

金融市場

2000.2

潮流

ふたつの不均衡 1

情勢判断

国内金融

潜在的に上昇圧力高まる長期金利 2

国内景気

単身世帯の消費は堅調 4

海外景気金融

Y2K問題クリア後に高まる米国金利先高感 5

債券安・株高基調のユーロ圏資本市場 6

景気回復傾向のなか金融改革に取り組むインドネシア 7

今月の焦点

今次企業収益回復の特徴とその持続性について 8

最近の生命保険会社をめぐる環境の変化と資産運用動向 13

地域経済の視点

財投資金頼みの2000年度地方財政 18

海外の話題

マカオ考 19

平成11年経済・金融関係論文一覧 20

潮流

ふたつの不均衡

世界経済の回復基調とIT革命の進展を背景に、資本市場は株高、債券安の傾向となっているが、今年は、投資家にとってこうした景気回復による金利上昇のほかに、内外の不均衡の変調からくる為替や金利動向に悩まされそうで、極めて難しい投資環境の年といえよう。その不均衡とは、米国の対外負債の増加と日本の政府負債の増加であり、それぞれが既に持続不可能な程の危険水準にまで膨らんでいるということである。

米国の対外バランスの悪化は景気過熱から止まらず、99年7-9月の経常収支赤字は年率換算で3,598億ドルと過去最大の幅となっており、99年度中赤字額は4,000億ドルを突破するといわれる。これは、プラザ合意時点の赤字額1,500億ドル程度をはるかに超え最悪の水準であり、その対外ファイナンス問題は、世界の投資家の最大の関心事となっている。

このため米国は、景気拡大のペースを落とすべく、金利引上げにより、景気、株価の過熱を押さえようとしているが、バブルの域に達した市場の過熱感は収まっていないのが現状である。今後、緩やかな景気減速がうまく行かず、より一層の厳しい引き締め政策をとらざるを得ない場合、ドル安、株安、債券安のトリプル安が発生する懸念があり、この時、世界の資本市場が混乱する可能性もある。

また、日本の財政バランスの悪化も、危険水域にまで達しつつある。「失われた90年代」に9回、100兆円以上の景気対策を行なった結果、財政収支は大幅悪化、政府債務残高は「隠れ借金」も入れれば、約700兆円（対名目GDP比140%）にも達すると推定されており、今後の制度改革等により、実態は顕在化してこよう。

この結果、国債残高は急速に増加している。財政収支不足が対名目GDPで10%にも係らず、日本の長期金利が極めて低位安定している背景には、公的金融機関の国債保有が総残高の約60%にも達しており、更に、ゼロ金利政策と国債管理政策で低金利が維持されている事実がある。しかし、こうした国債管理が何時までも有効という保証はない。特に今後は、国債の大量発行ほか、郵便貯金の償還問題もあり公的金融による消化は次第に難しくなることから、徐々に財政悪化を織り込んだ金利水準に上昇する懸念がある。

日本の長期金利の上昇は、日米金利差の維持によって支えられてきた面がある米国の対外ファイナンスを不円滑にし、米国の金利上昇の要因となろう。80年代の日本の対外債券投資急増とは異なり、90年代は日本の投資家のリスクテイク能力の落ち込みから、日米金利差による債券投資の裁定行動は必ずしも明確ではないが、日本のゼロ金利政策と国債管理政策による長期金利の低位安定は、回りまわって、米国の対外バランスの拡大を可能にしてきた面のあることは否定出来ない。

現在、投資家は、ゼロ金利水準による短期運用の収益性悪化のなかで、来年度からの時価会計導入に備え、金利リスクのポジションの限度と、新BIS規制による信用リスク管理強化等のために、短期的投資行動にならざるを得ない状況である。今後、景気が順調に回復し、ゼロ金利が解除される可能性がでてくれば、ふたつの不均衡の変調が原因で、為替、金利の変調幅が増大することが予想される。今年の資金運用は、いろいろなケースを想定し対応しておくことが必要のようだ。

（常務 伊藤 浩二）

情勢判断

国内金融

潜在的に上昇圧力高まる長期金利

要約

Y2K問題にからみ年末年始にかけ世界的に株価が乱高下した。一方、国内長期金利はカネ余りの状況下、1月の国債入札ラッシュを睨み膠着した相場展開となっている。しかし、2000年度も国債増発が続く一方で、企業収益の回復から設備投資回復の兆しも始まっており、株価も堅調に推移している。また、欧米金利も上昇基調にあり内外から潜在的な長期金利上昇圧力が高まりつつある。

表1 金利・為替・株価の予想水準

(単位：%、円/ドル、円)

年度/月	99年度			2000年度			
	9 実績	12 予想	3 予想	6 予想	9 予想	12 予想	3 予想
CDレート(3M)	0.03	0.10	0.10	0.10	0.20	0.35	0.50
短期プライム	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375	1.625
10年最長期国債	1.71	1.65	1.90	1.95	2.20	2.40	2.50
長期プライム	2.3	2.2	2.3	2.3	2.5	2.7	2.8
為替相場	106	102	105	105	105	102	100
日経平均株価	17,605	18,934	18,500	19,500	20,000	20,500	21,000

(注) 月末値、実績は日経新聞社調。

ここ1ヶ月の金融情勢

米国株に連動し株価乱高下

昨年末にかけ、米国中心に各国金融当局がY2K問題への警戒感から市場への資金供給を厚くしていたことなどを背景に、世界的に株価が上昇し、米国ではナスダックが初めて4000ドル台に乗せたほかNYダウ、S&P500とも史上最高値を更新、日本も情報通信関連株が急騰しTOPIXは3年5ヶ月振りに1700ポイント台に乗せた。年明け後は、米国がクリスマス商戦が好調だった中でY2K問題で混乱がなかったことからインフレ懸念が再び台頭、長期金利が急上昇し株価が急落、連れて日本株も急落した。その後米国の雇用、物価指標がインフレ懸念を示すものでなかったことから米国株が急回復し、日本株も日経平均株価で19千円台を回復した。ユーロ反発、G7への思惑から円高修正

年明け後の為替相場は、独製造業の購買担当者景況指数が2年振りの高水準を付けたことが

ら、ユーロが対ドルで反発。円ドル相場も1/4に日銀が押し上げ介入を実施したことや宮沢蔵相の「100円台を割り込む円高には断固たる介入を事務当局に指示した」との発言から、1/22のG7で円高懸念の共有について再確認されるとの思惑も台頭したことなどから一時106円まで円高修正が進んだ。

国債入札ラッシュを睨み、様子見の債券市場

12月下旬に日銀総裁は「デフレ懸念との戦いに早く勝利したい」と発言するなど日銀が情勢判断を前進させるスタンスが窺える中で、株価の反発もあり、ゼロ金利解除への思惑から円金利先物は2000年9月限で一時0.46%に上昇した。

一方、債券市場は、米国金利上昇や日米株価の乱高下で先物が神経質な動きとなったものの、現物市場はゼロ金利解除の思惑や株価の反発には特に反応せず、1月にTBから20年債まで合わせて13回実施されるの国債入札を睨んで膠着した相場展開となっている。1/12の10年債、1/19の6年債の入札は波乱なく通過しており、現状では需給悪懸念よりカネ余りの運用難が勝っている。

向こう3ヶ月程度の市場の注目点 ペイオフ解禁延期とゼロ金利政策

日銀サイドが情勢判断を前進させるとともに、景気回復に伴う「良い金利上昇」容認発言をしている背景には、ゼロ金利政策はあくまで非常事態における最大限の金融緩和措置というスタンスを示し、今後の金利上昇に際し国債引受けや国債買いオペ増額論が再燃しないよう予防線を

張っておきたいとの狙いもあるとみられる。

ゼロ金利解除は、景気が自律的な回復過程に入る目処が立つことが条件といえるが、経済の二極化が進んでいる中で景気指標からこのタイミングの判断は相当難しいとみられ、ゼロ金利が金融不安に対する流動性供給の点から実施された側面も強かったことからすれば、潜在的金融不安が一掃される時点は重要なタイミングと判断される。

この点で、ペイオフ解禁の1年延期は潜在的金融不安があることを政府が宣言したようなものだ。しかし、12月末の第二地銀の預金が前年比3.8%減となるなど預金者による金融機関選別の動きは継続しており、今後金融監督庁の信組検査で問題行の整理・再編も着実に進展するとみられる。従って当局が金融システムに不安がないことが確信できる状況が2000年度内には到来し、O/N金利0.02%の緊急避難的ゼロ金利政策から0.15%～0.25%程度への超低金利政策への変更は十分想定されよう。

