

金融市場

2000.11

潮流

アジアの経済成長と貧困の削減 1

情勢判断

国内金融

調整局面続く株式市場 2

国内景気

進む個人所得の二極分化 4

海外景気金融

株価動揺と米国景気 5

韓国の対外収支構造に変化の兆し 6

今月の焦点

財政投融资制度改革と債券市場 7

財投改革と地方公共団体の資金調達 12

90年代における家計金融資産の動き 16

地域経済の視点

都市部で目立つ消費者物価の下落 20

海外の話題

イギリスのゴミ事情 21

潮流

アジアの経済成長と貧困の削減

世界には約13億人の所得貧困者（1日1ドルに満たない所得で生活している者 世界銀行）がいるといわれ、そのうち9億人近くはアジア・太平洋地域に暮らす人々と推計されている。アジア人口3人のうち約1人が所得貧困者ということになる。

1980年代から90年代にかけてのアジアの経済成長は目覚ましいものがあり、とくに90年代前半は年8%程度の高成長を遂げた。国別には経済規模や発展レベルに大きな差があるが、この高成長は総じてあらゆる階層の人々に所得の増大をもたらし、とくにNIES、ASEANを中心とした国々の貧困削減には大きく資するものがあった。しかし、輸出志向型工業化政策による経済成長は高度かつ急速ではあったが、国内的に抱える構造問題、所得分配の歪み、教育、医療、環境保護、地方インフラの整備等その「成長の質」について十分な政策的配慮がなされたとは云い難かった。

少なくとも貧困削減を政策の重要課題として経済発展に取り組んだ国はマレーシア、韓国等少数にとどまっている。

そして1997年のアジア金融危機の発生である。これを契機にアジア各国の経済成長は一挙にマイナスに転じ、貧困削減も一頓座してしまった。現在のところ、アジア経済は総じて回復の方向にあるものの貧困者は大きな痛手を被っており、これまでの成長路線踏襲では今後の効果的貧困削減は期待できず、また長期間を要するものと思われる。すなわち、各国とも総合的社会開発プログラムがセットされた経済発展戦略、貧困者重視の政策いわゆる「グッドガバナンス」が強く求められているのである。

一方、アジア諸国に支援、開発援助を行なう先進諸国、世界銀行、アジア開発銀行、国連開発計画（UNDP）各非政府組織（NGO）等にとっても、その支援、援助の内容、進め方等が改めて問われており、基礎教育、保健医療、農村地域インフラ整備、環境保全等を重視したプログラム、貧困者重視の開発援助の必要性が一段と強く認識される状況にある。

とくにアジア開発銀行が昨年11月に打ち出した「貧困削減戦略」は極めて明解であり、「アジア開発銀行は貧困削減を最重要目標とし、他の戦略目的（経済成長、人的資源開発、環境管理、女性の地位向上等）は全て貧困削減に最も効果的に貢献する形で遂行する」ものとしている。

また、本年9月のIMF、世銀の共同声明でも「IMFは国際金融市場の安定維持に努め、世銀は構造政策を促して、貧困削減や経済発展を図ることに重点を置く」と言明している。一方、先進諸国も近年の厳しい財政状況の中、一段と開発援助の実効性を重視する動きが強まっている。

今後、アジア諸国は一段と貧困削減等「質を重視した経済成長」を図る必要があるが、支援、援助側も国際機関、先進諸国、NGO等が連携し、総合的開発プログラムによる共通認識に立ってそれぞれの役割を果たしていくことが、益々重要になってきている。（社長 栗林直幸）

情勢判断

国内金融

調整局面続く株式市場

要約

株式市場は、企業業績の回復基調継続にも拘わらず、中間期末明け以降も、ユーロ安、原油高、半導体市況悪化等による米国株下落で調整局面が続いている。バリュエーション的には底値圏にあるとみられるが、国内投資家に積極的な買い手が不在の中で、当面は米国株に連動した展開が続こう。

表1 金利・為替・株価の予想水準

(単位 %、円/ドル、円)

年度/月	2000			2001		
	9 実績	12 予想	3 予想	6 予想	9 予想	12 予想
CDレート(3M)	0.33	0.50	0.35	0.35	0.50	0.50
短期プライム	1.500	1.500	1.500	1.500	1.625	1.625
10年最長期国債	1.840	1.95	2.00	2.10	2.20	2.40
長期プライム	2.4	2.4	2.5	2.6	2.8	2.9
為替相場	105	107	105	103	100	100
日経平均株価	15,747	16,500	17,500	18,500	19,500	20,000

(注) 月末値、実績は日経新聞社調。

ここ1ヶ月の金融情勢

日経平均株価 15千円割れ

株式市場は、10月に入れば持ち合い解消売りなど中間期末要因もなくなり、需給面から株価は持ち直すとの見方が多かったが、8月下旬以降の調整局面が継続している。

主因は、米国株がユーロ安、原油高、半導体市況軟化による企業業績悪化懸念で下落しているため、特にインテル等ハイテクの代表企業の業績下方修正でナスダック株が大幅に下落している。

国内でも、9月短観で足許の景況感は予想以上の改善を示したものの、電気の先行き景況感がやや低下するなど、IT景気の先行きに不透明感が出る一方で、千代田生命やインターリースの破綻も売り要因となり、日経平均株価は15千円を割れ年初来安値を更新した。

RTGS化の影響で年末越え金利上昇

短期市場では、決済システムの安全性向上のため来年1月から金融機関の日銀決済が1日4回の時点ネット決済から即時グロス決済(RTGS)

に移行するに際し、資金の取り手である都銀が市場の混乱を警戒し年末超え資金を厚めに確保しようと動き、年末超えの3ヶ月物TIBORは0.5%台に上昇した。

これに対し日銀は日中当座貸越など制度面の整備に加え、Y2K問題で金利上昇が懸念された昨年より4日早く年末超え資金の供給を実施して、RTGSへの円滑な移行を支援する姿勢を鮮明にした。

超長期債急落

債券市場では、株安に加え、9月短観で大企業製造業が好調な一方で、中小企業非製造業の不振、先行き改善予想の鈍化などから年度内の利上げはないとの見方から中短期債に買いが入った。

逆に、超長期債は、ゼロ金利解除以降、国債増発による需給悪化懸念が燻る中で時価会計導入による価格変動リスク回避の動きから軟調な展開が続いている。元々流動性が低い上に、超長期のスワップ金利を組み込んだ変動利付きの仕組み債の発行が相次いだことが攪乱要因となり、新発20、30年国債利回りはそれぞれ当面の目処とみられた2.5%、3.0%を超えて上昇(価格では20年債がゼロ金利解除時から直近で5円以上の大幅下落)した。

向こう3ヶ月程度の市場の注目点 引き続き米国株に連動する日本株

企業収益は証券系シンクタンク予想で来年度も2桁増益が見込まれる中で株式市場が不振なのは、国内に積極的な買い手がない面が大きい。企業や金融機関は財務リストラを進める中で時価会計導入が加わり持ち合い解消の動きを強め、個人も年初の株価上昇時にIT関連株や投信の高値掴みをしているためリスクテイクに慎重で、唯一の買い手である年金資金も基本は

押し目買いスタンスである。このため外人投資家の動向が引き続き日本株の主導権を握り、日本の景気回復もITと輸出が牽引役となっていることから、当面日本株は米国景気、米国株価動向に連動した展開が継続しよう。

米国株は利上げによる逆金融相場から中間反騰を経て逆業績相場入りの懸念が出てきた段階といえよう。本格的な逆業績相場に入るかは米国景気の行方がポイントとなるが、業績の懸念材料となったユーロ安は協調介入も反発力弱く、原油高も米国戦略備蓄放出も中東情勢緊迫が懸念材料で当面リスク要因ではあるが、足許の米国は低インフレで消費は堅調であり短期間で景気後退入りする可能性はほとんどないであろう。IT関連も、ネット接続がパソコンから今後ブロードバンドに広がって行く中で、主役企業がパソコン関連からネットワークインフラやモバイル、デジタル家電に移行する端境期での調整といえよう。

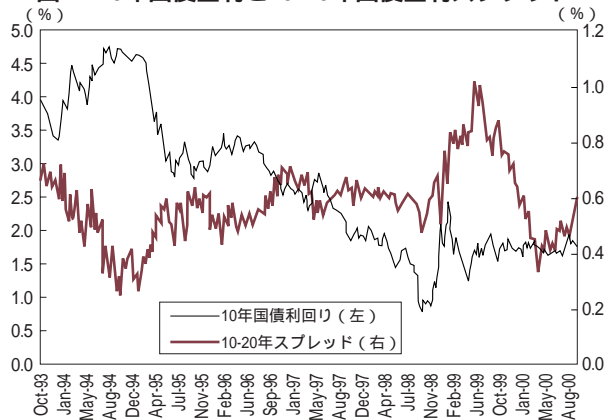
従って、日本株も現在が底値圏にあるとみられ、需給的に上値は重いものの、上記のような状況が確認されてくれば年末にかけ徐々に持ち直していくとみられる。

日銀、物価見通し公表へ

日銀は懸案となっていた「物価の安定」についての考え方を発表した。物価安定の定義は「インフレでもデフレでもない状況」として、数値目標を設定して金融政策を運営するインフレ目標政策の導入は見送り、毎年2回実質成長率、国内卸売物価、消費者物価の上昇率に関する政策委員の見通しが公表されることとなり、金融政策の透明性向上が期待される。1回目の見通しは10月末に発表され、見通し数値は当該年度しか発表されないが、次回金融政策のスタンスを窺う材料としては数値の背景となる景気先行きに対するリスク評価の内容が注目される。

