

潮 流

リバース・モーゲージをめぐる新たな動き

常任顧問 田中 久義

最近、金融機関の広告にリバース・モーゲージをよく見かける。

リバース・モーゲージへの取り組みは何度となく行われたが、結果的には、鳴かず飛ばずという状況が続いてきた。このところの広告は、団塊世代のリタイアに焦点をあてたとみられ、この世代がもう一度革新性を発揮することを期待しているようである。

リバース・モーゲージは、まさに「ひっくり返った」貸し付けである。何がひっくり返っているかは、住宅ローンと比較するとよく理解できる。

住宅ローンは住宅など不動産を購入する際に利用される性格上、購入時に全額が借り入れられる。これを借り入れた人は、借り入れ条件に従って、毎月あるいは賞与時に返済してゆく。その結果借入金残高は当初が最も大きく、時間が経つにつれて徐々に減少していく。最終的には残高がゼロとなり、借入者は住宅購入という目的を達成し、住宅ローンはその役割を終える。

リバース・モーゲージの残高の動きはこれとはまったく逆である。借入者は毎月、あるいは一定期間ごとに必要な資金の借り入れを行ない、それにつれて借入残高は増加する。そして、ある時点で全ての借入金が一挙に返済される。ある時点とは借入者の死亡時である。この時点で、担保提供されていた借入者の居宅が売却され、貸付金の元利金が回収されてこのローンの役割が終わる。

わが国のリバース・モーゲージは、地方公共団体の高齢者福祉の一環として取り組まれたが、民間ベースでは信託銀行が自らの不動産事業と絡めて取り扱っていた。その後東北地方のある第二地銀が商品開発を行なって営業ベースに乗せようとしたが、目にみえる成果をあげるにはいたらなかった。

借入者にとってこのローンの利点は、年金生活に入っても資金を調達することができること、自分の家に住み続けることができること、そして償還に際して誰にも金銭的な負担をかけることがないことである。特に最後の点が子供に相続させないことになるため、意識の転換が必要とされた。

また、社会的には、中古住宅が市場に出回ることにより不動産市場が活性化すること、借入者が地域に住み続けることにより地域社会の安定が図られることなどが強調されている。さらに、金融機関にとっては、高齢者との金融取引の厚みを増すことができるうえ、この種の商品の取り扱いがCSRの観点からも有益な取り組みとみられている。

このような商品の取り扱うには、不動産事業についての経験が必要とされるが、それ以外にも必要な機能は多い。その意味ではこれに最もなじみやすいのは総合農協であろう。金融、不動産などの資産管理、デイケアなどの福祉事業や社会活動、これらを一つの事業体のなかで行なっているのはJAしかないからである。

団塊の世代が新しい相続観を打ち出せるか、その変化に総合力をもった金融機関がどのように対応できるかが今後の帰趨を決めることになるだろう。

情勢判断

国内経済金融

物価下落に加え、地価下落も当面の景気下押し要因へ

～注目が高まる追加経済対策の内容と規模～

南 武志

要旨

世界同時不況と金融危機が重なった結果、日本の輸出は大幅な落ち込みが続いている。こうした状況の下、製造業を中心に企業活動の悪化は著しく、家計部門でも雇用悪化を受けて所得環境が厳しさを増している。当面は内外需ともに厳しい状況が続く可能性が高く、景気悪化は10年度半ばまで長引く可能性もあるだろう。また、国際商品市況の下落、さらには需給バランスの大幅悪化により、今後物価下落圧力が強まることが予想される上に、再び始まった地価下落も景気回復の阻害要因となるだろう。

追加緩和策にやや消極的であった日本銀行は、国債買入れ額の増額や主要行の劣後ローン引受けなどを決定したが、先行きの景気悪化やデフレ懸念などを踏まえれば、一段の緩和措置の検討が迫られると思われる。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2009年				2010年	
	3月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	0.097	0.0~0.1	0.0~0.1	0.0~0.1	0.0~0.1	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.668	0.60~0.80	0.60~0.80	0.60~0.80	0.60~0.80	
短期プライムレート (%)	1.475	1.475	1.475	1.475	1.475	
国債利回り	10年債 (%)	1.255	1.00~1.40	1.05~1.45	1.10~1.50	1.10~1.50
	5年債 (%)	0.720	0.50~0.80	0.55~0.85	0.60~0.90	0.60~0.90
為替レート	対ドル (円/ドル)	98.3	85~105	85~105	85~105	90~110
	対ユーロ (円/ユーロ)	133.7	115~140	115~140	115~140	120~145
日経平均株価 (円)	8,488	8,000±1,000	8,500±1,000	9,500±1,000	10,000±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の予想値は誘導水準。実績は2009年3月24日時点。予想値は各月末時点。

国債利回りはいずれも新発債。

国内景気:現状・展望

世界経済の悪化を受けて、わが国経済は厳しい状況が続いている。1月の貿易統計によれば、輸出金額は前年比45.7%と、統計開始以来最大の下落率を記録、さらに2月上旬・上中旬の速報値ではそれ以上の落ち込みを示している(実質ベースでも1月は同39.0%の減少、日本銀行「実質輸出指数」より)。

こうした輸出の激減を受けて、製造業を中心に企業活動は大きく悪化している。鋳

工業生産は08年10~12月期には前期比12.0%(前年比14.8%)と低下、1~3月期は同20%超(前年比30%超)と、加速的に低下することが見込まれている。

また、設備投資関連の指標も軒並み大幅悪化を示している。先行指標である機械受注・民需(除く船舶・電力、1月)は前月比3.2%と4ヵ月連続の減少、前年比では39.5%の大幅減となっている。また、一致指標である資本財出荷(除く輸送機械、1月)も前月比11.1%と、同じく4ヵ月連

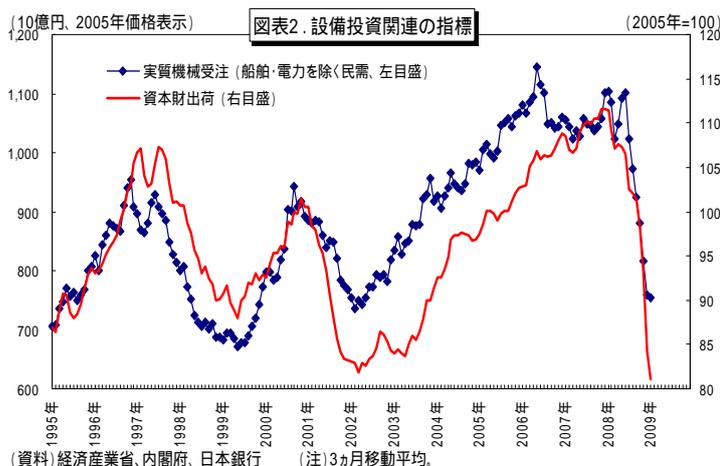
続で低下するなど、企業の設備投資姿勢が減退している様子が見て取れる。

また、家計部門でも雇用情勢の悪化に伴って消費マインドが低調なままの推移が余儀なくされている。09年春闘では、一部企業では定期昇給を見送るとともに、賞与の支給水準の引下げを示すなど、所得環境の厳しさが一層強まる可能性が高まっている。

当総研では、12日に公表されたGDP第二次速報(08年10~12月期)を受けて、2月に発表した「2008~10年度経済見通し」の改訂作業を行ったが、第一次速報値からの数値の修正が限定的だったこともあり、主要な予測値は据え置いた(08年度:前年度比2.9%、09年度:同4.6%、10年度:同0.4%)。当面は内需に自律性が乏しく、外需頼みである体質が残る中、米国経済の底入れに期待せざるを得ない状況であることには変更はない。わが国景気の回復は海外経済の持ち直しが明確化となった後の10年度下期以降に持ち越されることになるものと思われる。

なお、政府・与党は4月上旬にも追加景気対策を取りまとめて09年度補正予算の編成を行い、絶え間ない景気下支え策を行う方針を示している。

一方、物価面でも、国際商品市況の下落に加えて、世界的な需要減退の影響を受け始めている。国内企業物価(2月)は前年比1.1%と2ヵ月連続で下落したほか、消費者物価(全国1月、生鮮食品を除く総合、以下コアCPI)も同0.0%と、すでに上昇圧力は解消されている。当面は、エネルギー



が主要な押下げ要因であり続けるほか、まだ一部に残っている食料品の値上げ圧力も解消する見込みである。また、世界同時不況に伴う需給バランスの大幅悪化により、ベース部分(食料・エネルギーを除く総合)でも下落圧力が強まる可能性が高い。

また、物価に留まらず、国土交通省が23日に発表した「地価公示(09年1月1日時点)」でも、3年ぶりに地価が下落に転じた(全国住宅地で前年比3.2%、同商業地で同4.7%)ことが明らかとなった。こうした物価下落や資産デフレがもたらす弊害が国内景気をさらに下押しする可能性が強まりつつある。

金融政策の動向・見通し

08年秋以降、急速に世界景気が冷え込んできたことを受けて、主要国の中央銀行は相次いで大幅利下げを行うなど、大胆な金融緩和措置を採用してきた(具体的に、米連邦準備制度(FRB)は累計5.0%pt、欧州中央銀行(ECB)は同2.75%pt、イングランド銀行(BOE)は同5.25%ptのそれぞれ利下げ)。これらに比べると、そもそも利下げ前の日本の政策金利が0.5%と低かったこともあるが、累計0.4%ptの利下げは既

に実施済みである。

さらに、3月にはBOEが国債買入れといった、いわゆる非伝統的手法とされる領域に踏み込んだほか、FRBもまた08年12月に検討を表明した国債買入れスキームの詳細を公表した。日銀も、3月17～18日の金融政策決定会合では、政策金利は据え置いたものの、長期国債の買入れ額をさらに4,000億円増額し、毎月1.8兆円とすることを発表している。

これ以外にも、日銀は、信用秩序維持政策としての位置付けながらも、金融機関保有株式の買入れ再開を決定(1兆円)したほか、3月には主要銀行の資本増強支援のために総額1兆円規模で劣後ローンを引き受けることを発表した。これらの施策は、株価下落などが金融システムに及ぼす悪影響(具体的には、貸し渋り対策)を緩和することを目的としたものだが、前者の銀行保有株式の買入れ実績は11億円余(3月20日現在)に留まっているが実情である。

冒頭で触れたように、日本を取り巻く経済・金融環境の急激な悪化、さらには再び始まった物価下落・資産デフレを前に、これまで日銀には追加的な金融緩和策が迫られてきたのは事実であり、日銀も追加緩和措置に対して慎重な姿勢を見せつつも、そ