カネ余り VS 財政リスクプレミアム

日本の財政赤字が拡大する一方で長期金利が上昇しないのは、日本が経常黒字国である中で従来は資金不足セクターであった企業部門がB/S調整のため借入金返済を優先し資金余剰が拡大しているためである。

2000年度予算は国債依存度が38.4%、2000年度末の国・地方債残高は645兆円とGDPを大きく上回る見通しの中で、99/1の大蔵省中期財政試算では1.75%の名目成長では国債依存度は低下しないとの見解がでており、政府部門の赤字は2001年度もむしろ拡大の懸念がある。一方、企業部門は収益回復から2000年度後半には設備投資回復の期待が出てきた。B/S調整はまだ途上であり設備投資もキャッシュフローの範囲内とはみられるが、企業部門の資金余剰は縮小に向かうことから、国内の資金バランスからみて長期金利上昇の可能性は高まろう。

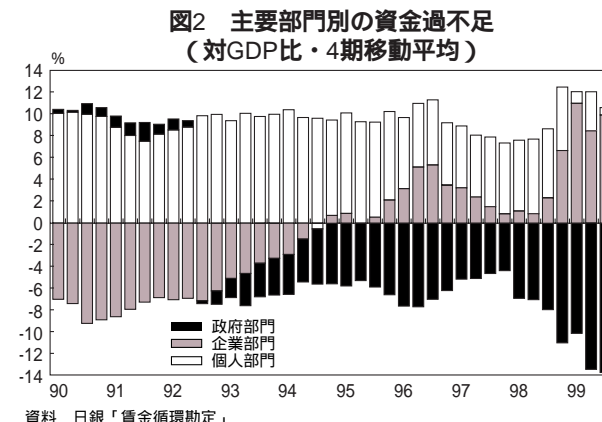
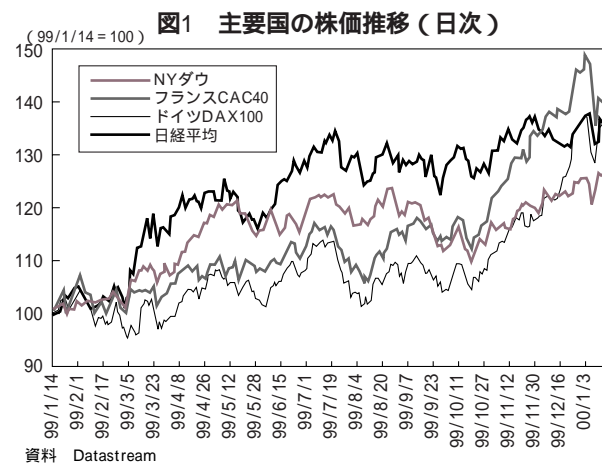
また、4月から郵貯の大量償還がスタートし、

資金運用部の資金繰り対策は打たれているとはいえ、株価が底堅く推移する公算が高い状況からすれば、郵貯の流出額が増大し早めに長期金利が上昇する可能性もある。

なお、欧米金利が上昇基調にあることや原油価格が再度上昇の気配にあることにも留意が必要であろう。

注目されるFRBの利上げと米国株価動向

株式市場は、急騰した情報通信株が日柄調整に入る一方、バリュエーション面から低位株に見直し買いが入るなど入れ替えはあるものの、企業リストラとカネ余りの継続で基本的に底堅い展開は続くとみられる。そうした中でリスクは米国株価動向で、0.25%程度の利上げが予想される2月のFOMC後、過熱気味の米国経済にソフトランディングの兆しが現れるのか、再度インフレ懸念が台頭し、米国株安、ドル安に向かうのか注目される。（2000.1.19 堀内 芳彦）



国内景気

単身世帯の消費は堅調

消費は依然低迷か？

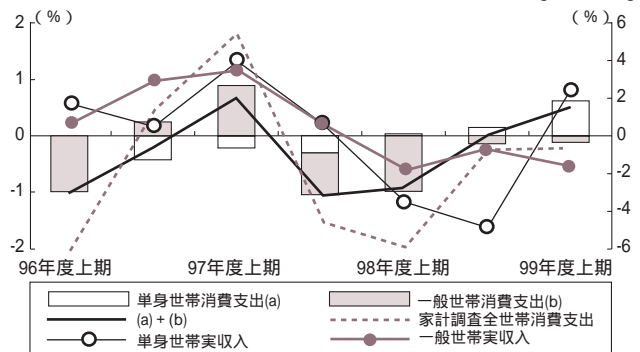
99年10月以降の指標を見ると生産・出荷が伸びているほか、輸出が金額ベースでも前年比増加に転じるなど、7-9月期に引き続き企業の生産活動は好調である。また、住宅減税適用期間の延長等を受けて住宅投資も堅調だが、個人消費の統計である家計調査の全世帯消費支出は9月以降前年比減少が続いている。この背景にはパート労働者比率の上昇や賞与額の引下げなど、雇用・収入に関する不安が依然として大きいことが挙げられる。雇用過剰感がピークを越したとはいえ賃金コストが企業の負担となっていることには変わりなく、リストラ・賃金引下げ圧力は当分続くだろう。

単身世帯の消費は堅調

こうした将来への不安や賞与の減少が消費を抑制していると考えられるが、ここで家計調査の対象外である単身世帯の消費動向に注目してみたい。単身世帯の消費金額は99年度上半期には全世帯の17.4%と、かなりの割合を占めている¹⁾。

単身世帯の消費支出は98年度以降、前年比増加に転じ、99年度上半期には+7.5%と大幅に伸びている。家計調査の対象となる一般世帯(複数人世帯)の消費は減少しているにもかかわらず、単身世帯と一般世帯の消費支出の合計は98年度下半期以降やはり前年比増加に転じており、99年度上半期には+2.6%の伸びとなっている。単身世帯の実収入(勤労者世帯)は99年度上半期には前年比増加となったが、一般世帯よりも収入の落ち込み幅が大きかった98年度から単身世帯の消費は増加していることから、収入の増減にかかわらず単身世帯の消費意欲は強いと言ってよい。

図 単身世帯・一般世帯の収入および消費の推移(前年比)



資料 総務庁「国勢調査」「家計調査」「単身世帯収支調査」
 (注) 1. 消費支出は「消費支出・家賃地代・保険医療・自動車等購入」。
 2. 実収入は勤労者世帯、その他は全世帯(勤労者世帯+勤労者以外の世帯)。
 3. 実収入は右目盛。

一方、一般世帯では収入が減少しても金融資産純増額の減少幅は一定(5%程度)以上拡大しないが、単身世帯では98年度以降大幅に減少してきている。一般世帯では常に将来への備えを一定以上行なうのに対し、単身世帯は約2/3が35歳未満と60歳以上の世帯であり、その多くが扶養家族を持たないと思われることから、景況感の改善に伴い金融資産積み増しの必要性が薄らいできていると考えられる。単身世帯においてはこうした貯蓄減少分が消費に振り向けられていると考えられるが、なかでも通信費などの選択的支出が継続的に増加しており、この傾向は今後も続くだろう。

年度内の経済成長は一服

10月以降は公共投資は落ち込み、個人消費は横ばいが予想されるが、設備投資の減少幅が縮小してくることや、輸出増に伴い生産は引き続き好調となることから、景気は底堅いが一服感が続くだろう。年度明け以降は経済新生対策の効果が始まる、経済成長を押し上げると予想する。
 (鈴木 亮子)

i 資料：総務庁「国勢調査」「家計調査」「単身世帯収支調査」

海外景気金融・米国

Y2K問題クリア後に高まる米国金利先高感

Y2K問題クリア後の米国経済

2000年問題を大きな混乱も無くクリアした米国では、Y2Kに関連する金融政策の制約がなくなったことや、Y2K後の反動減速の可能性が低下したことで利上げ観測が一気に高まるとともに、金利上昇の影響でナスダック等のハイテク関連株が一時大幅に下落する等、年明けの金融市場は波乱含みの展開になった。しかし株式市場では下落した水準では買い戻しの動きが広がるとともに、12月の生産者物価や消費者物価が落ち着いたものだったことで当面の大幅利上げの可能性が薄れたとの見方から、株価は全般的に持ち直しの傾向にある。一方債券相場は足元のインルの落ち着きにもかかわらず、景気過熱が収まらないことによる利上げ継続観測もあって軟調な展開が続いている。

