悪化懸念も加わり、7月中旬には4月15日以来となる13,000円台割れまで株安が進んだ。その後、米信用不安の後退を受けて持ち直しの動きも見られたが、株価予想のベースとなる企業業績見通しは減益予想が目立つなど、先行き不安材料は少ない。

企業活動を取り巻く環境が悪化し、国内企業の景況感も引き続き悪化方向で見込まれていることに加え、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」が意識されているとはいえ、それによる株価上昇にも限界があるだろう。株価の本格上昇局面入りにはまだ時間がかかるものと思われる。

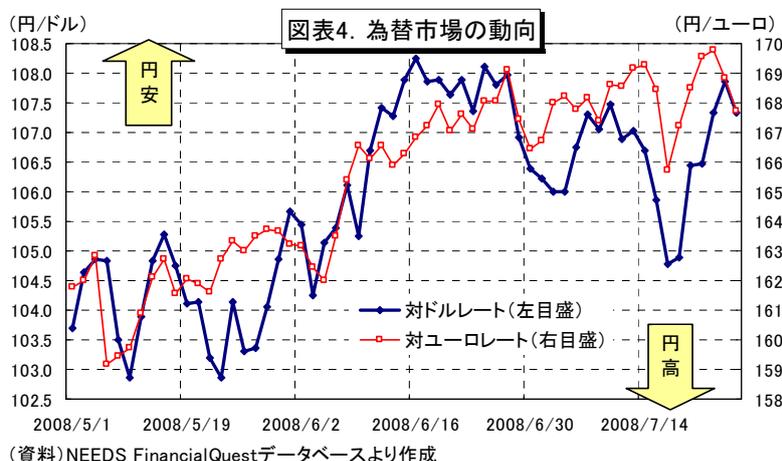
中旬にかけて再び円高ドル安が進み、一時104円台となったが、米信用不安の解消に伴い、足許では再び円安方向に戻している。一方、対ユーロ・レートでは概ね1ユーロ＝160円台後半という円安ユーロ高の状態が続いている。なお、基本的に為替相場は今後の金融政策の方向性に対する思惑などといった「金利格差」要因が主役である構図には変化は見られていない。

こうした観点から先行きの為替変動について考えていくと、まず、米国では、景気減速懸念が継続する中、インフレ懸念の高まりから年末あたりでの利上げ転換を織り込む動きも引き続き残っている。一方で、景気減速が続く中での利上げは困難との見方も根強い。また、日銀は当面は利上げができる環境にはないとの見方が広まっている。一方、7月に利上げを断行したECBであるが、ユーロ圏経済も景気減速感が強まるなど、今後の利上げのペースが早まっているとは思えない。

以上を考慮すれば、対米ドル・レートは基本的には現状水準で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。
(2008.7.28現在)

③外国為替市場

3月中旬に一時1ドル＝95円台まで円高が進行した円レートは、その後反転し、6月中旬から下旬にかけては108円を中心とした展開となっていた。そこに、米サブプライム問題に伴う信用収縮懸念が再燃、7月



情勢判断

海外経済金融

危機管理対応のもと、金利を動かさない米国FRB

渡部 喜智

要旨

米国政府の政府系住宅金融2社への出資発表等により最悪シナリオは回避され、信用不安は一旦後退した。現状でも高い水準にある物価上昇率が一段上昇し、インフレ予想(期待)の高まりに火が点きかねない状況であるが、住宅や消費などの面で米国景気には先行き下振れリスクが大きい。このため、当面の間、FRBは金融市場の安定化と景気のダウンサイド・リスクに対応した危機管理型の金融政策を続けざるをえないだろう。

政府系住宅ローン証券化機関へ政府出資

米国の住宅ローン残高は、08年3月末で12.1兆ドル(約1270兆円)。そのうち、政府系の証券化機関である連邦住宅抵当金庫と連邦住宅貸付抵当公社が証券化し保証ないしは保有するものは、合計で5.1兆ドルにのぼる。両社は米国の住宅金融の正に基軸であり本丸といえる存在だ。

7月上旬に出た、この両社が「資本不足に陥る」とする証券会社のレポートが端緒になり、両社の株価が2週間で6割超急落するなど信用力が動揺することとなった。さらに信用懸念が広がり、一部では米国債の信用力さえも不安視(最高格付けの引下げ)する動きが見られた。

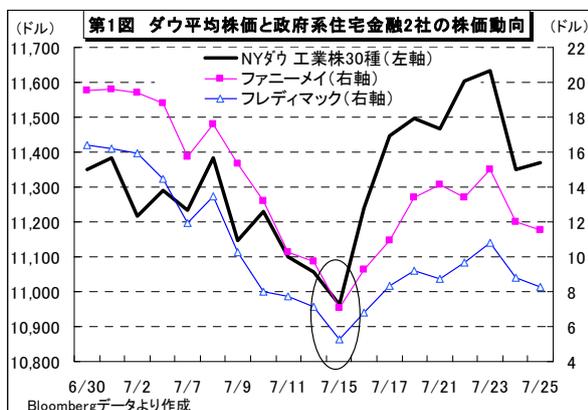
このような市場の信用不安に対し、財務省は7月13日に両社への政府出資を発表するとともに、連邦準備制度(FRB)は公定歩合貸出の実施を表明した。ただ、週明け14日には大手住宅金融グループの地銀の破綻が判明し、史上三

番目の大型の銀行倒産となったため、市場には警戒感が残り、株価は金融セクターを中心に軟調な展開が続いた。ダウ平均株価は、15日には2年ぶりに11,000ドルの大台を割り込んだ。しかし、当局の市場安定化のための危機管理が適切に行われているとの見方が強まったことや、一部を除けば4~6月期の金融機関決算が市場予想を上回る結果だったことなどから、市場関係者の心理は好転し、16日から株価は戻し歩調となった(第1図)。

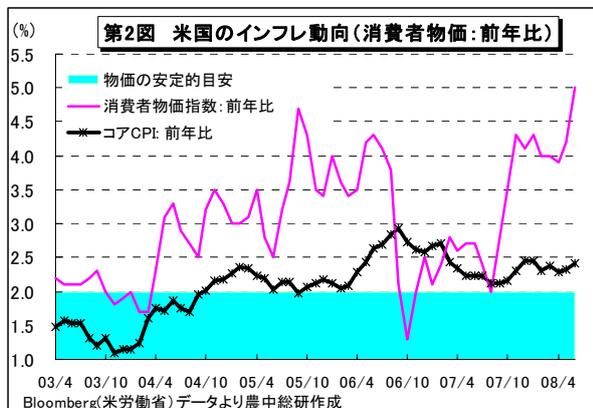
しかし、バーナンキFRB議長が議会証言で述べたように、金融市場は「緊張」下にあり金融不安が根強い現状では、年内の利上げシナリオは見えない。さらに、同議長が議会証言で述べたように、高水準にある物価上昇率が一段上昇しインフレ予想(期待)に火が点きかねない状況である一方、米国景気には先行き下振れリスクがある。米国の経済・金融は問題山積であり、FRBは難しい舵取りを余儀なくされている。以下では、様々な問題を抱え、当面の間、危機管理対応のもと政策金利を動かさない状況にある米国の現状を見ていくこととしたい。