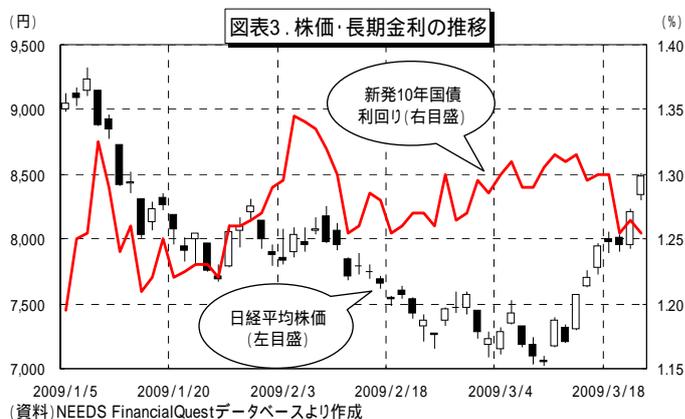
の要望に応じてきたことも間違いない。しかし、今後想定される大型の財政出動を考慮すれば、その効果を十分発揮させるためにも長短金利の無用な上昇を抑制し、低位に誘導する責務があるのは言うまでもない。

なお、日銀は、企業金融が厳しい状況に陥っていることを鑑み、その円滑化を図るため、これまでCPや残存1年未満の社債の買入れを発表してきた。ただし、日銀の財務の健全性の面から、その買入れ対象を比較的高い格付けのものに限定しており、実際に企業金融全般の円滑化につながるかどうかは不明である。今後、買入れ対象を拡大する可能性もあると思われる。

市場動向:現状・見通し・注目点

08年9月のリーマン・ショックを契機に、世界規模での金融危機が勃発、内外の経済・金融市場は大混乱に陥った。これに対し、主要各国では公的資金の銀行への資本注入を実施するなど、金融システムの安定化策に注力している。さらに、各国中央銀行は潤沢な資金供給に加えて、上述の通り、大幅な金融緩和に乗り出している。このように、先進国の政策当局が責任を持って金融システムの崩壊を食い止める姿勢を明確にし、金融市場のパニック的な動きはひとまず沈静化した。不安定さが完全に払拭されたわけではない。

こうした中、23日に米財務省は懸案だった「バッドバンク構想」と呼ばれる不良資産買取り計画の詳細を発表した。これを受けて、米株価は大きく反発するなど、市場は一定の評価を下した格好となった。とはいえ、この施策が成功し、金融市



場が正常化するまでにはまだ時間がかかることは確かであろう。

以下、債券・株式・為替レート of 各市場について述べたい。

債券市場

08 年末にかけて長期金利（新発 10 年国債利回り）は、米長期金利の急低下や国内経済指標の急激な悪化を受けて、1.1% 台半ばまで低下する場面もあった。しかし、09 年年明け以降、米オバマ新政権が大型景気対策を策定するとの思惑が広がるにつれて、財政赤字拡大による需給悪化懸念が高まったことから、一時 2% 割れ寸前まで低下した米長期金利（10 年物）が反発したこともあり、国内長期金利の低下にも歯止めがかかり、1.3% 前後での展開が続いている。基本的には、今後とも景気悪化やデフレ色が強まること、さらには日銀が一段の金融緩和措置に乗り出す可能性もあり、長期金利には低下圧力がかかり続けるものと予想するが、今後予想される財政出動の規模や内容などへの思惑が長期金利の上昇要因として意識されることにも十分注意を払う必要がある。

株式市場

株価については、09 年年明け後には、オバマ次期政権に対する期待感から日経平均株価は 9,000 円台を回復する動きも見られた。しかし、その後は更なる景気悪化懸念、金融不安の高まりなどから 3 月中旬にかけては年初来安値を更新する展開となった。その後、政府

の株価対策などへの思惑や、前述の「バッドバンク構想」の詳細発表などもあり、株価も持ち直しの動きが強まっている。

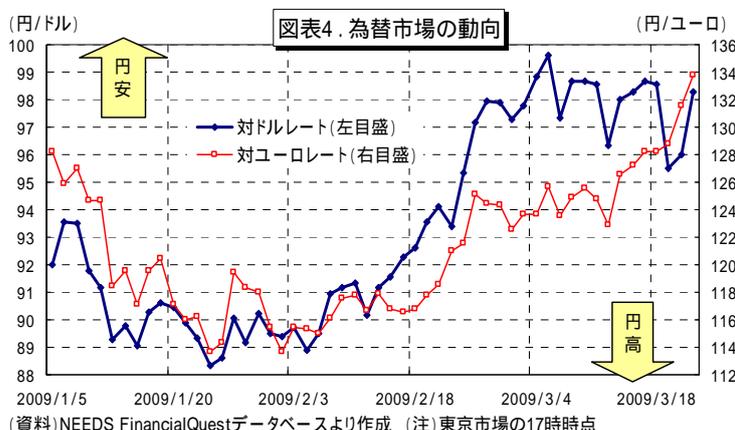
とはいえ、急激な景気悪化や根強い円高傾向、さらにはデフレ懸念の高まりなどが、今後とも企業業績にとっては重石となり続ける可能性が高く、株価は軟調な展開が継続するものと思われる。

外国為替市場

08 年後半から続いてきたリスク回避的な円買い行動はすでに一巡した感が強く、このところ為替レートは対ドル、対ユーロともに、円安方向に推移している。

すでに内外の政策金利格差は大幅に縮小しているほか、日銀も消極的ながらも徐々に追加金融緩和策を採用しており、海外中央銀行とのスタンスの温度差がなくなりつつあると評価されている面もあるだろう。

もちろん、欧米諸国の金融システムはいまだ不安定さが残っており、予期せぬ事態が発生する際には、再び為替レートが円高方向にシフトする可能性は残っている。一方で、内外の金融緩和策が一巡し、日本経済の回復が海外景気次第であることに目が向き始めれば、徐々に円安方向に推移し始めるものと思われる。（2009.3.24 現在）



情勢判断

国内経済金融

2008～10年度改訂経済見通し（2次QE後の改訂）

～実質成長率は09年度：4.6%、10年度：0.4%で変更なし～

経済金融 班

3月12日に、2008年10～12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2月19日に公表した「2008～09年度改訂経済見通し」の見直し作業を行った。

改めて、10～12月にかけての内外経済金融情勢を振り返ってみると、9月に起きた米証券大手のリーマン・ブラザーズの経営破綻をきっかけに、世界規模で金融危機が勃発し、それまで世界経済の堅調な成長を

ファイナンスしてきたリスクマネーの供給が途絶え、さらにはそれを回収する動きが強まった。これらの動きにより、既に後退局面に入っていた世界経済の悪化テンポを加速させた。こうした世界経済の急激な悪化を受けて、国際商品市況も下落幅を拡大、デフレ懸念が徐々に意識される状況にあった。

こうした情勢の下、2月16日に発表された1次QEでは、経済成長率が前期比年率

2008～10年度 日本経済見通し

	単位	2007年度 (実績)	2008年度 (予測)	2009年度 (予測)	2010年度 (予測)
名目GDP	%	1.0	3.3	5.3	0.1
実質GDP	%	1.9	2.9	4.6	0.4
民間需要	%	0.6	1.8	2.1	0.3
民間最終消費支出	%	0.8	0.1	0.7	0.0
民間住宅	%	13.0	1.9	0.0	0.4
民間企業設備	%	2.3	7.4	9.5	0.9
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	0.1	0.0	0.2	0.4
公的需要	%	0.7	0.6	0.9	0.9
政府最終消費支出	%	2.2	0.2	0.6	0.8
公的固定資本形成	%	5.8	4.0	1.7	1.4
輸出	%	9.3	7.6	23.3	1.1
輸入	%	1.8	0.2	5.2	2.1
国内需要寄与度	%pt	0.6	1.6	1.5	0.0
民間需要寄与度	%pt	0.5	1.4	1.6	0.2
公的需要寄与度	%pt	0.1	0.2	0.1	0.2
海外需要寄与度	%pt	1.2	1.3	3.0	0.4
GDPデフレーター(前年比)	%	0.9	0.5	0.7	0.5
国内企業物価 (前年比)	%	2.3	3.6	3.1	0.7
全国消費者物価 (")	%	0.3	1.2	1.1	0.6
完全失業率	%	3.8	4.1	5.4	6.5
鉱工業生産 (前年比)	%	2.6	11.5	24.6	0.9
経常収支(季節調整値)	兆円	24.6	13.7	11.9	15.5
名目GDP比率	%	4.8	2.8	2.5	3.3
為替レート(前提)	円/ドル	114.2	99.6	93.1	102.5
無担保コールレート(O/N)	%	0.51	0.10	0.10	0.10
10年国債利回り	%	1.56	1.44	1.10	1.29
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	78.5	90.8	46.3	53.8

(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。

12.7%と、第一次石油危機直後（1974年1～3月期：前期比年率 13.1%）に迫る大幅なマイナスを記録した。日本経済にとって頼みの綱である輸出が前期比 13.9%となったほか、民間消費・民間企業設備投資も減少するなど、3四半期連続でのマイナス成長となったことが明らかとなった。

今回の2次QEでは、3月5日に発表された「法人企業統計季報（10～12月期）」などを受けてのものであったが、注目の民間企業設備投資は小幅ながらも下方修正されたが、1次QEで大幅な積み上がりとなった民間在庫投資がさらに上方修正されたことなどもあり、実質成長率は前期比 3.2%（同年率 12.1%）と小幅ながら上方修正された。とはいえ、大幅なマイナス成長であり、09年1～3月期も連続して同程度のマイナス成長が想定される状況を踏まえれば、景気先行きに対する厳しい認識を修正する必要性は皆無であろう。その他、名目GDPも前期比 1.6%（1次QE： 1.7%）へ小幅上方修正された。

以下では、09、10年度に向けての見通しについて述べていきたい。経済成長の約6割を輸出増に伴う外需に依存してきた日本経済を展望する上で、その輸出に大きな影響を与える世界経済動向が大きな鍵を握っている状況に変化は見られていない。前述の通り、世界経済は急速な需要減退が進んでおり、主要国の政策当局は金融システムの安定化に加え、景気下支えに向けて積極的な財政金融政策の発動を行ってきた。しかしながら、依然として金融システムに対する不安感は払拭されておらず、民間部門のマインドが極度に冷え込んだ状況が回復されるには相当の時間がかかることが予想

される。こうした情勢を受けて、頼みの綱である輸出は当面は減少傾向が続く可能性が高い。

一方、国内に目を転じて、製造業を中心に業績の大幅悪化が進んでおり、設備投資意欲が大きく減退している。同時に、雇用調整も本格化しており、実質的な賃下げや失業者の急増が懸念されている。今後、これらによって民間消費の減退が進み、これを通じて、比較的底堅さも散見される非製造業などへも悪影響が及ぶ可能性が高い。このように、国内需要もかなり厳しい状況が続くと思われる。