米国の実体経済については、12月の小売売上高が前月比1.2%増とクリスマス商戦が過去最高の売上になっており、また鉱工業生産指数も同+0.4%の伸びとなる等、全体的に過熱気味の高成長が継続している。1月にはY2K関連のかけこみ需要の反動が非耐久財中心に多少はでてくる可能性もあるが、非耐久財が消費に占めるウエイトは低く（実質ベースで15%程度）、影響は限定的なものになる。

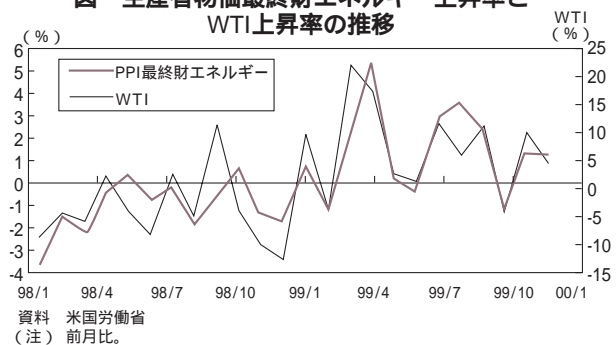
今後は利上げの影響から次第に負債増加を伴う消費の拡大ペースは鈍化してくるとみられるものの、雇用・所得の良好さは続いており、株価に大きな波乱がなければ、消費の基調の強さは当面続くとみられる。グリーンSPAN議長も1月13日の講演で、米国生産性上昇率の加速を評価しながらも、株高に関しては、将来「バブルの一つだったと結論づけられる可能性」もあるとして警告を発したが、FRBが予防的な引き締め姿勢を強めることが、米国景気の軟着陸期待を高めて株価上昇につながる面もあり、引締

め政策の景気安定化効果はいまだ部分的なものにとどまっている。

依然残る物価上昇懸念

12月の物価指標は生産者物価、消費者物価ともに落ち着いたものであったが、1~2月にかけては一時的には物価上昇率が高まるリスクが依然として残っている。その要因の一つは、OPECの減産合意が4月以降も延長される可能性が高くなったことで、原油価格が当面強含みで推移するとみられることである。WTIの変動と米国生産者物価のエネルギー価格とは比較的連動性があり（図）、WTIが上昇した場合には、1月のPPIエネルギー価格の上昇率が高まり、ひいてはCPIの財価格の上昇率を高める可能性がある。足元では金属価格も上昇傾向にあり、原材料面からの物価上昇圧力は当面高まることになる。

図 生産者物価最終財エネルギー上昇率とWTI上昇率の推移



また労働力需給逼迫を背景に時間当たり賃金上昇率も製造業、建設業等では前年比で加速基調にあり、コスト面からのインフレ圧力は高まる方向にある。2月初めFOMCでは0.25%の利上げが行われ、その後も個人消費を中心とした内需過熱感が収まるまでは利上げ局面が続くことになる。

(小野沢 康晴)

海外景気金融・欧州

債券安・株高基調のユーロ圏資本市場

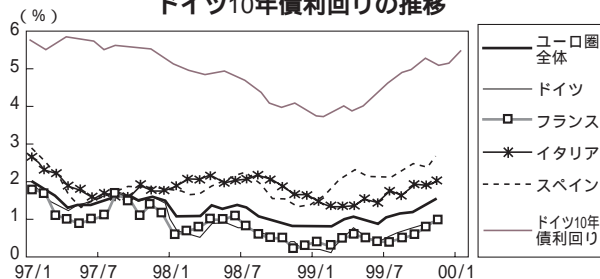
景気回復・物価上昇のユーロ圏経済

2000年入り後のユーロ圏市場では、米国の債券・株式市場の影響を受けて一時株価が下落する等の動きもみられたものの、足元では債券安・株高と、景気回復・物価上昇見通しが反映された形になっている。

実際にユーロ圏景気の回復トレンドはより明瞭なものになってきており、遅れていたイタリアでもユーロ圏の域内貿易拡大による輸出回復等によって生産指数がボトムアウトし、好調なフランスでは11月には失業率が0.2ポイント低下(10.8%)にする等、雇用情勢の改善が進展している。ドイツでは、11月の鉱工業生産指数が前月比-0.5%と予想外の低下になったものの、これには季節調整の問題等が指摘されており、上方修正の可能性も高く、受注の高い伸びと在庫調整の進展を背景に、今後は生産指数の伸びも加速してくる可能性がある。

一方物価に関しては、原油価格上昇、ユーロ安等を背景にした輸入物価上昇により、消費者物価も全体としては上昇傾向にあり、ユーロ圏トータルの消費者物価は11月に前年比+1.6%と10月(同+1.4%)から上昇率が高まっている。地域別にはスペイン、アイルランド等では既に2%台半ば~3%程度の上昇、イタリア、オランダ等では2%前後とユーロ圏全体の中期的目標水準である2%の水準を上回る国も増えつつある。

図 ユーロ圏の消費者物価(HICP)上昇率とドイツ10年債利回りの推移



資料 eurostat, datastream
(注) 上昇率は前年比。利回りは水準。

ただECB当局者は、物価に対して現状では楽観的なスタンスをとっている。例えば、1月5日のECB理事会(政策金利の据え置きを決定)後のドイセンベルクECB総裁の記者会見でも、足元の物価上昇は、原油高、ユーロ安、食料価格の(下落からの)下げ止まり等の一時的要因によって生じたもので、2000年の早い時期にはピークアウトして安定化の方向に向かうとの見通しを示し、短期的な物価上昇が賃金上昇を通じて一般的なインフレ圧力へと波及していかないようにすることが重要としている。

急速に上昇する欧州長期金利

このような比較的楽観的なECB当局者の発言にもかかわらず、欧州長期金利は足元急上昇している。この原因としては、一つには(ドイセンベルク総裁も指摘した)足元物価の上昇を賃金に転嫁する動きが、実際に生じつつあることが挙げられる。ドイツ最大の労組であるIGメタル(金属労組)が5.5%と予想以上の高率賃上げ要求をしたことが、ECBの早期利上げ観測を呼んでいる。ただこの点については、昨年も当初要求6.5%に対して最終的には3.2%の賃上げと1%相当の一時金支払いとの内容で妥結しており、今年も最終的な妥結水準は3%程度との見方が一般的で、通貨統合による競争圧力の高まり等を考えれば、ユーロ圏のインフレ率が加速する可能性は低いのではないかと考えられる。

とはいえ、今後米国の利上げが予想される中で、物価安定の観点からユーロ安進行を抑制する必要もあり、ユーロ圏景気の堅調さが明確になっていることを背景に、ECBの利上げが1~3月期中に行われる可能性も高くなってきたといえよう。

(小野沢 康晴)

海外景気金融・アジア

景気回復傾向のなか金融改革に取り組むインドネシア

Y2K 大きな混乱なく回復強めるアジア経済

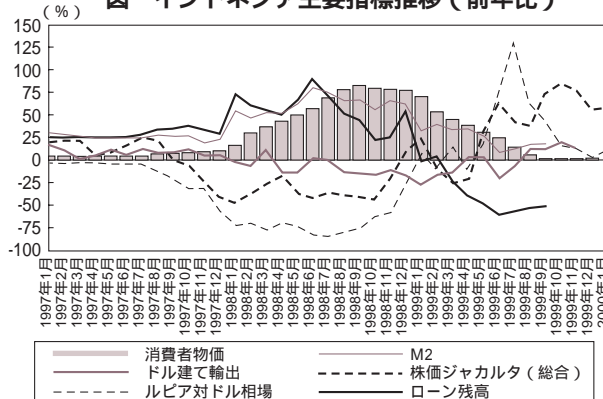
アジア諸国のY2K問題は2月末の閏年問題等
は残るものの、大きな混乱もなく概ね無事に
乗り切った。株式市場等も1月初めの米国株下
落等の影響を受けたが足下ではほぼ落ち着き、
輸出・鉱工業生産等の指標発表も引続き景気
回復基調を示すものが続いている。