長期金利は、これまでスティーブ化が進んだイールドカーブが株安によりややフラット化し、11月からの10年国債2千億円増発は市場予測どおりで織込み済みも、財投債も含めた来年度以降の国債需給悪化懸念から、上昇圧力が燦った状況が続こう。（2000.10.19 堀内 芳彦）

図1 10年国債金利と10-20年国債金利スプレッド



資料 農中証券

図2 日米株価の推移



資料 Datastream

表1 東証一部業種別株価騰落率

	8/31	直近安値 10/18	騰落率 (%)
ナスダック	4103.81	3213.96	- 21.7
日経225	16861.26	14872.48	- 11.8
TOPIX	1511.44	1407.26	- 6.9
精密機器	3407.89	2599.94	- 23.7
卸売業	909.8	727.69	- 20.0
電機機器	3218.23	2680.01	- 16.7
ゴム	1031.09	869.78	- 15.6
証券	980.4	880.54	- 10.2
サービス	2378.32	2168.99	- 8.8
機械	845.97	779.55	- 7.9
パルプ・紙	799.96	742.82	- 7.1
鉄鋼	333.56	311.15	- 6.7
その他製造	1669.97	1563.03	- 6.4
その他金融	974.8	918.39	- 5.8
化学	895.69	848.78	- 5.2
輸送用機器	1618.69	1535.56	- 5.1
非鉄金属	1601.59	1527.86	- 4.6
建設	549.03	529.54	- 3.5
水産・農林	288.34	278.54	- 3.4
金属製品	764.55	742.38	- 2.9
銀行	388.85	381.78	- 1.8
食料品	757.04	748.78	- 1.1
通信	4059.25	4034.63	- 0.6
倉庫運輸	873.37	868.36	- 0.6
保険	565.34	562.44	- 0.5
医薬品	1779.96	1771.83	- 0.5
電気・ガス	563.75	564.04	0.1
小売業	887.8	893.49	0.6
ガラス・土石	1072.75	1084.38	1.1
石油・石炭	776.43	786.14	1.3
陸運	1158.86	1176.47	1.5
空運	685.99	700.56	2.2
繊維製品	418.17	431.13	3.1
不動産	651.05	678.57	4.2
海運	353.82	373.27	5.5
鉱業	272.11	308.47	13.4

資料 QUICK
(注) ナスダックは前営業日。

国内景気

進む個人所得の二極分化

足許では堅調な景況感

9月の日銀短観は、電機などIT関連産業で6月の調査に比べて景況感が大きく上ぶれし、大企業製造業を中心に経営者の景況感が足許ではかなり改善していることを示した。しかし一方で、IT産業以外にはそれほど回復が目立たず、非製造業や中小企業ではまだマイナスが目立つなど、業種や企業規模による格差は依然顕著である。

さらに、景気回復をリードしている電機、一般機械、窯業・土石製品で先行き景況感がマイナスとなったことが懸念される。製・商品需給判断で供給超過を予想する企業が増えていることが一因である。

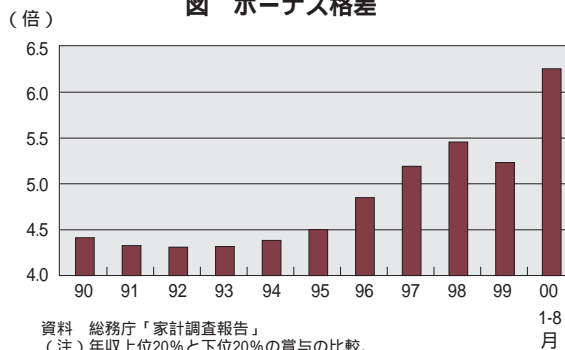
ボーナス中心に拡大する所得格差

家計調査を見る限り、消費の回復は力強さを欠いている。今年1-8月のサラリーマンの消費支出は昨年同期に比べて7.3%となり、衣料品などは低価格化が進んで売上げが大きく落ち込む一方、高級車や海外旅行が2桁増のペースとなっている。好調な高級品の販売が散見されるが、消費全体の増加は非常にゆっくりとしたものとなっている。

これは、高所得層の所得が企業の業績回復に伴って増加傾向を示しているのに対し、低所得層の所得は中小企業の業績が悪いことなどから一向に上向かないためとみられる。家計調査で世帯の上位20%の高所得層（年収約1千万円以上）と下位20%の低所得層（年収約480万円以下）の平均月収を比べて所得格差を算出すると、95年から98年まで所得格差は2.7倍から2.9倍程度に徐々に拡大し、99年は全体的に所得が低迷したことを映して格差は縮まったものの、企業の業績が上向いて給与が上昇を始めた今春

から格差は一気に拡大し、3倍を超えた。この中で特に格差拡大の要因となっているのがボーナスで、90年代に入りボーナス格差は4倍から5倍強の範囲にあったが、今年に入ってから6.3倍と大きくひろがっている。

図 ボーナス格差



大企業と中小企業の業績の格差や、同じ産業内でも好調な企業とそうでない企業、また同一企業内でも業績に応じて社員のボーナスに格差をつける動きが広がっていることが背景にある。平均月収額を比較しても、高所得層は今年に入ってから上昇しているのに対し、低所得層は横ばいが続いている。

所得格差拡大を伴った回復

今夏の猛暑により、エアコンなどの売れ行きが消費を押し上げることが期待された。実際、7月は家電販売は前年比+7%と大きく伸びた。しかし全体の所得の伸びはそれほどでもなかったため、反動で8月の家電販売は8%と逆に大きく落ち込んだ。所得が増えなければ消費の持続的増加は難しい。大企業と中小企業の業績回復の格差が顕著である現状では、所得格差の拡大を伴いながら全体の所得・消費がゆっくりと回復していくという傾向はしばらく続くであろう。

(名倉 賢一)

海外景気金融・米国

株価動揺と米国景気

中東情勢悪化で原油・株価に波乱

中東情勢の悪化による原油価格高止まりの影響は、これまでのところ株式市場（株価下落）にとどまっておらず、米国債相場は堅調、為替市場でもドルは強含みで推移している。株価の下落も、IT関連企業への過度な成長期待の剥落という性格が強く、マクロの企業業績自体は増収増益を保っている。従って、米国景気のハードランディングリスクの高まりが、株価下落をもたらしているわけではない。逆に株価下落が米国景気のソフトランディングシナリオにどの程度影響を与えるかという点については、株価下落の他市場への影響、特に社債CP市場等でのクレジットスプレッド（高格付け債と低格付け債の間の利回り格差）の動向（企業の資金繰りに直結）や、個人消費に対する逆資産効果が当面重要である。

まずクレジットスプレッド（トリプルB格まで）に関しては、株価下落とともに拡大傾向にあるものの、4月のネットバブル崩壊や、98年秋のロシア危機等と比べてスプレッドの水準自体はまだまだ小幅で、足下では流動性逼迫という程には至っていないとみられる（図）。

図 米国社債間の利回り格差の推移



資料 Datastream

(注) ムーディーズ社のBAA格社債利回りとの差。

また株価下落の一方で、足下では逆に個人消費の堅調さが目立っている。伸び率が大きく鈍

化した第2四半期の反動増という面もあるが、第3四半期の実質個人消費は前期比年率5%前後の伸びになったとみられる。

株価下落の中で消費者信頼感の強さをささえているのは、雇用拡大・労働力需給逼迫が依然継続していることである。9月の雇用統計によれば、米国の雇用は製造業では2か月連続して減少しているのに対し、民間非製造業では増加ペースが高まる等、雇用意欲の鈍化はいまだ確認されない。雇用増加の背景には、基本的には企業業績が増収増益を続けているというファンダメンタル要因がある。

雇用者所得も、サービス産業では時間当たり賃金上昇率が緩やかに伸びを高めつつある等、製造業とは対照的に非製造業で、企業景況感、雇用、所得等の堅調さが続いている。

株価下落は今後の個人消費の伸びを抑える方向に作用しようが、それは、マクロ的な観点からは、現時点では米国景気の上振れリスクを抑制する要因と位置づけられる。

製造業鈍化・非製造業堅調景気の行方

一方で、製造業鈍化・非製造業堅調という足下の状況変化は、中期的な安定成長の持続という観点からは問題がある。それはまず、サービス産業で労働力需給逼迫や人件費上昇が進行した場合、相対的に価格転嫁しやすいサービス価格の上昇によるインフレリスクが払拭できなくなること、また生産性の伸びが高い製造業の鈍化、伸びが低い非製造業の拡大は、米国全体の労働生産性の鈍化につながる可能性が高いこと等である。

引締め政策によって景気の過熱感はなくなってきたものの、持続的成長にとって不可欠な生産性上昇の継続という課題をクリアできるのか、ITへの過度な期待が剥落する中で、米国経済の生産性上昇ストーリーの真価が問われる局面になってきた。(小野沢 康晴)

海外景気金融・アジア

韓国の対外収支構造に変化の兆し

実態経済堅調のなか動揺する株式市場

韓国経済は、9月の輸出が前年比27.3%増、貿易黒字も同6.4%増と単月で始めて前年実績を上回り、製造業設備稼働率も8月82.1%と4年3ヵ月振りの高水準を記録する等、依然堅調である。この堅調な景気を背景とし、9月の消費者物価が原油価格、公共料金上昇や台風被害による農産物価格高騰で同3.9%（8月同2.7%）となったため、韓国銀行は物価安定を重視して2月に続き2回目の0.25%の利上げを実施しコール翌日物金利誘導水準を5.25%とした。

