

金融市場

2001.5

潮流

「情報格差の拡大」をめぐって 1

情勢判断

国内金融

新政権の政策スタンスと内外景気動向の吟味 2

国内経済

景気低迷長期化の可能性も
電気機械など落ち込み急速 4

海外経済金融

牽引力不足で低成長続く米国 5

アジア通貨を巡る最近の情勢 6

今月の焦点

変革期を迎える地方債市場
自由化を市場機能強化の契機に 8

海外の話題

英国の口蹄疫 16

潮流

「情報格差の拡大」をめぐって

一 生涯学習に関するある審議会の会合で、新しい情報通信技術の活用について議論をしていたとき、パソコン等情報機器の使用能力についての年齢格差が話題になった。情報機器は、確かに発展途上で、まだまだ家電製品のように簡便ではなく、使い勝手も良くはない。その上、高齢者にとってはそもそも未経験なものである。だが、それにしても、高齢者と若者の間で、使用操作能力にこのように格段の差が出るのは何故であろうか、という問題提起なのであった。

考えてみると、この問題は、まずは高齢者と青年の身心両面からの適応能力の格差であるといえる。第一に、視力。ついで指先の機動力。それから精神的要素として、高齢者は青年に比べ慎重で考え深いこと。つまり瞬間的決断を要する場面で反応が遅いことが情報機器の扱いに格差となって現われるのであろう。更に個人レベルを超えて社会的な視点から考えてみると、若者は、学校や企業などの組織に属しており、また属していなくても仲間との付き合いが密なので、パソコンの奥義や「裏わざ」を伝授しあう機会を多く持っているのに、高齢者は、付き合いの範囲も次第に狭まり、情報機器使用のノウハウを聞けるチャンスも相乗的に少なくなるため、これもまた高齢者と若者の情報格差を大きくしているのではないかと考えられる。

そうであるならば、これからの情報化社会は、増えつづける高齢者が情報化の趨勢に適応し、その社会でしかるべき活動の場を得ていくことができるように、高齢者を包摂した新しい社会的人的関係を構築し、その情報格差を縮小していく仕組みを作っていかなければならないだろう。

二 ところで、アメリカにおいては、90年代の半ば頃から、情報格差について大きな関心が払われ、調査が行なわれてきた。98年7月の商務省のレポートは、個人の年齢、所得、教育水準、人種民族、居住する地域等により情報機器の使用率やインターネットの接続率に格差があり、それは競争優位性となって社会的経済的格差を拡大させているとして、この「デジタル・ディバイド」を克服することこそが、情報化社会のさらなる繁栄にとって喫緊の課題であるとした。

この問題意識は、さらに2000年1月の大統領の一般教書にも受けつがれ、7月の沖縄サミットにおける「IT憲章」では、先進国と途上国の間の情報格差を解消するために、各国や国際機関やNGOなどすべての関係者が共に協力することが必要だという考えにまで至った。

三 我が国においても、アメリカの動きに触発されて、最近ではIT関連の論考が必ずといってよいほど、このデジタルディバイドの問題を取り上げている。それらは其々に示唆に富むが、結局は、デジタルディバイドを克服するためには、競争社会においても、常にスタート時の公平性が確保されなければならないという基本姿勢の必要性に行き当たる。

我が国が、アメリカや北欧諸国に伍して、特色ある情報化社会への道を切り開いていくには、例えば富山県山田村などの経験に照らして、大都市にのみ焦点を向けるのではなく、地域コミュニティを基盤に、高速大容量のネットワークを各地域に構築することが必要であろう。そしてその場合には、地域における推進主体のオルガナイザー、必要な機器を提供するスポンサー、そして自発的な援助を提供するボランティアの三者の支えを重視するのも推進体勢起動の要点であろう。それによって地域のすべての人々が「やる気の起きる心の環境」を享受すること、そうした戦略的構想が大切なのではないだろうか。

(理事長 浜口 義曠)

情勢判断

国内金融

新政権の政策スタンスと内外景気動向の吟味

要約

新政権発足後、不良債権処理促進策の具体化が本格化し、行財政構造改革への取組みスタンスが示される。今後、数ヶ月間、参院選後の政局動向を含め政策・政治の方向性が重要な投資材料と考える。また、デフレ的状况は継続、下降リスクもあると想定し、景気・企業業績の底入れ・反転度合いは後ズレ・軟弱と見る。

現在のところは、新政権により打ち出される経済財政の構造改革的スタンスと市場の期待との間に少なからずギャップが生じ債券相場の売り材料となると考えているが、短期ゼロ金利のもとでの運用難状況から限定的調整に止まろう。なお、新政権が市場の信認を得られれば、デフレ状況への注目から再度金利低下のシナリオもある。一方、株式相場については、内外の景気モメンタム回復を先取りした期待買いから一定の好転を見込む。

表1 金利・為替・株価の予想水準

(単位 %、円/ドル)

年度/月	2000		2001			
	12月 (実績)	3月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)
CDレート(3M, 売り買い気配中間)	0.48	0.12	0.1	0.1	0.1	0.1
短期プライムレート	1.5	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375
10年最長期国債	1.64	1.27	1.60	1.60	1.70	1.70
長期プライムレート	2.1	1.9	2.0	2.0	2.1	2.1
為替(円/ドル)相場	114.9	124.6	125	120	115	120
日経平均株価	13,785	13,000	14,000	15,500	15,000	15,000

(月末値。実績は日経新聞社調べ)

ここ1ヶ月の金融情勢 国内は新規材料待ち

日銀が3月19日に短期市場ゼロ金利への復帰と量的緩和政策を決定し、金融面から危機的状况への対応姿勢を示す一方、政府・与党側は緊急経済対策を発表。市場は、緊急経済対策の具体化と新総理の政策内容を吟味する待ちスタンスに転じた。

また、米株相場は、証券会社ストラテジストからの株式投資ウエイト引き上げ推奨などから、不安心理が後退する一方、投資家の期待買いが入り株価反転。また、雇用指標の悪化があったものの、意外に底固い景気指標も多く緊急利下げ期待は後退、今後の利下げ幅予想も縮小していたが、FEDは4月18日に0.5%の緊急利下げを実施。これを好感し株価は急騰。DJ30

種平均株価は10,700ドル程度まで回復するとともに、ナスダック指数も直近安値から3割高以上の水準になっている。

このような中、我が国の債券相場は新年度入りに伴う買い期待もあったが、財政悪化懸念および格付引き下げ観測などを売り材料に、先物主導で売り基調となった。海外投資家も売り方に回っている模様。

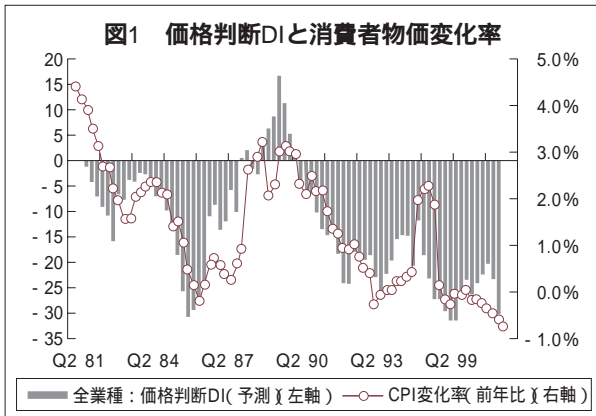
株式相場は米株相場の反発に安心感が生まれたものの、上値買い意欲は弱く13,000円台前半の動きに終始していたが、米国の4月18日の緊急利下げを受けて、19日には一時14,000円台を回復。