インドネシア景気回復と金融改革への取組

インドネシアは、スハルト政権崩壊等の政治
的混乱や150億ドルといわれる華人資本の流
出等で、アジア危機で最大の打撃を受けた。し
かし、98年末からの通貨の安定で99年初め
から金利とインフレ率が急速に沈静化し、海
外投資家の資金流入等で株価・為替も大幅
に回復して経済環境は落ち着きを取戻した。
アジア諸国の景気回復、主要輸出品原油の
価格急上昇による輸出の回復等で、インド
ネシア景気も99年第2四半期から前年比
プラス成長に転じている(図)。

商業銀行全体の不良債権比率は、大幅な景
気後退で約7割に達したと推定され、IMF
との協議に沿い金融改革のため98年1月に
銀行再建庁(IBRA)を設立し一部民間銀行
の閉鎖、中銀の金融システム危機防止のた
めの流動性支援等を行なったが、実質的に
進展したのは99年3月の民間銀行の大規模
な再編と不良債権のIBRAへの移管によった。
再編は自己資本比率によりA~Cの3グル
ープに分類し、同比率の低いB、Cグル
ープの38行の閉鎖、7行の国有化・統合、
9行への国債発行による資本注入、同4%
以上のAグループはそのまま存続とした(国
営銀行にも資本注入・統合)。また、銀行
の統廃合に伴いIBRAへ簿価約230兆ル
ピアの不良債権を査定割引して国債と交換
で移管したことで、99年7月末で銀行の
不良債権比率は39.1%に低下した。不良
債権のIBRAへの移管で民間対外債務交渉
が容易になる等、タイ等の改革に比し実効
性は高いとみられる。

図 インドネシア主要指標推移(前年比)



資料 Datastream

ところが、8月にバンク・バリに絡む政治的
不正疑惑が発覚し、IMF等との関係が悪化し
金融改革が頓挫した。これに対し10月に発
足したワヒド新政権はIMF等との関係正常
化、中国・シンガポール等訪問による華人
資本還流の働きかけを行なうとともに、3
月時点でAグループの銀行でもその後の
経営悪化で自己資本比率が4%未満に陥
った銀行の閉鎖方針の言及やIBRAの権限
強化と移管債権の売却加速等をこの1月に
打ち出している。これは金融改革コストが
約600兆ルピア(2000年3月期国家予算
218兆ルピアの2.7倍、国債既発行額158
兆ルピア)にのぼる見込みで重い財政負担
から民間銀行救済へこれ以上の公的資金
注入は困難との危機感によるものとみら
れる。

注目される国内政治と支援国会議等の行方

インドネシア経済は、2000年も穏やかに
回復するとみられるが、懸念は依然燻って
いるマルク、アチェ等の地域紛争や挙国一
致政権内の政争等の政治問題と金融改革
等に伴う財政問題である。財政問題につ
いては近々IMFとの間で今後3年間の(公
共料金等の値上げを含む)中期的経済プロ
グラムを固める予定で、それに沿って国際
機関や2月に予定される支援国会議等で
支援が得られるか否かに依存するとみら
れ、それらの行方が注目される。(千葉 進)

今月の焦点

今次企業収益回復の特徴とその持続性について

要 約

99年に入ってから企業収益の回復は、IT関連やベンチャービジネスとみられる中小非製造業の一部増収増益業種を除けば、全体として減収増益型の回復であり、リストラを主因としたものである。特に、大中堅規模の卸売業やサービス業、素材型製造業等で損益分岐点の低下が進んでいる。IT関連等の成長業種の広がりや、加工型大中堅製造業でリストラ進展による増益幅拡大が期待できることから、今後も企業収益の回復は持続可能とみられるが、こうした方向をより確かなものとするには、急激な円高回避のほか、増加したキャッシュフローを成長業種へ振り向ける政策的インセンティブの充実が求められる。

法人企業（金融・保険業を除く）の経常利益は、99年第1四半期に前年比で増益に転じ、以後3四半期連続で増益が続いている（注1）。2000年度下期には景気の自律回復を予想する見方が多いが、そのためには企業収益回復の持続が前提となる。以下では、今回の企業収益回復の要因分析を通じて、今後の収益回復の持続性を考察する。

（注1）以下の分析は、大蔵省「法人企業統計季報」を中心にしているが、99年第1四半期以降は事業税の経理処理変更の影響がある。正確な数字は把握不能だが、資本金10億円以上企業がすべて経理処理を変更したとすると全産業の経常利益が2～3%程度高上げされることになる。

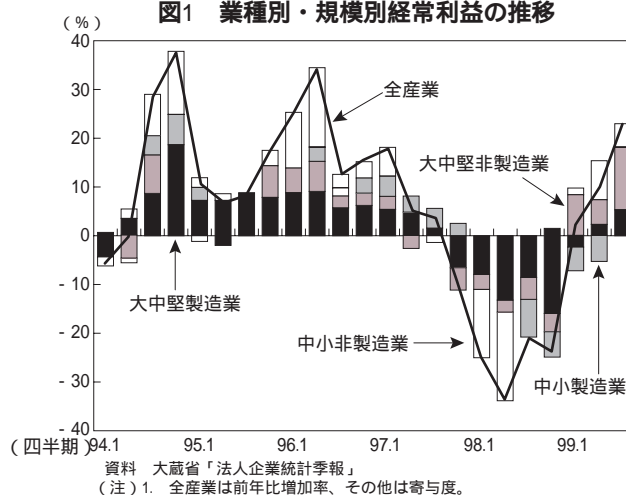
企業収益回復の特徴

経常利益増加率を企業規模・業種別寄与度で見ると、今回は図1のように非製造業が先に増益に転じ、なかでも資本金1億円以上（以下大中堅企業と呼ぶ）の非製造業が牽引している。次いで99年第2四半期から大中堅製造業が増益となり、第3四半期には資本金1億円未満10百万円以上（以下中小企業と呼ぶ）の製造業が最も遅れて増益に転じた。リード役となっている大中堅非製造業では、運輸通信業やサービス業、卸売業などの増益幅が大きいが、こうした傾向

は売上高経常利益率などの財務指標でも同様である。

前回の収益回復時である94年と比べると、前回はバランスシート調整を終えた大中堅製造業が輸出増加もあって収益回復をリードしたが、今回は大中堅非製造業がリード役である点が異なる。また、経常利益増加率や売上高経常利益率の上昇幅（全産業）でみて、回復スピードは前回よりも今回の方が緩やかである。こうした違いは以下のような要因によるものである。

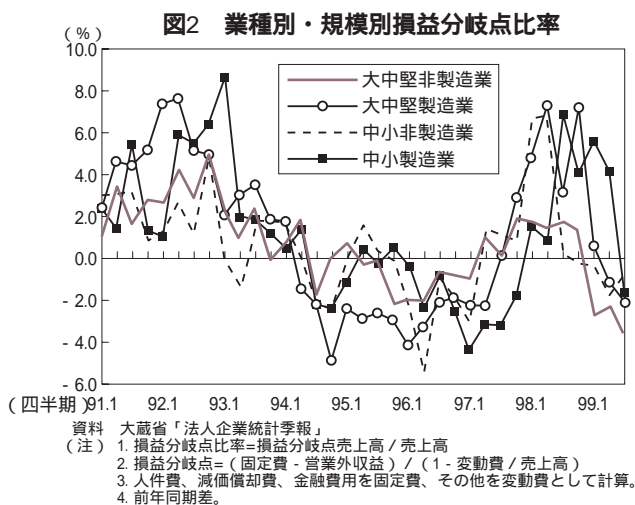
図1 業種別・規模別経常利益の推移



リストラによる収益回復

全産業でみて、売上高はマイナス幅が縮小し

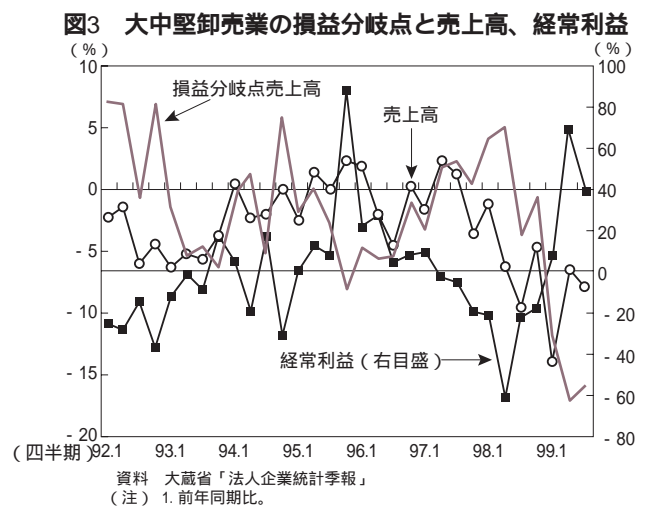
てきたが依然減少しており、いわゆる減収増益型の回復である。このことから、収益回復の主因がリストラにあることは明らかである。図2によって、企業規模・業種別損益分岐点比率の推移をみると、99年に入ってからでは大中堅非製造業が最も低下している。大中堅非製造業は売上高減少が大きいなかでの損益分岐点比率の低下であり、リストラが進展していることがみてとれる。なかでも、卸売業とサービス業の損益分岐点比率の低下幅が大きい。