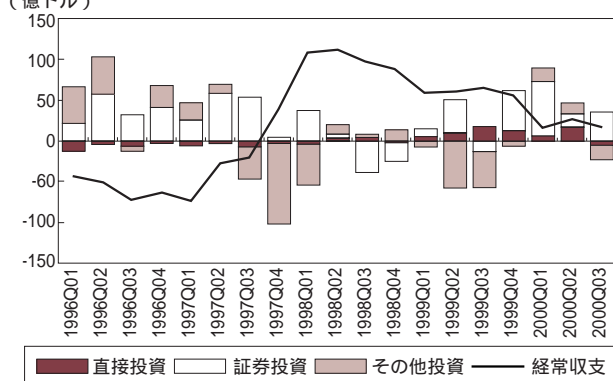
ところが、中東情勢緊迫化による原油価格の急騰と米ハイテク企業の業績下方修正を受けた米国株式市場の急落を契機に、韓国ウオンが年初水準を維持する一方で、韓国総合株価指数は年初比46.5%と足許で大きく動揺している。対外収支構造に変化の兆し

韓国の対外収支構造は、通貨危機を境に大きく変化した（図）。危機前は経済成長や経常赤字のファイナンスを海外からの証券投資や銀行借入（その他投資に計上）等で賄っていたが、危機時の大量の資本流出による内需の急激な収縮で輸入が急減した結果、経常黒字が拡大し国内の資金需要を賄い、外貨準備の積上げや対外債務の返済がなされた。この対外コンフィデンスの回復で、直接投資や証券投資の流入が再開され、大宇問題で混乱した昨年後半の一時期を除き順調に流入し、景気、株価・為替は急回復してきた。

しかし、高成長による輸入増、足許の原油価格高止りや米国株価調整により、この構造に変化の兆しが見られる。まず、原油価格高止りによる交易条件悪化は、足許で鈍化傾向にある貿易黒字のさらなる減少を誘引すると見られる。

また、米国株価の調整は原油高、ユーロ安等の不透明要因とあいまって、これまで米ハイテ

図 韓国の経常収支・資本収支の推移



資料 韓国銀行ホームページ、WEFA
 (注) 資本収支は直接投資、証券投資、その他投資のみを図に計上したもので、2000年3Qの数値は7、8月の2ヶ月実績を計上。

ク株高を梃にウオン高要因もありハイテク関連株を中心に韓国株に投資していた欧米等外人投資家のリスク許容度を低下させ、証券投資の先細り・流出が懸念される。韓国は、国内要因として大宇自動車売却のフォードとの交渉失敗による遅れ、来年1月ペイオフ解禁を控え金融機関再編等のための40兆ウオンの公的資金追加注入や来年にかけての危機時に発行された80兆ウオンの社債償還等の課題があることもあり、9月以降外人投資家は売り越しに転じているといわれている。前述の貿易黒字の縮小予想とあわせウオン安になればポートフォリオ投資の引上げ、インフレへとつながるリスクがある。高成長から安定成長への移行を模索する当局

原油高止り等で来年の経常赤字転落の懸念も出てきているなか、証券投資に流出懸念もあり、危機前のように経常赤字を継続的な資本流入で補えるほどには韓国の対外コンフィデンスは回復していない。この点に韓国の高成長の限界があり、高成長の維持は困難であると韓国銀行は判断し、今回コール金利上げを実施したと見られる。利上げに加え原油価格上昇による企業収益への圧迫もあり、今後の韓国経済の成長率は緩やかな鈍化が予想される。（千葉 進）

今月の焦点

財政投融资制度改革と債券市場

要 約

2001年4月から、郵便貯金などの預託廃止、財投機関の財投機関債・政府保証債・財投債発行、等を中心とする財政投融资制度改革が実施される。財投機関の既往債務の郵貯引受など経過措置がとられているため、当面市場の混乱は少ないとみられているが、多額の国債発行に加え、財投債の民間消化も膨らむことから長短金融市場への影響は避けられない。公共債の期間多様化のほか、債券流通市場のインフラ整備など民間消化に向けた努力が必要となる。

市場原理導入を指向した制度改革

本年5月、財政投融资制度の抜本的改革を図る財投改革関連法が成立、2001年4月から施行される。この改革は、郵便貯金・年金積立金の全額が資金運用部に預託を義務付けられる制度から、特殊法人など財投機関が必要な資金を市場から調達する仕組みに転換するというもの。財政投融资制度の「入り口」(郵便貯金、簡易保険など)、「中間」(資金運用部)、「出口」(財投機関など)の間に市場原理を導入することを通じて、財投制度運営全体の効率化を促すという狙いがある。同時に、財政投融资の対象分野・事業について政策コスト分析などの活用を図り、民業補完、償還確実性等の観点から不断の見直しを行うこととされた。

この財政投融资制度は、国内貯蓄を社会資本整備等に活用する財政政策手段として、戦後わが国の経済成長の過程で大きな役割を果たしてきた(コラム参照)。しかし、近年経済の成熟化に伴う政府の役割変化のなかで、運用・調達の両面で肥大化や非効率性などの問題点が各方面で指摘された。

これを受けて一連の行政改革論議のなかで「現行制度は、部分見直しでは解決できないものが多く、制度・運営の全般にわたる抜本的改革が必要」(資金運用審議会懇談会・とりまと

め)とする方向が示され、この改革が行われた。

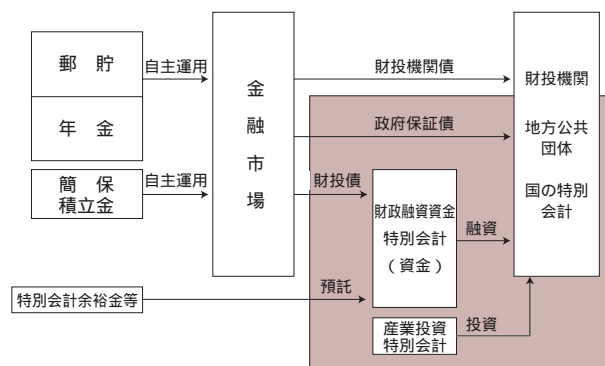
抜本的改革の主要ポイント

金融市場との関連で重要な改革のポイントは以下のとおり(図1参照)。

まず第一に、現行郵便貯金・年金積立金(厚生年金・国民年金)は、**運用部預託義務を廃止**し金融市場を通ずる自主運用とする。簡保積立金の財投機関等への融資についても、同様の扱いとする。ただし、自主運用の唯一の例外として財政力の弱い地方公共団体向け資金確保のため、郵貯・簡保積立金を地方債計画・財政投融资計画の枠内で、地方公共団体に対しては直接融資を行うこととしている(注1)。

第二に、特殊法人など財投機関の資金調達に

図1 新たな財政投融资の仕組み

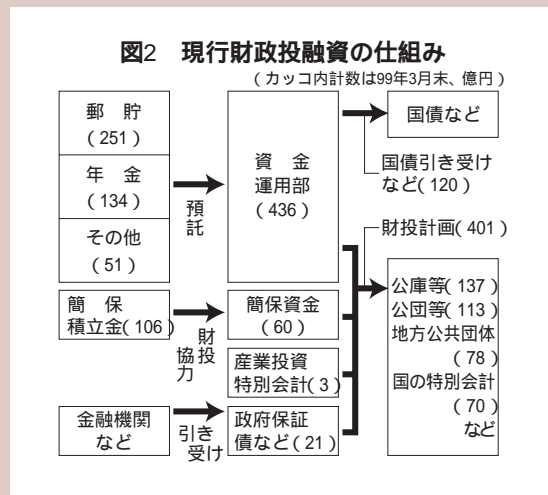


(注) 財政投融资には、上記のほか、郵便貯金及び簡保資金の地方公共団体への貸付がある。

(コラム)

現行財政投融资計画の仕組み

現行財投計画（運用残高）は次のような仕組みとなっている（下図参照）。まず財投機関への資金配分の面では、住宅金融公庫など政府系金融機関向け貸付137兆円、道路公団など公団等向けが113兆円と二本柱となっており、次いで地方公共団体78兆円、その他国の特別会計等が70兆円となっている。これに対する調達（財投原資）は、資金運用部資金が436兆円（うち郵貯251兆円、年金134兆円）と郵貯を通ずる運用部資金のウェートが圧倒的に高く、簡保資金60兆円、政府保証債等21兆円がこれを補完する形。また最近の年度間の財投計画をみると、99年度は52.9兆円、このうち39.3兆円が一般財投として、政府系金融機関・公団等、地方公共団体に配分、残り13.5兆円は87年度から始まった郵貯などの自主運用の資金運用事業に充当。この原資は、資金運用部資金が43.7兆円、簡保資金6.6兆円、政府保証債2.5兆円となっている。



は、次の三つの手段が用意された。

それぞれの機関が自ら市場で「**財投機関債**」を公募発行し、市場の評価を通じて運営の効率化を図る、直ちに政府保証なしに財投機関債を発行することが困難な機関については、限定的に政府保証の付いた「**政府保証債**」発行を認める、上記のいずれでも資金調達が困難であったり、不利な条件を強いられる機関や超長期資金を必要とする事業については、資金運用部に代わる財政融資資金特別会計が国会の議決の範囲で「**財投債**」を発行し調達した資金を融資する（注2）というもの。