消費者物価の上昇は危険水準だが・・・

6月消費者物価(CPI)は前月比+1.1%上昇し、前年同月比で+5.0%と91年5月以来の高水準となった。また、需給を反映したインフレ



圧力の強さを示す、食品・エネルギーを除いたコア CPI も前月比+0.3%上昇し前年同月比+2.4%となり、FRBが物価安定の目安とする2%を継続的に上回っている（第2図）。

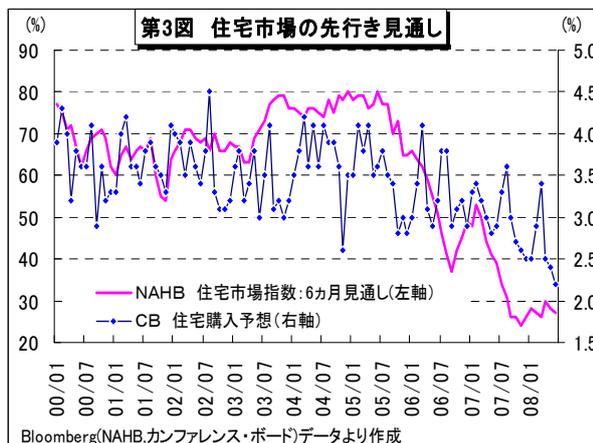


7月のミシガン大学・消費者マインド調査でも、1年先消費者物価見通しは5.3%となり3ヵ月連続で5%台に乗っている。石油や穀物など商品市況の上昇による押し上げ部分が多いことも確かであるが、インフレ予想（期待）の高まりは警戒すべき状況にある。

景気の下振れリスクに注意

これだけ物価上昇が高いと、FRBはインフレ予想の高まりがもたらす弊害予防の観点から、利上げの必要性を説くのが通例だ。しかし、7月15日にFRBから議会へ提出された「金融政策レポート」において、多くのFOMCメンバーは景気のダウンサイド・リスクとそれに連動した失業率の上昇リスクを先行きの大きな問題としている。以下、景気の課題を述べたい。

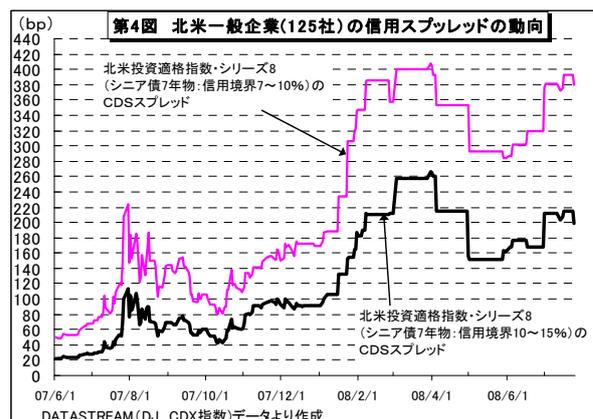
まず、住宅市場の調整の目途が見えてこない



ことである。全米住宅建設業協会（NAHB）「住宅市場指数」の先行き見通しやカンファレンス・ボード（CB）の住宅購入予想の低下が続いており、先行きの住宅需要の低迷とそれに伴う住宅価格の下落進行の可能性を示している。

消費者心理の悪化も深刻である。ミシガン大学の消費者信頼感指数、特に将来指数は79年7月以来の最低水準に接近している。6月小売売上は減税の還付があったにもかかわらず、全体で前月比+0.1%増、自動車を除く小売売上高も前月比+0.8%増と予想を下振れするとともに、5月に比べ伸びが鈍化した。消費者がお金を使うことに慎重になっている可能性がうかがえ、減税の還付効果が消える秋口以降は、消費抑制が一段と表面化するリスクがあるだろう。

また、信用収縮の再燃からも目が離せない。



FRBの「貸出基準調査」によれば、貸出態度は住宅ローン、商工ローンを問わず厳しい。このような量的な面からの逼迫に加え、信用リスクに対する過剰反応で信用スプレッドが拡大し、それによる金利上昇も生じている（第4図）。借入や資本市場を通じた資金調達の圧迫・困難化が設備投資や消費与える悪影響が懸念される。

FRBは当面、金融市場の安定と景気のダウンサイド・リスクに対応した危機管理型の金融政策を続けると予想する。金利先物などには年明け前後の利上げを織り込む動きも見られるが、先行き景気悪化が明らかになった場合には、市場にはむしろ利下げ期待が浮上する可能性も皆無ではないだろう。（08.7.25）

原油市況

原油価格（WTI 期近・終値）は、ドル安ヘッジ目的の原油買いや供給不安などにより7月初めに1バレル＝145ドル台まで上昇し、最高値を更新した。その後は需要の下方修正などを材料に120ドル台に下落したものの、米国の原油在庫動向のほか、産油国の生産懸念なども強く、高止まりしている。

米国経済

米国では、住宅市場の調整が続く一方、雇用環境や消費者マインドの悪化など先行き不透明感が強まっている。その一方で、消費者物価は91年以来の前年比5%と高水準に上昇している。また、サブプライム問題に伴う金融機関の損失拡大が信用懸念をかきたて、政府系住宅金融公社2社の経営不安を高めるに至った。これに対して米政府は7月13日、政府による出資など支援策を打ち出し、金融システム不安は一旦後退した。しかし、引き続き金融市場の不安定要因は多く、米FRBは難しい舵取りを求められている。

国内経済

わが国では、雇用環境や輸出に弱い動きが見られる。日銀短観の6月調査では、事前予想ほどではなかったが、景況感は引き続き悪化した。5月の鉱工業生産指数（確報値）は前月比+2.8%と3ヶ月ぶりに上昇したが、先行きは一進一退で推移する見通し。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5月分は、鉄鋼業などからの大型受注により前月比+10.4%と大幅増加した。しかし、原材料価格上昇などが企業収益を一段と悪化させる可能性に加え、先行き景気不透明感から設備投資が手控えられる懸念がある。

