

金融市場

2002.5

潮流

都市銀行の住宅ローン戦略 1

情勢判断

国内金融

居心地の良い相場継続? 2

国内経済

米国経済への依存を高める日本経済 6

ミスマッチ失業と中高年労働市場 8

海外経済金融

原油価格動向の影響を受ける米国景気回復力と金融政策 10

中東、ベネズエラ情勢から乱高下する原油相場 12

今月の焦点

金融機関の信用リスクに応じた貸出金利設定の動き 13

特殊法人改革下の公営企業金融公庫 18

住宅金融公庫の改革と今後の住宅金融の在り方 23

海外の話題

ロンドン市場の競争力に暗雲 27

潮流

都市銀行の住宅ローン戦略

最近、都市銀行の個人リテール部門の企画担当者に直接話を伺う機会を得て、あらためて、都市銀行が住宅金融をはじめ個人リテール業務に「本気」「本腰」で取り組んでいるということを確認した。

まず、長期経営計画のなかで個人リテール部門を最重要戦略部門のひとつとして明確に位置付けている。そして、個人リテール部門の組織体制を垂直的に統合し、部門としての独立性と機能性が確保されるようにしている。たとえば、あさひ（大和ホールディング）の場合は、企画、商品開発、営業推進、事務システム、さらに、人事、業績評価、保証会社・サービサーなど関連会社の管理までを含めて、個人リテール業務の入口から出口まですべてを「個人部」に統合している。東京三菱の場合も、個人リテール部門は独立採算的組織となっており、それだけで擬似企業といえるほど組織がまとまっている。さらに、注目すべきことは、両行とも人事異動が個人部門内で完結するケースが多く、リテール業務について専門性の高い人材が育っていることである。

法人取引が低迷するなかで、都銀各行は小口分散が効いてリスクが比較的小さいリテール部門の強化に注力しているのである。なかでも、住宅ローンは長期・安定の運用手段であり、かつ、顧客メイン化の柱となる商品であるため、力の入れ様は並大抵ではない。とくに、昨年、住宅金融公庫の5年後の改廃が発表されてからは、今が民間住宅ローンを拡大するチャンスとみている。

都銀の住宅ローン拡充戦略は、住宅ローンの獲得と取引メイン化を狙った金利優遇キャンペーン、住宅ローンセンターの拡充、自動審査システムの開発による審査期間の短縮、職域ルートでのローン申し込み受付、事務・業務の集中化によるコスト削減などであるが、信用金庫やJAなど地域金融機関との対比でとくに注目されるのは住宅ローンセンターである。住宅ローンセンターは、住宅販売業者相手に提携ローンを推進する拠点であり、個人との関わりは薄い。都銀の場合、住宅ローンの5割～8割が業者との提携ローンであり、ローン残高を伸ばそうとすれば住宅ローンセンターの拡充が必須の課題となる。

千万人単位の不特定多数の顧客を相手にする都銀メガバンクは優遇金利と審査の早さを売り物に業者ルートの推進に力を入れている。また、都銀のなかには残高増加のノルマを果たすために、審査基準や貸出条件が甘くなっているケースもあるといわれる。リストラ、賃下げが広がる状況下で、このような貸出は、将来、返済不能者の増加をもたらす懸念が大きい。一方、地域金融機関の場合、業者との提携ももちろん大切であるが、基本的には、顧客と直結する相談型営業推進が強味であり、借入者の返済能力に合ったローン設計が可能なのではなかろうか。

（調査第二部長 鈴木 利徳）

情勢判断

国内金融

居心地の良い相場継続？

要 旨

債券、株式の両相場ともに新年度資金が入り需給の安心感がある一方、政治・改革離れの傾向が見られた。

債券では改革論議の進捗過程での失望や赤字拡大懸念が相場の下落材料となる可能性はあるが、ゼロ金利の時間軸効果のもと運用難という投資環境は、国債への押し目買い姿勢を継続させよう。また、株式では業績予想の上方修正から一段高を予想しているが、経済・金融の脆弱性に変わりはない。上値追いには世界的な成長加速などの材料が必要であり、米国景気の動向によっては下落リスクも大きい。

表1 金利・為替・株価の予想水準 (単位：%、円/ドル)