第三に、郵貯・年金の預託廃止に当って、市場への影響に配慮して既往貸付の継続や財投債の発行などについて、2007年度までの**経過措置**が設けられている。すなわち、財投債をめぐる大蔵・郵政・厚生の関係三省合意（99年12

月）により、資金運用部の既往貸付を継続するのに必要な財投債は郵貯が引受ける、初年度は 以外の新規財投債についても半分程度を郵貯・年金が引受ける（漸次その割合を低下）簡保積立金も相応の財投債を引受ることが決められている。なお、国の特別会計の歳出・歳入を積立てた積立金は、現行「**資金運用部**」（同特別会計）を廃止し「**財政融資資金**」と名称変更された特別会計に従来通り預託が義務付けられる。また経理基準についても発生主義に移行して、財務の透明性・明瞭性強化が図られる。

（注1）郵貯等の地方公共団体向け貸付の条件については、個別地方公共団体との相対交渉ではなく、予算により国会の議決を受けた貸付枠のなかで政府が市場原理に即して定める仕組みとなっている。

（注2）財投債は、一般会計と区分された特別会計の負担

で発行され、償還財源が租税ではなく特殊法人の資産である点で政府は「厳密な意味の国債ではない（国際基準のSNAベース上は一般政府債務ではない）」としている。しかし、市場関係者は「国の信用で発行するという意味で国債類似債券」との受止め方をしている。

同改革への評価と幾つかの批判

こうした財投改革は、公的部門内で完結していたマネーフローが市場を経由するようになり、政府の資源配分の効率化・スリム化という所期の民間経済への好影響のほか、各機関のALMを通じて債券市場の金利形成に厚みが増すことを期待する声が聞かれる。しかしこの過程で、公会計の情報開示により財投機関の財務状況が明白になると、これら機関や地方に隠されていた国の潜在的債務を顕現化させ、公共債の信用に悪影響をもたらすことを懸念する見方もある。特に地方債引受、交付税特別会計の運用部借入などの形で隠されてきた地方財政資金の借入依存の大きさが表面化する可能性がある（別稿参照）。

他方、市場への影響回避のため郵貯の運用などについて上記経過措置がとられたが、これが財投機関債発行を避け財投債依存を強める動きに象徴されるように、財投機関改革への取組みを先送りしているのではないかとの批判もある。こうした批判に対して与党三党は、強力な権限を持つ「特殊法人事業整理委員会」を設け、特殊法人を2005年までに原則廃止し、再設置する場合でも独立行政法人化することを盛り込んだ法案を検討していると報道されている。

しかし官庁側は与党案に反対の態度を示しており、今後の曲折が予想される。特殊法人の存否には政治的判断を要する面もあり、財投機関債発行などを通ずる市場からの監視と併せ、政治面からの改革の検討が必要となる。

とくに郵貯改革については、2003年からの郵政公社化が予定されているが、元利の国による保証、法人税・預金保険料・準備預金免除など民間金融機関との競争上の不平等温存、郵貯の中途半端な自主運用（地方公共団体への例外的貸付、財投債引受など）に伴う収益面の懸念など、多くの問題を抱えたままとなっており、郵政公社の法的位置付けや経営に対する国の関与も含めて抜本的な再検討が求められる。

改革後の国債・財投関連債市場の規模

そこで財投改革後の財投関連債市場の姿を概観するために、8月末締切られた概算要求をもとに2001年度の国債・財投機関発行計画を予想すると、以下のとおり。

まず2001年度一般会計予算の国債発行額（新規・借換債計）は、新規債は歳出の伸びが前年度に比べ抑制されるため30兆円程度と前年度（32兆円）比減少するものの、借換債が63兆円（財政の中期展望）と多額に達するため全体として93兆円と前年度（86兆円）比7兆円程度増加する見通し。

表1 最近の国債発行額の推移

（単位 兆円）

	1999年 当初	同 補正後	2000年 当初(A)	2001年* 当初(B)	前年比増加額 (B) - (A)
発行総額	71.1	78.7	85.9	92.7	+ 6.8
新規財源	31.1	38.6	32.6	30.0	3.6
借換債	40.0	40.1	53.3	62.7	+ 9.4
民間消化分	61.0	68.6	79.1	86.0	+ 6.8
シ団引受	20.2	16.2	16.4	16.0	
公募入札	40.8	52.4	62.7	70.0	+ 6.8
公的消化分	10.1	10.1	6.7	6.7	
運用部	2.8	2.8	0	0	

資料 大蔵省

* 2001年度新規財源債推計の根拠

歳出規模 = 概算要求84.8兆円、歳入のうち税収 = (12年度)

48.7兆円×(名目成長率)2.0%×(税収弾性値)1.05とすると、52.2兆円、その他収入を(前年度並)3.7兆円と置くと国債発行額は差引き28.9兆円。この結果、国債依存度は34.1%(前年度38.4%)

次に財投計画は、改革に伴い郵貯などの資金運用事業が廃止されることから、一般財投が34兆円(前年度38.3兆円)前後と予想される。

このうち **財投機関債**の新規発行については、大蔵省は改革の趣旨に照らし同債が中心となるべきであるとして財投対象33全機関に発行を勧めてきたが、概算要求で機関債発行を計画しているのは15機関、発行額は8,600億円に止まっている。このうち住宅金融公庫は、保有住宅ローン債権を担保とする資産担保証券(ABS)という形の財投機関債2,000億円の調達を計画。また **政府保証債**についても、政府保証の付与は市中消化が難しい機関に限定するとの方針を示したが、概算要求額は、外債を含め4.1兆円と前年度当初(4.7兆円)比小幅な減少に止まり、両者計で4.9兆円となっている(表2参照)。

今後、財投計画の圧縮や財投機関の回収金の計画比上振れも予想されるが、**新規財源債**となる**財投債**の発行は、25~30兆円まで膨らむ可能性が大きい。

表2 最近の財政投融资計画推移

	1999年度	2000年度	2001年度	前年比
一般財政融資	39.3	38.3	34.0	4.3
うち 地方	9.4	9.4	8.3	1.1
資金運用事業	13.6	6.2	0	6.2
財投計画計	52.9	44.5	34.0	10.5
資金運用部*	43.7	33.5	25~30	3~8
原資				
郵便貯金	11.5	0	} 15~20	
厚生・国民年金	4.3	2.7		
簡保資金	6.6	6.4		

*2000年度までは資金運用部、2001年度は財政融資(財投債)
資料 大蔵省

この結果、国債・財投関連債の発行総額は、

全体として120兆円前後に達する見通し。

このうち民間消化額は、国債が公的消化面で前年度同様運用部の新規引受け余地なく、日銀など公的機関保有分の借換に止まるため7兆円程度となり、86兆円がそのまま民間消化となる。また財投債については、財投債をめぐる三省合意により借換債全額と発行額の半分程度を郵貯が引受け(注3)、簡保もある程度引受けするため10兆円前後となる見通し。

この結果、国債・財投債を合わせた公共債全体の民間消化額は、本年度当初比16~17兆円増加となり100兆円を超える見通し(表3参照)。

表3 国債・財投関係債の民間消化

	1999年度	2000年度	2001年度	前年比
国債 (a)	61.0	79.1	86.0	+6.9
うち長期債*	18.9	21.8	(未定)	(未定)
財投債 (b)			10.0	+10.0
政府保証債 (c)	2.5	4.7	4.1	0.6
財投機関債 (d)			0.9	+0.9
計 (a+b+c+d)	63.5	83.8	101.0	+17.2

*長期債は、10・15・20・30年債
資料 大蔵省

(注3) 郵貯の財投債引受額は、25兆円(新規財源15兆円+既往貸付継続10兆円)と推計。この根拠は、運用部から預託期間満了により返戻される回収金45兆円(98年度末残高316兆円/預託期間7年)の約6割が郵貯で25~30兆円。

金融市場への二つの影響

財投改革は、二つの点で金融市場に大きな影響を及ぼす。その一つは、発行額の増加に伴う長短金利への影響である。

財投債を含めた国債関連債の前年比増加額が上記のように膨らむ一方、資金供給側では郵貯資金が本年4月から明年にかけて大量償還期を迎える(注4)。従って郵貯の償還資金の流出いかんで財投債の引受余力に影響が出て、長短

の金融市場の金利上昇を招く懸念もある。というのは、郵貯定額貯金の償還が大量になると運用部が資金手当のため対市中の国債売り現先による調達を増加し、これが短期市場の金利に影響を及ぼす。運用部は、急激な金利上昇を避けるため本年度後半から徐々に対市中売り現先を増加しているが、これにより市場金利の急騰を招くような場合、日銀が運用部からの現先に応ずるとの大蔵・日銀の合意が行われている。これは、短期市場の金利上昇が長期債市場に悪影響を及ぼすことを抑制することに配慮した措置である。

もう一つの影響は、国債・財投債の期間構成面での需要・供給のミスマッチである。

これまで運用部への預託金利は、7年以下は政令で期間に応じて段階的に、運用の過半を占める7年以上の長期預託については、新発国債表面利率（クーポンレート）に0.2%上乗せした金利一本となっていた。

これに対して公庫・公団など特殊法人への貸付金利は、期間（平均17年）に関係なく7年以上の長期預託と同水準の金利が適用されてきた。改革後の金利は、市場原理に即した仕組とするため、貸付期間に応じ国債の市場流通金利を基準に設定（イールドカーブ方式）するか、10年ごとに金利を見直す10年変動金利制の選択方式が提案されている。