卸売業では、99年第3四半期に損益分岐点売上高が前年同期に比べて16%と大幅に低下した。このため、売上高は7.9%減少したが経常利益は39%の増益となった(図3)。総合商社などにおいて人件費削減や不採算取引の圧縮などが進んだことが反映していよう。サービス業でも同じ時期に損益分岐点売上高が3.6%低下し、売上高は1.3%減少したが経常利益は36.6%増加した。リース業等の対事業所サービスやホテル・旅館業などでリストラが進展している。

このように、収益回復の主因は人件費削減や設備投資の圧縮などのリストラ効果によるもの

だが、一方で、こうしたリストラは個人消費等の需要を抑制し、売上高を減少させる一因ともなっている。これが今回の収益回復のスピードを94年に比べて弱いものとしている(94年の場合は売上高は増加していた)。



一部に売上増加による増益業種も

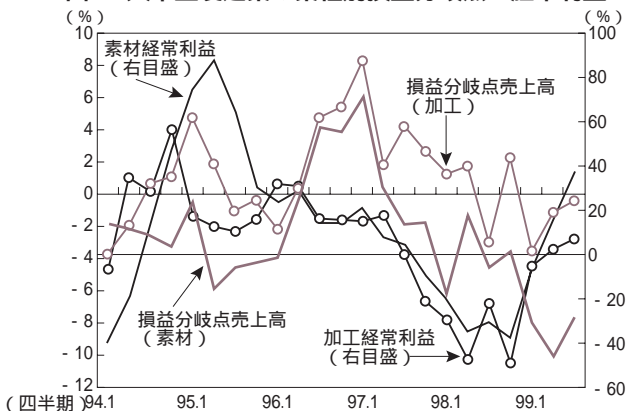
しかし、売上増加を主因に収益が改善している業種もないわけではない。大中堅製造業のなかで最も増益幅が大きい運輸通信業は、99年第3四半期に損益分岐点売上高が前年同期に比べて1.5%の低下にとどまったが、売上高は5.5%上昇し、経常利益は55%増加した。陸運や海運、空運はリストラによる収益回復型だが、NTTグループなど売上高の多くを占める情報通信業が、携帯電話やインターネットの普及拡大などによって売上が増加し増益となったためである。このほか、大中堅小売業も、リストラ効果に加えて99年に入ってから個人消費回復による売上高増加もあって増益となった。

大中堅製造業では素材業種の回復が先行
 大中堅製造業は99年第2四半期以降増益に転

化した。これを素材業種と加工業種に分けてみると、素材業種の回復が先行している。99年第3四半期に素材業種は売上高が前年比1.9%減少したが、経常利益は37.5%の増益となった。これに対し、加工業種は売上高が0.9%増加したものの経常利益は6.6%の増益にとどまった。これは図4のように、素材業種の方がリストラが進み、損益分岐点売上高が大きく低下しているためである。

素材業種の損益分岐点売上高は、99年第3四半期に前年比7.6%低下した。なかでも、鉄鋼や化学、繊維などの業種の削減幅が大きく、特に人件費の削減幅が大きくなっている。一方、加工業種の損益分岐点売上高は、同時期に0.4%の低下にとどまっている。加工業種については、日産自動車やNECなどのリストラ計画にみられるように、本格的なリストラは、むしろこれから実施されるものと予想される。

図4 大中堅製造業の業種別損益分岐点と経常利益



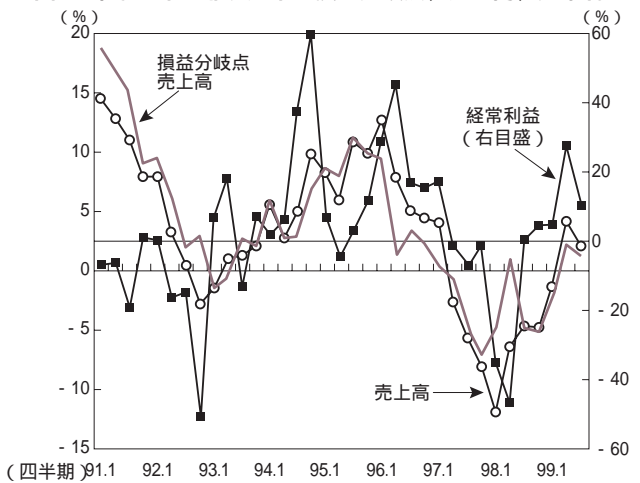
資料 大蔵省「法人企業統計季報」
 (注) 1. 素材は繊維、化学、紙パ、窯業・土石、鉄鋼、非鉄の合計、加工はその他。
 2. 前年同期比。

中小企業の収益回復の特徴

中小企業については、非製造業が98年第4四半期から経常利益が増益となるなど早めの回復となった。これは卸・小売業等で諸経費削減によって損益分岐点売上高が低下する一方、個人消費の持ち直し等によって売上高が回復してきたことや、98年に入ってから景気対策による公共事業の拡大で建設業の売上高が増加してきたことなどによるものである(図5)。しかし、

99年第2四半期から損益分岐点が再び上昇傾向となり、増益幅は縮小している。中小企業では、所有と経営の分離が大中堅企業ほど明確ではなく、業績に応じて役員給与等の人件費を調整する傾向があることなどのためとみられる。

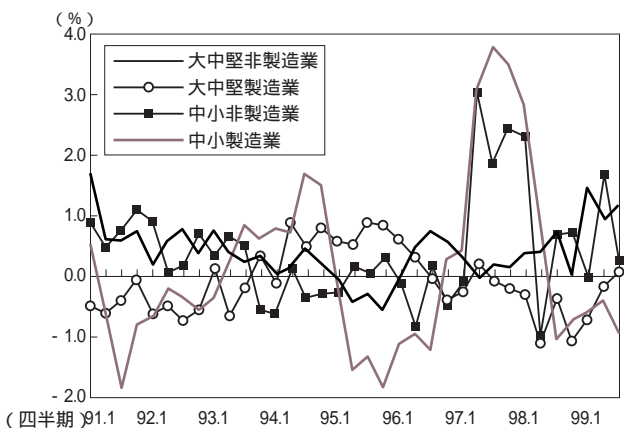
図5 中小企業・非製造業の損益分岐点、売上高、経常利益



資料 大蔵省「法人企業統計季報」
 (注) 1. 前年同期比。
 2. 96、97年度は最低資本金引上げにともなう法人数増加の影響に注意。

一方、製造業は、99年第2四半期まで大幅減益を続けたあと、第3四半期になってようやく増益に転じた。大企業のリストラによる仕入コスト削減の動きやアジア等からの輸入製品との競合で採算が厳しい状況が続いており(図6)間接費の圧縮に加えて、生産回復による売上高の増加がみられた99年第3四半期にようやく増益に転じたものである。

図6 業種別・規模別売上総利益率



資料 大蔵省「法人企業統計季報」
 (注) 1. 売上総利益率=(売上高-売上減価)/売上高
 2. 97年度に中小製造業・非製造業の売上総利益率が上昇しているのは、消費税率引上げの影響と思われる。
 3. 前年同期差。