為替相場は、4月2日の日銀短観発表を受けて「景況悪化での日本売り加速」から円・ドル相場が126円台半ばまで売られたが、政府要人の円安進行牽制・円安誘導否定の度重なる発言等から、円買い戻しが進み、121円台まで戻っている(4月21日現在)。

向こう3ヶ月程度の市場の注目点 金融緩和継続の時間軸効果と新政権財政政策スタンスの両天秤

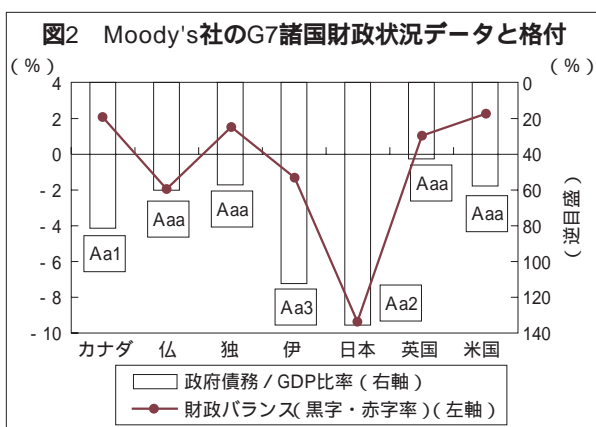
日銀は、金融緩和発表以降、当座預金水準を5兆円以上に増額し、資金余剰も高水準を維持。無担コ-ル・オ-バ-ナイト金利は実質ゼロ水準で推移。

また、「消費者物価指数の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上になるまで」ゼロ金利を維持するという金融緩和スタンスは、現在の景気見通し・物価状況のもとで、一定の時間軸効果期待を生む。日銀短観の「製品価格DI」から消費者



物価を推計すれば、当面は一段の低下（0.8程度へ）も予測される。さらに消費者物価の12年度基準への移行（8月発表分）や小売物価統計調査の改善等のテクニカルな低下効果（0.2 - 0.3%）も加わる。デフレ的状况は継続、下降リスクも想定される面からは、長期金利が再低下する誘因は大きい（図1）。

しかし、新政権は、市場が期待する行財政構造改革プランを打ち出せるか。政権成立後、緊急経済対策の具体化が本格化するが、同時に現在の連立政権の性格上、参院選を前に景気対策策定もおこなわれよう。現在のところ、新政権が打ち出す構造改革プランと市場が期待する行財政構造改革（財政再建）イメージとのギャップが生じる可能性がある。



また、構造改革推進への税金投入の可能性があり、財政再建計画がワン・セットとなる必要がある。新首相のもとでも市場の期待するようなプランが打ち出せず、G7諸国中でも格段に劣る財政指標の悪化がさらに進行する懸念は残る。

足元の債券相場の下げ理由には、我が国の財政悪化状況を念頭にした、海外ファンド筋による売りも言われているが、格付け会社の日本国債格下げの思惑も債券買いの慎重化ないし売り材料となろう（図2）。中長期のリスクプレミアムを意識しつつ、財政悪化懸念が売り材料になり一定幅の調整が生じる債券相場の展開を予想するが、前述のようなゼロ金利下の運用難状況および日銀による買い切りオペ出動余地等量的緩和政策という支援要因から調整幅は限定的と見る。上期が底説だが景気回復モメンタムは軟弱

景気、企業業績は上期・底説に立つが、回復モメンタムは軟弱と考えている。

米国経済は、金利低下効果の浸透と減税実施効果によって、ゼロ成長近辺からの底打ちが見込めよう。また、米国相場では、アナリスト予想から判断して4 - 6月期までの業績悪化は、既に相当織込まれたと考える。当面は弱気業績見通しも散発的に出ようが、業績底入れ時期を巡る期待・先取りと投資推奨によって、センチメントは好転に向かっており、米株場の下値は固まったと考える。しかし米国個別企業の決算ガイダンスを見ても米国の設備投資関連の立ち上がりは弱いだろう。

よって、我が国景気も米国を中心とした外需に反転傾向が強まるにつれ、国内景気の本モメンタム悪化にも歯止めがかかろう。株式相場は、米国経済の底打ち、米株相場の反発という海外要因への連動と年度後半以降の我が国景気の本回復モメンタムを見越した期待買いによって、下値を切り上げていく好転を見込む。しかし、不良債権処理を背景に構造調整圧力が需要増加を抑えることから、回復度合いは軟弱で業績の伸びは抑えられる。また、MSCIの流動性指数移行（5月末発表）や大型上場・売出、持ち合い解消売りなど需給悪要因もあり、本格的上昇軌道入りは時間を要すると見込む。

新政権が構造改革と財政再建のワンセットプランを提示し、市場の信認を得ることができれば、消費者物価の1%程度へのマイナスも予想できることから、金利の大幅低下も可能性も十分想定できる。一方、従来どおりの選挙対策での財政出動での政策不信の増大とともに、政局混乱 = 政策不在の政界再編騒動・政治的空白と景気低迷が重なれば、債券安、株安、円安のトリプル安もありえよう。（2001.4.20 渡部 喜智）

国内経済

景気低迷長期化の可能性も - 電気機械など落ち込み急速 -

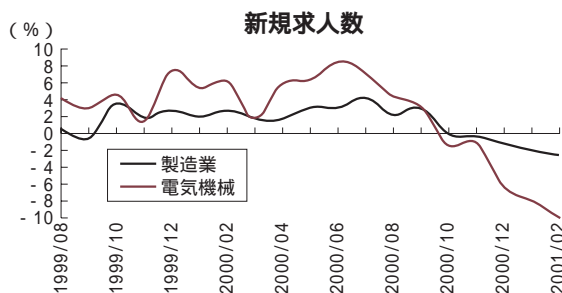
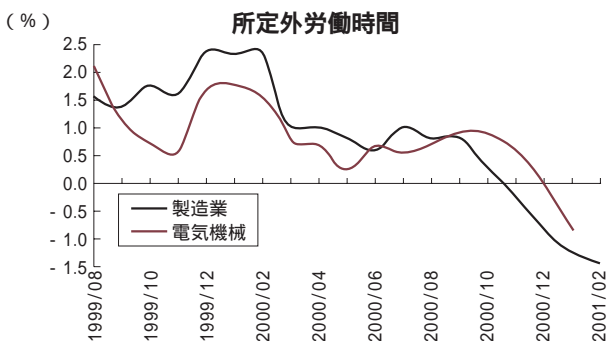
2001年3月の日銀短観は、大企業製造業の景況感が12月調査比で15ポイントの大幅悪化となり、5ポイントまで低下した。景況感の悪化は2年3ヵ月ぶり、景気回復の牽引役だった電気機械の39ポイントをはじめほとんどの業種で悪化しており、景気は足元で後退局面に入りつつあることを示した。また、景気の先行指標となる製造業の所定外労働時間や新規求人数は2000年後半から2001年にかけて電気機械を中心に急速に減少しており(図)、景況感さらには下振れる可能性があることに注意すべきであろう。