この場合、借入側の財投機関が運用期間に見合った長期の調達を望むのに対して、自主運用となる貸付側の郵便貯金・簡保は、低金利の環境下金利リスクを回避するため、長期債引受に慎重となることから、長期の資金需給がタイト化し、イールドカーブ形成が不安定化する可能性がある。

（注4）定額郵貯は、2000～01年度の2年間で満期到来分が106兆円あり、郵政省はこのうち預入限度オーバー分17兆円と源泉税分8兆円計25兆円を含め49兆円（2000年度27兆円、01年度22兆円）の流失と試算している。最近の動きからみて、実際にはこれを下回るとみられるが、新規増加分を両年度で20兆円程度と見込んでも郵貯残高は減少する計算。因みに、本年4～8月の郵貯残高は微減（7千億円減）、また再預入分も金利上昇時には流出するリスクがある。

必要な公共債民間消化の環境整備

この1～2年大蔵省は、指標となる10年債の金利上昇を抑制する狙いから10年債発行を減額、中短期債の発行を増やし期間構成を多様化。また借換債について、予算総則で認められた前倒し発行枠（5兆円）を活用し発行を平準化するなどの工夫をしてきた。

しかし、上記国債・財投関連債の民間消化増加が予想される一方、短期債依存も限界に近づくことから市場関係者の意見を聴取して民間消化促進を図るため「国債市場懇談会」を開催、公共債消化の市場環境整備に乗り出している。

この面では、近年、税制面（99年4月有価証券取引税廃止、非居住者保有国債の源泉徴収不適用など）、商品性（期間構成・消化先）多様化、決済期間の短縮などが行われてきたが、更なる配慮が求められる。

併せて同懇談会でも指摘されているように、発行者側の民間企業並の情報開示はもとより、取引情報透明化や格付け制度の拡充など市場インフラ、個人消化を促す多様な投資家参入の仕組みづくり、スワップ・先物など関連市場との裁定を可能とする取引・決済慣行などの整備（日本銀行・白川方明「日本の国債市場改革」）に向けた一層の努力が必要となる。

（荒巻 浩明）

財投改革と地方公共団体の資金調達

要 約

地方公共団体の資金調達に占める現行の財投制度の役割は非常に大きい。来年度から始まる財投改革は、引き続き特殊法人整理等の様々な改革に加速されながら、現状の地方財政制度自身に変革を迫る大きなインパクトになる可能性が強い。

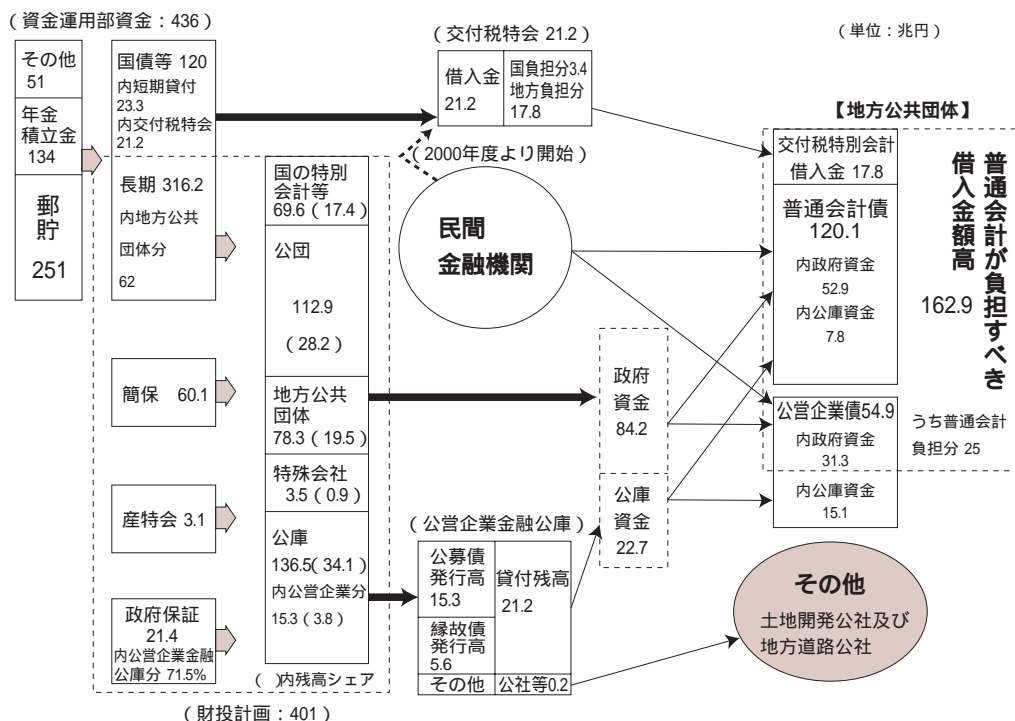
財投依存の地方財政

2001年度から郵貯・簡保の全額自主運用が始まる。これによって120年余も続いてきた財投制度は大きく変革することになるが、本稿では地方公共団体の資金調達と財投制度の関係を整理してみたい。

図1にみるように、地方の長期債務に占める財投制度の役割は非常に大きい。98年度残高ベース（「普通会計が負担すべき借入金残高」）

でみて60%強の資金を財投制度に依存する状況であった。さらに、ここ数年交付税特会における借入金が急増しており、2000年度当初予算ベースで同特会借入金残高は38.1兆円（2000年度末時点）と膨らみ、昨年度までは全額資金運用部からの借入で賄っていたが今年度は新規増8.1兆円分を民間借入に切り替えざるを得ない状況であった。また今年度地方債計画における公的資金からの借入額も9.7兆円と民間借入6.6

図1 財投制度と地方の借入金との関係（98年度末残高）



資料 「財政金融統計月報」及び「地方財政白書」
 (注) 自治省発表の地方債残高（公的資金分）と大蔵省発表の財投残高における地公体貸付額は一致しない。

兆円を大きく上回っている。

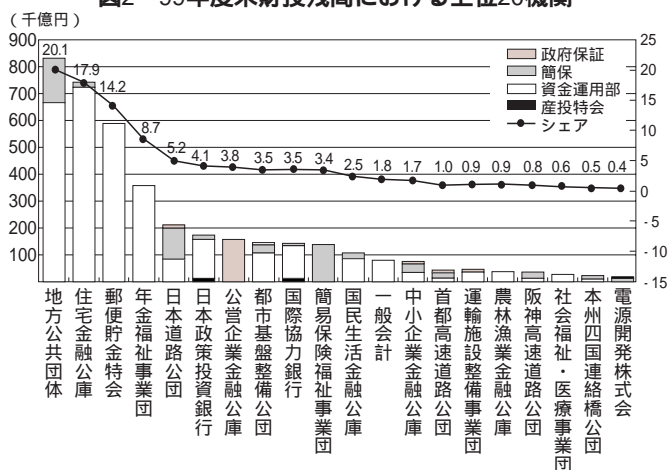
財投制度から地方への資金の流れは大別して3通りある。財投計画において地方公共団体を財投機関の一つとみなした長期貸付、政府保証付与による公営企業金融公庫経由の長期貸付及び短期貸付（実際は短期貸付を繰り返す形での長期貸付）としての交付税特会への貸付である。

次に、この3つのルートによる調達の現状と財投改革による影響について検討する。

郵貯・簡保の直貸しへの移行が注目の地方公共団体長期貸付

財投制度の中では地方公共団体も財投機関（融資先）とみなされ、多大な貸付が行われてきた。99年度残高をみると図2のようになるが、地方公共団体貸付が財投残高のトップ（20%）となっている。今回の財投改革で最も大きな変更を受けるのは財投計画上の地方公共団体に対する貸付資金の流れであろう。

図2 99年度末財投残高における上位20機関



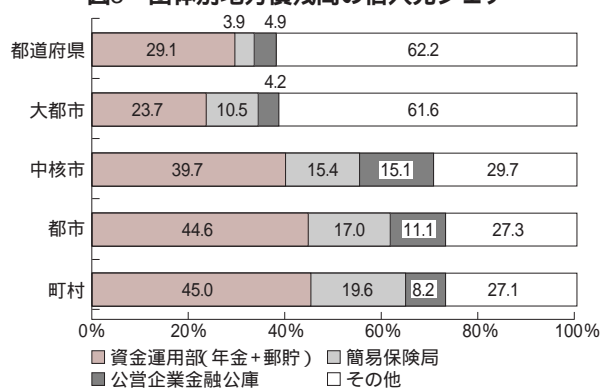
資料 「財政金融統計月報」
 (注) 「一般会計」は旧国鉄及び旧国鉄清算事業団から継承した分。

従来は、郵貯・年金資金の資金運用部預託と簡保の財投協力により豊富な資金を有した財投制度の下、地方公共団体の地方債資金において

は、一貫して6割以上が公的資金（郵貯、簡保、年金からなる政府資金に公庫資金を加えたもの）で賄われてきた。過去の地方債計画においても、民間資金が借入先シェア5割を超えたことは80年以来1度もない。

団体別に地方債資金の借入先シェアをみると、財政基盤の弱い自治体ほどこの公的資金に依存してきたことがわかる（図3参照）。都道府県レベルでは地方債残高の6割を民間資金で賄っているのに対し、町村レベルになると、民間資金のシェアは3割に満たない。また、公的資金を政府資金（簡保、年金、郵貯）と公庫資金に区別すると、公庫資金の割合は中核市以下では次第に小さくなり、町村レベルではより政府資金に依存していたことがわかる。