年度/月	2001年度		2002年度		
	3月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)
無担コール 翌日物	0.012	0.001~0.01	0.001~0.01	0.001~0.01	0.001~0.01
TIBORユーロ円	0.119	0.10~0.15	0.10~0.15	0.10~0.15	0.10~0.15
短期プライムレート	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375
新発10年国債利回	1.40	1.45	1.50	1.55	1.55
長期プライムレート	2.30	2.30	2.20	2.35	2.35
為替(円/ドル)相場	132.71	130	135	130	130
日経平均株価	11,024.94	12,500	11,000	12,500	12,500

(月末値。実績は日経新聞社調べ。今月からTIBORユーロ円も掲載)

ここ1ヶ月の金融市場概況

債券、株式の両相場ともに政治・改革論議離れの傾向が見られた。特別検査結果も事前の新聞報道もあり、不良債権増加は大きな材料とならなかった。

債券市場には新年度開始に当たって安定運用収益の確保を狙いとする資金が入るとともに、日銀・短期経済観測(以下、短観：4月1日発表)に示されるように景気反転ペースは極めて緩やかなものになるだろうという見通し=ゼロ金利継続が買い安心感となり、債券相場は底固くに推移した。新発10年物国債利回りは、年度末の1.40%から4月11日には1.355%に低下し、長いものが買われる形でイールドカーブはブル・フラット化したが、上値買い意欲は乏しく相場は反落(利回りが反転)している。

株式市場でも、同様に公的資金等の新年度買いが噂され需給を下支えしたが、IBMやGEなど米主要企業の02年1~3月期業績の未達報道に反応。日経平均株価は一

時11,000円割れとなったが、米国の業績発表が進むに連れ、ニューヨーク(NY)市場でハイテク銘柄などが買われた事を受け東京株式市場も株価が反発した。NY市場に連動する神経質な動きが続くとともに、電機などで業績回復を買う動きも見られている(図1)。

このような中、郵政公社関連法案をめくり、小泉首相と自民党内の対立が表面化。国会提出後の審議が注目される。

日銀は3月末に27.6兆円に積み上がった当座預金の資金吸収姿勢を見せたが、みずほ銀行の

図1 足元の長期金利、株価の動向



(日経NEEDS FQから農中総研作成)

システム障害や地銀等のペイオフ対策に伴う資金の抱え込み・偏在に対応、金利の跳ね上がりを起こさないようにゆっくりした吸収スピードで進められている。

(主要な「金融市場関連データ(日次)」については、後添資料を参照されたい。)

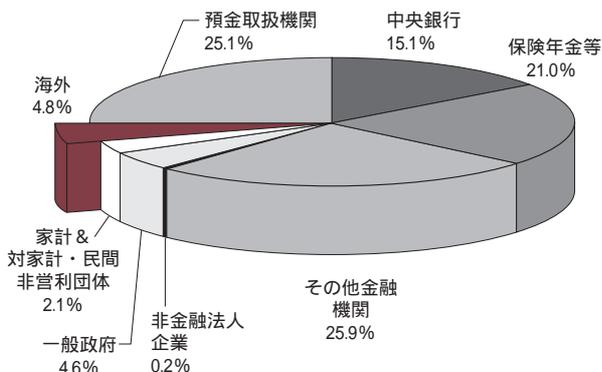
金融市場の見通しと注目点

債券相場 = 政治離れ相場に安心感？

S&P社が格下げ(AA AA-)を実施したが、織り込み済みのものである。中進国レベルのシングルA格直前まですでに格下げされて来ており、日本の経済金融が当面の最悪期を脱しつつあることから格下げも下限に到達しつつあるという見方も出来よう。

民間の貯蓄超過のもと、余剰資金が銀行等預金取扱機関や郵貯、さらに年金基金等を通じて間接的に国債市場に向かう国債投資システムの継続性が、ゼロ金利の時間軸の中で、当面揺るぐことはないだろう。今年度は公的部門の買い余地が大きいと言われ、さらに、毎月1兆円規模の日銀の買い切りオペがある。格下げが直接的に投資行動に影響を与えるのは海外投資家だが、その国債保有比率は約5%に過ぎない(図2)。

図2 日本国債等の保有者構造



(日銀「資金循環統計」から農中総研作成)

株や信用リスク商品など国債以外の円投資を大きく増大させる選択は、リスクの観点から決して容易ではない。これに対して、資産の価格変動リスクや信用リスク、および流動性リスクから、国債投資が消去法的に選択されるところは大きい。ゼロ金利の時間軸効果のもとで、機関投資家の前述のような資産選択行動が国債の市場需給を支えるだろう。