以上の点などを総合的に考慮した結果、09、10年度の経済成長率について前年度比でそれぞれ 4.6%、0.4%と予測した当総研の「2008～10年度経済見通し」を修正する必要はないと判断した。なお、政府・与党は、国内景気が大幅な落ち込みに見せていることに対し、現在参院で審議中の09年度予算が成立した直後にも追加経済対策の検討を始める意向を示しているが、現段階ではその内容や規模が不透明であり、あえて予測の前提条件に取り込んでいない点を留意いただきたい。また、金融政策については、日本銀行は08年10、12月と2度にわたって利下げ（累計 0.4%）に踏み切ったほか、CPや社債の買入れを通じて急速に厳しくなった企業金融の円滑化に向けた施策をとっているが、今後強まる物価下落（デフレ）に伴う実質金利の上昇圧力を緩和させる上でも、より一層の金融緩和措置を講じることが求められるものと思われる。

情勢判断

海外経済金融

米金融不安は一旦緩和、しかし政策の後押しは必要

渡部 喜智

要 旨

米政府による保険最大手AIGなどへの追加支援は金融システム不安を再燃させたが、シティグループなど総合金融大手3社が今年に入り黒字化したことが金融不安を緩和させ、株価を反発させた。しかし、実体経済の浮上が明確化したわけではなく景気の不透明感は大きい。量的金融緩和を押し進めるとともに、「バッドバンク」による不良資産の切り離し、時価会計等の見直しなど金融システム対策などの政策的後押しがさらに必要だ。

シティグループ等の黒字化報道で不安緩和

保険最大手AIGの巨額損失の観測は以前からあったが、同社は3月2日に08年10～12月期の損失額が、617億ドル(98円換算で6兆円)にのぼったことを正式発表した。

これに対し、米財務省は出資割合がすでに8割となっていたが、300億ドルの追加資本注入のほか、優先株の利子負担軽減や既存融資の海外保険会社株による代物弁済などの支援を決めた。米政府による支援はこれが4度目であり、総額1,720億ドルの支出となった。

これに前後するが、米財務省は2月27日に政府保有のシティグループ優先株を最大250億ドル(約2.4兆円)普通株へ転換する合意を発表。国有化とはならないまでも政府が4割近くの株式を保有する一方、既存株式の希薄化(価値減少)が進むことが嫌気され売りを誘った。

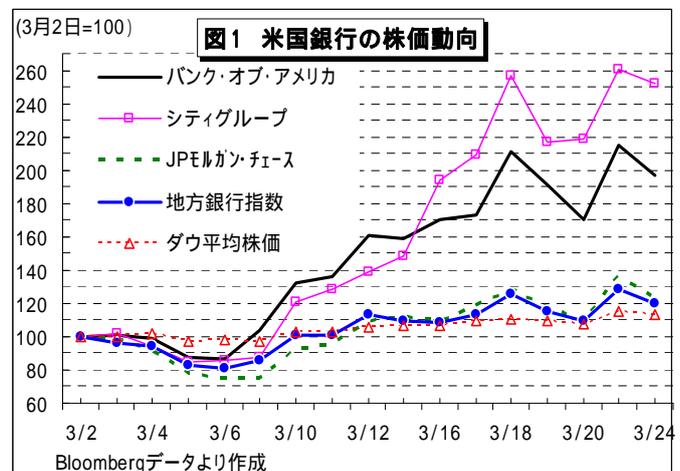
以上のように政府の相次ぐ追加支援の実施は、金融システム不安を強め、銀行を中心に金融株は続落して主要株価指数を下押すこととなった。

しかし、3月9～13日の週に、シティグループ、JPモルガン・チェース、バンク・オブ・アメリカの総合金融大手3社は今年1～2月に黒字となったことを明らかにした。これを受け3社の株価は急反発し、特にシティグループは底値から3倍の反騰となった(図1)。これら3社の黒字転換というニュースは、米国の金融システム不安を

後退させた。さらに、ビッグ3最大手のゼネラル・モーターズが3月末までに政府に求めている追加の運転資金融資(24億ドル)がコストカットにより不要になったと発表したことも支援材料となり、主要株価指数は戻した。

しかし、地方・中小規模の金融機関まで含めて金融不安が本当に後退していると判断するのは尚早だろう。

借り手救済の借換え対策が行なわれているが、借換えローン申請指数の動きから見て、救済が急速・順調に進んでいるとは言えない。一方、不況の深刻化により借り手の返済能力は悪化し、延滞率の上昇が止まらない。サブプライム・ローンだけでなく全般的な延滞率の上昇傾向から住宅ローン全体の08年末延滞率は7.9%まで上昇し、差押え実行率も上昇傾向だ。このため、サブプライム・ローン(最高格付け)の信用リスクを取引するCDSも軟調傾向を脱していない。



金融安定化の追加政策が大事

連邦準備制度が今年1月に開始した政府系金融公社等の保証する住宅ローン担保証券の買取り額(上限:5,000億ドル)は3月上旬時点で累計1,800億ドル超に達した。これが住宅ローン金利の低下に結びついていることは確かであり、昨年12月初めに6%台だった30年固定・住宅ローンの平均金利(週次)は直近5%を割り込んだ。さらに3月18日に連邦公開市場委員会において、1.25兆ドルへの買い増しが決定された。同日には懸案だった国債買取り(6ヵ月で3,000億ドル)も決定された。

また、23日に、米財務省が最大1兆ドルの不良資産を買取る「バッドバンク」設立の詳細計画を発表した。

証券化市場の機能が低下・不全化したことは融資へも悪影響を与えている。例えば、米国の自動車ローンなどの消費性貸付は昨年秋口から減少傾向をたどった(図2)。その主因は証券化ローンの残高減少である。また、自動車ローン金利(平均)は政策金利の引下げにもかかわらず、昨年12月に2%も急上昇する事態となった。

これに対し、自動車ローンやクレジットカードローンなどを裏付けとした証券を担保に貸出を行うTALF制度が3月19日から開始されたが、その貸出が2,000億ドルから1兆ドルに拡充されることも決まった。

以上のような政策の後押しにより資金循環の機能が回復することが、景気の立ち直りのために重要だ。量的緩和政策は金利低下の効果を持ち消費者や企業の負担軽減に役立つが、さらに融資と証券化市場の両面で資金循環の機能を回

復させていく政策の推進が求められる。資金の流れの目詰りを改善し資金調達コストの安定・効率化を行なうことは消費や設備投資にとっても大切な要素だ。

また、時価会計の見直しも確実となった。米・財務会計基準審議会は3月16日に時価評価にモデル等独自の評価技術を使う裁量拡大の提案を実施。4月早々には決定し、09年第1四半期からの適用も可能となる見通しだ。

実体経済の浮上明確化はまだ先

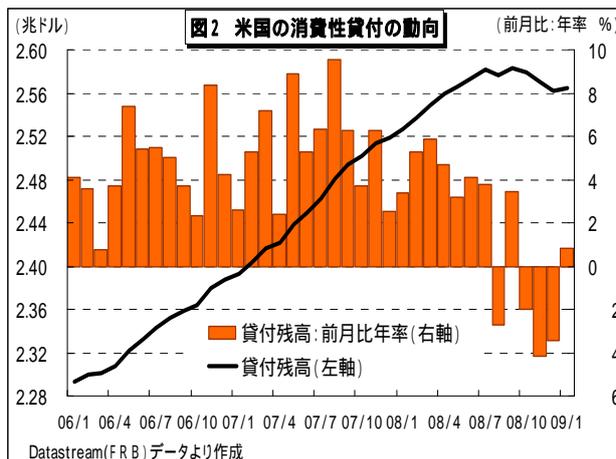
しかし、実体経済の浮上が明確化するのはまだ先のことと思われ、景気の不透明感は大きい。

2月の住宅着工件数(583千件)は8ヵ月ぶりの増加となったが、水準そのものは低い。住宅需要の動向を見る全米住宅建築業協会・住宅市場指数は3月も5ヵ月連続の一桁(9)であり、消費者の住宅購入意欲は依然弱いままだ。

3月6日発表の2月雇用統計では、失業率が前月の7.6%から一気に8.1%へ上昇。非農業部門・雇用者数の減少も前月比65.1万人となり、累計で438万人(全体の4.3%)の雇用が既に失われた。新規失業保険申請件数(週次)は3月に入っても60万件を超えており、3月も65万人程度の雇用者減少が予想され雇用悪化はとどまるところを知らない状況である。今後、予算措置を含め雇用対策が改めて議論されるのではなかろうか。

小売売上高(自動車を除く)は、前月比1.6%と予想を上回る増加となった1月の後にもかかわらず、2月の落ち込みは前月比0.1%の小幅なものにとどまった。消費の意外な手強さをうかがわせるが、雇用悪化を考えれば、楽観できるものではない。オバマ政権は勤労者一人当たり年間400ドルの減税を4月以降の給与支払時から始める。消費下支えの期待はあるが、実際の効果は不透明だ。

需要と雇用を確実に底上げする公共投資については早くも動きがあるようだが、工事執行の効果が多く出てくるのは夏場過ぎあたりだろう。当面は、金融緩和と金融システムの危機対策を、限界を設けず行うしかあるまい。



原油市況

原油価格（WTI 期近・終値）は、世界的な景気悪化に伴う需要減退観測の強まりから 08 年 12 月下旬には 1 バレル = 31 ドル台と 03 年 12 月以来の安値となった。その後は中東情勢の緊迫化などもあり、40 ドル前後でもみ合いが続いた。3 月の OPEC 総会では追加減産が見送られたものの、直近では株価上昇や景気底入れ期待を受け、50 ドル台を回復して推移している。

米国経済

米国では、オバマ政権が取りまとめた景気対策法案（総額約 72 兆円）が 2 月 17 日に成立。翌 18 日には包括的な住宅対策が発表された。また、3 月 23 日に金融機関の不良資産買い取り計画の詳細が明らかになった。米連邦準備制度理事会（FRB）は、08 年 12 月の FOMC で政策金利を史上最低の 0~0.25% とし、ゼロ金利政策を容認する政策を取っている。さらに、3 月 18 日の FOMC で向こう半年間に最大 3000 億ドルの長期国債を購入することを決定。しかし、米国経済は住宅市場に明るい兆しが見えてきたものの依然として調整が続いており、生産や雇用、消費は悪化している。

国内経済

わが国では、外需の急激な悪化を受け、景気への悲観的な見方は強い。1 月の鉱工業生産指数は前月比 10.2% と、4 ヶ月連続で低下し、前年同月比 3 割超の減少となっている。春先以降の底入れ期待も一部に浮上しているが、予断を許さない状況である。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 1 月分は前月比 3.2% と減少傾向が続いている。また、雇用環境の急激な悪化などから消費も低迷している。なお、日銀は 08 年 12 月の金融政策決定会合で政策金利を 0.1% に引き下げた他、CP・社債の買入れを決定するなど、企業金融の円滑化策を講じている。また 3 月の会合では、12 月に続き、国債の買い取り額の増額を決定。