金利・株価・為替

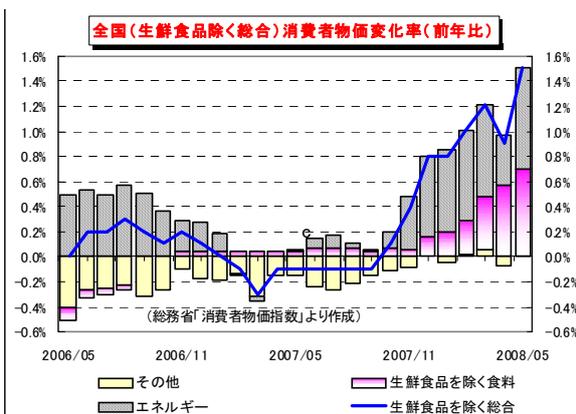
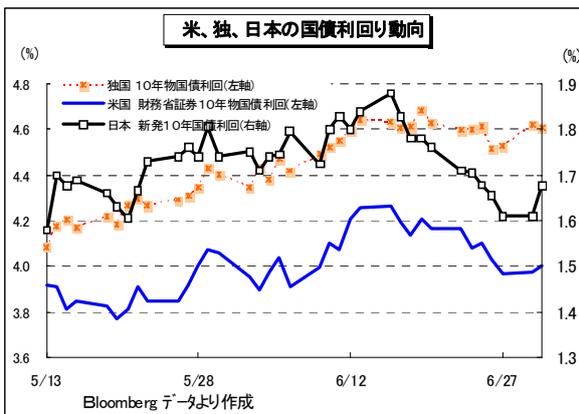
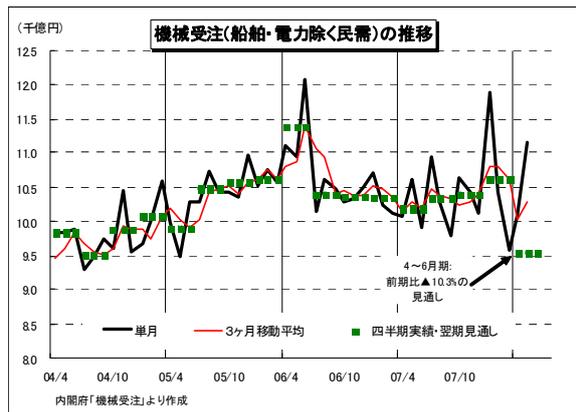
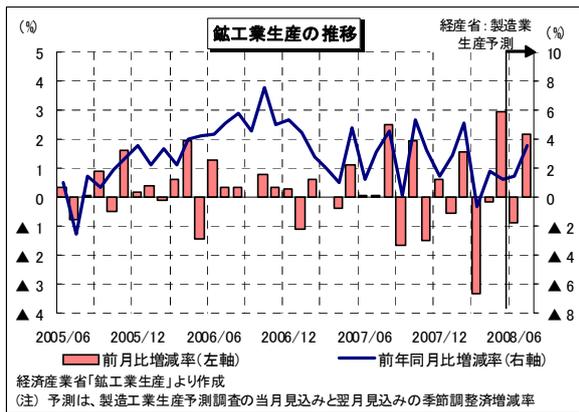
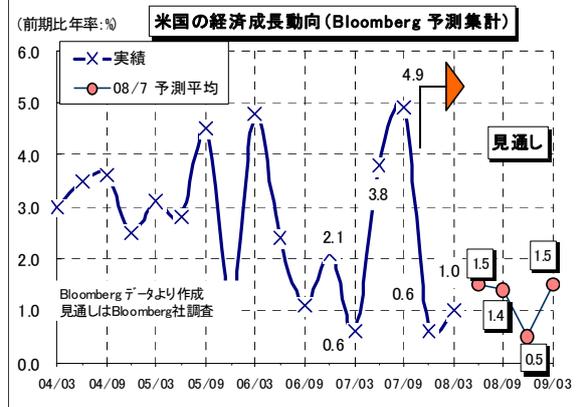
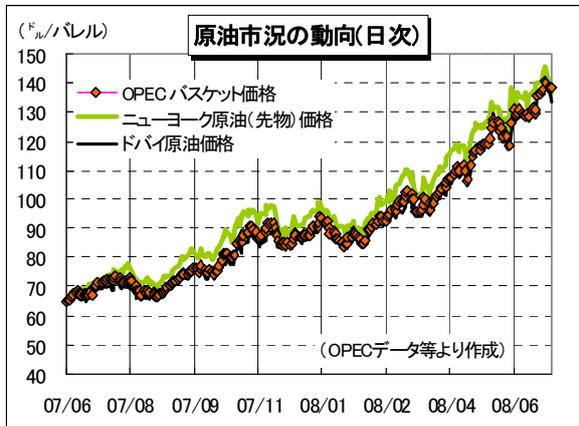
外為市場では、3月中旬に一時1ドル＝95円台まで円高が進行した後に反転し、6月中旬から下旬にかけては108円台で推移した。しかし、米サブプライム問題に伴う信用懸念が再燃し、7月中旬にかけては一時104円台と再びドル安となった。その後は米信用懸念の解消から円安方向で推移している。ユーロ・ドル相場は、7月に欧州中央銀行が利上げを実施したが、その後については当面据え置かれるとの見方からユーロ高が一服し、1ユーロ＝1.57ドル近辺で推移している。日経平均株価は、3月中旬に1万1,700円台となった後、一旦持ち直したものの、業績悪化懸念や世界的な株価の下落基調から7月中旬に1万3,000円を割り込む水準まで下落した。日本の長期金利の目安である新発10年国債利回りは、6月中旬に一時1.895%まで上昇したが、7月中旬にかけては世界的な株安などもあり1.5%台半ばまで低下した。

政府・日銀の景況判断

政府は7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」と据え置いた。先行きについては、米国の景気後退懸念や原油価格動向などから「下振れリスクが高まっている」としている。

一方、日銀は7月の景況判断を「エネルギー・原材料価格高の影響などから、さらに減速している」と下方修正した。ただし、先行きは「当面減速が続くものの、その後次第に緩やかな成長経路に復していく」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。（08.7.24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)