構造改革の具体化論議は現在、税制改革を中心におこなわれている。前半国会では「告発ゲーム」とまで言われたように、秘書問題等をめぐる一連の議員招致等に多くの時間が割かれた。

後半国会では、有事法制関連三法案などが与野党対決の重要法案となる。これに対し、小泉内閣の4割そこそこに落ち込んだ支持率低下に示されるように、国民の改革への期待・関心が後退している感は否めない(図3)。その反面で、改革の遅れへの国民の失望も小さくなっている。



(中央調査社データから農中総研作成 02/04月現在)

しかし、債券相場の政治・改革離れを楽観していいのだろうか。

総合デフレ対策の一環での補正予算策定や2001年度歳入欠陥(税収不足)の可能性を別にしても、今後、道路公団等民営化推進委員会の人選、郵政公社法案の内容審議および郵政改革答申、特殊法人廃止・改組案の具体化、税制改革の個別論議入りなど構造改革の具体化論議が市場にとって不十分なものとなる可能性が否定できない。

また、概算要求取りまとめ頃には、2003年度の財政赤字拡大の可能性も取り沙汰されよう。財務省は「国債投資家懇談会」の設置等国債管理政策の改善に動いているが、中期的に年間150兆円に達すると見込まれる国債(借換債+新規財源債+財投債)発行への対応を含め、「持続可能な財政運営」への不安は、債券の売り材料として伏在する。

よって、ゼロ金利政策の時間軸が揺るがない間は機関投資家からの消去法的国債投資が継続し、改革路線の破綻懸念の高まりや財政・金融への信認低下があっても利回り上昇は限定的と見ているが、逆に上値買い意欲も弱く長期金利の低下も小幅なものにとどまるだろう。

なお、PC等耐久財や繊維製品の価格に下げ止まりの傾向が出ており、都区部の生鮮食品を除くコア消費者物価は2、3月と前月比でプラス(+0.1%)となっている。景気回復ペースは緩やかだが、デフレ緩和の兆候も出てきた。WSJの4月19日記事も指摘するように、このデフレ

緩和の動きにも注意したい。

株式相場

= 下値は固し、上値は米国次第

米国経済の回復基調は確かなものとなっている。米国の鉱工業生産が3ヶ月連続で増加、稼働率も上昇した。今後は企業在庫の積み上げが見込めよう。設備投資の弱さ、先行き不透明感を指摘する声も多いが、2002年前半は設備投資主導での成長加速が難しいことは強気筋の多くの予測でも明らかである。米国での在庫調整終了と個人消費の堅調によって世界的に生産活動が上向き、日本経済も外需に引っ張られるというのが当面期待されるところだ。

米国企業の四半期業績発表が本格化しているが、02年4～6月期の業績見通しについて決して強い利益回復を示唆していない。業績（営業利益）が前年比で増益に向かうのは7～9月期にズレ込む可能性もあるが、業績の回復局面入りの確度は増している。

このような海外経済の動きを受けて、わが国の株式市場でも業績の上方修正傾向が高まっている。02年度業績の上方修正比率は、社数ベースで3月の36%から4月38%へ上昇した。電子部品メーカーの受注が前年比でプラスに転じたところが出始め、製品市況も回復し採算ラインを上回り始めた。大手証券系調査機関の2002年度業績予想では50%台半ばという経常増益予想が出されたが、日銀・短観でも主要企業・製造業が+42.6%、同じく非製造業が+23%の経常増益を計画している（表2）。リストラや事業再編により、前年同期比で固定費は減少し、限界利益率は反転している。増収幅は微増でも、高い増益が可能な収益体質が形成されつつある。

表2 日銀・短期経済観測の経常利益計画

		2002年度 (計画)	2002/上期 (計画)	2002/下期 (計画)
大企業	製造業	36.8	6.4	74.8
	うち素材業種	9.7	-4.5	25.8
	加工業種	54.7	13.1	2.1倍
	非製造業	12.1	6.8	18.1
中堅企業	製造業	31.3	22.1	38.1
	非製造業	18.3	6.4	28.8
中小企業	製造業	58.4	58.6	58.2
	非製造業	17.4	5.7	27.8
全規模合計	全産業	22.6	9.0	36.3
主要企業	製造業（除く石油精製）	42.6	7.3	88.1
	非製造業（除く電力・ガス）	23.0	16.0	30.4