金利・株価・為替

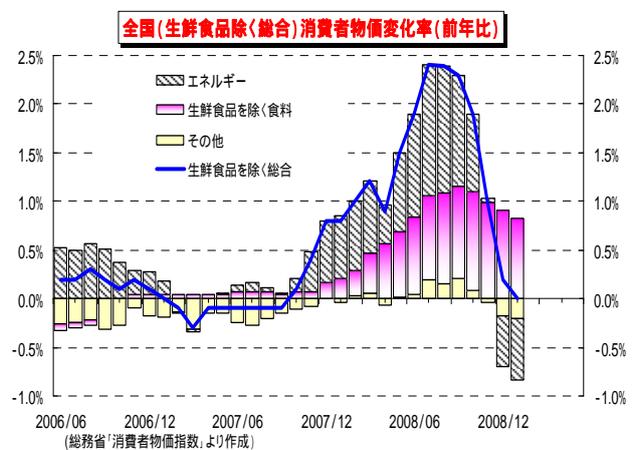
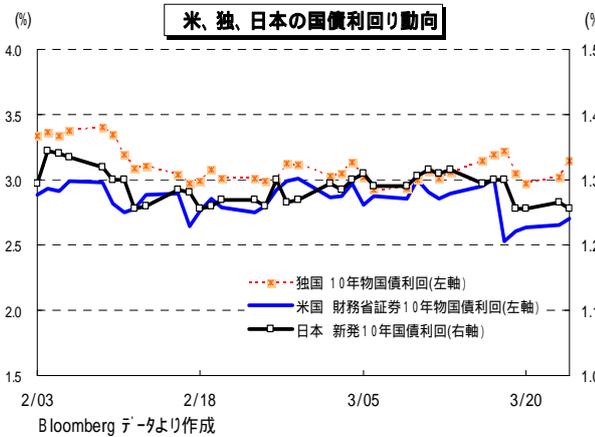
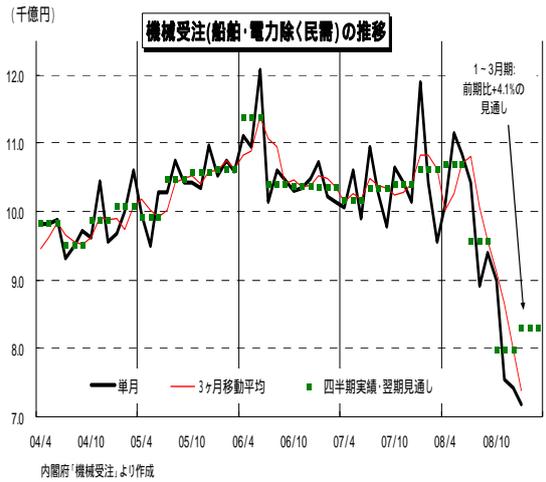
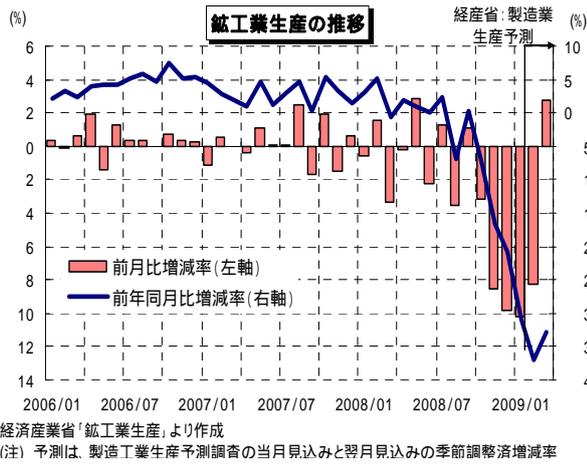
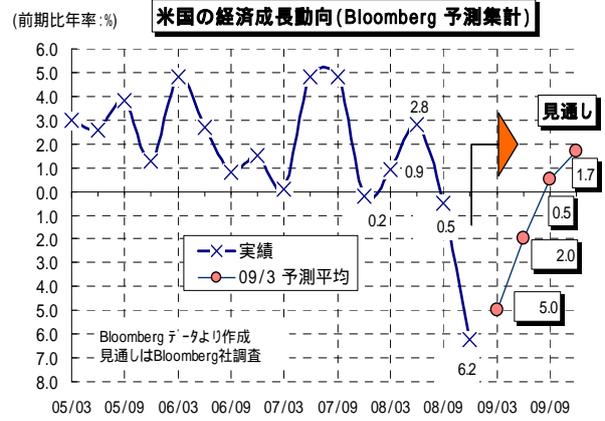
外為市場では、米 FRB による追加の金融緩和策に対する思惑（金利差縮小）などから円高ドル安が強まり、ドル円相場は 12 月下旬に一時 87 円台前半と 95 年 7 月下旬以来の円高水準となった。日本経済の大幅な悪化などから 3 月上旬に 99 円台となる場面があり、その後も 90 円台後半で推移。日経平均株価は、企業業績の悪化懸念や金融不安の再燃などにより、3 月上旬には 7,000 円台割れ寸前まで下落した。日本の長期金利の目安である新発 10 年国債利回りは、「安全資産」への逃避の動きなどを受け 12 月末に一時 1.155% へ低下した後、米国の国債増発による財政悪化懸念などから 1.3% 台まで上昇する場面もあった。直近では日米の中央銀行による国債購入・増額が好感され、長期金利に低下圧力が働き、1.2% 台半ばで推移している。

政府・日銀の景況判断

政府は 3 月の景気判断を前月と同じく「急速な悪化が続いており、厳しい状況にある」とした。日銀も 3 月の金融経済月報で「わが国の景気は大幅に悪化している」と景気判断を据え置いた。なお、3 月上旬に 08 年度第 2 次補正予算関連法案の財源特例法が成立、定額給付金が支給可能となった。また、2009 年度予算案と税制関連法案など関連 4 法案は、年度内に成立する見通し。

（09.3.24 現在）

内外の経済金融データ



売上激減で相殺された交易条件の改善効果

南 武志

日本、米国などの主要国の景気が2007年末までにピークアウトしたにもかかわらず、国際商品市況は08年7月上旬まで上昇し続けた。この背景には、中国など新興国経済が目覚ましい発展を遂げた結果、それらの国々の規模が拡大し、先進国経済の景気変動の影響を受けにくくなったといった、いわゆる「デカップリング」の側面もあったと見られる。しかし、実際には新興国経済もまた先進国経済との連動性が強まっていたこともあり、08年下期以降、世界経済は景気悪化が鮮明となるにつれて、資源価格も大幅な下落し続けた。

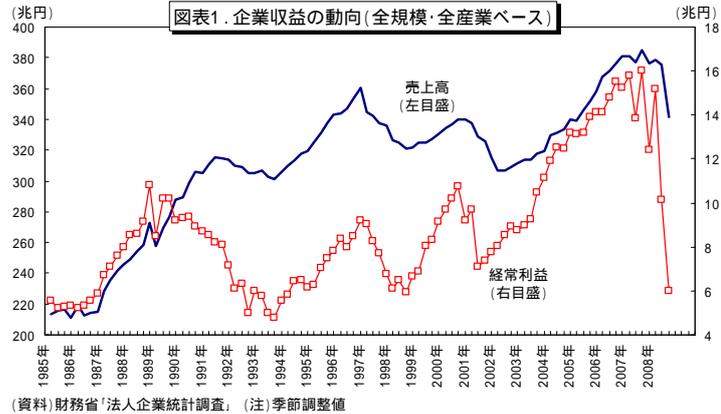
急激に悪化した企業業績

08年10～12月期の法人企業統計季報によれば、全規模・全産業ベース（金融・保険業を除く、資本金1千万以上）の売上高は前年比11.6%と4四半期連続の減収、経常利益は同64.1%と6四半期連続の減益となった。季節調整後計数による前期比（以下、同じ）で見ても、ともに減少しており、しかも減少幅が拡大する傾向にある（それぞれ9.1%、40.9%、図表1）。業種別に見ると、製造業は、輸出が08年末にかけて加速的に悪化したことから、売上高が前年比16.3%（前期比12.6%）、経常利

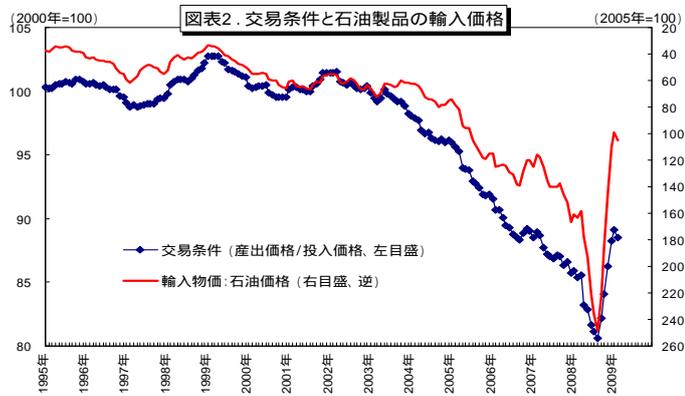
益が同94.3%（同83.2%）と、大幅な悪化を示した。一方、非製造業は、第三次産業活動指数の調整幅が鉱工業生産などと比べると限定的だったこともあり、売上高が前年比9.3%（前期比7.5%）、経常利益が同35.0%（同6.9%）と、製造業ほどの悪さではないものの、収益環境が悪化していることには変わりはない。

交易条件は改善したが…

08年夏まで高騰を続けた原油など資源価格が同年末にかけて大幅な下落をした（代表的な原油市況であるWTI先物（期近物）



(資料)財務省「法人企業統計調査」(注)季節調整値



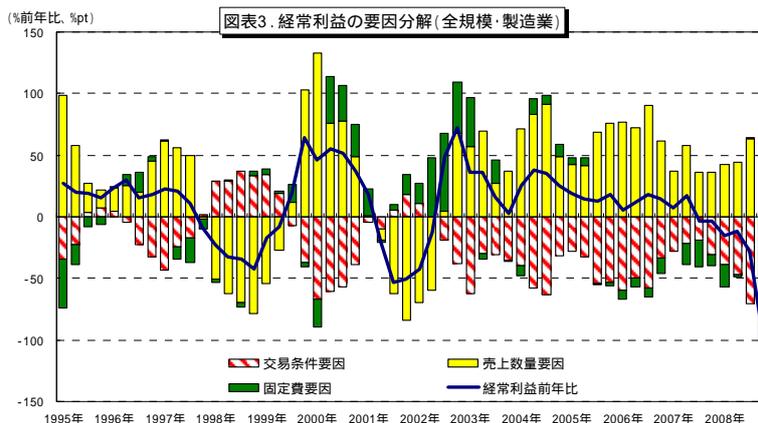
(資料)日本銀行資料より作成 (備考)値が大きい(グラフ上方へ行く)ほど交易条件が改善。