中小企業については、もともと1社当りの雇用人員も少ないなどリストラにも限度があり、増益基調を維持するには売上高の増加が続いていくことが必要と思われる。

中小非製造業でのベンチャー企業の活発化

こうしたなかで、将来の成長を担う新たな動きもでてきている。特に、運輸通信業や事業所向け・個人向けサービス業などの中小非製造業の分野でこうした傾向がみられる。

中小運輸通信業のなかでも、陸運と水運を除くその他の運輸通信業は、99年第2四半期から増益となり、同年第3四半期には売上高が前年同期に比べて31.4%と大幅な伸びを示し、経常利益も4.7倍の増益となった。設備投資も同期に増加に転じている。情報通信関連のベンチャー企業等の事業活動の活発化が背景と推測される。また、個人向け中小サービス業も99年第2四半期から増益に転じ、第3四半期に売上高が前年同期比29.3%増加し、経常利益も大幅に増加した。この業種では同期の就業人員増加数が9万人（増加率23%）と大幅なものとなっている。ホームヘルパー等介護関連の増加などが原因と推測される。これらの産業はまだマイナーな存在であるが、今後次第にシェアを高めていくこととなる。

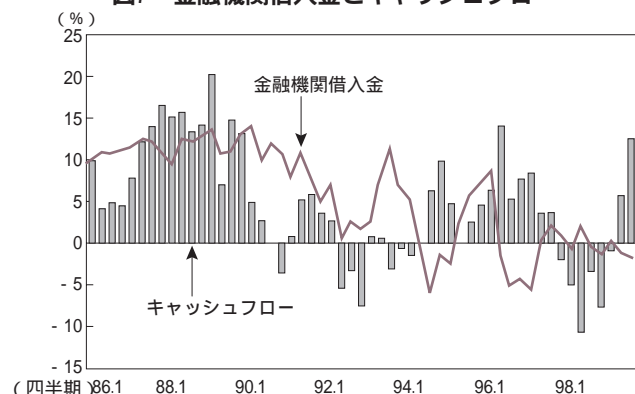
増加したキャッシュフローの有効活用

以上のように、企業収益はリストラを主因に99年に入って回復に転じ、現在これが定着しつつある状況であり、今後これを持続させていく必要がある。人件費削減など企業がリストラを進めると、それによって需要（売上高）が落ち込み、さらにリストラが必要となるといった悪

循環の懸念があるが、リストラ進行にもかかわらず、これまで実際の売上高が損益分岐点の低下幅ほどには落ち込まなかったのは、政策による下支え（公共事業の拡大や所得税減税など）や消費マインド改善（消費性向の上昇）、アジアの景気回復等による輸出の増加などがあつたからである。しかし、今後は政策の下支え効果は次第に薄れていくとみられ、これに替わる需要の創出が必要である。

リストラによる増益でキャッシュフローが増加しているが、これまでは主として借入金の返済に使われてきた（図7）。増加したキャッシュフローが需要創出につながるためには、設備投資に振り向けられるか、返済された借入金が金融機関を通じて新たな成長分野に再投資されなくてはならない。全産業ベースで借入金は減少しているが、その他の運輸通信業や一部サービス業などでは増資等も含む外部からの資金調達は増加している。

図7 金融機関借入金とキャッシュフロー



資料 大蔵省「法人企業統計季報」

(注) 1. キャッシュフローは、98年度までは減価償却費+経常利益*0.4
99年度は減価償却費+経常利益*0.5で計算（法人税減税を考慮）
2. 前年同期比。

こうした傾向が今後さらに拡大し、公共事業の減少等による需要の落ち込みを埋め合わせていく必要があるが、これを促進する政策としては、投資減税の拡充やエンジェル税制の一層の充実

などが効果的であろう。

今後の収益回復の持続性

以上のような企業収益回復の要因分析を基に、今後の収益回復の持続性について考えると、次のようになるだろう。

第一に、情報通信業や介護等の個人向けサービス業は、需要の拡大を背景に増益基調の持続が期待できよう。特に、介護関連のサービス業では2000年4月からスタートする公的介護保険制度も追い風となるだろう。

第二に、リストラが進展している大中堅卸売業などでは減収でも利益が上がる体質が定着しており、よほどの売上減少がない限りは増益が持続可能と思われる。

第三に、大中堅製造業については、リストラが進展している素材業種は、アジア向け輸出などに大きな変化がなければ、増益基調が続くこととなるだろう。加工業種は、主力となる自動車や電機、一般機械などで今後リストラによる損益分岐点の低下が進み、増益幅の拡大が期待できる。

第四として、中小企業の収益動向にはなお不透明要因が多い。製造業では円高による輸入製品との競合や大企業による仕入コスト削減要請などから採算は依然厳しいものとみられ、増益基調を維持するには、製品の高付加価値や生産数量増加による売上高の増加が必要となるだろう。非製造業では、公共事業の減少が建設業の収益に影響するほか、卸・小売業においても、消費者の低価格志向や流通業者間の競争が激化するなかで、必要な売上高が確保可能かどうかには不透明な部分も多い。

しかし、全体としてみれば、リストラ効果が続くことや(注2)、アジアなど海外景気拡大

による輸出の増加や、IT関連を中心にした成長分野の売上増加などもあり、当面、企業収益の増益基調は持続可能と思われる。なお、これらは業界としてみた企業の収益動向だが、個別企業の収益は、不振業種であっても、いわゆる“勝ち組”“負け組”といった格差が存在することはいうまでもない。

(注2) 99年度下期において、全産業で99年第1～3四半期(平均)並の損益分岐点売上高の低下が可能とすれば、売上高が1.5%でも10%の増益が可能である。

円高による収益腰折れのリスク

増益基調を損なう要因として考えられるのは、急激な円高の進行である。海外生産の拡大や海外からの部品輸入の増加、先物市場の利用などから、企業の円高対抗力は長期的に高まってきたしており、海外景気の拡大で輸出数量が増加すれば、円高による受取金額の目減りもかなりの程度はカバー可能である。

しかし、急激な円高が進行し、株価の大幅下落などによって景気マインドに大きな影響が及ぶ場合は、設備投資の再度の落込みや個人消費停滞による売上減少で企業収益回復が腰折れする懸念がある。特に、財政収支の悪化やゼロ金利政策への移行で、今後の財政金融政策の追加的措置には限界がある。国際協調の枠組強化や経済改革を促進することなどによる急激な為替変動の回避が求められよう。

(鈴木 博)

最近の生命保険会社をめぐる環境の変化と資産運用動向

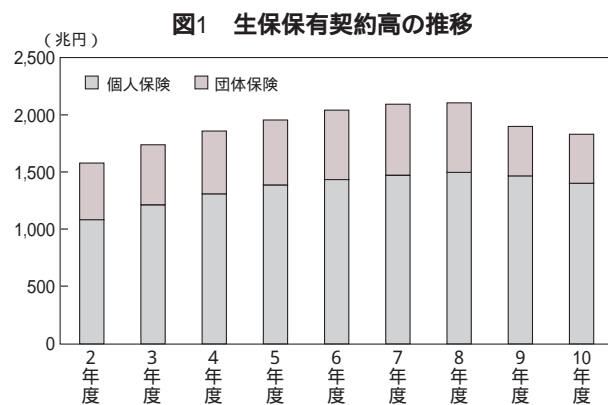
要 約

国内生命保険会社の業績が低迷している。その背景には、契約高の伸び悩みや高コストの負債に対する運用難を原因とする逆鞘の問題等の中・長期的な構造要因があるといえる。最近では生保の破綻や経営難が顕在化しており、生保業界の健全化に向けたセーフティネット整備等の政策が進められている。

契約高の推移

国内生保業界では、保険契約高の低迷が続いている。99年度中間決算の数値でみると、まず契約高の約7割を占める個人保険の減少が目立つ(図1)。この背景には、長期化する景気低迷による家計所得の伸び悩み、急速に進む少子高齢化によるマーケットの縮小、他金融資産との競合、などの中・長期的に持続する構造要因がある。さらに、日産生命の破綻以来、生保の破綻・経営悪化が注目されており、業界全体への信頼感低下による解約の増加も一因となっているといえよう。一方、団体年金保険(注1)については予定利率引下げの影響もあるものの、大手生保では運用力強化のために、運用部門のアウトソーシング化を進行させており、一部の生保で系列投資顧問への移管を積極的に進めたという背景があるため、実質的にはマイナス幅は大きいとはいえない。

個社別に見てみると、特に中堅生保が厳しい



状況にある中、新規参入組の外資系、損保系、異業種系の生保は、順調に契約高を伸ばしている(表1)。ただし、国内生保市場では寡占状態にある大手・中堅各社が低迷しているため、全体での伸びを押し上げるには至っていない。

(注1) 団体年金保険：一般的に、団体がその所属員に年金を支給するために、生命保険会社と締結する団体生命保険契約のこと。統計における団体年金保険という分類には、団体年金保険の他に、企業年金保険、厚生年金保険等が含まれる。