応するためフル操業を続け、所定外労働時間は99年5月から1ヵ月間を除いて18ヵ月間にわたって前月比増加を続けた。しかし、2000年12月にマイナスに転じ、1月は0.8%まで減少幅を拡大させている。ほかにも外需の落ち込み及び減産調整を続けている鉄鋼など輸出割合が高い業種で所定外労働時間の減少が目立っている。

製造業の新規求人数は2000年4-6月期に季節調整済前期比+7.9%、7-9月期は同9.7%と高い伸びを示したが、11月以降減少が続いており、2001年2月には前年比2.8%と減少幅を拡大している。特に電気機械は2001年1月に11.4%、2月も8.0%と大きく落ち込み、2月はそのほかに精密が6.4%、非鉄が7.0%など、2000年半ばには新規求人数が前月比2桁の増加となったハイテク関連産業は足もとで雇用調整を進め、新規求人数を急速に減らしている。このほか、繊維製品、ゴム製品、金属製品などでも減少幅が大きい。

パソコンや携帯電話の世界的な需要の鈍化が電子部品の受注減速、半導体市況の軟化につながり、電気機械を中心として在庫調整と生産調整に入ったため、企業は所定外労働時間と新規求人数を減少させていると思われる。

2000年半ばから悪化していた電子部品受注の落ち込みは2001年4-6月期に底打ちするという見方が一般的である。しかし2001年度のパソコンや半導体の需要見通しは下方修正が相次いでいるため、電子部品の受注が7-9月期から上向くかどうかは不透明であり、10-12月期以降にずれ込む可能性もある。景気回復の牽引役であった電気機械の生産調整が長引けば、ほかにも景気を牽引する産業が今のところ見当たらないことから、景気の低迷が長期化する可能性もあるといえよう。(名倉 賢一)



資料 厚生労働省「毎月勤労統計調査」「一般職業紹介状況」
 (注) 季節調整済前月比増減率の3ヵ月移動平均
 所定外労働時間は製造業で30人以上の事務所
 新規求人数は新規卒者除きパートタイム含む。

製造業の所定外労働時間は2000年10月まで前月比増加が続いていたが、11月より減少に転じ、2001年2月には1.5%まで減少幅を拡大させた。その中の電気機械は、99年から急増した携帯電話、デジタル家電の生産増加に対

牽引力不足で低成長続く米国

FRB 予想外の緊急利下げ

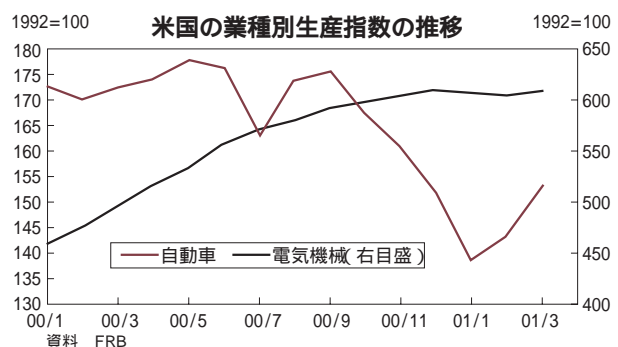
FRBは4月18日、臨時のFOMCを開き、FFレートの誘導水準及び公定歩合を0.5%引下げ4.5%、4%とした。第1四半期企業業績のプレアナウンスメントシーズン（予想を下回る業績の企業が早めにその情報を提供する時期）が終わって株価に持直しの動きがひろがる等、景気失速懸念が薄らぎつつあるともみられた中で、定例FOMC以外のタイミングでの利下げは予想外のものであり、株式市場は大幅上昇となった。实体经济との関連では、利下げの際の声明文から、FRBは在庫調整の進展や住宅投資の好調さというプラス要因以上に、設備投資の減少、利益率圧迫、株価下落の逆資産効果による消費下振れ、海外景気悪化等のマイナス要因を重視していることがわかる。

実際3月の非農業雇用者数は前月比 86千人と減少に転じ、失業保険新規受給申請者数も直近発表分（4/7の週）で392千人と増加を続け、雇用情勢は当面悪化が続くことが示唆される。1月には（天候要因もあり）前月比1.3%と高い伸びになった小売売上高も2月・3月は頭打ちで、3月に反転上昇した消費者心理もミシガン大学の消費者センチメントでは4月に再び低下している。1～3月の個人消費は1月の大幅増の効果で年率3%を上回る増加が見込まれるものの、逆に4～6月期の個人消費には雇用情勢悪化の影響が顕在化するリスクがある。株価の持直しや鉱工業生産の下落一服（製造業の雇用調整も今後は緩やかになる可能性示唆）等、先行きの消費にとって好材料もあるが、FRBとしては消費悪化のリスクを避ける方を重視したといえる。

企業セクターは調整速度に差

一方企業（製造業）セクターについては、在庫調整進展から生産が回復基調に転じた自動車

産業、最近数か月で生産鈍化が明確になりつつある電気機械等、業種ごとの調整速度の差が明瞭になっている。米国自動車産業は、今回の需要鈍化局面ではほとんどリアルタイムで生産調整を行っており、情報通信機器（IT）を利用した需要動向的確な把握と素早い生産調整体制の構築がうかがえる。その結果、今年に入ってから需要持直しが即座に生産増加につながる等、利下げ効果の浸透も速い（図）。一方電気機械はIT需要増加を見込んだ生産増が、出荷減少の中で在庫増となっており、3月は生産指数が前月比+0.7%と増加になったものの、12月～2月までの実績が速報段階の+1.8、+0.8、+0.2からそれぞれ、+1.0、0.5、0.5と3か月連続して下方修正されており、生産鈍化は明瞭だ。



設備投資は当面減少基調で、電機セクターの生産調整には時間がかかろう。利下げや年後半に予想される減税の効果が見込まれる自動車・住宅等は、既に水準が高いことから大きな牽引力は期待できない。利下げは調整が進捗しているオールドエコノミーセクターの回復を後押しし、調整が長引きそうな電機等ITセクターの在庫・生産調整に伴う景気下振れ圧力を緩和する（株高は設備投資のプラス要因）両面の狙いがある。

（小野沢 康晴）

海外経済金融・アジア

アジア通貨を巡る最近の情勢

要約

最近の米ドル高がアジア各国経済にもたらした影響は、各国の通貨制度によって様ではない。変動相場制を採用している国では、対外債務の実質的な重みが増加すること、固定相場制を採用している国では、輸出競争上不利になること、及びデフレ圧力が強まることが問題となる。今後仮に一層のアジア通貨安が進展した場合、マレーシア・リングgitが現状の対米ドル固定相場水準を維持できるかが注目点である。

国により異なる米ドル高の影響

変動相場制を採用しているアジア各国の通貨レートは、昨年秋頃、及び今年2月頃を中心に、米ドルに対して下落する傾向を強めた(図1)。一方で殆どの国の通貨レートが対円で上昇していることから、アジア通貨安は米ドル高の裏返しというよりはむしろ、円安の影響を受けたという色彩が強い。但し各国の通貨制度の違いにより為替相場の変動幅が異なることから、米ドル高が各国経済に及ぼした影響は様ではない(表1, 2)。