は08年下期の6ヵ月間で約3分の1へ価格が下落)ことにより、08年7~9月期には大きな収益圧迫要因であった交易条件(=産出価格÷投入価格、図表2)が、逆に収益押し上げに貢献し始めるのではないかと、この期待も一部にあった。

しかし、製造業の経常利益を要因分解してみると、交易条件要因の収益押し下げ効果は解消したものの、これまでは主要な収益押し上げ要因であった売上数量要因が大幅な収益圧迫に転じている姿が見取れる(図表3)。このように、製造業では交易条件の改善によるメリットを享受できないほどの景気悪化に見舞われているのである。

再び強まるコスト圧縮行動

こうした収益環境の悪化を受けて、ほとんどの財務指標も急激な悪化を示している(図表4)。バブル崩壊後、日本企業のほとんどでは、債務・雇用人員・資本設備といったいわゆる「3つの過剰」が問題視され、高コスト体質から脱却するために、必死のリストラ努力を行ってきた。その結果、



(資料)財務省「法人企業統計季報」、日本銀行「投入・産出価格指数」より農林中金総合研究所作成
 (注)「経常利益=売上高-変動費-固定費」の関係を利用して寄与度分解した。

中国など近隣アジア諸国の目覚ましい経済発展に支えられた面も否めないが、01年末には増益(前期比ベース)に転じるなど、一定の成果は達成されてきた。その後の景気回復局面(02~07年)においても、多くの企業では、雇用コストや設備投資を抑制し、一方得、内部留保を増やすなど財務体質を強化してきたが、08年度下期に入ってから目前の需要が「蒸発」してしまったことにより、再び財務指標は「失われた15年」の水準まで戻ってしまった。

今後、世界経済の持ち直しが始まりさえすれば、こうした状況からは脱却できると思われるが、金融危機の収束や世界同時不況の底入れの時期はいまだ不透明であり、仮に早期に底入れしたとしても「L字型」の底ばい状態が続くことも十分予想される。



(資料)財務省データより農中総研作成
 (注)損益分岐点比率=固定費/(1-変動費/売上高)/売上高
 固定費=人件費+減価償却費+支払利息、変動費=売上高-経常利益-固定費

このように厳しい経営環境が続くことを想定すれば、企業が一段とコスト削減に向けた行動を強まる可能性が高い。実際、雇用コストの削減を打ち出す企業も散見されており、消費低迷を通じて国内経済の回復の阻害要因となることが懸念される。

輸入から貿易収支を考える

田口 さつき

貿易収支は赤字基調へ

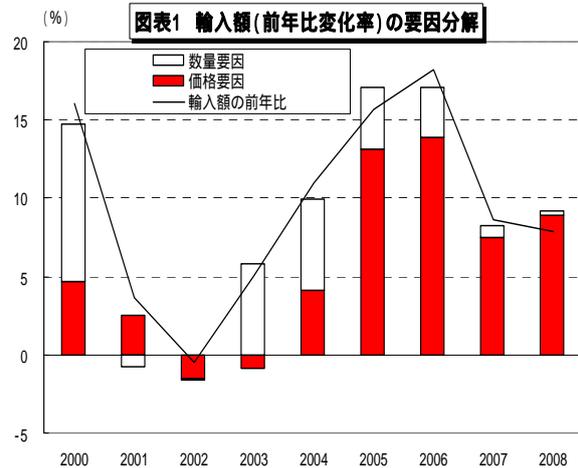
2008年夏以降、わが国の貿易収支は赤字基調が続いている。これは、原油など国際商品市況が高騰したこともあるが、世界的な景気悪化を受け、輸出数量、輸出価格ともに大きなマイナスとなったことが主因である。

なお、輸入も08年11月から前年比マイナスで推移しているが、輸出に比べると減少幅は緩やかである。

世界経済の先行き不透明感から、輸出の低迷は続くと思われる。このような状況下、貿易収支の動向を占う上で、輸入の動向が改めて注目される。特にここ数年は、原油や穀物、その他の鉱物資源などの国際商品市況の上昇による輸入額の増加が顕著だったことから、輸入価格の低下が輸入額の減少に結びつくのではという見方が有力である。そこで、本レポートでは、輸入のこれまでの状況を整理した後、当面の動きを考えたい。

原油価格上昇による輸入増が続いた

輸入は、03年以降5年連続で拡大を続けた。この背景を日銀「実質輸入指数」などを用いて、主に「価格要因」「数量要因」に要因分解してみると、価格要因で増加したことがわかる(図表1)。ここ数年の輸入額の増加を牽引していたのは、鉱物性燃料であった。その鉱物性燃料の中でも約6割を占める「原油及び粗油」の輸入量は、2000年以降ほとんど変わらなかったが、価格は



財務省「貿易統計」、日銀「実質輸入指数」「輸入物価指数」から作成

上昇し続けた。また、ガソリン等の石油製品の輸入量も減少傾向であった。このように、輸入価格、特に原油価格の上昇が輸入額全体に影響していたといえる。

輸入数量の弾性値による分析

しかし、08年後半の金融危機の勃発以降は、世界的に需要が急激に収縮したこともあり、原油を中心に国際商品市況の下落が続いたのに加え、円高も進んだ。これらは、輸入額の減少に寄与したと考えられる。また、日本経済のマイナス成長が続くのに伴い、輸入数量が減少することも十分予想される。一方で、価格の下落を受け、輸入数量が増える可能性もある。

そこで、輸入数量について、所得弾性値と価格弾性値を試算した。所得は国内総生産、価格は相対価格(輸入物価/国内企業物価)を用いた。

その結果を示したのが、図表2である。

図表2 輸入数量の所得・価格弾性値

	所得弾性値	価格弾性値
総合	1.04	-0.25
鉱物性燃料	0.99	-0.14
製品	0.47	-0.56
その他	0.81	-0.43

日銀「実質輸出入指数」、「企業物価指数、財務省「貿易統計」、内閣府「国民経済計算」より推計

(注1)推計期間は94年 期から08年 期

(注2)「製品」は「化学製品」、「一般機器」、「電気機器」、「輸送用機器」

輸入物価指数は、このところ前年比20%超で推移している。この状況が続けば、同5~6%ほど数量増に寄与する可能性がある。

その一方、09年度の経済成長率は、前年比5%程度が見込まれている。この前提に立った場合、所得効果に伴う輸入数量の減少は約5%となる。そのため、輸入価格低下による数量増分を経済のマイナス成長による数量減分がほぼ相殺し、輸入数量はほぼ横ばいで推移すると見られる。

個別では、08年の輸入増に寄与した「鉱物性燃料」の輸入価格の09年分は前年比で平均4割程度下落が見込まれるが、価格弾性値が低いいため、所得効果分を加えると、輸入数量は微増に留まると考えられる。

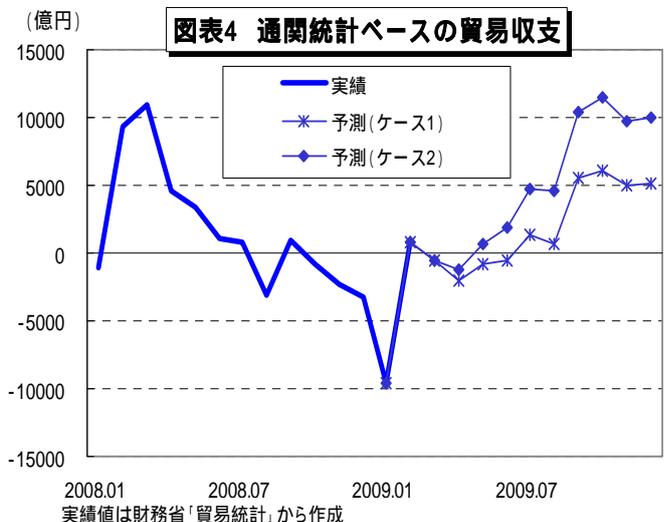
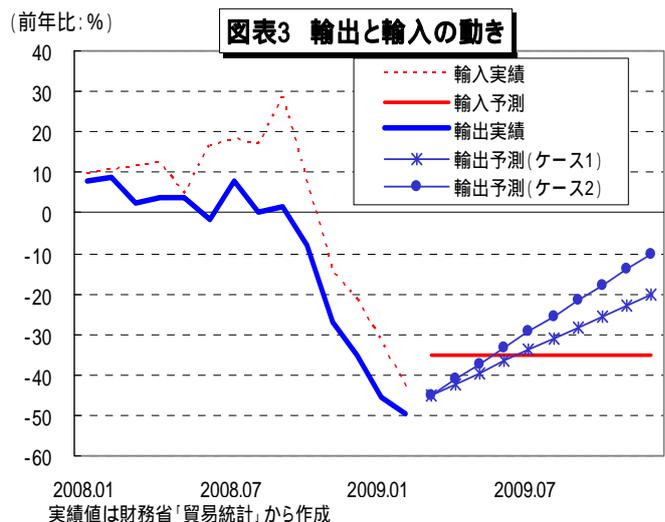
「製品」、「その他」は、所得効果に伴う数量減少を価格効果に伴う数量増加が上回る結果、それぞれ前年比+6%、同+2%程度、輸入数量が増加する可能性がある。ただし、輸入数量全体への影響はそれほど大きくない。以上から個別品目の積み上げでも輸入数量の増加は限定的と考えられる。輸入数量がほとんど変化しないとすれば、輸入価格の下落がそのまま輸入額の減少に影響することとなる。

貿易収支の先行き

ここで、輸入額が現状程度の減少率（前

年比35%）で推移するとし、輸出額との比較から貿易収支の先行きを考えてみたい。なお、輸出価格が前年比35%程度であれば、前述の推計でも輸入数量は前年比+3%と僅かに増えるに過ぎず、輸入額への影響は軽微である。

輸出は、減少率が縮小するパターンとしてケース1（09年12月に前年比20%）、ケース2（同じく10%）を想定した。図表4より、年後半にかけては貿易黒字が定着することがわかる。以上のように輸入数量の伸びが限定的である中、輸出が改善に向えば、年内の早い段階で貿易黒字化するとみられる。



世界の自動車需要～販売急減と先行き

渡部 喜智

過去 10 年の成長と 08 年の急変

過去 10 年の間、世界の自動車産業は先進国での堅調な需要に加え新興国・途上国市場でも販売が急増し、成長をたどった。不況知らずとまでは言えないものの、循環的な落ち込みも小さく、世界の自動車生産は 97 年の 52.9 百万台から 07 年には 73.1 百万台へ、4 割近く増加した(図 1)。しかし、08 年は 7 年ぶりの減少となった。