依然として脆弱なままの中小企業の財務状況

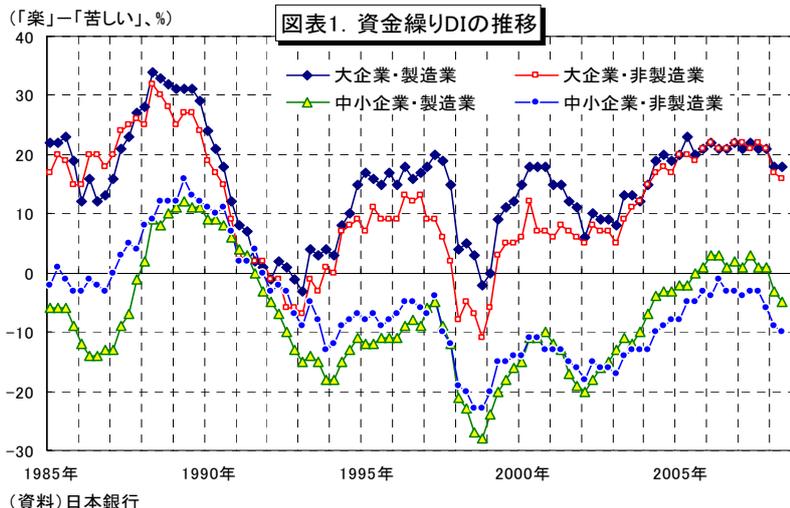
南 武志

日本経済が苦しんだ不良債権問題は「銀行業を中心に峠を越し、金融システムの健全性は達成された」との見方が根強いが、中小企業の資金調達には依然として困難さが付随しているのは間違いない。

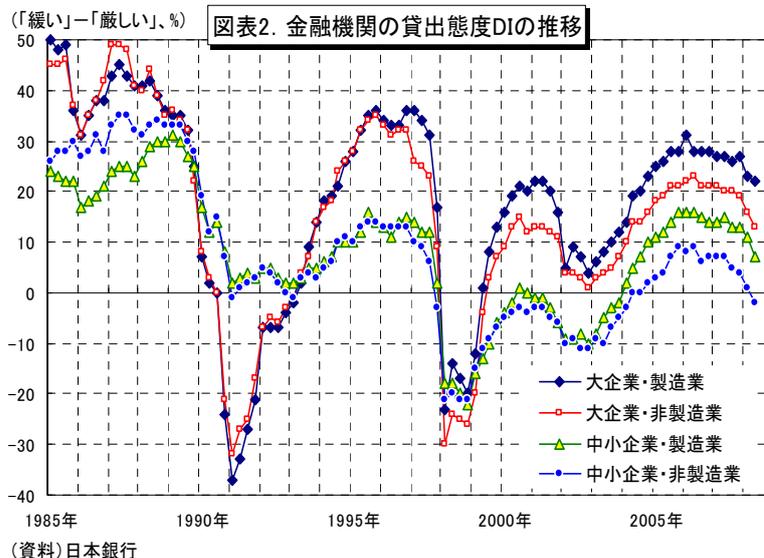
以下では、最近の中小企業を取り巻く金融環境について取り上げてみたい。

中小企業金融の動向

まず、中小企業サイドが、資金繰りや金融機関の貸出態度についてどのように感じているのかを見てみよう。図表1は、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」（以下、「短観」）における規模別・業種別の資金繰り



り判断DIの推移である。中小企業は業種を問わず、大企業と比べて資金繰りについて苦しいと感じているのは明白であるほか、特に非製造業においてバブル崩壊後はDIの値がマイナス（つまり、「苦しい」とする企業が「楽」とする企業よりも多い状態）の状態が続いていることが特徴といえるだろう。



次に、同じく短観の金融機関の貸出態度に関するDIを見てみよう（図表2）。大企業と中小企業を比較すると、80年代末から90年代初頭、および98年前後を除けば、大企業のほうが中小企業よりも金融機関の貸出態度が「緩い」と感じている傾向がある。なお、大企業が中小企業よりも金融機

図表3. 大企業の負債構造

	1975年度	1985年度	1995年度	2006年度
総資産	145,958	292,924	560,405	657,179
負債	122,681 ((84.1))	224,162 ((76.5))	403,112 ((71.9))	398,326 ((60.6))
流動負債	79,008 (64.4)	143,316 (63.9)	228,301 (56.6)	223,829 (56.2)
企業間信用	32,187 (26.2)	52,404 (23.4)	76,775 (19.0)	85,636 (21.5)
金融機関借入金	26,388 (21.5)	52,515 (23.4)	75,034 (18.6)	42,911 (10.8)
その他借入金	18,423 (15.0)	35,888 (16.0)	72,636 (18.0)	90,676 (22.8)
引当金	2,010 (1.6)	2,510 (1.1)	3,856 (1.0)	4,605 (1.2)
固定負債	43,673 (35.6)	80,846 (36.1)	174,810 (43.4)	174,497 (43.8)
社債	6,487 (5.3)	22,713 (10.1)	54,309 (13.5)	42,937 (10.8)
金融機関借入金	29,958 (24.4)	40,771 (18.2)	78,186 (19.4)	67,719 (17.0)
その他借入金	3,277 (2.7)	6,460 (2.9)	24,122 (6.0)	39,582 (9.9)
引当金	3,951 (3.2)	10,903 (4.9)	18,193 (4.5)	24,260 (6.1)
資本	21,173 ((14.5))	68,714 ((23.5))	157,099 ((28.0))	258,604 ((39.4))
(別掲)金融機関借入金	56,346 (45.9)	93,286 (41.6)	153,221 (38.0)	110,630 (27.8)
(別掲)有利子負債残高	64,850 (52.9)	118,951 (53.1)	220,870 (54.8)	178,249 (44.7)

(資料)財務省「法人企業統計年報」

(注)単位:10億円、(())内は総資産に対する比率。()内は負債に対する比率。
大企業は資本金10億円以上と定義した。

関の貸出態度が「厳しい」とした期間のうち、前者は総量規制の影響、後者は大手銀行の経営破綻の影響が強く出たものと推察される。なお、中小企業については80年代後半まではDIがプラスで推移した一方で、90年代に入るとDIの値は徐々に低下していき、98~2003年にかけてはマイナス状態(金融機関の貸出態度が厳しいと感じる企業が多い状態)で推移した。その後は小幅プラスに転じたものの、最近(08年6月時点)は再びマイナスになっている。

以上の結果は、中小企業金融公庫「中小企業景況調査」などの結果とも整合的であり、資金調達環境が厳しいと感じる中小企業がこのところ急速に増加する傾向にあることには留意する必要があるだろう。