対米ドル変動相場制を採用している韓国では、ウォンの下落率が円のそれに近いため、半導体・通信機器・鉄鋼等国際市場で日本と競合している製品の価格競争力が特別弱まったわけではない。日本が円安をテコに米国等に輸出を伸ばせば自国の輸出が不利になるのではないかとの声も一部あるが、一方で韓国もウォン安をテ

表1 アジア各国通貨の為替相場変動

(2000年3月末を100とした場合の2001年3月末の水準)

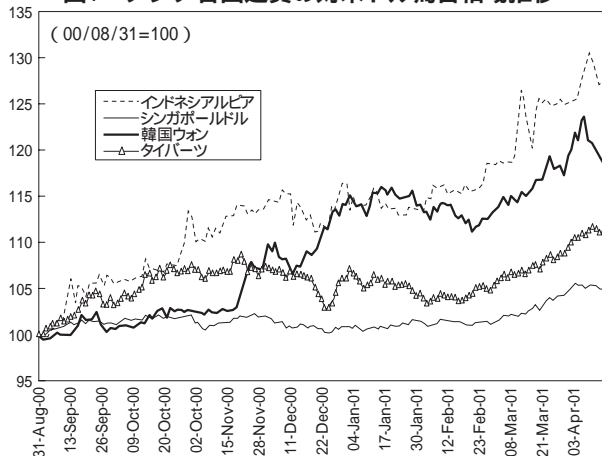
通貨	対米ドル	対日本円
香港ドル	100.00	82.02
マレーシアリングgit	100.00	82.02
中国元	100.00	82.02
シンガポールドル	105.26	86.33
台湾ドル	107.01	87.77
タイバーツ	118.67	97.33
韓国ウォン	119.22	97.79
フィリピンペソ	121.76	99.87
インドネシアルピア	139.63	114.52

(注) 当該国通貨が高くなると100を下回り、安くなると100を上回る。

コに鋼材の対日輸出を増加させており、円安の韓国経済への影響は中立的である。但しウォン安により、航空・海運・石油等外貨建て負債が多い企業の財務内容が悪化するという懸念はある。

シンガポールドルは管理変動相場制の下、主要貿易相手国の貿易加重平均に基づく通貨バスケット基準値に対する政策バンド(非公表)内での変動に収まるよう管理されている。MAS(シンガポール通貨庁)は、4月10日に以下内容の金融政策スタンスを公表した。「シンガポールドルは最近米ドルに対して弱くなっており、MASが政策バンドを変更するとの思惑による спекуляция が起きているようだが、当面政策変更は考えていない。通貨バスケット基準値に対する緩やかなシンガポールドル高を許容するという従来からの政策スタンスに変わりはない。確かにシンガポールドルは、最近の米ドル高の影響で通貨バスケット基準値に

図1 アジア各国通貨の対米ドル為替相場推移



対して弱含んでいるが、依然政策バンドの範囲内に収まっている。今後もしこの範囲内に収まらないような場合があれば、いつでも介入できるよう準備をしている。」このようにシンガポールは、通貨を巡る外部環境の変化の国内経済への影響を最小限に止め、かつ従来からの政策スタンスを継続するという、安定的な対応をしている。

通貨が対米ドル固定相場制となっている香港では、通貨価値維持のため高金利政策を続けてきたこと等から、深刻なデフレに陥っている。消費者物価上昇率（前年比）は99年に4.0%、2000年に3.7%を記録した。米ドル高に伴い香港ドルは他のアジア通貨に比べて割高となり、これが香港のデフレ圧力を後押ししている。

同様に中国人民元も、米ドルに対して実質固定相場になっている。中国も香港同様にデフレ状態が続き、消費者物価上昇率（前年比）は98年に0.8%、99年に1.4%であった。最近デフレ傾向は緩和しているが、足下の米ドル高・人民元高がデフレ圧力として残存している。現在中国の輸出は、米国景気が減速するなど外部環境が厳しい中、前年比二桁の増加を記録するほど好調で、高水準の貿易黒字（2000年は242億ドル）を維持しており、人民元は管理フロート変動幅の中で米ドルに対しても強含んでいる。しかし今後WTO加盟に向けて市場開放・構造改革が進めば貿易黒字が大幅に減少することも予想される。従って、今後人民元の対米ドル変動幅の拡大が検討の対象になることも

考えられる。

注目されるマレーシア・リングットの動向

もう一カ国対米ドル固定相場制を採用しているマレーシアの通貨政策の行方が注目されている。4月上旬に、マーケットでマレーシアリングットの対米ドル切下げ観測が浮上した。理由は、円安・アジア通貨安を背景にリングットの割高感が意識され始めたこと、及び貿易黒字持続にもかかわらず同国の外貨準備が減少傾向にあることである。これに対してマレーシア中央銀行は、現時点での為替水準変更の可能性を明確に否定した。その根拠として参考になるのが、2月22日付け中銀総裁へのインタビューに対する以下回答である。「為替切下げが輸出競争力を強めるとは限らない。為替切下げは輸入物価上昇をもたらす、対外債務負担を増加させる。輸出競争力の決定要因としては技術水準のほう重要である。為替水準が安定していたほうが好ましいと考えている企業は多い。また外貨準備の減少については、貿易黒字が持続していること、長期資本の流入が見込まれることにより、十分カバーできると考えている。」

円やアジア通貨が現状程度（円の場合120円台）の水準であれば、リングット切下げの可能性は小さいが、今後円安・アジア通貨安が一段と進んだ場合には、リングットが現状水準を維持できなくなることもありうる。この場合には、対米ドル固定相場制を維持している香港ドルや中国人民元の切下げ圧力が強まることは避けられないであろう。（永井 敏彦）

表2 アジア各国の為替制度

国	現行制度	変動幅	現行制度開始時期
香港	対米ドル固定相場制	1米ドル=7.8香港ドル（若干の変動あり）	83年10月
マレーシア	対米ドル固定相場制	1米ドル=3.8リングット（若干の変動あり）	98年9月
中国	管理変動相場制（実質対米ドル固定相場制）	当日の仲値（前日の加重平均相場）を基準、対米ドル変動幅は0.3%以内、現在1米ドル=8.28元程度	94年1月
シンガポール	管理変動相場制	通貨バスケットを基準、但し許容変動幅は非公表	78年
タイ	管理変動相場制	パーツ相場が過度に変動した場合には、中央銀行が介入するが、原則的には変動相場制	97年7月
韓国	変動相場制		97年12月
台湾	変動相場制		90年
インドネシア	変動相場制		97年8月
フィリピン	変動相場制		84年10月

資料 各国資料より農中総研作成

今月の焦点

変革期を迎える地方債市場

- 自由化を市場機能強化の契機に -

要 約

地方債は地域に関係の深い公共事業の資金調達などのために発行されるが、許可制度のもとで公的資金が引受の過半を占め、4割強の民間資金は地銀等の縁故による消化が多い。公的資金の出し手である財政投融资制度の改革や時価会計導入、2006年度からの事前協議制度への移行など、地方債をめぐる環境は大きく変化している。今後は市場を通じた地方債発行や投資家の運用が増えていくとみられるが、公的資金に替わる安定調達先として、市場公募による個人消化拡大が重要とみられ、また、縁故債の流動性向上には、ロット拡大や中短期債発行のほか、信用力や流通性を反映した価格形成の実現が必要となる。