表1 個人保険契約高の増加率上位10社と下位10社(あおば、第百を除く44社ベース)

(億円)

会社名	個人保険	増加率(%)	総資産	会社名	個人保険	増加率(%)	総資産
チューリッヒ	1,023	300.1	30	大和	13,970	9.3	2,861
スカンディア	782	142.4	133	千代田	339,542	9.2	40,480
GEエジソン	22,917	127.6	3,417	協栄	428,252	6.7	48,211
東京海上あんしん	38,313	64.8	2,221	朝日	823,244	6.0	116,451
日本火災パートナー	6,274	61.1	239	明治	1,237,245	5.7	171,239
アクサ	7,035	57.8	306	三井	691,192	5.6	97,905
千代田火災エビス	6,737	52.7	290	東京	61,933	5.5	11,943
共栄火災しんらい	4,041	52.5	213	大正	7,080	5.4	2,262
三井みらい	13,117	46.6	810	日本	3,157,221	4.6	429,061
興亜火災まごころ	6,800	43.7	262	セゾン	27,545	4.3	5,446

資料 エコノミスト

資産運用の状況

前述のとおり日本の生保市場は、上位7社の寡占状態にあり、総資産ベースでは、46社を合計したうちの77%、有価証券は76.5%（株式は86.9%、外国証券は71.4%）を占めているため、ここでは大手・中堅各社の動きを中心に運用状況を見てみたい。

近年、生保の破綻・経営悪化が表面化してきた理由としては、高い負債コストに見合った高利回りでの運用が困難であるという「逆鞘」（文末資料）の問題が指摘されている。

大手・中堅各社はバブル期において、新規契約獲得による資産拡大を目標とした営業活動を行なってきており、最高で6.25%もの高い予定利率商品を投入していた。

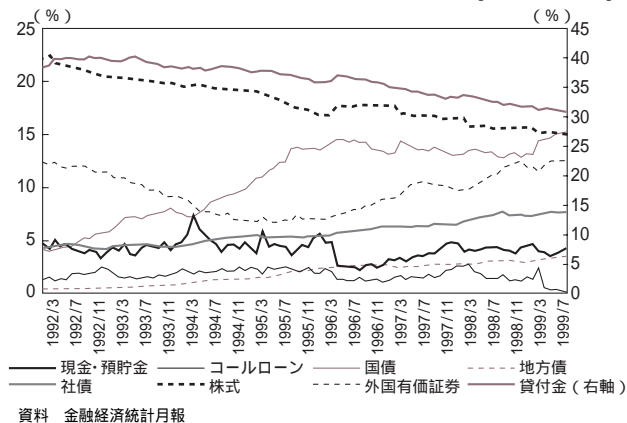
その後、低金利状態が持続する中、過去の高コストで固定された長期負債を抱えた生保は、株式や外国証券等、相対的にリスクの高い資産での運用による利回り引上げを余儀なくされた。しかしその後の円高は、外貨建資産での損失を拡大させることとなった。

また、大手生保は、ポートフォリオに占める株式の比率が高く、株式持合いの都合上、銀行や製造業など直近の株価上昇の恩恵を受けていない業種への偏りが大きい。保有株式に占める割合の高い銀行株（日本生命で約2割）の下落は、バランス・シートを悪化させるとともに、最近では破綻金融機関への劣後ローンの出し手としても注目された。

最近3年間の特色については、97年に円高が進行した際と、ユーロ発足にともなう外国証券積み増しが目立っている。また、長期金利の低下により、国債から社債・地方債へのシフトがみられている（図2.3）。

平成11年度に入ってから具体的な資産運用に関する動きについては、次のように説明で

図2 運用資産に占める各資産項目のシェア（国内生保計）



きる。（カッコ内は、運用資産に占めるシェア。データは99年8月末時点。）

貸出金（31%）

銀行とは営業体制が異なっており、貸出金は減少を続けている。生保は限界的な貸し手であり、大手行への公的資金導入以降の貸し渋り緩和とともに、貸出金の減少幅は拡大しており、この1年間で62兆円から57兆円まで縮小した。

国債（15%）社債（8%）

貸出が伸び悩む中、国債が消去法で買われやすく、また時価会計導入を控えていることで、特に直近は価格変動リスクの小さい中・短期債への投資意欲も強い。社債は、固定利回りかつ信用リスクによる収益拡大が狙えるということで、ここ2～3年残高を急拡大させてきたが、11年度に入ってから供給量が減少したことも一因となり、伸びは一段落している。

外国証券（13%）

かつてのような急増ぶりではないが、資産に占めるシェアは95年の7%から直近では13%と徐々に拡大してきており、外債が生保にとって重要な運用手段であることがわかる。しかし、11年度中間決算では、上位7社の含み損益が前年中間期の1兆3千億円のプラスから4千億円（市場性の無いものも含めると7千億円）

まで悪化しており、今後とも為替リスクを取っていくことには、限界があると思われる。

株式（15%）

持合（片持ち）の解消売りや、時価会計を控えての動きから、当面残高圧縮傾向は続くともみられている。中間決算では、直近の株式相場上昇にもかかわらず、中堅生保では含み損が残っているところも見うけられる。

短期資金（5%）

ゼロ金利の下、コールローンから銀行預金へのシフトが顕著となっている。

先行きについては、2001年3月より導入され

があり今まで一社も実現していなかった。しかし7月に発表された「保険相互会社の株式会社化に関するレポート」における原案では、端株の処理等を簡略化した手続きが提案されており、より現実味を増している。

生保にとり自己資本の充実は最重要であるが、国内では劣後ローンの出し手は不在とも言われる一方で、多くの外資系生保が収入保険料で世界最大のマーケットである国内市場への参入を目指している。相互会社の東邦生命はGEキャピタルによる再建が困難であったが、日本団体生命や平和生命は株式会社であるため、外資導入が比較的容易であったと言われている。

最近では、アクサ傘下入りした日本団体生命の外債処分が話題となったように、株式会社化により外資等第三者の資本が導入されることで、生保のバランス・シートは一層の健全化を迫られることとなる。また、株式会社化は安田生命と富国生命のような業態内での統合を容易にするとともに、業態

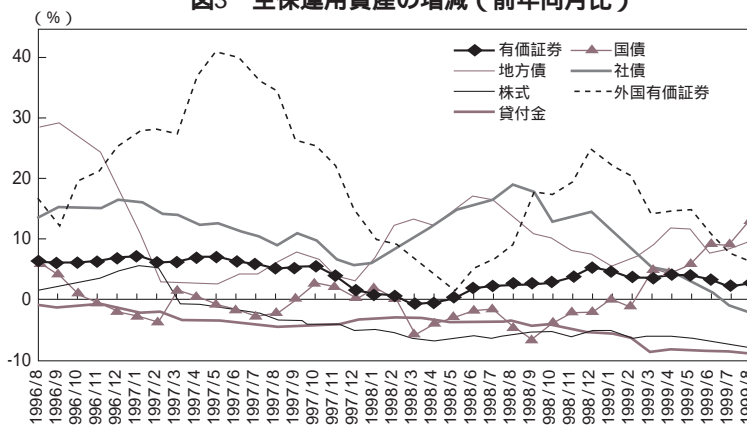
や国籍を超えた生保の再編も一気に進展させることとなるだろう。

生保破綻処理の枠組み整備

日産生命に続いて東邦生命も破綻したことで、「生命保険契約者保護機構」の資金面での限界が明らかになっている。国民的コストを最小にするためにも、問題生保の早期発見・処理が求められている。このような状況の下、大蔵省は同保護機構に対し4,000億円の公的資金を投入する案を公表しており、生保業界も1,000億円の追加負担への合意を表明している。

金融審議会では、昨年「保険の基本問題に関

図3 生保運用資産の増減（前年同月比）



る時価会計に備え、株式流動化の加速、国債の年限短期化、外債への投資困難化など、生保の有価証券運用方針は当面保守化傾向が続くものと思われる。

生保相互会社の株式会社化

次に、生保をとりまく環境の変化を政府当局の施策を中心として述べてみたい。

金融審議会では、保険相互会社の株式会社化についてのワーキング・グループを11年1月に設置し、現行制度の見直しに向けた検討を開始した。96年の新保険業法でも株式会社化規定は盛り込まれていたが、制度上・実務上の課題