したがって、2002年3月期決算発表に前後してアナリスト予想の上方修正がおこる可能性を見込み、一段高の株価予想を継続する。しかし、2002年度増益期待が一旦織り込まれた後は、景気や業績について材料不足の時期を迎え、好需給要因が途切れることから、夏場は反落商状が強まるという見方をしている。

なお、経済・金融の脆弱性が変わったわけではない。金融機関や過重債務企業の経営不安再燃、構造改革論議のモタツキによる失望は、株価下落のリスクとして注意したい。

なお、現状、年末にかけては世界景気の加速継続や2003年増益展望へ期待感から、株価再反発のシナリオを描いている。

為替相場では、大きくレンジを抜けていく動きはないと引き続き見ている。

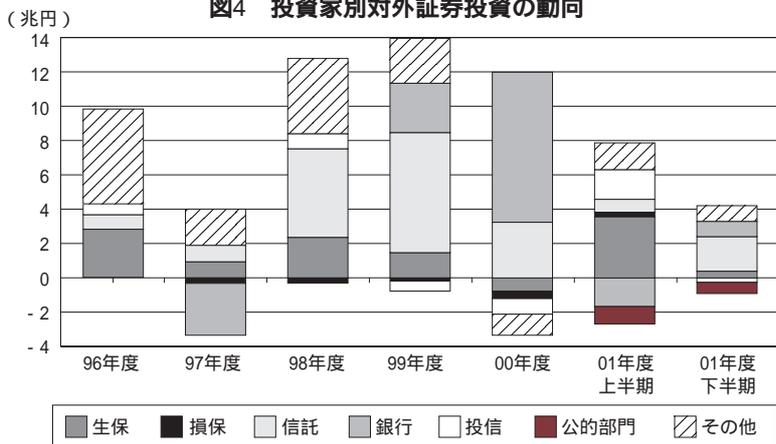
ファンダメンタルズ上の相対的な変化では、日本の経済・金融の最悪期からの底打ち・回復期待の強まりと、米国の景気回復に伴う貿易赤字増大が想定される。これらの円高要素に対して2001年度に縮小した簡保等公的部門や機関投資家などの対外証券投資が再拡大に転じる可能性がある（図4）。米国金利に目途がつけば、対外投資に本腰が入ると考える。さらに、日本の金融緩和効果（物価調整後の実質通貨供給は日本が上回る）は円安要因である。

これら双方の要因の綱引きに加え、通貨政策上では、米国製造業界からのドル高回避の要請（円安の許容限度）と日本の通貨当局の円高牽制・介入スタンスが壁となる。

よって、ドル円の為替相場は125～135円を基本的なレンジとする動きが当面続くと考えている。

（02.04.23 渡部）

図4 投資家別対外証券投資の動向



（財務省資料から農中総研作成）
（注）01年度に「その他」から「公的部門」が分離

最近の金融市場関連データ一覧 (調査第二部 国内経済金融班)