地方債市場の現状

90年代に急増した地方債発行高

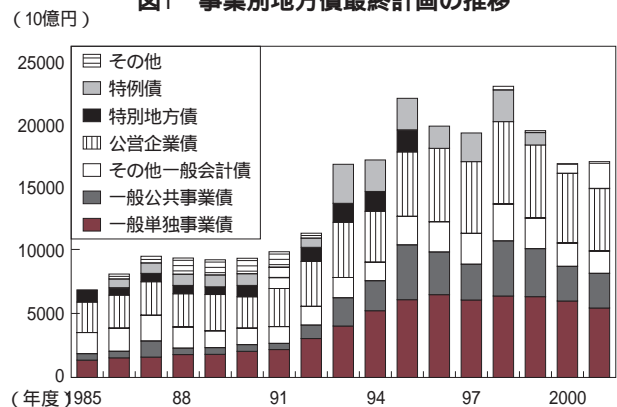
地方債とは、地方公共団体が年度を越えて行う借入金のことをいい(注1)、地方自治法第230条に発行根拠を有する。これを受けた地方財政法第5条で、「地方公共団体の歳出は地方債以外の歳入をもってその財源としなければならない。ただし、次に掲げる場合には地方債をもってその財源とすることができる」として、交通、ガス、水道事業など公営企業の経費、出資金及び貸付金、地方債借換のための経費、災害復旧事業等の財源、公共または公共用施設の建設事業費などが適債事業として定められている。これらのほかに、一時的な財源不足を補うための特例債などが発行されることがある。

上記の公営企業の経費といった場合も実際には資本的支出に限り許可されており、地方債は、全体として、道路や学校、上下水道建設資金など地域住民に関係の深い公共事業の資金調達を中心に発行されている。これらは当世代の住民だけでなく、将来世代の住民にまで効用

が及ぶものであり、その意味で、地方債は世代間の負担の公平化や年度をまたがる財政支出と収入の調整といった役割を果たしている。

地方債の発行額は、図1のように90年代になって急増したが、事業別にみると一般会計債のなかの一般単独事業債や一般公共事業債、公営企業債などの増加が際立っている。これは公共投資基本計画(90年策定)のもとで、景気対策もあって公共事業の拡大が行われ、主たる実施主体である地方公共団体が地方債の発行によってこれに対応してきたためである。また、税

図1 事業別地方債最終計画の推移



資料 地方債協会「地方債統計年報」
 (注) 1. 2000、2001年度は当初計画である

収伸び悩みや先行減税による財源不足を賄うための特例債が増えたことも影響している。

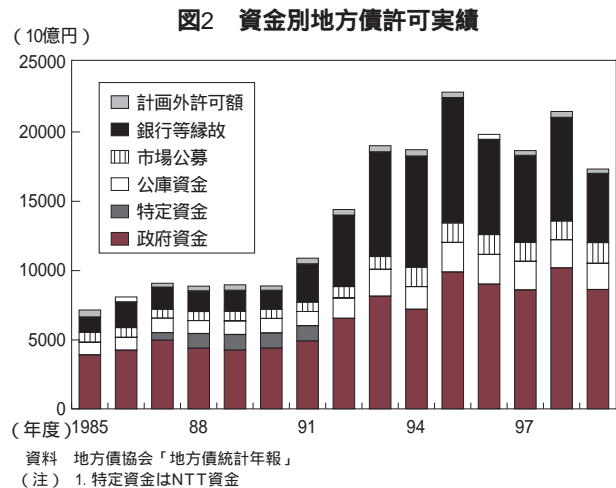
(注1) 地方債は地方公共団体（都道府県や市町村の普通地方公共団体のほか特別区や一部事務組合を含む）の借入金であり、地方公社やその他外郭団体の借入金は地方債ではない。また、地方公共団体の借入金でも年度内に償還される一時借入金は地方債には含まれない。

地方債許可制度

地方債を発行し、起債方法や利率、償還方法を変更するには、都道府県・指定都市は総務大臣の許可が、それ以外の市町村は都道府県知事の許可が必要である（旧地方自治法第250条、なお、2000年4月施行の地方分権一括法で許可制度は事前協議制度に移行したが、2005年度までは許可制度が維持されることになっている）。地方債許可制度は、地方債発行の総枠や発行条件等を規制するだけでなく、国の予算と関連した地方財政計画や地方債計画等を通じて、調達資金の確保や償還の保証をも行う仕組みとして機能している（注2）。

地方債計画や地方債許可方針には、公共事業等にかかる政府の政策スタンスが反映され、また、年度途中で景気対策により公共事業が追加される場合には、地方債許可制度を通じて事業量や資金枠が確保されていくことになる。前記のように、90年代には、公共投資基本計画のもとで生活関連の社会資本整備が推進され、公園等の都市環境整備やふるさとづくりなどの一般単独事業が増加し、また、数次にわたる景気対策を背景に一般公共事業（補助事業）も増加して、地方債の急増につながった。

地方債計画では、事業別の計画とともに資金の配分計画も作成される。地方債資金は、資金運用部資金と簡易保険積立金からなる政府資

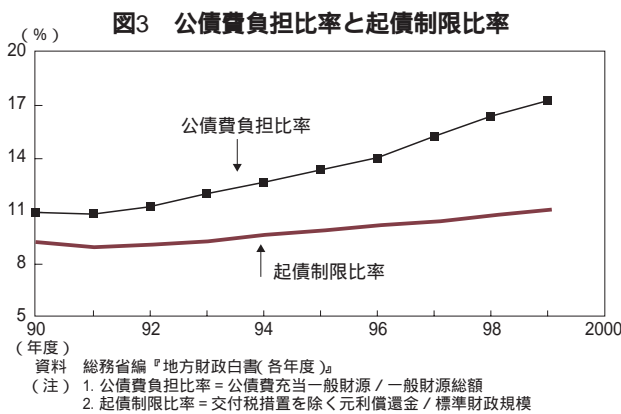


金、公営企業金融公庫資金、市場公募や銀行縁故などの民間等資金から構成されるが、図2のように、政府資金と公庫資金の公的資金が全体の約6割を占めるなど中心的役割を担い（このうち政府資金が4割強）、残りが民間等資金である。

政府資金は一般公共事業（補助事業）など政府の関わりが深い事業や、辺地・過疎対策事業など財政力の弱い自治体を実施する事業に優先的に配分され、公庫資金は主として公営企業債の引受に用いられる。また、民間等資金は、一般単独事業など自治体独自で行う事業や、大都市圏の都府県や政令指定都市など財政力が豊かな自治体を中心に配分される（たとえば、東京都の場合民間等資金のシェアが8割を超える）。