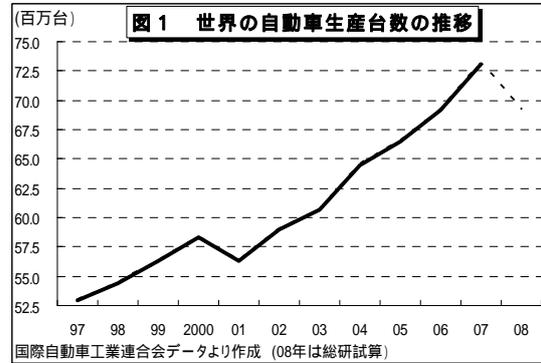
しかし、08 年は自動車産業にとっても急変の年となった。前半は原油暴騰に伴い自動車の維持コストが上昇。年後半は地球規模での金融危機が進行し雇用・所得環境が急激に悪化した。これらが消費者心理を低迷させ自動車需要は激減し、今回の世界同時不況が自動車不況と呼びうるほどに自動車関連産業の打撃は大きいものとなった。

米国では日系メーカーも販売急減

米国の 09 年 2 月の自動車販売台数は前年同月比 41%へ減少率が拡大、年率換算でも 9.1 百万台となった。大幅な値引や割安ローンの提供が後押しした面は大きかったが、米国の自動車販売は IT バブル崩壊後の 02 年でさえ 16.8 百万台あり、99 年～07 年の間の年間販売台数は 16 百万台を上回って推移。このような 16 百万台の販売が常態化し、当たり前という感覚があったことも否めない。

しかし、08 年は年後半の急失速から通年販売台数が 13.2 百万台へ減少し、直近では上述のように 10 百万台を割り込んだ。

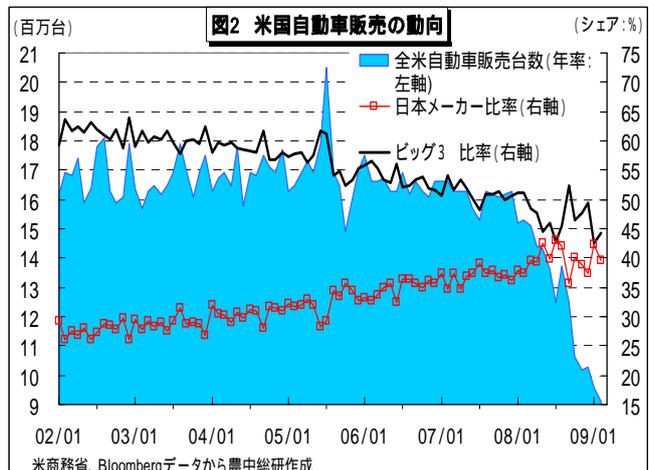
自動車の販売減少の内訳を見ると、GM を中心する米ビッグスリーの 3 社、車種的



には燃費の悪いピックアップ・トラックや SUV などの大型車の販売不振が先行して大きかった。これは、全米平均のレギュラー・ガソリン価格が昨年 7 月には 1 ガロン(3.785 ドル)当たり 4.1 ドル台(1 ドル=1.085 ドル)へ上昇したことが影響したことは間違いない。

しかし、昨年第 4 四半期からは金融危機の進行のもとで、日本車メーカーも一部を除きトヨタ、ホンダなどもビッグスリーと殆ど変わらない販売急減に見舞われている。とはいえ、日本メーカーの販売シェアは昨年 7 月にビッグスリー上回り、以後 4 割前後で推移している(図 2)。

先行きは消費者の耐久財の買い時判断が慎重であることのほかに、自動車ローンが金利と借り易さの両面で厳しい状態にあるこ



とが痛手だ。カンファレンス・ボード・消費者信頼感調査の「先行き6ヵ月の新車購入意向」は昨年末の1%台からやや持ち直しているが、直近2%程度にとどまり、購入意欲は歴史的な低迷状態にある。また、消費者ローン証券化の市場機能が低下するとともに、金融会社の資金調達難により、自動車ローンの貸出が減少し、かつ自動車ローン金利も昨年末に急上昇した。これに対し、連邦準備制度はターム物資産担保証券貸出(TALF)で自動車ローンなどの流動性を高め消費者ローンの資金調達の円滑化を進める姿勢だ。

中国、インドはてこ入れ策で販売反転へ

中国は06年には日本を抜き、世界第2位の自動車販売国となった。

しかし、世界同時不況の様相が強まるなかで、中国でも輸出産業を中心に業況悪化が深まったことを背景に、自動車販売も減少に転じた。昨年11月からは3ヵ月連続で前年比二桁減少となった。

また、中国のガソリンは政府の統制下に置かれ基準価格は従来、割安に抑えられてきたが、08年前半は原油高に伴い基準価格の大幅な引き上げが行われた。年後半に国際石油市況が急落した後も、中国政府は基準価格を据え置いたことから、小売価格には割高感が強まっていた。

これに対し、中国政府は浮揚策の一環として、1月下旬から排気量1,600cc以下の自

動車に対する購入税を10%から5%へ下げるとともに、ガソリン価格を合計で30%程度値下げし、テコ入れをはかった。また、貸出が大幅に伸びており、金融緩和の効果も出ている。これにより、2月の販売台数は前年比24.7%の増加に転じた。

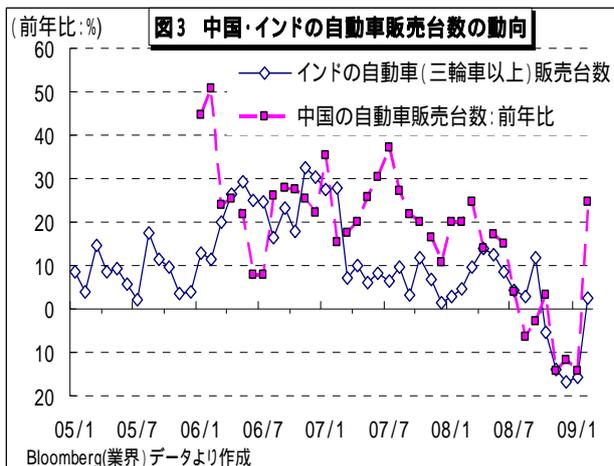
インドも事情は同じだ。自動車販売(三輪車以上)は07年11月から二桁減少が続いたが、2月は前年比2.4%増、乗用車は同23.4%増となった(以上、図3)。この反転には、総選挙を前にした政府の景気刺激策の効果が大きい。政府は昨年12月に付加価値税を4%カットするとともに公務員給与の大幅引上げを実施。政策金利引き下げでローン金利も大幅に下がるとともに国営銀行を中心に貸出の積極化を指示したことが、自動車の買い意欲を刺激したようだ。3月下旬からタタ・モーターズが10万ルピー(約19万円)の「ナノ」の販売を開始することも期待材料だ。

欧州でもドイツなどが高環境性能車への買い替え補助を実施。これによりドイツでは2月の販売台数が22%増となった。

以上のように、世界の自動車需要には少し明るさも見えてきたが、年後半にかけて需要回復が持続するかは、不透明である。少なくとも自動車需要が全体的に底上げされる可能性は小さいだろう。

ガソリン価格は急落したが、先進国では消費者の燃費や環境を重視した車選びの感覚は鋭敏になっている。低燃費・高環境性能車が需要回復の主軸となる公算が大きい。

わが国でも、ハイブリッド車や軽自動車の需要は比較的底堅い。4月からは環境対応車を対象に自動車取得税と自動車重量税(当初3年分)の減・免税措置が実施されるが、排出ガス規制への対応の点からも、この当たりの政策の後押しを、技術投資面を含め一層強化することが重要だ。



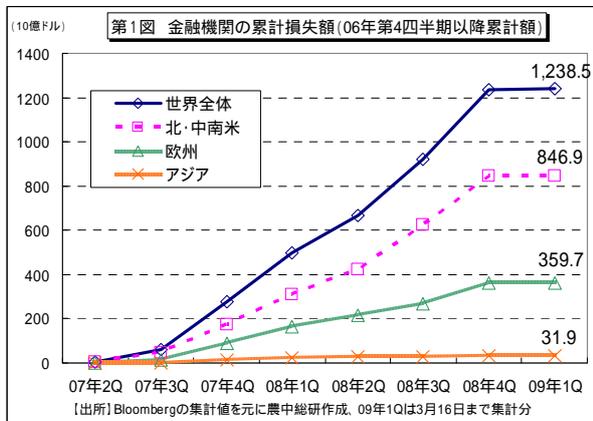
欧州金融システムは危機にどこまで対応したか

荒木 謙一

金融危機への対応状況の国際比較

世界的な金融危機で、06年第3四半期(3Q)以降現在までに欧州の金融機関が計上した累積損失額(注)は、世界全体の3割弱にあたる約3,600億ドルである(第1図)。米国を含む北・中南米は7割弱の損失を計上しており、アジアの割合はわずかである。金融危機の泉源となった米国の金融機関が多額の損失計上を余儀なくされていることは直感的にも理解できるが、欧州の金融機関が大きく影響を受けた理由については、具体的に検証してみる必要があるだろう。

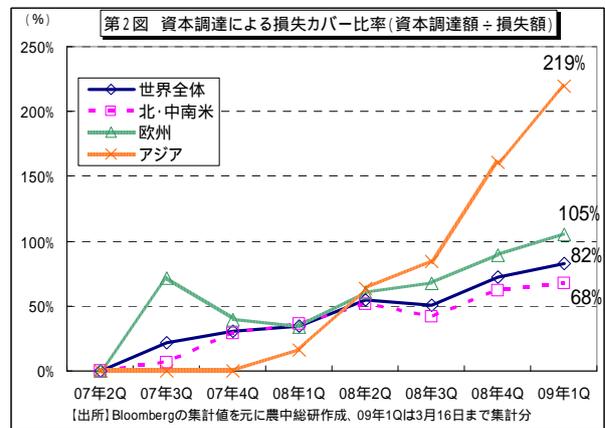
(注)金融機関には保険会社を含んでいる。また損失額は評価損と貸倒損失の額で、評価損には仕組み金融商品、モーゲージなどの保有損失が含まれ、営業活動による損失は含まれない。



同期間に金融機関がおこなった資本調達額(注)を分子、累積損失額を分母として比率を計算し、損失が資本調達によりどの程度カバーされたかについて見ると、欧州金融機関全体では100%を超えており、単純金額ベースではほぼカバーされ、金融システム不安への対応が進んできた(第2図)。ただし同比率はリスクベースでの計算とはなっていないことなどから、あくまでも対応進捗度合いを示すひとつの目安として