図3 団体別地方債残高の借入先シェア



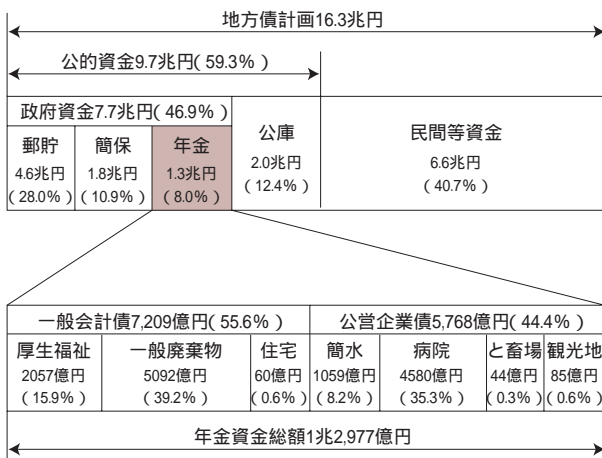
資料 「地方財政統計年報」平成12年度版

以上のような中で、来年4月から財投改革によって郵貯及び年金資金、さらに財投協力をしてきた簡保が全額自主運用となる。しかし、地方公共団体の資金調達には様々な配慮がなされ、特別扱いされていることも確かである。従来の財投による地方債引受（長期貸付）は、郵貯・簡保からの直貸しと財政融資資金特会（旧資金運用部）における財投債発行による資金の3つに分れることになるが、郵貯・簡保の直貸

しは、市場運用の例外として地方公共団体向けにのみ認められるものである。

郵貯・簡保の資金繰りにも左右されるが、簡保・郵貯の直貸しにおいて、相応の地方債の引受が確保されるのであれば、財投債による地方債資金調達分は従来の年金資金相当分ということになる。

図4 2000年度地方債計画の資金調達



出所 地方財政2000.7「財政投融资制度の抜本的改革と地方債」より抜粋

さらに、簡保・郵貯の貸付条件は個別団体ではなく、予算により国会の議決を受けた貸付枠の中で統一化が検討されている。また財投債資金、簡保・郵貯資金という3資金の貸付条件等を統一化することも検討されている。

しかし、一方では郵政省側の郵貯・簡保資金運用研究会の最終報告(2000.6)において、当該貸付は市場運用の例外であり、将来的には市場運用への移行を目指すという言も見受けられる。また同時に、地公体直貸しへの対応のための人材育成という点も指摘されていることなどから、2003年公社化を目前に、政府資金としての役割を返上しようという意向も伺われる。

2001年より中央省庁再編が行われ、自治省

と郵政省が総務省として一体化するが、このことが反って問題を複雑にしているという指摘もある。本年度より「地方公共団体と郵便局の協力体制のあり方についての研究会」も開始されるなど今後の両者の関係がより深まることは容易に想像でき、従来の政府資金の延長に留まる可能性も高い。しかし、様々な改革の共通項の一つは透明性の確保であり、両者の積極的なディスクロージャーが第一に要求されよう。

共同発行機関たる公営企業金融公庫

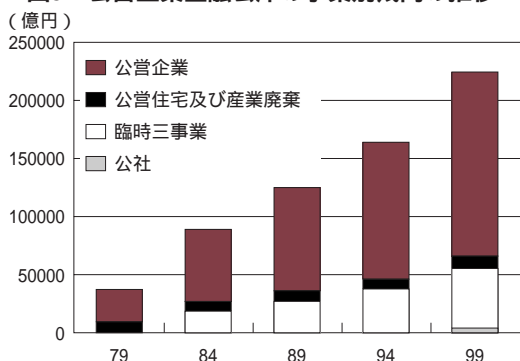
地方の公営企業への長期貸付を担っているのが公営企業金融公庫である。しかし、1957年の設立時から地方公共団体の普通会計債への貸出が要望され続け、77年、78年と普通会計債である公営住宅事業等、臨時三事業へと貸出範囲が広げられ、現在普通会計への貸出残高は公庫全貸出残高の1/4を超える。

公営企業金融公庫の資金調達には政府保証がつき、また貸付については起債許可制度の下、地方公社(土地開発公社等)への貸付以外は地方公共団体に対して独自審査なしで貸付を行っている。この意味で現在は自治体の共同発行機関というよりも政府資金(政府保証債での調達)の単なる仲介者と言える。また、国庫補給金等を財源として特別金利(低利)貸出も行っており、当該低利貸付は残高の90%を超えている。

このような中で同公庫は、政府保証の付かない財投機関債での資金調達、2006年度の地方債の許可制度から事前協議制への移行、5年後を目処とした特殊法人全廃など抜本的な変容を求められている。来年度の調達は機関債の発行はあまり無く、従来通り政府保証債での調達が中心になるようである。しかし、設立当初から

の地方公共団体の共同発行機関という目標を完結するには、政府保証の付かない独自信用力の債券での資金調達と地方自治体への貸出スタンスの明確化等が必要と考えられる。他方、地方公共団体の資金調達において複数団体による共同発行や共同発行専門機関の必要性が議論されている中で、公営企業金融公庫自身の明確な存在意義が今後問われてくるであろう。

図5 公営企業金融公庫の事業別残高の推移



資料 公営企業金融公庫業務報告書等

返済の目処が立たない交付税特会借入金

この調達ルートは最も厄介な問題を含んでいる（金融市場2000年2月号参照）。

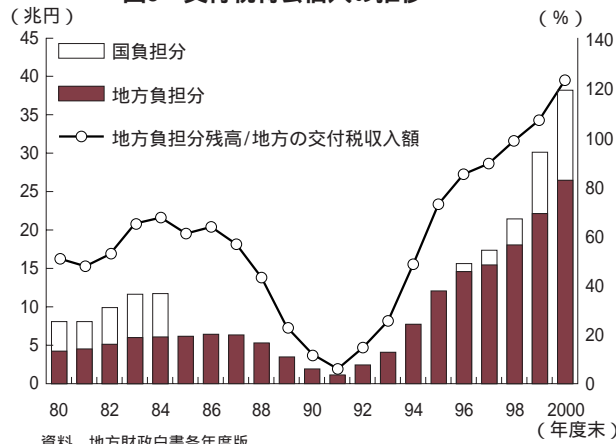
同借入金は国負担分と地方負担分に分れる。しかし、地方負担分については各地方自治体に明確な負担配分の基準はない。地方側から算出される要求額（交付税特会の出口）が国の一般会計からの繰入額（交付税特会の入口）を下回ればその余剰分を返済にあてる事が出来るが、今年度でさえこの入口と出口では7兆円超の不足を生じ、税収の急回復が見込めない中では、特会借入の増加を抑えるだけでも地方交付税制度自体の抜本的見直しが必要な状況である。

さらに、今ある40兆円に近い借入金を維持するだけの資金調達も困難になる懸念がある。現行の財投制度では原資の量が受動的に決まる

仕組みのため、財投計画を上回る資金が流入していた。また財投機関の中には多額の未使用分が出現するケースが出ていた。しかし、預託義務で流入する資金は有償資金であり、国債等での運用や短期貸付として様々な特別会計等への貸付にあてられて来た。これによって交付税特会は借入金の資金を財投制度から調達してきたのであるが、本年度郵貯の大量満期に直面し運用部への預託金が急減するため、同特会は財投借入に加え民間からも借り入れた。この借入金は来年度も借換が必要とされる上、新規借入も避けられないとみられている。民間資金での調達が進まざるをえないということは、同特会の問題点がマーケットの目にさらされ、解決への圧力となることも期待されるが、国債増発とも伴い悪い金利上昇の要因にもなりかねない。

以上のように、現状の地方交付税制度のままでは借入金の累増を招く可能性が高いにもかかわらず、現実には既存の借入金を維持するだけでも資金繰りが難しい。これらへの対応は、地方交付税制度、さらに国と地方との財政制度自身に大きな変革を求めるものであり、残された時間があまりないことも確かである。（丹羽 由夏）

図6 交付税特会借入の推移



資料 地方財政白書各年度版

90年代における家計金融資産の動き

要 約

- * 資金循環統計により家計部門金融資産の90年代における動向を分析した。
- * 金融資産運用の基調は一貫してリスク回避傾向であった。
- * 金利低下局面では低リスクで相対的に利回りの高い長期商品（金融債、信託、保険）が、その後の超低金利下では低リスクで流動性の高い資産（流動性預金、現金）が増加した。
- * 生保破綻以降、保険（生命・損害）は伸び悩んだが個人年金は伸張が続いた。
- * 99年度には株価上昇により累積評価損が縮小。投信、株式の積極的買い増しはみられず。
- * 90年代終盤には対外証券投資、外貨預金といった為替リスクをとる動きがあった。

本稿は資金循環統計により、90年代（90～99年度）における家計部門の金融資産動向を分析するものである（注1）。

特に、90年代における家計部門の金融資産運用姿勢とバブル崩壊後の調整について、推移と特徴を明らかにし、90年代末の動向を10年間で位置付けてみたい。なお、分析に当たっては当時の経済金融情勢（注2）を踏まえる必要があるので必要に応じて触れることにする。