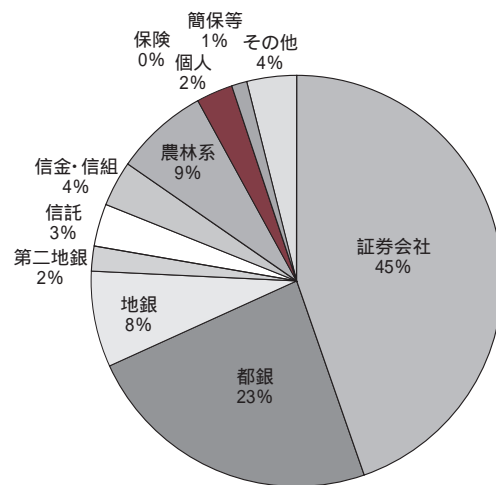
なお、国が自治体の事業を政策誘導していく場合、地方債の後年度の元利償還金を交付税措置（基準財政需要額に算入するなどして交付税で負担）することが行われており、90年代になってこうした地方債が増加している（注3）。図3のように、公債費負担比率と起債制限比率の乖離幅が拡大していることからこの傾向がみてとれる。

(注2) こうした観点から、BIS自己資本比率規制による地方債のリスクウェイトは、国債同様ゼロである。
 (注3) 地方債の交付税措置された部分は、実質的に個別自治体の負担ではないといえるが、交付税特会が赤字の場合その半分は自治体の負担になることには留意が必要である。



あり(注4)、発行体ごとに証券会社や都銀・地銀などからなる引受シ団が構成されている。毎月の発行額や発行条件の決定は、各発行団体とシ団の個別協議ではなく、総務省と28シ団の代表者からなるシ団連絡会議によって行われ、同時期に発行されるものは発行条件は各銘柄とも同一である。72年以降10年債だけが発行されていたが、2000年度には5年債も発行され、償還方法も92年度から満期一括償還となっている。

図4 公募地方債の消化状況(99年度)



地方債消化の現状

地方債消化の6割を占める公的資金(政府資金と公庫資金)は、証券形式での貸付であり、民間の金融市場にでてくることはないため、ここでは約4割を占める民間等資金による地方債消化について考察する。民間等資金は市場公募資金と縁故資金に分かれ、後者はさらに銀行等縁故資金と共済等縁故資金に分けられる。共済等縁故資金は地方公務員共済組合などから資金調達するものであるが、金額的にそれほど大きなものではなく、民間等資金の大半は市場公募資金と銀行等縁故資金である。

公募地方債

市場公募資金は、証券市場で不特定多数を対象に地方債を公募する形で資金調達するものだが、99年度の公募債発行額は約2兆円で、地方債発行額全体の11%になる。

現在、公募地方債を発行している地方公共団体は、東京都や大阪府などの16都道府県と横浜市や名古屋市などの12指定都市の28団体が

表1 公募地方債(10年債)発行の諸手数料

(単位 100円につき円)

年月	引受手数料	受託手数料	当初登録手数料	元金償還手数料	利金支払手数料
93.11	1.08	0.05	0.07	0.20	0.30
94.06	0.97	0.05	0.07	0.20	0.30
94.08	0.97	0.05	0.07	0.14	0.28
94.10	0.97	0.05	0.05	0.14	0.28
95.09	0.97	0.05	0.05	0.10	0.20
96.02	0.97	0.03	0.05	0.10	0.20
96.11	0.85	0.03	0.05	0.10	0.20
97.05	0.85	0.02	0.05	0.10	0.20
98.07	0.85	0.01	0.04	0.10	0.20
99.04	0.75	0.01	0.04	0.10	0.20

資料 地方債協会「地方債統計年報」

発行額や発行条件が決められると、シ団メンバーによる募集取扱がなされ、残額があればこれらのシ団メンバーによって引き受けられる。99年度の公募地方債の消化状況は図4のとおりであり、証券会社や都銀・地銀を通じた消化が多くなっている。証券会社や都銀の販売先は郵貯（自由化対策資金）や簡保、生保などの機関投資家が多く、個人消化は2%程度と少ない。シ団メンバーは取扱額等に応じて引受手数料等を受取るが、近年、これらの手数料も低下傾向にある（表1）。

縁故地方債

銀行等縁故資金は、指定金融機関や指定代理金融機関など発行体と何らかの縁故関係にある金融機関等によって引き受けられるもので、地銀や都銀、第二地銀、農協系金融機関、信金などが縁故債の引受を行っている。公募債の場合はすべて証券による発行だが、縁故債の場合は証券形式のものと証書形式のものがあり、都道府県や比較的規模の大きい市では証券形式による場合が多いが、小規模の市や町村では証書形式のものが大半である（表2）。99年度の銀行等への縁故債発行額は5.8兆円で地方債発行額全体の31%（このうち証券形式が20%で証書形式が11%）を占めている。

縁故債も公募債と同様10年債が主体であるが、2000年度に5年債や15年債も発行された。償還の仕方は10年債では3年据置後元金均等償還のケースが多いが、近年は満期一括償還のものも増加している。

金融機関別の縁故地方債引受状況をみると、都道府県や指定都市では地銀と都銀のシェアが高いが、小規模自治体である市町村・特別区では地銀のシェアが高いものの、信金・信組や農

林系金融機関のシェアが都銀を上回っている（表2）。縁故債の発行条件は、本来発行体と引受者の相対交渉で決まるべきものだが、現実には公募地方債と同条件で行われる場合が多く、引受にかかる手数料等も、シ団が構成されていれば引受手数料等を受け取るケースもあるが、金融機関が相対で引き受ける場合には手数料がないことも多い。なお、縁故債は発行時期が年度末から出納整理期間の3～5月に集中する傾向がある。

発行体にとっては、縁故債は機動的な発行が可能であり、手数料等も公募債に比べて低いという点が好まれるが、一方、引受側にとっては妙味が少なく、3～5月に集中発行されるうえ、金利上昇時に含み損を抱える（時価会計導入でこれが表面化する）リスクもある。このため、最大引受者である地銀を中心に、縁故債引受を収益性の観点から見直す動きも出ている（注5）。

銀行等縁故資金は92年度以降一般単独事業

表2 金融機関別縁故地方債引受状況

（98年度、単位 億円：%）

	都道府県・指定都市			市町村・特別区		
	証券	証書	計	証券	証書	計
都 銀 (シェア)	11,882 (28.5)	817 (2.0)	12,699 (30.5)	376 (2.4)	1,570 (9.8)	1,946 (12.2)
地 銀 (シェア)	15,191 (36.4)	3,116 (7.5)	18,307 (43.9)	704 (4.4)	5,590 (35.1)	6,294 (39.5)
第二地銀 (シェア)	1,922 (4.6)	613 (1.5)	2,535 (6.1)	192 (1.2)	789 (5.0)	981 (6.2)
長 信 銀 (シェア)	1,505 (3.6)	- (-)	1,505 (3.6)	- (-)	- (-)	- (-)
信 託 (シェア)	1,561 (3.7)	- (-)	1,561 (3.7)	- (-)	- (-)	- (-)
信金・信組 (シェア)	756 (1.8)	136 (0.3)	892 (2.1)	43 (0.3)	2,148 (13.4)	2,191 (13.7)
農 林 系 (シェア)	963 (2.3)	1,320 (3.2)	2,283 (5.5)	0 (0.0)	2,108 (13.2)	2,108 (13.2)
生 損 保 (シェア)	703 (1.7)	564 (1.3)	1,267 (3.0)	6 (0.0)	587 (3.7)	593 (3.7)
そ の 他 (シェア)	572 (1.4)	109 (0.2)	681 (1.6)	83 (0.5)	1,748 (11.0)	1,831 (11.5)
合 計 (シェア)	35,055 (84.0)	6,675 (16.0)	41,730 (100.0)	1,404 (8.8)	14,540 (91.2)	15,944 (100.0)