中小企業のバランスシート

次に、中小企業のバランスシートを見よう。中小企業といっても、規模の大小による格差が大きいことが知られており、一括りで語るのはやや危険な面もあるが、

図表4. 中小企業の負債構造

	1975年度	1985年度	1995年度	2006年度
総資産	124,750	313,752	617,002	539,131
負債	105,982 ((85.0))	271,219 ((86.4))	543,492 ((88.1))	398,463 ((73.9))
流動負債	78,719 (74.3)	183,056 (67.5)	305,648 (56.2)	205,104 (51.5)
企業間信用	40,222 (38.0)	82,865 (30.6)	104,538 (19.2)	76,213 (19.1)
金融機関借入金	20,064 (18.9)	57,272 (21.1)	105,801 (19.5)	48,384 (12.1)
その他借入金	16,008 (15.1)	39,516 (14.6)	91,024 (16.7)	78,254 (19.6)
引当金	2,425 (2.3)	3,403 (1.3)	4,285 (0.8)	2,254 (0.6)
固定負債	27,263 (25.7)	88,162 (32.5)	237,844 (43.8)	193,359 (48.5)
社債	20 (0.0)	35 (0.0)	1,083 (0.2)	5,887 (1.5)
金融機関借入金	18,752 (17.7)	61,209 (22.6)	177,863 (32.7)	121,011 (30.4)
その他借入金	7,382 (7.0)	23,907 (8.8)	54,961 (10.1)	59,716 (15.0)
引当金	1,109 (1.0)	3,012 (1.1)	3,937 (0.7)	6,745 (1.7)
資本	17,755 ((14.2))	42,533 ((13.6))	73,502 ((11.9))	140,646 ((26.1))
(別掲)金融機関借入金	38,817 (36.6)	118,481 (43.7)	283,664 (52.2)	169,394 (42.5)
(別掲)有利子負債残高	47,241 (44.6)	141,579 (52.2)	338,449 (62.3)	248,860 (62.5)

(資料)財務省「法人企業統計年報」

(注)単位:10億円、(())内は総資産に対する比率。()内は負債に対する比率。
中小企業は資本金1億円以下と定義した。

そのことを念頭に置きつつ、以下では法人企業統計年報を用いて中小企業の財務状況を見ていきたい。図表3は大企業（ここでは資本金10億円以上と定義）、図表4は中小企業（同じく資本金1億円以下と定義）について、負債構造を中心に見たものである。

特徴的なことは、中小企業の自己資本比率の低さと、その裏返しともいえる高い金融機関借入金依存度の高さである。自己資本比率が低い要因としては、生産性が低い企業が多く、内部留保にまわす資金に乏しいということもあるが、中小企業には所有と経営が一体化している企業も多く、オーナー経営者一族以外からの出資を増やすなど、財務指標の向上にあまり熱心ではないといった指摘もある。更に、本来は個人事業主として経営することが望ましいとしても、税制の歪みによって、節税目的で有限会社等が設立されるという「法人成り」が小規模企業で広く観察されるということ（注1）や、留保金課税制度（注2）、中小企業優遇措置（注3）などが過小資本問題の一因となっているとする意見もある（鹿野（2008））。いずれにせよ、自己資本は経営悪化時のバッファーとなりうるため、それが不足した状況が継続すると企業倒産の可能性を高めることにつながってしまう。

また、総資産に対する負債比率は大企業が75年度の84.1%から06年度には60.6%へ低下しているのに対し、中小企業は75年度の85.0%から06年度には73.9%までしか低下していない様子も観察できる。更に、金融機関からの借入金（対負債比率）についても、大企業では75年度の45.9%から06年度には27.8%へ低下するなど、大きく

下がっているのに対し、中小企業では75年度の36.6%から95年度には52.2%へ上昇し、06年度にようやく42.5%に低下するなど、金融機関への依存度は高いままである。さらに、大企業では負債全体の1割近くを社債が占めているのに対し、中小企業ではたかだか1.5%（06年度）しかないのも特徴的である。有利子負債残高（短期・長期借入金と社債の合計）の対負債比率も大企業は緩やかに低下しているのに対し、中小企業ではむしろ徐々に高まる傾向にある。また、受取手形・売掛金といった企業間信用も、大企業では一定の比率で推移してきたが、中小企業は趨勢的に低下していることも特徴的である。

（注1）06年5月1日に会社法が施行されたことにより有限会社法は廃止され、新たな有限会社設立は不可能となっている。また、施行時に存在していた有限会社は自動的に株式会社に移行されている（例外として特例有限会社がある）。

（注2）同族会社の内部留保金（利益積立金）に対して10~20%の追加課税を行う制度。

（注3）資本金1億円以下の企業を対象に、800万円以下の所得金額に対する法人税率を22%（基本税率30%）に軽減する措置。

求められる資本不足の解消

拙稿『中小企業金融を中心とする銀行貸出を巡る動向』（本誌04年10月号）では、中小企業が抱える「根雪的」とも称される債務は擬似エクイティ的な性質を持っていることを考慮すれば、「中小企業向け融資を専門とする新銀行を創設するより、シーズ・エンジェル向けの資金供給の強化やベンチャー・キャピタルやプライベート・エクイティなどといった形態による中小企

業・中堅企業向けの資金供給手法の発展が望ましい」と指摘した。04年には新銀行東京が石原・東京都知事の肝煎りで設立され（2005年開業）、「無担保・無保証」の融資によって資金調達に悩む中小企業のサポートを行うことを経営理念としていたが、なかなか赤字決算から脱却できず、08年に入って経営危機が話題となったことは記憶に新しい。それだけ中小企業金融は貸し手側から見て難しいということであろう。なお、この新銀行東京の経営不振の主因としてクレジット・スコアリング・モデルの活用など先進的手法の限界を指摘する意見もあったが、この件について安易に結論づけるのは避けるべきであろう。

金融庁は金融システムを健全化するにあたって、地域金融機関に対してリレーションシップ・バンキングの機能強化を求めたが、それは同時に「負債を通じた規律付け」によって中小企業の経営再建、ひいては地域経済・社会の発展を促すことを期待したものであった。一方で、複線的金融システムの一端を担っていたと捉えることもできる公的金融システムの規模縮小が既定路線となっているなか、それを代替するルートとして市場型間接金融の構築に向けた取り組みが提唱されてきたものの、中小企業金融に関しては十分に機能するには至っていない。

繰り返しになるが、サポートを特に必要としない中小企業もある一方で、何らかのサポートを不可欠とする中小企業も少なからず存在しているのが現状ではあるが、そのサポートはあくまで中小企業の自立を促すものでなくてはならない。そういう視点からは、歪んだ税制度の適正化などを通じ

て欧米の中小企業と比較してあまりに過小な自己資本を充実させることも必要であろう。と同時に、動産や売掛債権などを担保とする貸出や東京都債券市場構想で発行されているようなCLO・CBOなどによる資金調達手法の拡充・多様化も推進して行くべきであろう。

【参考文献】

- 小野有人（2007）、『新時代の中小企業金融』、東洋経済新報社
- 鹿野嘉昭（2008）、『日本の中小企業』、東洋経済新報社
- 南武志（2004）、「中小企業金融を中心とする銀行貸出を巡る動向」、金融市場 2004年10月
- 吉野直行、土居丈朗、藤田康範（2006）、『中小企業金融と日本経済』、慶応義塾大学出版会