（注1）日銀の資金循環統計は金融資産・負債の包括的な統計である。本稿ではそのうち主に家計部門の金融資産の計数を用いる。99年の大幅改訂により、現行統計で使用できる長期系列は89年度末以降の年度遡及データのみである。また、各種推計を含んでいる点には注意を要する。

（注2）主なものを列挙すると一般経済の面では、資産価格の下落、景気の長期低迷、雇用、財政、公的セーフティネット等の先行きに対する不安の高まりがあった。また金融の面では、ゼロ金利に至る金利低下、各種金融自由化、金融不安の発生があった。

80年代末との比較

まず10年間に起こった金融資産の変化を大まかに捉えるため、99年度末残高と89年度末からの増減をみておこう（表1）。

99年度末における家計部門の金融資産残高は1,389.8兆円であり、10年間で50.1%増加した。内訳の変化は、低リスク資産へのシフトが

基調となっている。低リスク資産とみなせる現金・預金と保険・年金（注3）の残高構成比は合わせて81.4%であり、10年間で12.3%ポイント上昇した。それに対して、金融債以外の各種有価証券は残高が減少した。

金融資産残高増加の主な内訳を金額と伸び率の2つの観点から整理しておこう。金融資産の増加額464.1兆円のうち主な内訳は、定期性預金（219.7兆円）、保険（113.1兆円）、年金（79.4兆円）、流動性預金（61.1兆円）である。また、残高が100%以上増加した資産は年金、外貨預金、金融債、流動性預金である。特に年金のうち個人年金は残高が4倍以上に増加した。

有価証券の調整額は価格変化等による残高（時価評価）の変化を表している。その金額は投資信託8.3兆円、株式13.5兆円、対外証券投資10.4兆円等である。これらの資産の残高増減額はそれぞれ4.3兆円、15.2兆円、0.4兆円であり、両者を比較すると価格変動が残高増減に大きく影響していることがわかる。

（注3）保険が伸長した90年代前半には保険の信用リスクに対する認識は薄かったと考えられる。

90年代の推移

次に90年度から99年度まで10年間の時系列

表1 家計部門の金融資産・負債
99年度末と89年度末の比較

(単位 兆円、%)

	99年度末残高	89末 - 99末残高増減			
		構成比	増減率	増減額	調整額
金融資産合計	1,389.8	100.0	50.1	464.1	7.6
現金・預金	747.9	53.8	66.5	298.6	
現金	34.9	2.5	93.6	16.9	
流動性預金	117.1	8.4	109.4	61.1	
定期性預金	592.6	42.6	58.9	219.7	
外貨預金	3.1	0.2	140.9	1.8	
保険・年金準備金	383.6	27.6	100.7	192.5	
保険(生命・損害)	252.4	18.2	81.1	113.1	
年金	131.1	9.4	153.5	79.4	
年金基金	90.9	6.5	115.8	48.8	
個人年金	40.2	2.9	318.3	30.6	
株式以外の証券	92.4	6.6	12.3	13.0	10.2
うち金融債	14.5	1.0	111.4	7.7	0.7
投資信託	31.9	2.3	11.8	4.3	8.3
信託	35.4	2.5	29.1	14.5	
株式・出資金	116.8	8.4	4.9	6.0	7.4
うち株式	92.5	6.7	14.1	15.2	13.5
対外証券投資	3.9	0.3	9.4	0.4	10.4

資料 日銀「資金循環統計」により作成

(注) 1. 金融資産合計は其他証券、未収金、預け金を含む。

2. 残高増減額=取引フロー(売買差引)+調整額

推移を追うことにより、さらに詳細な動きや要因を明らかにする。家計部門の運用行動を理解するため取引フロー(=購入額-売却償還額)を中心にみていく。

(1) 金利推移と種類別動向

金融資産合計のフローは期間を通じて縮小傾向にあった。内訳の動きについて主な特徴を整理すると、一貫したリスク回避を基本としながら、金利動向に対応して分析対象期間前半の金利低下局面においては低リスク資産のうち相対的に利回りの高いものへのシフト、後半の超低金利下では高流動性資産へのシフトがみられた。また、各種金融商品に対するリスク意識が高まり、より安全な資産へシフトした。

金融資産の種類別動向は金利動向(図1)から大きな影響を受けたとみられる。まず90~92年度、金利ピークからその後にかけて高利回りとなった金融債、信託が増加した(図3)。

これらは比較的長期の商品が中心とみられる(注4)。93年度以降、信託の利回りが金融債のそれを下回ると、94年度から信託の残高は減少に転じた。

続いて92~95年度、金利低下局面で利回り低下が遅いことから他商品に比べ高利回りとなった保険の増加が顕著となった(図2)。95年度には公定歩合が史上最低の0.5%に引き下げられて超低金利期が始まった。その後96年度以降、保険の増加額は縮小した。要因としては利回り低下(=値上り)、不景気下で利用者による大型保険商品の見直しや掛け捨て指向(貯蓄部分の縮小)が進んだこと、97年度以降に発生した生命保険会社の破綻(注5)といったものがある。特に生保破綻は、家計にとって低リスク商品と認識されていた保険商品の性格が変わった点で重要である。

90年代後半には、金利の低水準とリスク意識の高まりにより高流動性資産が増加した。95年度以降、超低金利下で流動性預金の増加が顕著であり、ゼロ金利政策が導入された99年度には現金の増加も目立った。また金融機関の経営不安から、保険ばかりでなく金融債、信託、預金についてもリスクが意識されるようになった。

こうして積み上がった高流動性資産は、90年代前半における高利回り長期商品の増加と対比すれば本来は金利選好が高く、待機性資金の性格を有すると考えられる。

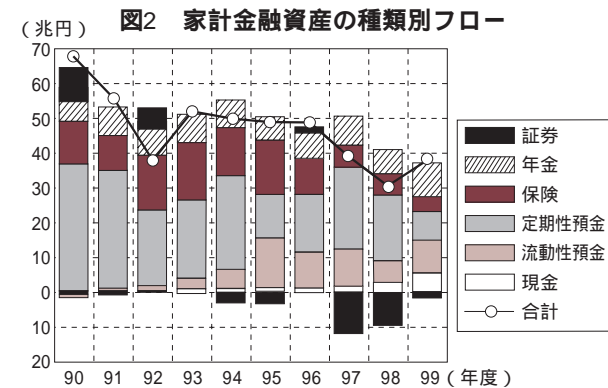
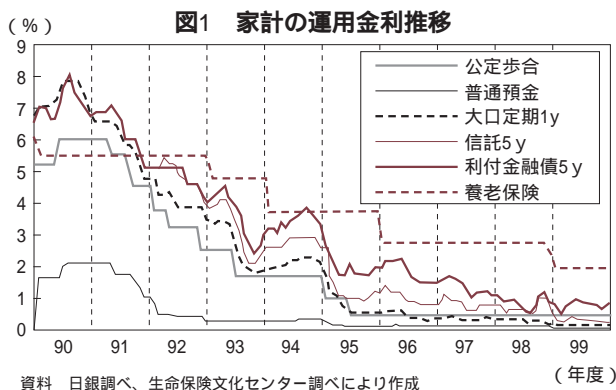
(注4) 例えば90年度には5年もの利付金融債が大量に売れたいわゆる「ワイド・フィーバー」が発生した。ちなみに現在大量満期を迎えている郵便局の定額貯金もこの時に増加した。

(注5) 97年に日産生命が破綻して以来、生命保険会社の破綻は毎年起こっている。

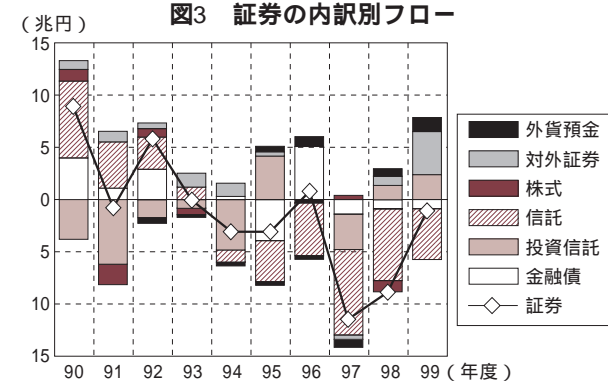
(2) 個人年金は堅調に推移

年金は10年間で特に伸長しただけでなく、

他の資産に比べて安定的に増加している。このような特徴は年金へのニーズが強かったことに加えて、年金基金が含まれていることや超長期積立商品としての性格によるものと考えられる。



(注) 1. 金融資産合計はその他証券、未収金、預け金を含む。
2. 92年度における金融資産増加額の縮小と、99年度における拡大は未収金によるもの。



(注) 1. 図2の「証券」の内訳。
2. 証券はその他証券を含む。
3. 外貨預金は残高増減額であり、為替変動を含む。

年金は個人年金と年金基金に分けられる(注6)。家計が自らの判断で利用する個人年金についてフローの推移(図4)をみると、90~95年度にかけて増加幅が拡大した後、96年度以降保険と同様の環境変化(上記)から縮小したものの、縮小は保険に比べて緩やかであった(注7)。生命保険に対する需要は飽和傾向であったのに対して、個人年金に対する需要は高齢化や年金の先行きに対する不安から底堅かったとみられる。

(注6) 家計部門の年金は保険部門および年金基金部門の年金準備金であり、公的年金は含まない。ここでは家計部門の運用姿勢を捉えたいので、主に保険部門の年金準備金(個人年金)に関心がある。年金基金は企業年金等であり、家計自らの意思による資産運用ではない。