資料 地方債協会「地方債統計年報」

の拡大等もあって大きく増加したが、近年では地方財政悪化による公共事業の削減もあり、発行額は抑制傾向にある。

(注4) 公募団体の選定には特別の基準はなく、既往の縁故債の発行実績や発行体の公募債発行の希望の有無などを勘案して決められている。

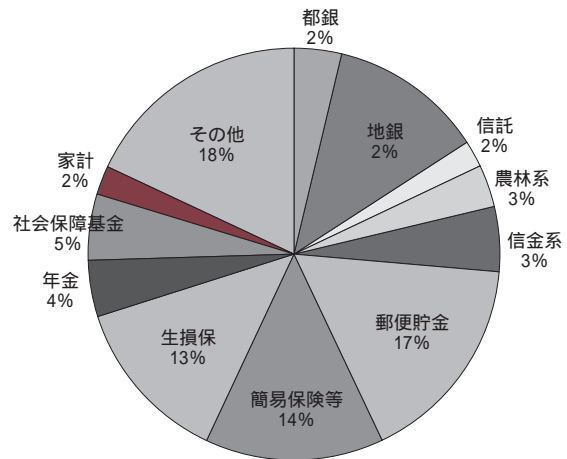
(注5) 全国地方銀行協会は、「時価会計時代における非公募地方債のあり方について」(2000年2月16日付)のなかで、公募債の発行比重拡大や信用度に応じた発行条件の見直し、発行ロット拡大などの要望を行っている。

活発さに欠ける流通市場

証券形式で発行された地方債(98年度の地方債発行残高175兆円のうち証券形式の残高は52兆円)は、償還までの間流通市場を形成するが、国債の売却制限が撤廃された77年以前には、地方債は金融債とともに公社債流通市場において売買の中心であった。しかし、78年以降は国債が流通市場の主役となり、地方債の売買高は伸び悩んだ。

地方債の保有構造をみると、99年度末では郵貯(自由化対策資金)や簡保積立金、生損保の保有が大きく、この上位3業態で44%の保有シェアを占める(図5)。これらの投資家は直接引受のシェアは小さいため、大半が流通市場で購入したものであり、証券会社等を通じて公募債に応募したり、縁故債を引き受けた地銀が流通市場で売却したものを購入するなどの形で地方債を取得している。この3業態に次ぐのが地銀であるが、地銀は縁故債の最大の引受手であり、引き受けたものの一部は流通市場で売却するが、かなりの部分は売却しないで保有を続けるものとみられる。なお、個人投資家は2%程度と少なく、住民と密接な関係にある地方公共団体が発行する債券という地方債の性格を考

図5 地方債の保有構造(1999年度末)

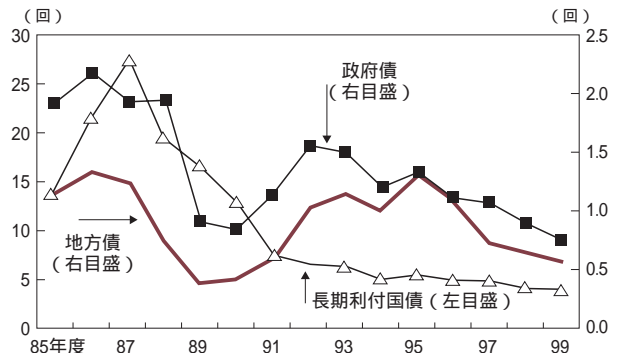


資料 日銀「資金循環勘定」「金融経済統計月報」から作成
 (注) 1. 証券形式の地方債のみ、政府資金等証券形式は含まず。
 2. 郵便貯金は自由化対策資金運用分。

えれば、個人投資家の保有拡大が今後の課題であろう。

地方債の売買回転率をみると、国債はももろんのこと、政保債に比べても回転率が低い(図6)。地方債の銘柄数が多い上にロットが小さく売買がしにくいこと、地方債の投資家として、前記のように、郵貯(自由化資金対策分)や簡保、生保などの保有シェアが大きく、これらの投資家はいったん購入すると償還期限まで持ち切る傾向があることなどが背景にある。

図6 国債、地方債、政府債の売買回転率



資料 日本証券業協会「証券業報」
 (注) 1. 長期利付国債には超長期を含む。
 2. 地方債は都道府県・指定都市発行(証券形式)のみ。
 3. 売買回転率 = 売買高 / 発行残高の期首・期末平均。

地方財政悪化とその影響

90年代になって、公共投資基本計画の策定や数次にわたる景気対策の実施もあり公共事業が急拡大し、その主たる実施主体である地方公共団体の財政支出が膨らみ、地方債の発行が急増した。一方、景気の低迷で地方税収が伸び悩み、特に、法人事業税など法人関連税収が落込んで、大都市圏の都府県を中心に地方公共団体の財政を悪化させた。こうしたなかで地方債の信用リスクに対する関心が高まり、日本格付情報センター（R&I）も99年4月から地方債の格付を開始した。

しかし、地方債流通市場において、国債との利回りスプレッドや地方債銘柄間の利回り格差がある程度は存在するものの、傾向的に拡大を続けているというわけではない。銘柄間格差にしても、信用リスクというよりは流動性の差に原因があるとみなされている。これは現行の地方債許可制度が償還保証をも行うものであることの理解の浸透や、各自治体の財政再建への取り組み、投資家への情報開示の努力などが評価された結果とみられる。地方公共団体においては、引き続き財政再建への取り組みや情報開示の努力が必要であろう。

地方債市場をめぐる環境変化

許可制度から事前協議制度への移行

地方分権一括法が2000年4月から施行されたが、このなかで、地方自治法や地方財政法等も改正され、明治以来続いてきた地方債許可制度が事前協議制度に移行することとなった（ただし、実施は2006年度から）。改正地方財政法第5条の3では、地方公共団体が地方債を起債し、起債方法、利率もしくは償還方法を変更しよう

とするときは、総務大臣（都道府県・指定都市の場合）又は都道府県知事（指定都市以外の市町村の場合）に協議しなければならない（同条の3第1項）と定められ、同意を得ないで地方債の発行等を行う場合は、その旨をあらかじめ議会に報告しなければならない（同第5項）とされた。また、同意を得た地方債のみ公的資金を借入れることができ（同第3項）元利償還金を地方財政計画に参入できる（同第4項）ものとされた。

事前協議制度に移行したことの意味は、総務大臣又は都道府県知事への協議や議会への報告が条件にはなるものの、最終的に地方公共団体の判断で地方債の発行や条件変更等ができるようになったことである。同意が得られないものについては、公的資金の借入や元利償還金の地方財政計画への算入（償還保証）ができないが、現在でも東京都などの大規模自治体では公的資金の借入は少ない。2006年度以降は財政内容の良い大規模自治体を中心に自治体自らの判断で地方債を発行するケースもでてこよう。こうした動きは、市場において発行体の信用力がより重視され、信用力に応じた利回り形成がなされる傾向をより広げていくものと思われる。