地域銀行の個人預り資産業務の動向

田口 さつき

07年度は、金融機関の個人預り資産業務にとって様々な外部環境の変化や制度変更によりさらされた年だったといえる。まず、団塊世代が旧定年法における退職年齢である60歳を迎え、彼らの退職金の運用ニーズが本格化した年であった。一方、下期以降は、米サブプライム問題の広がりに伴う株価下落や金融商品取引法（以下、金商法）の完全施行といった要因で投資信託（以下、投信）の販売が落ち込むなど逆風が強まった。また、07年10月の郵政民営化も節目の一つとなった。

地銀、第二地銀（以下、地域銀行）は、このような外部環境の変化の影響にかかわらず、個人預り資産業務拡大に向けた取組を続けている。以下では、地域銀行の投信販売を中心とする個人預り資産業務の動向についてまとめてみたい。

投信販売の伸びにブレーキが

まず、07年度について全体での動きを整理しよう。預金残高は、地域銀行全体（速報ベース）で前年比+1.3%増であった。個別にみると、約8割の地域銀行が前年比プラスであった。残り約2割は、経営統合による店舗の統廃合などが影響し、預金残高全体は伸びていないものの、個人部門の預金残高は前年比プラスだった。このように個人の預金残高が増加した理由として、地域銀行としては団塊世代の退職金や郵便貯金からの流入と説明している。

一方、07年度末の地域銀行の個人投信預り資産残高は、前年比▲3%程度の減少と

なった。

概ね07年度上期までは前年比2桁以上の伸びをしていたが、下期は軒並み前年比マイナスとなった。冒頭でも触れたように9月末の金商法の完全施行を受け、投信販売に当たっての説明責任義務の徹底や適合性確認のための顧客対応が厳格化された。また、株価下落などの相場環境悪化の下、顧客の安全志向が強まった。これらにより投信販売は伸び悩んだ。株価下落や円高は投信の基準価額を下落させ、残高の目減り要因となった。

この結果、約7割の地域銀行で個人投信預り資産残高が前年比マイナスとなった。ただし、地域銀行の決算説明会などでの話しによれば、時間の経過とともに、金商法の対応も浸透し、投信販売自体は回復傾向をみせているとのことである。

個人預り資産業務の進展

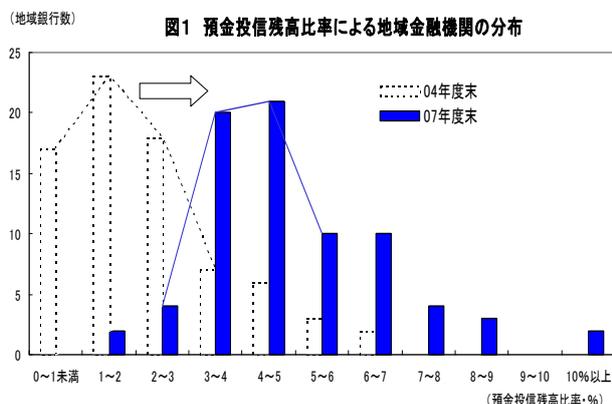
そもそも、なぜ銀行業界が個人預り資産業務を近年強化しているかといえば、国内での有望投資先が限られ、いわゆる「金余り」状態に陥っていることが背景にある。このような中で、貸出競争は厳しく、思うように預貸利鞘が拡大しない状況が続いている。そのため、個人預り資産業務などによって得られる手数料収入を増やしたいとの指向が銀行業界全般に強い。

ここで預金に対しての個人投信預り資産残高の比率（以下、預金投信残高比率（＝個人投信預り資産残高÷預金残高）という）を用い、地域銀行の個人預り資産業務の進展

状況をみてみよう。

同比率は、04年度末（05年3月末）は平均2.2%だったが、07年度末（08年3月末）には平均4.9%となった。わずか3年間で、2.7%ポイントほど上昇している。

図1に示されるように、04年度末にはほとんどの地域銀行が預金投信残高比率0～3%であったが、07年度末には、中央値が3～5%へシフトし、かつ、その裾野も広がり、地域銀行間でも明確な差ができてきた。なかには、これまでの取り組みが奏効し、10%を超える地域銀行も2行存在する。



個人預り資産業務拡大に向けた取り組み

前述のように、地域銀行は、逆風が吹く中でも預り資産業務の拡大に向け、チャネルの整備など着実に布石を打っている。

まず、店舗については、ローカウンターやあるいは相談ブースといった、相談のためのスペースの設置が進んでいる。なかには、すでにほぼ全店に設置が完了している地域銀行もある。また、年金から資産運用まで幅広い相談を担うための個人特化店舗も珍しくなくなってきた。

次に、預り資産業務推進の専担者の積極的な増員が計画されている。一般的に、地

域銀行では、本部に個人預り資産専門の部署を設け、そこに証券会社出身者等を集め、各店舗の渉外とともに推進を行ってきた（注1）。しかし、近年では、その渉外による販売に加え、窓口販売を積極化しようとする地域銀行もでてきている。その理由としては、「渉外による富裕層向けの販売が一段落したこと」や「行内で預り資産業務が担える人材が充実してきたこと」などがあるようだ。その一方、顧客ニーズをきめ細かく汲み取り丁寧な対応を行うためにあえて渉外中心の販売を続ける地域銀行もあるなど、預り資産業務への戦略の違いも現れてきている。

加えて、インターネットによる投信販売も普及してきている（表1）。当総研の調べによれば、07年1月には、地域銀行の18行がインターネットで投資信託を販売していたが、08年3月末には25行に拡大している（注2）。なお、今後実施予定と答えた地域銀行は6行、検討中は34行にのぼるなど、関心の高さがうかがえる。

すでにインターネットによる投信販売で先行している銀行によれば、「平日に忙しい資産形成層を取り込めた」「マス層を対象に投信販売ができる」「金融商品が魅力的であれば、他地域の顧客も新規開拓できる」などの効果が見込めるという。

また、投信販売全体におけるインターネット販売は、「10%未満」という地域銀行（回答したのは21行）は13行と約半数に近いものの、「10%以上 20%未満」という銀行

表1 投資信託のインターネット販売実施状況

	2007年1月	2008年3月末
地銀	18	23
第2地銀	1	2
計	19	25

農中総研調べ（07年1月時点）、ニッキン投資年金情報（第514号）

も7行ある。また、「20～30%未満」という銀行も1行あり、インターネットが重要な販売チャネルとなる可能性を示している(表2)。ただし、金商法の対応やセキュリティ管理の徹底ができるシステム対応能力などがあることが条件となるのはいうまでもないだろう。