(注7) 個人年金と保険の比較は保険会社や農協共済における年金保険(共済)の販売を念頭においている。

(3) 株価、為替相場とリスク資産

株価や為替相場によって元本リスクを抱える資産のフローは、家計金融資産全体からみるとそれほど大きな動きではない。しかし家計部門のリスクに対する姿勢を把握する上では重要な材料である。そこでそれらの資産の動きを株価、為替相場の推移とともに追ってみよう。

まず投資信託のフロー(図3)をみると株価の動き(図5)と相関があり、概ね株価が上昇した年度は買い越し、低下した年は売り越しとなっている。また、2回あった株価上昇局面を比べると、99年度は95年度に比べて買い越し額が少ない(注8)。

株式はフローが少なく、価格変化による評価損益(調整額)の変動が大きい(表1、図3)。フローよりもむしろバブル崩壊後の株価下落による評価損が縮小したかどうかの問題であろう。評価損益の累計を算出してみると(図6)、90年度以降の累積評価損は44.6兆円(97年度)まで拡大した後、99年度には株価上昇に伴い13.5兆円とピーク時の3割程度に縮小したこと

がわかる。

対外証券投資のフローは96年度を除き安定的な増加が続いている。特に99年度は大幅な買い越し(4.1兆円)となった。円高のため為替差損が累積しているとみられる(図6)。

外貨預金にはフロー(取引)と調整額(為替相場変動)の区別がないため実態をつかみ難いが、残高増減額の推移からみて98~99年度には為替差損が出る中で買い増したと考えられる(図3、図5)。特に99年度は大幅な買い越し(1.2兆円)となった。

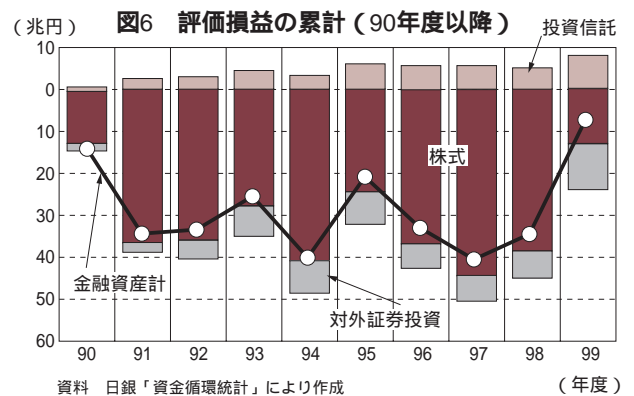
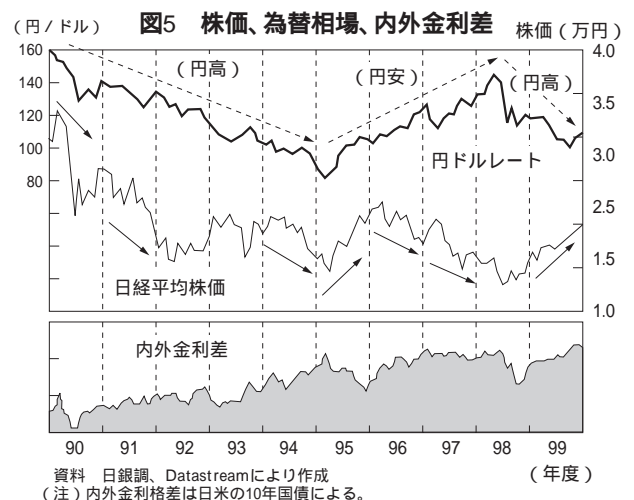
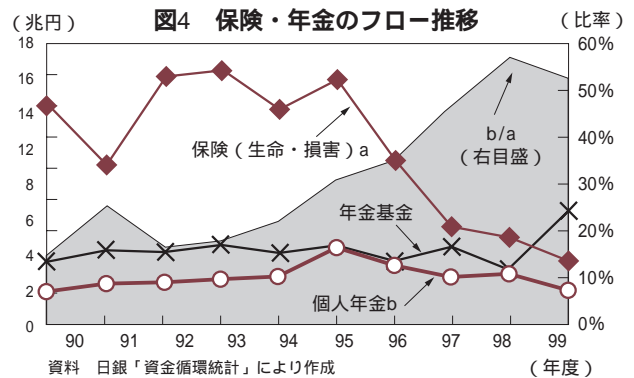
こうした最近時の99年度におけるリスク資産の動きから、家計部門が株価リスクよりも為替リスクがある商品を積極的に買い増す傾向がみてとれる。まず株価上昇と累積評価損縮小にもかかわらず、株式や投資信託を買い増す動きはそれほどない。他方で対外証券投資、外貨預金については円高(為替差損)傾向にも関わらず10年間で最大の買い越しとなった。ゼロ金利下で内外金利差(図5)が注目されたこと、外為自由化、銀行窓口での外貨預金取扱いが広がったこと等が要因と考えられる。

(注8)ただし、公社債投信の動きが影響した可能性もある。投資信託のうち、直接株価に反応するのは株式投信と考えられる。しかし投資信託の内訳(公社債投信、株式投信)は不明なので検証できない。

まとめ

以上の家計金融資産の分析結果から、10年を経ても、リスク回避、株式の累積評価損などバブル崩壊の影響は色濃く残っていることがわかった。

さらに雇用、金融、公的セーフティーネット等に対する不安が、資産運用におけるリスク回避傾向や、個人年金の増加に寄与しているとみられる。特に90年代の金融自由化と金融機関の破綻を経て、各種金融資産のデフォルトリスクが認識されたことの影響が大きいと考えられ



る。

一部に為替リスク商品を購入する動きは出てきているものの、リスク商品運用の先行きは依然として不透明である。超低金利下でリスクを避けて積み上がった高流動性資産の行方が引き続き注目される。(平澤 明彦)

地域経済の視点

都市部で目立つ消費者物価の下落

このところ消費者物価の下落傾向が際立っている。99年の全国消費者物価指数（総合）は前年比 0.3%と、71年以降では95年に続く二度目の下落となり、かつ最大の下落幅となった。2000年に入ってから1～8月平均が前年比 0.7%と下落が続いている。こうした傾向を地域別にみると、人口が集中している大都市の方が人口が少ない小都市や町村部よりも下落幅が大きいなど、80年代後半から90年代始めまでの状況とは異なったものとなっている。

99年以降大・中都市の物価下落幅拡大

全国を大都市、中都市、小都市A、小都市B、町村の五つの地域（それぞれの定義は図1の注1を参照）に分けて消費者物価の動きをみると、上昇が続いていた85～94年の10年間では、人口の多い大都市や中都市の方が、人口が少ない小都市Bや町村よりも消費者物価の上昇幅が大きかった。しかし、95年以降は、図1のように、逆に大都市の上昇幅が小さくなり、99年以降の下落局面では、町村や小都市Bよりも大都市や中都市の下落幅が大きくなっている。

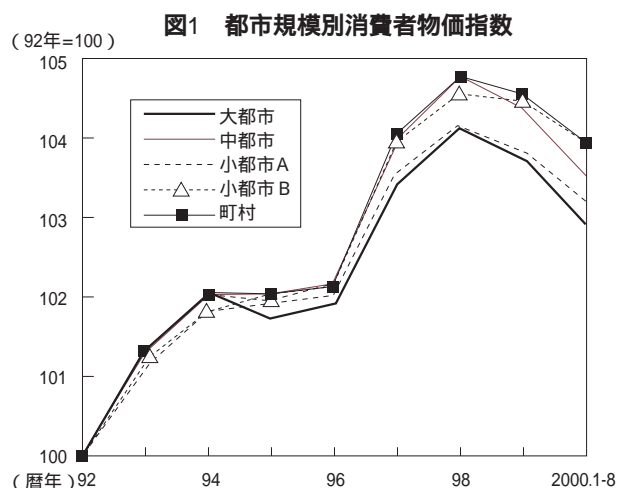
こうした逆転現象が生じた理由をさぐるために、消費者物価のピーク時である98年から直近まで（98年と2000年の1～8月平均の対比）における各地域の主要な物価構成項目の推移をみると、最大のウェイトを占める「食料」は、人口の大きい都市ほど下落幅が大きく、町村が最も小さくなっている。次にウェイトの高い「住居」は、大都市や中都市では下落しているのに対し、小都市Bや町村では依然上昇しており、特に小都市Bの上昇幅が大きい。「交通・

通信」は各地域とも横這いに近いが、大都市の下落幅がやや大きくなっている。「教養娯楽」は各地域とも下落しているが、大都市の下落幅が最も大きい。「被服・履物」は、各地域ともそれほど大きな差なく下落している。「食料」や「教養娯楽」などの下落幅の差や「住居」の方向性の違いなどが主因といえる。

地価下落や規制緩和進展等が背景に

以上のような変化の背景には、91年以降続いている地価下落が、大都市圏の方が地方圏より下落幅が大きいこと、食料等の安価な輸入品増加にみられるように、グローバル化や規制緩和の進展で物流構造が変化していること、ディスカウント店等による販売競争が人口の多い都市部ほど激しいとみられることなどが考えられよう。物価水準自体はなお大都市の方が高いが、大都市で物価の割安感が広がっている。

（鈴木 博）



資料 総務庁「消費者物価指数月報」

(注) 1. 大都市は人口100万人以上の市、中都市は15万人以上100万人未満、小都市Aは5万人以上15万人未満、小都市Bは5万人未満の市。
2. 95年=100とする指数を92年=100に換算、2000年1～8月は平均値。