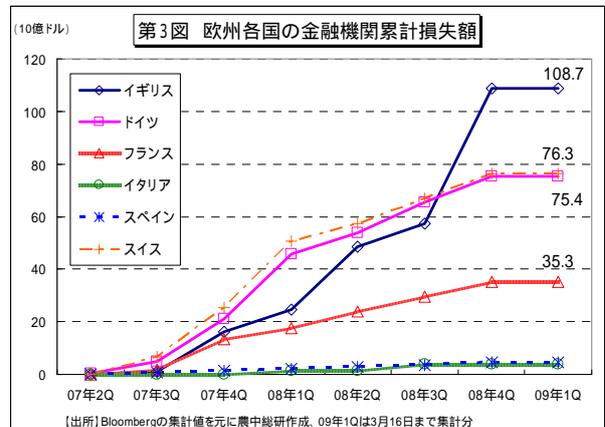
見るべきである。また資本調達の目的が必ずしも損失見合いのみとは限らないこと、および資本調達額のかなりの部分がいわゆる自力調達ではなく、政府による公的資金注入を含んでいることにも留意すべきであろう。

(注)資本調達額は、普通株、優先株、ハイブリッド証券を含むほか、資本強化のための株主持分および子会社の売却も含む。



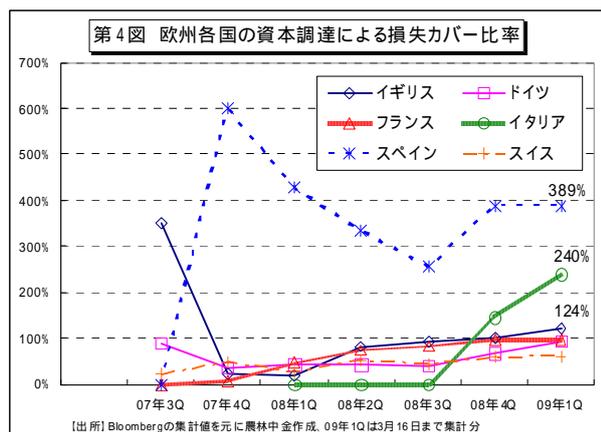
欧州金融機関の状況

全体では一応金融危機への対応が進んでいると見られる欧州であるが、金融機関単位のデータを本店所在国毎に集計しなおすと、各国毎の状況にはかなりのバラつきが見られる。



イギリス、ドイツ、フランス、イタリア、スペイン、スイスの6カ国について累計損失額を見ると、イギリスの金融機関の損失額が最も大きく1,087億ドルに達する一方、スペイン、イタリアの2カ国は40~50億ドルの水準にあり、極めて大きな国別格差が生じていることがわかる(第3図)。

一方第2図と同様に資本調達による損失カバー率を見ると、金融機関全体の損失額が小さいスペイン、イタリアについては十分なカバーがなされていると見られる一方、スイスの比率は61%に過ぎず、引き続き国内大手銀行の資本調達が金融システム安定化のための重要課題であることを示している。またドイツ(94%)、フランス(99%)の比率も100%を下回っており、一層の対策の必要性を暗示している(第4図)。



このように国別格差が生じている原因としては、米国を中心とした証券化商品市場への金融機関の収益依存度が各国毎に異なっていたこと、国際業務を展開する大手銀行への国内集中度についても各国毎に異なること、金融機関への公的資金注入スキームの策定にあたり、財政事情が影響するなどして各国当局の対応スピードに差が生じたこと、などが考えられる。以上のうちについては、米国市場との関係を深めたイギリス、ドイツ、フランス等の大手銀行と比べて、より中南米市場への依存度を高めてきたスペインの大手銀行の痛み度合いが相対的に小さいことは注目してよい。しかし例えばイギリスという一国内だけを見ても、積極的な

M & Aによる拡大戦略が裏目に出て多額の損失を計上した銀行グループと、歴史的経緯からアジアなどの海外に強固な営業基盤を持つ銀行グループの業績の比較からも明らかなように、ビジネスモデルの違いが同じ金融環境の下でも明暗を分ける重要な要因として働いている。またについても、イタリアやスペインなど中小規模の協同組合金融機関や貯蓄銀行の国内シェアが高い国は、相対的に金融危機の影響が軽微である点は注目に値する。

金融監督上の要因～スペインのケース～

欧州委員会は3月4日、「欧州金融監督システム」と「欧州システム・リスク評議会」の設立方針を含む包括的な報告書を発表、今後3年間で域内統一的な金融監督システムを構築する方向性を明らかにした。これに関連して、スペイン銀行(中央銀行)の既定の金融監督方針が最近注目されている。即ち、グループ内部のオフバランス資産に対してもオンバランス資産と同様に所要自己資本額算出上の計算に含める規定、経済が好調なときに一般貸倒引当金を多く計上して景気後退期に余剰分を取り崩す動態的引当制度、の2点である。

スペインの金融監督上の方針が国際的な注目を集める理由は、特に が会計制度によるプロシクリカリティ(景気循環増幅性)への対策として有効との見方もある一方で、より現実的には、金融危機においてスペインの大手銀行が比較的軽微な影響のみで免れているのは の自己資本規制上のルールに基づき金融機関が保守的な行動をとってきたたからだとする見方に基づいている。こうした制度的要因もまた、国別格差の一因となっている可能性がある。(09.3.24)

<参考文献>

- ・ The Economist (2008), *Spanish Steps*, May 15
- ・ 小野有人 (2009) 「国際金融システム改革案の概要とプロシクリカリティ」 『みずほ政策インサイト (2009年2月16日発行)』 みずほ総合研究所

今月の焦点

海外経済金融

米国クレジットユニオンの現況と経営戦略 -

～ 農業関連企業の組合員と関係強化を図る

カリフォルニア・アグリビジネス・クレジットユニオン～

古江 晋也

要旨

・米国クレジットユニオンは連邦免許と州免許の二元的免許及び監督制度が採用されており、全米クレジットユニオン全体の約 4 割が、州免許クレジットユニオンである。

・カリフォルニア・アグリビジネス・クレジットユニオン(以下「CalAgCU」)はロサンゼルス市南東部のブエナパーク市にメインオフィスを構えている州免許・連邦付保クレジットユニオンである。同クレジットユニオンは酪農業や柑橘類を生産する農業関連企業の従業員に金融サービスを提供することを目的に 1936 年設立された。

・CalAgCU の営業戦略は、銀行よりも競争的な金利設定を行うことに加え、農業関連企業の人事部門などと緊密なリレーションシップの構築を行うことにある。また、同クレジットユニオンは農業関連企業を基盤にした組合員の拡大を行うことで他金融機関との競合を回避している。

クレジットユニオンの免許及び監督制度

米国におけるクレジットユニオンの歴史は、20 世紀初頭にまで遡ることができる。1909 年、ニューハンプシャー州で設立されたセント・メアリーズ信用組合協会(現在のセント・メアリーズ・バンク)が米国初のクレジットユニオンといわれ、30 年には

32 州・合計 1,100 組合にまで拡大した^(注1)。

これらのクレジットユニオンはすべて州免許クレジットユニオンであったが、1934 年、ルーズベルト大統領が連邦クレジットユニオン法に署名したことを受けて、すべての州で連邦免許クレジットユニオンの設立が可能となった。

現在、デラウェア州、サウスダコタ州、ワイオミング州以外のすべての州では、クレジットユニオンの連邦免許と州免許の二元的免許及び監督制度が採用されており、米国クレジットユニオン全体の約 4 割が州免許クレジットユニオンである(図

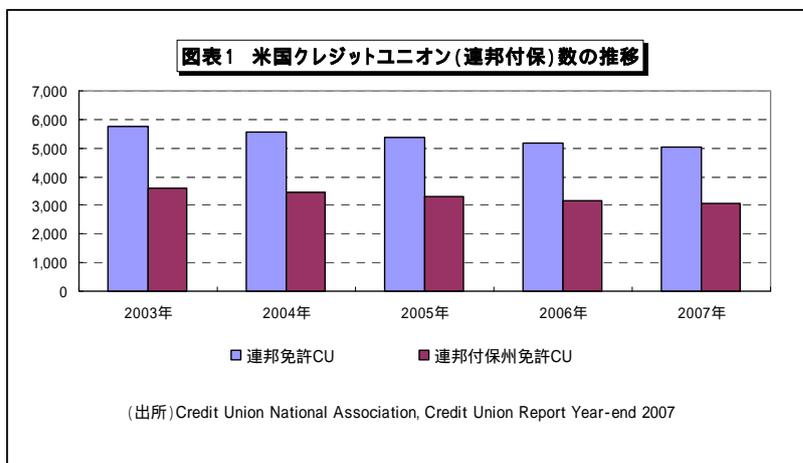


写真1 CalAgCU が入居するビル



表1)

一方、クレジットユニオンの預金保険制度については、連邦免許クレジットユニオン及び連邦保険の対象となる州免許クレジットユニオンの預金の保証を行う全米クレジットユニオン預金保険基金（National Credit Union Share Insurance Fund、以下「NCUSIF」）と民間預金保険会社であるアメリカン預金保険（American Share Insurance、以下「ASI」）がある。

連邦免許クレジットユニオンはNCUSIFに加盟することが義務付けられているが、州免許の場合はASIを選択することもできる。ただし、州免許クレジットユニオンの預金の約95%はNCUSIFが付保を行い、ASIは167の州免許クレジットユニオンに付保を行っているに過ぎない。

州免許は連邦免許と比較して地域性を反映することができるため、クレジットユニオンにとって運営上の利点があることもあるが、州免許クレジット

ユニオンの多くが連邦付保クレジットユニオンであるため、規制上に大きな差異はない。

本稿では、州免許連邦付保クレジットユニオンであるカリフォルニア・アグリビジネス・クレジットユニオン（以下、「CalAgCU」）を紹介することでクレジットユニオンの現況と経営戦略を検討する。

(注1) CUNA & Affiliates [1999] *People, Not Profit, The Story of the Credit Union Movement*

CalAgCU のリレーションシップ強化

CalAgCU（写真1）は、ロサンゼルス市南東部のブエナパーク市にメインオフィスを構えている中規模のクレジットユニオンである（図表2参照）。同クレジットユニオンは、酪農業や柑橘類を生産する農業関連企業の従業員に金融サービスを提供することを目的に1936年に設立された。

CalAgCUの主な営業戦略は、銀行よりも競争的な金利設定を行うことに加え、農業関連企業の人事部門などと緊密なリレーションシップの構築を行うことにある。例えば、CalAgCUの事業開発担当者は、週に6社程度人事部門への訪問を行い、従業員が口座をつくってくれば、送金手数料を無料とするなどのサービスを伝えている。また、景気が悪化するなか、組合員がペイデ