するワーキング・グループ」を設置、保険会社のリスク管理と倒産法制の整備について検討を行ってきた。この12月には、「保険会社のリスク管理と倒産法制の整備・中間とりまとめ」を公表しており、次期通常国会に出される生保版会社更生法案と合わせて、破綻・再編の枠組みは整いつつあるといえよう。

一方、金融監督庁は、生命保険相互会社が契約者に支払う配当金の水準を弾力的に引き下げること認める方針であり、2000年3月期決算からの適用を予定している。現行の保険業法では、保険相互会社は年間の利益（剰余金）の80%以上を配当に回さなければならないため、財務内容の悪化に歯止めがかからないという問題がある。配当水準見直しによりソルベンシー・マージン(文末資料)は改善するが、他方では配当格差が顕著となることで、契約者の保険会社に対する選別がさらに強まる可能性もある。

財務面での監督上の見直し

銀行が80年代よりBIS規制を意識したALM管理を行っていたのに対し、生保では96年4月に施行された新保険業法によるソルベンシー・マージン比率の導入が、ようやくそれまで不十分だったリスク管理体制の整備を大きく進展させることとなった。99年4月からは、ソルベンシー・マージンによる早期是正措置が導入されたこともあり、一層の資産内容健全化が求められている。

昨年12月、金融監督庁は、保険契約者の保護を図る観点から、保険会社の財務面の監督上の措置について保険業法の改正を検討している旨発表した。本件は、3月31日の施行が予定されており、その内容は主に次の3つに分かれている。

ソルベンシー・マージン比率算出方法の見直し
ソルベンシー・マージンへの劣後債務の参入限度額を銀行の自己資本規制並みに厳格化する。さらに生・損保間のダブルギアリング(文末資料)や、デリバティブを用いたソルベンシー・マージン比率のかさ上げを規制する。

標準責任準備金制度の見直し

標準予定利率の算定方式を詳細に設定する新算定方式を告示で定めることとし、標準責任準備金の対象商品の範囲を拡大する。

保険契約者配当規制の見直し

剰余金から配当準備金に充当する割合の下限規制を見直し、剰余金の一部を基金償却準備金積立額として控除可能とする。

以上のように、保険業界を取り巻く環境は、ここにきて当局の動きも含め急激な変化をみせている。国内における生保という業態の存続可能性については、商品性（貯蓄性、保険機能）や販売体制への課題は残るものの、破綻処理・公的資金導入の枠組みは、大手行への資本注入と同様、生命保険業界全体への不信感を一旦は軽減させるであろう。

損保、銀行等を始めとする他業態との相互参入など、業態を超えての再編が加速する中、銀行に比べ遅れていたリスク管理体制充実の重要性は明白である。その中で自己資本の増強に成功した生保は、体力に見合ったリスク資産の運用を再開し、生き残りをはかることとなるであろう。

（萩尾 美帆）

資料

逆鞘

逆鞘状態とは、予定利息を運用収益などで賄っていけない状態のことである。

逆鞘額は、決算書へのディスクロージャーはなされておらず、P/Lから読み取ることができない。

一般的に平均予定利率と資産運用収益から試算することが可能であり、マスコミ報道等によれば今年度の大手7社の逆鞘額は1兆2千億円程度となる見込みである。

ソルベンシー・マージン

ソルベンシー・マージンとは支払い余力という意味であり、広義の自己資本に該当すると考えられる。ソルベンシー・マージン比率の算出方法は、通常予想できる範囲を超える諸リスクを数値化した「リスクの合計額」と、基金（資本金）・価格変動準備金・危険準備金・貸倒引当金・土地株式含み益・劣後ローンなどの「ソルベンシー・マージン総額」を用いて以下のように算出する。

$$\text{ソルベンシー・マージン比率} = \frac{\text{ソルベンシー・マージン総額}}{\text{リスク合計額}} \times 100$$

リスクの内訳：

保険リスク.....a
 予定利率リスク...b
 資産運用リスク...c
 経営管理リスク...d

リスクの合計額は、

$$\frac{a^2 + (b + c)^2 + d}{2}$$

の算式により計算する。

なお、11年4月より早期是正措置が導入されており、生命保険会社のソルベンシー・マージン比率が200%を下回った場合には、金融監督庁により早期に経営の健全性の回復を図るための措置がとられることとなった。

生・損保間のダブルギアリング規制

生・損保間で意図的に持合っている基金や劣後債の自己資本への算入を認めないこと。これまでは、同じ業態間のみが規制の対象となっていた。

最近では、協栄生命と第一火災の相互出資が話題となったが、今後は生・損保の共倒れを防ぐ狙いから、同様の手段による資本の持合い、ソルベンシー・マージンのかさ上げは認められなくなる。

地域経済の視点

財投資金頼みの2000年度地方財政

昨年末に一般会計予算(政府案)が公表され、同時に2000年度の地方財政の姿もその概要が見えてきた。自治省予算、財政投融资計画及び地方財政対策^注からみる2000年度の地方財政計画は表1のようになる。地方財政計画はあくまでも地方全体での目標のような位置づけであり、決算値とは乖離してくるが、2000年度の地方財政のポイントとして、以下のような特徴があげられる。

(注)大蔵案提出の前に、自治省及び大蔵省の間で行われる。地方の財源不足に対応する処置。

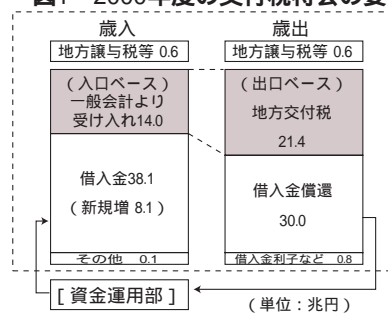
歳入面から見ると、依然として地方税収入は減収となる。郵便貯金の大量満期に伴う利子課税収入による増収要因もあるが、99年度の税制改正による恒久減税の影響が本格化するためである。また、地方債収入も若干の減少を示している。これは地方財政の現況に配慮し、公共事業の地方単独事業費が減少した(対前年度比4.1%)ためである。

しかし、歳出面をみると給与関係費は若干の減少を見せているものの、公債費の伸びは非常に大きい。過去に発行した地方債の償還費用が地方財政の運営に非常に重荷になっていることが伺えよう。

以上のような地方税収減収と歳出増加のギャップを埋めているのが地方交付税等の収入である。地方交付税は、国から見ると国税の一定割合で決定されるものであるが、地方から見ると基本的な財政需要を満たすために必要な歳入額から各自治体が独自調達できる額を引いた不足額の総計となる。この2つの算式からでた差は年々拡大しており、これを特別会計の借入で埋めている。

この特別会計の借入金は2000年度末には国と地方の負担分を合わせて38.1兆円(うち2000年度新規借入分は8.1兆円)にも上る。地方負担分だけでも26.3兆円(対前年度比18.5%増)という勢いであり、実際この借入金を返す目処は立っていない。返すあての無い借金を重ねている現状である。

図1 2000年度の交付税特会の姿



特会の借入先は資金運用部である。財投資金の短期貸出を毎年繰り返している状況であるが、財政投融资制度は2001年度より大きな節目を迎える。郵便貯金等は全額自主運用となり、既存の財投機関は財投機関債及び財投債とで資金調達することになっている。一方で、短期貸出についての改革は明らかにされていないが、将来的にこの特会への貸出を現状のように潤沢に維持出来るはずはない。

地方交付税制度については、今春まとめられる政府税調の中期答申の中で、どこまで踏み込んだ議論がなされるのかが注目されるところである。しかし、現行の地方財政が財投資金を利用した地方交付税に依存している姿は、持続可能とは言い難く、早晚大きな改変を迫られることは明らかであろう。(丹羽 由夏)

表1 2000年度の地方財政計画の姿

単位：兆円	歳 入				歳 出		
	99年度	2000年度	伸び率		99年度	2000年度	伸び率
地方税	35.3	35.1	0.7	給与関係	23.7	23.7	0.1
地方譲与税	0.6	0.6	0.2	一般行政	19.3	19.7	2.3
地方特例交付金	0.6	0.9	42.8	公債費	11.4	12.1	6.2
地方交付税	20.9	21.4	2.6	投資的経費(単独)	19.3	18.5	4.1
地方債	11.3	11.1	1.4	公営企業繰出金	3.3	3.3	0.1
計	88.5	89.0	0.5	計	88.5	89.0	0.5