なお、静岡銀行に続き、八十二銀行などのように地場証券会社を子会社化し、その店舗でよりリスクの高い金融商品の販売を行う銀行も現れてきた。

表2 投信販売全体におけるインターネット販売の比率

	5%未満	5%～10%未満	10%～20%未	20%～30%未
地銀	6	5	7	1
第2地銀	1	1	0	0
計	7	6	7	1

ニッキン投資年金情報(第514号)

(注1) 詳しくは渡部喜智、田口さつき、古江晋也「家計の金融資産選択の変化と金融機関の対応」『農林金融』2007年4月号、農林中金総合研究所

(注2) 『ニッキン投資年金情報』第514号、株式会社 日本金融通信社、2008年6月9日

今後の方向性

先行きを展望すると08年度に入っても株価が低調であり、個人預り資産業務においては厳しい環境が続いている。

地域銀行は、08年度も投信販売が伸び悩むと見込んでおり、なかには、計画を下方修正した銀行もある。しかし、そういう環境下でも個人預り資産業務拡大のための施策を続ける方針を維持している。これは、前述のとおり、地域銀行が、貸出競争が引続き厳しく資金利益の伸びが難しいという見通しの下、確固たる収益の柱として個人預り資産業務が育つことを期待しているためである。

そして、当面は、保険、とくに07年12月に解禁となった医療保険やがん保険などの販売に進出し、強化する姿勢を強めている。これは、取り扱える金融商品の幅が広がったことで顧客のニーズに合わせた資産運用のサポートができるようになったことに加え、既存の個人預り資産業務体制を活用できるとの目算があると思われる。

さらに、投信販売において厳しい環境下にありながらも、地域銀行の中には、「あらかじめ投信販売時にリスクについての説明をしっかりと行う」、「市場の急変時に顧客への情報提供を行う」などの対策を小まめに行った結果、顧客の信頼を維持している銀行がある。このような努力の積み重ねが、今後の業績の差となって現れてくるものと思われる。

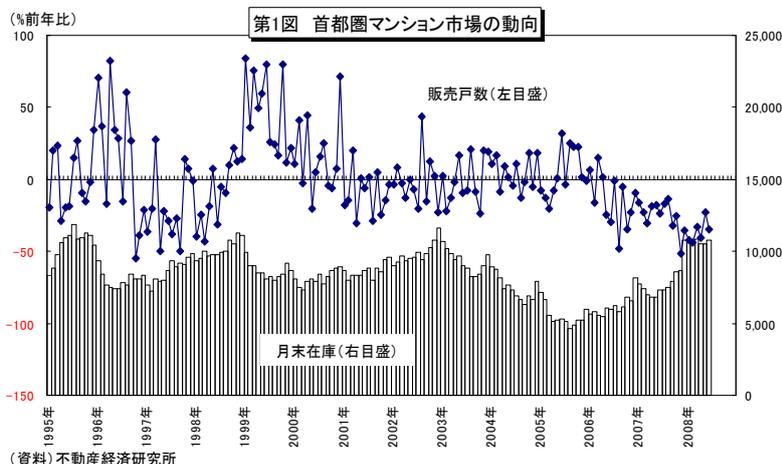
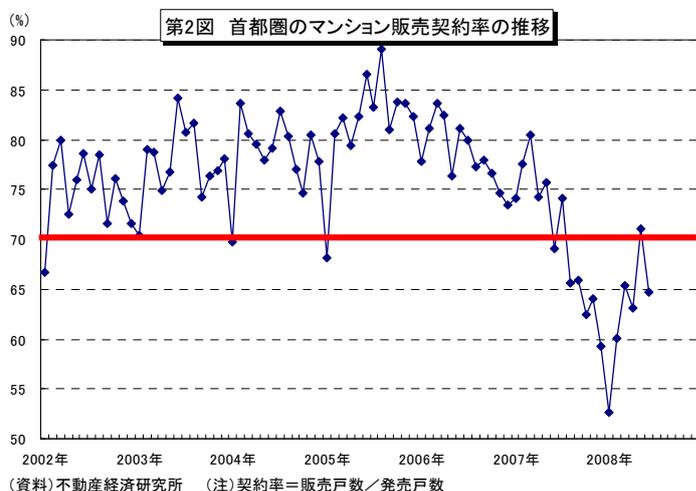
首都圏のマンション販売の状況

木村 俊文

07年度の新設住宅着工戸数（国土交通省）は、改正建築基準法が07年6月に施行されたことによって生じた混乱もあり、前年比▲19.4%の103.6万戸と激減し、07年度の実質経済成長率を▲0.4%ptも押し下げる効果をもたらした。その後、着工戸数は持ち直しの動きも見られたが、落ち込む以前の水準（年率125万戸前後）を回復するには至っていない。

低迷が続くマンション販売

前述した法改正に伴う一時的な混乱が解消されれば、住宅着工は元の水準に回復し、マンションなど分譲住宅の販売にも活気が戻るとの見方も少なくなかった。しかし、直近のマンション販売の動向を見ると現実にはそのようにはなっておらず、購入者サイドにも何かしらの変化があったと思われる。



不動産経済研究所が毎月発表する「首都圏マンション市場動向」によると、08年6月の首都圏の発売戸数は前年比▲30.0%の4,004戸と、10ヶ月連続で前年実績を下回った（第1図）。一方、発売した戸数に占める実際に売れた戸数の割合を示す契約率は64.7%と、好不調の目安である70%を2ヶ月ぶりに下回った（第2図）。07年7月以降の契約率がおおむね70%以下で推移してきたことを考慮すれば、いまだに低水準の域を脱していない。また、08年上半期（1～6月）の発売戸数は前年同期比▲23.8%の2万1,547戸にとどまっており、これを受けて同研究所は08年の供給見通しをこれまでの5.4万戸から4.9万戸に下方修正した。

価格上昇で購入意欲が減退

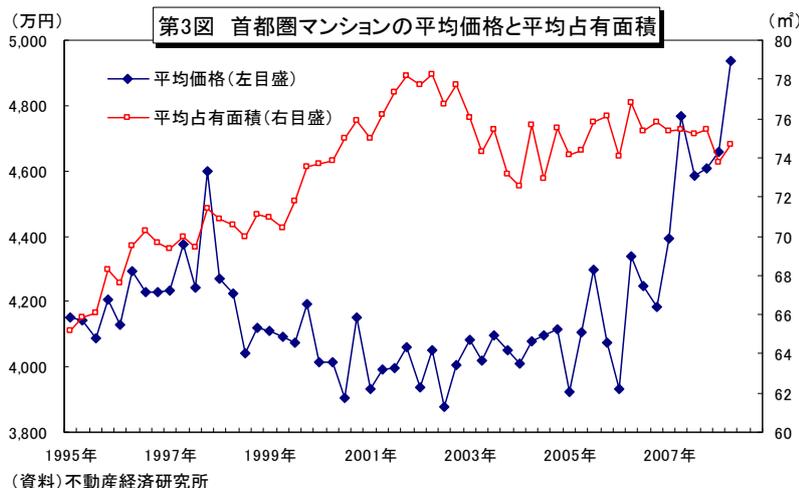
同研究所によれば、こうした新規発売戸数が落ち込んだ原因は、売れ行きの鈍化を受け、デベロッパー各社が新規供給を抑えて在