図表2 CalAgCUの概況

	2006年末	2007年末	2008年末
総資産(ドル)	2,298万7,844 ^{ドル}	3,104万9,600 ^{ドル}	2,981万8,276 ^{ドル}
総資産(円)*	20億6,890万5,960円	27億9,446万4,000円	26億8,364万4,840円
シェア(預金)	1,995万5,472 ^{ドル}	2,638万8,732 ^{ドル}	2,322万9,114 ^{ドル}
総負債	14万603 ^{ドル}	13万509 ^{ドル}	276万9,827 ^{ドル}
総持分	289万1,769 ^{ドル}	453万359 ^{ドル}	381万9,335 ^{ドル}
純利益	4万3,671 ^{ドル}	13万1,768 ^{ドル}	70万7,158 ^{ドル}
自己資本比率	12.60%	14.57%	12.80%
組合員数	5,243人	7,245人	6,564人
職員数(含パートタイマー)	7人	13人	13人

(出所) National Credit Union Administration, Financial Performance Reportより

*1ドル = 90円で換算

ーローンを利用しないように注意を喚起するなどの取組みも行っている。

ペイデーローンとは、100～500ドルを2～4週間に限って貸出す小口ローンであり、融資に伴う手数料は年利換算して400%程度にまで及ぶことがある。利用者のなかには手数料のみを支払うことでローンの更改する利用者も少なくない。CalAgCUでは、できるだけ手数料を安くする方法を組合員に伝えとともに、組合員への金融教育にも力点を置いている。

また、同クレジットユニオンの組合員のなかには土地柄からスペイン語を話すメキシコ系アメリカ人（ラティーノ）も多い。そのため、アニュアル・レポートやパンフレットにスペイン語を記載することで組合員とのコミュニケーションの一層の促進を図っている。

最近のローン戦略

クレジットユニオンは、一般的には住宅ローンや自動車ローンなどに力点を置いている。最近では組合員事業融資が行われているが、クレジットユニオンは資産の12.25%までしか事業融資ができないように限度額が設定されているため、積極的な展開を行うことは難しい。

CalAgCUも住宅ローン、自動車ローンなどの個人ローンに重点を置いているが、米国が金融危機に直面している現在、大幅な貸倒引当金の計上等を行うなど厳しい状況が続いている。そのため、各案件については入念な審査を行うと同時に、FICOスコアの低い人には低い金利で融資を行い、スコアの低い人には高い金利で融資を行うこととしている^(注2)。

一方、事業融資については前述のような限度額があるため、積極的に宣伝することができない状況にある。ただし、クレジットユニオン業界ではこのような現状を改革するため、資産の20%まで事業融資ができるように議論が行われている。

^(注2)FICOスコアとは、期日どおりに返済されるかどうかにかんがわれた個人信用力を表す指標。米国で一般的に用いられている。

CalAgCUの拡大戦略

CalAgCUは07年、ニューゼン・フェデラル・クレジットユニオン（以下、「フェデラル・クレジットユニオン」を「FCU」とする）カリフォルニアズ・ファーストFCUの2つのクレジットユニオンを吸収合併した。ニューゼンFCUとカリフォルニアズ・ファーストFCUはともに牛乳の生産を行う企業のクレジットユニオンであり、1930年代に創業した歴史があったが、吸収合併することで多様なサービスを行うことができると判断。現在のCalAgCUは3つの店舗を構えるようになった。

クレジットユニオンは一般的に比較的小規模であるため、アクセスポイントが少ないという課題がある。そのため、クレジットユニオン業界では、シェアード・ブランチング（Shared Branching）と呼ばれるサービスを導入。同サービスに加盟するクレジットユニオンの組合員であれば、同サービスに加盟するクレジットユニオンのどこの支店でも、預金の預入や払戻しなどの金融サービスを受けることができることになった。また、ATMについても全米のATMネットワーク網に加盟することでデリバリーチャンネルを飛躍的に拡大することができ

写真2 入口付近(右)



写真3 入口付近(左)



写真4 CEOのオフィス



るようになった。

しかし、これらのサービスを利用しても限られた人的資源や資金の下では、組合員のニーズにきめ細かく対応することは次第に難しくなりつつある。また、一人当たり

の取引コストを削減する上でも規模の拡大は重要となっている。そのため、クレジットユニオンによる合併は今後も増加していくものと思われる。

ただし、クレジットユニオンが規模を拡大していけば、それだけ競争が激しくなることも事実である。これらの競争を回避するための方法の一つは、独自の戦略を持つことであろう。こうしたなかCalAgCUは、アグリビジネス関連のクレジットユニオンとの合併に焦点を絞っている点は注目できるといえる。同クレジットユニオンは今後もアグリビジネスを核とした拡大戦略を続けていく方針であり、クレジットユニオン業界でも、クレジットユニオンが今後どのように拡大していくのか、ということが大きな経営課題の一つになるであろう。

メインオフィス

CalAgCUのメインオフィスの来店者は1日に平均30～40人。通常の営業店の来店者が約50人程度であることを考慮すれば、やや少ない。その理由は、多くの顧客がテレフォンバンキングやインターネットバンキングなどを利用していることと本店は小切手の換金などを行わない非キャッシュの店舗であり、テラーカウンターが設置されていないためである。メインオフィスの入口付近には、パンフレットを設置したテーブル(写真2)、ネットバンキングを行うパソコンやローン利率を表記したボードが配置されている(写真3)。

メインオフィスに訪れるとすぐ右側にCEOのオフィスが配置されている(写真4)。フロアは非キャッシュ店舗であるため、テラーカウンターが設置されておらず、ロー

写真4 ローカウンター



写真5 CLOのオフィス(左)



カウンターが4つ設置されている(写真5)。店舗は広々としており、くつろいだ雰囲気
で相談できる。CEO オフィスの入口近くには玩具が置かれ、家族で来店できるように
配慮している。CLO (Chief Lending Officer) オフィスも入口近くに設置されて
おり、気安く訪問することができる(写真5)。

おわりに

近年、クレジットユニオンはコモンボ
ンドの変更や吸収合併を行うことで規模の
拡大を目指す傾向にある。規模の拡大は、
デリバリーチャンネルの多様化に伴う設備投資
の増大、サービスの実施する上での顧客一

人当たりのコスト低減などへの対応である
が、その一方で商業銀行、貯蓄金融機関や
他のクレジットユニオンと競合する可能性
もある。こうしたなか CalAgCU は農業関
連企業に焦点を当てた合併を行うことで規
模の拡大を行うと同時に他の金融機関との
競合を回避している。

また、組合員とのリレーションシップを
強化する上で来店しやすい雰囲気構築す
ることはますます重要となっている。
CalAgCU のメインオフィスでは、職員が笑
みを絶やさず、組合員の相談に対応して
おり、優しい雰囲気が印象的であった。

加えて、入口付近に設置されている CEO
オフィスは、組合員の側(そば)に存在す
る金融機関であることを示しており、店舗
戦略の観点からも日本の金融機関に大き
な示唆を与えるといえる。

海外の話題

ロンドンだより

農林中央金庫 ロンドン支店長 高 島 浩

ロンドンにもようやく春が来た。ハイドパーク等の公園の芝生の間から水仙が黄色い花を咲かせている。これから4月、5月に向けて日照時間も伸び、明るく穏やかな季節を迎える。振り返って見ると、今年の冬はとても暗いものだった。

昨年8月の北京オリンピックの閉会式において、ロンドン市長のボリス・ジョンソン氏が中国から五輪旗を受け取った。ロンドンのトラファルガー広場でもお祭り騒ぎが繰り広げられた。今回のオリンピックにおいては英国選手が予想以上の活躍をし、4年後のロンドン・オリンピックでの英国選手の活躍を期待する記事とともに、オリンピックが一昨年以来低迷基調となっていた英国の経済を再浮上させるきっかけとなるのではという報道が多くなっていた。

ところが、こうした明るいニュースは続かず、9月に入りリーマンの破綻が伝えられるころには、日照時間の減少とともに、暗いニュースが多くなった。

ご存知のとおり、ロンドンの冬はとても暗い。日照時間が長く、さわやかな気候が続く春から夏にかけてと異なり、冬にむけて、一日一日と日暮れが早くなり、冬至のころは、朝は8時過ぎに夜が明け、夕方3時半には日没を迎える。

この日照時間の減少にあわせるように、経済指標は悪い値を示し、10月の政府による大手金融機関への資本注入や11月以降のイングランド銀行により相次ぐ政策金利の大幅利下げにもかかわらず、金融、経済環境は一向に改善の兆しを見せていない。国民のムードもおのずと暗いものとなってしまった。

今年に入っても、暗いニュースが続いている。英国の経済が、先進国の中でも相当に悪いのではないかとの憶測からポンド安が進行し、ほぼ1ポンドが1ユーロとなるころまでポンド安が進んだ。英国のユーロ通貨圏入りに関する賛否が国内のみならず、欧州においても聞かれるようになった。このことは英国国民の自尊心を大きく傷つけることとなったのではないだろうか。

また、小売業においても、ウエッジウッドや紅茶のウィッタードなどの名だたる老舗が倒産し、毎日、新聞を見るのが怖くなるくらい厳しいものとなった。(8月に中国で五輪旗を受け取ったジョ

ンソン市長は、「英国の経済紙はホラー小説」のようだと揶揄していた)

さらに、2月になると、実に18年振りの大雪に見舞われ、ロンドン市内のバスは全面運休となり、経済のみならず気候からも見放されたのかと誰しも思ったのではないか。3月に入り、日照時間も伸び気分的に安らいできたせいかどうかはわからないが、イングランド銀行の実質的なゼロ金利政策や量的緩和の実施があり、それを好感する声も聞かれるようになってきた。しかし、銀行の不良債権問題は解決しておらず、英国の大手2銀行が事実上国有化されることとなるなど、季節は春を迎えている一方で、経済環境にはなかなか明るい兆しを見出すことが難しい。

歴史的に見れば、ロンドンはいくつかの波を越えながら、現在の金融都市としての地位を獲得している。この冬はとても暗かったが、必ずや英国の経済や金融都市としてのシティは蘇るであろう。毎日のニュースに一喜一憂せずに、アフターファイブをロンドン名物のパブで過ごすのも妙案かと思うが、そのパブも1日5件が廃業している。

このように暗い話が多い中、英国の数少ない輸出産業である自転車業界は好調である。ロンドンと言うと通勤は地下鉄をイメージするが、くだんのロンドン市長も自転車通勤しているなど、ロンドン市内を自転車通勤する人が増えてきている。また、ロンドンの大きな公園にはサイクリング用のトラックが用意されているところもあり、さまざまな花が咲き乱れた公園をサイクリングするのは気分転換にもなるし健康にもよい。これからサイクリングで気分転換するには最高の季節を迎える。こうして気分転換を行っているうちに、季節にあわせて経済環境も好転することを期待しているのは私ひとりではないと確信している。ロンドンの底力に期待したいところである。