財投改革と公的資金の動向

地方債資金の約6割を占める公的資金のうち、約4割を占める政府資金は、郵貯や年金を原資とする資金運用部資金と簡易保険積立金とから構成されていた。貸付期間は最長30年で、一般公共事業（補助事業）の場合20年償還のものが多い。貸付利率は期間5年以上のものについて長期国債（10年）利率+0.2%程度の金利が適用されていた。公庫資金は地方公共団体

の公営企業への貸付が中心であるが、貸付期限は上水道建設資金の場合最長28年と長期にわたっている。これらの公的資金は、地方財政計画や地方債計画の策定と並行して、財政投融资計画のなかで決定されていた。

2001年4月から財投改革が実施され、郵貯と年金の資金運用部への預託義務は廃止されて、簡保積立金とともに市場運用に移行した。公団や事業団等の財投機関は、4月以降は自ら財投機関債を発行するか、財投債を発行して資金調達する財政融資資金から融資を受けるかのどちらかとなるが、地方公共団体向け貸付については、財政力の弱い自治体に配慮して、郵貯と簡保の直接融資が継続されることとなった。このため、政府資金は郵貯あるいは簡保の直接融資と財政融資資金による融資の三つのルートとなり、2001年度の地方債計画では、これらの三つのルートの融資額は表3のようになっている。

表3 2000年度と2001年度の地方債計画

(単位 億円)

2001年度		2000年度		A - B
項目	金額A	項目	金額B	
政府資金	78,100	政府資金	76,500	1,600
財政融資資金	51,800	(資金運用部)	(58,700)	
郵貯直融	10,000	郵貯等	45,713	
簡保直融	16,300	年金	12,987	
-	-	簡保	17,800	
公庫資金	19,600	公庫資金	20,200	- 600
民間等資金	67,298	民間等資金	66,406	892
市場公募	16,900	市場公募	16,100	800
銀行等縁故	48,598	銀行等縁故	47,506	1,092
共済等縁故外	1,800	共済等縁故	2,800	- 1,000
合計	164,998	合計	163,106	1,892

資料 総務省

貸付利率は、貸付期間に応じた固定金利方式(当該期間の国債利回りが基準)か10年ごとの金利見直し方式かのいずれかを選択することになっているが、これまでのところ固定金利方式の選択が多いようである。公庫資金の貸付金利

も政府資金に準じたものである。

2001年度は、財政融資資金や郵貯・簡保の直接融資もあり政府資金は従来どおり確保されているが(表3)、将来的には政府資金の縮小が提言されており(97年11月27日付資金運用審議会懇談会報告書「財政投融资の抜本的改革について」)、郵貯や簡保の直接融資についても、将来的には市場を通じた地方債の運用への移行をめざすべきであるとされている(2000年6月9日付郵貯・簡保資金運用研究会最終報告書)。また、郵貯関連業務は本年1月から郵政事業庁に集約化され、さらに独立法人化すれば従来以上に収益性を重視した運用に変っていくものと思われる。地方公共団体における従来のような長期で低利固定金利の政府資金の利用は、今後次第に変化していかざるを得ないと予想される。

時価会計導入の影響

2000年度から金融商品に時価会計が導入された。時価会計では、保有有価証券は 売買目的有価証券、満期保有目的の債券、子会社及び関連会社株式、 其他有価証券の四つに分けられ、 は時価評価で評価差額を当期の損益として処理し、 は償却原価、 は取得原価による処理とし、 は時価評価であるが評価差額は資本の部に直接計上するか、時価が取得原価を上回る場合は資本の部に計上し、時価が取得原価を下回る場合は当期の損失として処理するかのいずれかとなった。このうち、 其他有価証券については2001年度から実施することとされている(ただし、2000年度からの実施も可能)。

地方債は、大半が 其他有価証券に分類されるものとみられ、時価評価が適用され、評価

差額が当期の自己資本ないしは損益に影響することになる。前にも述べたように、地方債の保有者は郵貯や簡保、生保、地銀や都銀、農林系金融機関や信金など金融機関や機関投資家が大半であり、金融機関の場合、時価の変動が自己資本比率等を変化させるため、その影響は大きい。

これまでは長期金利が趨勢的に低下してきたため、引受けた地方債が一時的に含み損を抱えることはあっても、中長期的には利益を生む局面が多かった。しかし、長期金利は底に近い状況にあり、今後は上昇する可能性の方が高い。金利上昇が予想される局面では、長期債が回避され中短期債が選好される傾向が高まるとともに、転売が容易な流通市場の形成が求められよう。

地方債市場改革の方向性

地方債の事前協議制移行と市場運用を基本とする財投改革の実施から出てくる結論は、地方債発行の自由化と市場を通じた地方債消化の拡大である。また、時価会計の導入により、中短期債の発行や流通市場の機能強化が要請されてくる。

これらを踏まえた今後の地方債市場改革の方向性を考えると、第一に、財政力の弱い小規模自治体には郵貯や簡保の直接融資の継続が必要と思われるが、一定規模以上の自治体に対しては政府資金を段階的に縮小し、民間資金、特に市場公募資金を増やしていくべきであろう。公募債の増加には、たとえば、現在の28の公募団体を全都道府県と中核市以上の都市に拡大することも考えられる。地域金融機関を中心に引受シ団を構成し、公募債の安定消化先として個人消化拡大を図るべきである。社債などにも個人消化拡大の動きがあるが、地域の社会資本整備

という資金の性格からいっても地方債が個人（地域住民）消化によりふさわしいものと思われる。個人消化拡大には、窓販を行う地域金融機関の役割が重要であり、また、地域住民に地方債を魅力あるものとするため、自治体の権限で可能な特典（たとえば、老人介護施設建設資金であれば地方債所有者は優先的に介護サービスが受けられるなど）を付与することなども検討の余地があろう。米国の地方債市場では個人保有が35%（99年末）を占めるが、地方債の利子が連邦所得税を免除されていることの効果が大きい。

第二に、縁故地方債については、引受者側の負担軽減のため、流動性を高めるための市場機能の強化が必要である。市場機能強化策としては、ロットの拡大や償還期限の多様化、JBネットを利用した決済システムの整備などとともに、発行体の信用力（格付け等）や債券の流通性等を反映した価格形成（発行条件を含む）がなされることが重要である。格付けに際しては、現行の交付税制度等を通じた地方債の償還保証も格付け向上の有力な手段となろう。

以上に述べたような市場改革は、発行体にとってコストアップ要因が多いが、財投改革等の自由化、市場化が進むなかで、ある程度は避けられない面もある。しかし、中短期債発行等期間の多様化は必ずしもコストアップ要因とは限らず、たとえば、20年の固定金利借入に比べて、期間を多様化しそれを借り替えることで金利変化のなかで調達コストを下げることも可能である。市場化が進むなかでは、市場と向き合い、市場の利点と利用可能性を十分認識したうえでの資金調達能力の向上、そのための職員教育等が重要と思われる。（鈴木 博）