庫処理に注力していることに加え、改正建築基準法による着工激減の影響がタイムラグを置いて本格的に出始めたことにあるという。

この2～3年で、首都圏のマンションの平均価格は約2割上昇した一方で、平均占有面積は徐々に縮小するなど、販売されているマンションの条件は劣化しているように見える（第3図）。

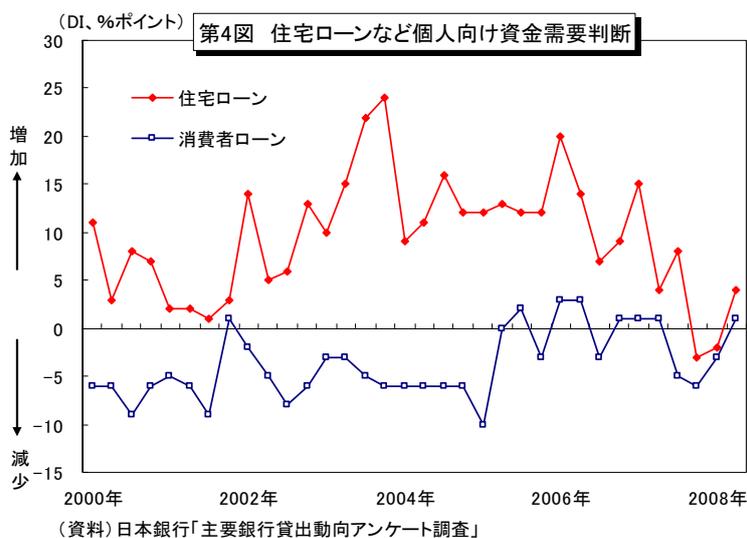
都心部を中心に地価が上昇してきたが、それによって用地代も高まっている。さらに、鋼材やコンクリートなど建築資材の上昇も加わった。建設工事費デフレーターによれば、非木造住宅の建築費はボトム（03年頃）から約1割上昇している。こうした要因からマンション販売価格は値上がりしており、購入希望者の購買意欲が減退しているものと思われる。

一方で、業者サイドとしては、マンション需給の悪化が改善しないなかでは、発売



戸数を抑制する動きを続けるものと考えられる。一部には、売れ残ったマンションの価格を大幅に引き下げる動きも見られ、首都圏のマンション市況は値崩れが避けられないとの報道もあるが、こうした売れ行き不振は当分残るものと思われる。以上のようなマンション価格の上昇により、割高感が出ている傾向は他の大都市圏でも共通している。なお、最近はマンション業者の倒産も増える傾向にあり、その経営環境は予断を許さない状況にある。

マンション販売は不調の状況が続くと考えられるが、それは当面の住宅ローン低迷を意味する。日本銀行「主要銀行貸出動向アンケート調査（7月）」においても、傾向的に住宅ローン需要が鈍っていることが窺える（第4図）。このため首都圏や他の大都市圏では、金融機関の住宅ローン貸出の伸びが鈍化する可能性もあり、その動向には注意が必要であろう。



海外の話題

大人の国

農林中央金庫 前ロンドン支店長 中山 昌 生 (現 資金為替部長)

先日ロンドン郊外の日系ゴルフ場Bへ出かけたところ、ドライバーレンジ（練習場）がクローズしている。なんでもここのところの多雨で近くを流れる川が増水して危険な状態となり、当局が堰を開いて水を逃がした結果、練習場が水没したのだという。都心から車で30分足らずの場所でそんなことが起こるのもこの国ならではと思うのだが、面白かったのはそこから。支配人氏がこぼして言うには、「これは損害賠償ものだと勢い込んで当局へ抗議したところ、『コースが水に浸かって営業できないわけでもないのにうるさく言うな』と、全くとりつくしまもない対応。そこで従業員に当り散らしたのだけど、皆『やむを得ない事で、こんなことでうるさく言うのは大人気ない』と冷ややかな反応で、苛立っている私のほうが浮いてしまった」のだという。

細かなことにとらわれない大らかな国民性なのだととらえることはできるだろうが、フェアであることを大切な社会規範にしている英国人は、事の次第によっては相当瑣末と思えることにもこだわりを見せる。私はこの話を、社会的な利益と個人の利害の調整の最前線でおこる象徴的な出来事として聞いた。堰を開いて水を逃がすことが社会としてやむを得ないことならば、そのために自分が不利益をこうむったとしても、それが相応に大きなものでもない限りそれを居丈高に主張することを好ましくないとする一種のセンスが、この国の人々にあるのではないかと思われる。それぞれが自分勝手なことを言っていたら埒があかない、調整コストはかさばる一方だと。

もうひとつ、これは以前にも紹介した話で恐縮だが、某日系企業がロンドンに自社ビルを建てることになり、建築許可を取るため設計図を当局に提出したところ、担当官が「この通りの建物は表面がレンガでなければ許可できない」という。確かに両隣はレンガ造りの建物なのだが、その先には石造りのビルもあるのだが、レンガでなければダメなのだ。仕方なく当初の立派な石造りをレンガに変えて再提出したところ、今度は「この設計だと通りが暗くなるからもっとセットバックしなければ許可できない」という。当然法令に適合して設計はなされているのだが。

「決めることができる一人を決めるのが民主主義」という話が思い起こされるが、このようにある職責に相当の裁量権限を与えるのが英国流らしい。許可申請するほうは担当官の気分次第（？）で許可されるかどうかわからないのだからたまったものではないが、一方で一般性が求められる法令で個別の事情を背負っている現実を御しきれないのは当然で、結局裁判官が法解釈を通じて現実妥当性を追及しなければならぬならば、最初から担当官に権限を与えて現実的対応を図るほうが理にかなっているとも思えてくる。

日本の土地利用の混乱や用地確保に手間取り遅々として進まない公共事業を見ていると、もう少し全体利益を優先させる発想が必要と思われる。もちろん今の日本でそのまま役人に強制権限を与えればよいなどと考えているわけではない。まず必要なのは大人の対応の下地となる行政と国民の相互信頼であろうか。