	長期金利				短期金利				外国為替				内外株価指数					商品価格			
	新発10年 物国債 利回り	債券先物 10年物 期近価格	債券先物 10年物 期近 利回り	スワップ レート 5年物 円・円 仲値	無担保 コール 翌日物	TIBOR ユーロ円 3ヵ月	LIBOR円 3ヵ月	TIBOR ユーロ円 6ヵ月	円・ ドル相場 銀行間直物 17:00	円・ ドル相場 銀行間直物 中心値	N.Y. 日本円・ 終値・ 仲値	N.Y. ユーロ・ 終値・ 仲値	ロンドン ユーロ (米ドル) 仲値	日経平均 株 価 値 (225種)	TOPIX 終 値	JASDAQ 指数	NYダウ 工業株30種 平均終値	S & P 500種 終 値	ナスダック 株価指数	NY金 先物価格・ 期近	NY WTI 原油先物 価格・期近
02/3/1	1.515	137.28	1.655	0.61	0.001	0.1367	0.1138	0.1238	133.610	133.55	133.40	0.865	0.866	10,812.00	1,030.17	46.94	10,368.86	1,131.78	1,802.74	298.4	22.40
02/3/4	1.500	137.57	1.630	0.60	0.001	0.1358	0.1138	0.1275	132.795	132.75	132.20	0.8695	0.870	11,450.22	1,079.04	47.34	10,586.82	1,153.84	1,859.32	297.1	22.45
02/3/5	1.475	137.64	1.624	0.59	0.001	0.1350	0.1138	0.1275	132.375	132.35	132.15	0.8715	0.869	11,348.45	1,075.31	47.54	10,433.41	1,146.14	1,866.29	294.4	23.17
02/3/6	1.460	137.80	1.611	0.59	0.002	0.1350	0.1113	0.1283	131.865	132.05	130.70	0.8765	0.875	11,358.53	1,073.36	47.72	10,574.29	1,162.77	1,890.40	293.9	23.15
02/3/7	1.450	138.12	1.584	0.58	0.002	0.1350	0.1100	0.1283	129.215	129.95	127.35	0.8815	0.881	11,648.34	1,098.33	48.61	10,525.37	1,157.54	1,881.63	290.5	23.71
02/3/8	1.465	137.72	1.617	0.59	0.002	0.1358	0.1113	0.1292	127.815	127.65	128.60	0.875	0.876	11,885.79	1,108.13	49.40	10,572.49	1,164.31	1,929.67	290.3	23.84
02/3/11	1.500	137.32	1.651	0.61	0.002	0.1375	0.1050	0.1308	129.025	128.95	128.40	0.875	0.877	11,919.30	1,125.43	50.14	10,611.24	1,168.26	1,929.49	291.3	24.31
02/3/12	1.470	137.13	1.667	0.60	0.002	0.1375	0.0975	0.1308	128.555	128.60	128.90	0.876	0.873	11,607.33	1,098.56	49.74	10,632.35	1,165.58	1,897.12	293.8	24.20
02/3/13	1.445	137.23	1.659	0.59	0.002	0.1383	0.1013	0.1308	129.285	129.30	129.55	0.8755	0.876	11,415.31	1,075.70	49.20	10,501.85	1,154.09	1,862.03	293.8	24.16
02/3/14	1.425	137.58	1.629	0.57	0.002	0.1392	0.0994	0.1308	128.880	128.85	129.15	0.8825	0.883	11,568.82	1,083.88	48.73	10,517.14	1,153.04	1,854.14	291.2	24.56
02/3/15	1.455	137.45	1.640	0.58	0.002	0.1400	0.0988	0.1308	129.060	129.25	129.05	0.8825	0.884	11,648.01	1,097.24	48.94	10,607.23	1,166.16	1,868.30	290.1	24.51
02/3/18	1.445	137.69	1.620	0.58	0.002	0.1400	0.1013	0.1308	130.435	130.45	131.30	0.8825	0.882	11,498.38	1,088.14	49.08	10,577.75	1,165.55	1,877.06	292.3	25.11
02/3/19	1.440	137.64	1.624	0.59	0.002	0.1400	0.1038	0.1300	131.445	131.15	132.05	0.8825	0.883	11,792.82	1,112.79	49.47	10,635.25	1,170.29	1,880.87	293.0	24.88
02/3/20	1.430	137.68	1.621	0.58	0.001	0.1358	0.1000	0.1300	132.205	132.26	131.45	0.8855	0.885	11,526.78	1,097.85	49.25	10,501.57	1,151.85	1,832.87	292.4	24.90
02/3/21								0.1025			132.10	0.8825	0.882				10,479.84	1,153.59	1,868.83	293.1	25.61
02/3/22	1.445	137.59	1.628	0.59	0.001	0.1350	0.1050	0.1300	132.315	132.35	132.85	0.877	0.880	11,345.08	1,076.63	49.05	10,427.67	1,148.70	1,851.39	297.6	25.35
02/3/25	1.460	137.35	1.649	0.60	0.001	0.1333	0.0975	0.1300	133.000	132.75	133.40	0.8775	0.877	11,261.09	1,073.20	49.07	10,281.67	1,131.87	1,812.49	297.7	24.99
02/3/26	1.430	137.52	1.634	0.60	0.001	0.1317	0.0975	0.1292	132.835	133.10	133.05	0.877	0.877	11,207.92	1,064.15	48.87	10,353.36	1,138.49	1,824.17	296.8	25.36
02/3/27	1.405	137.79	1.611	0.59	0.001	0.1300	0.0925	0.1292	132.815	132.80	132.55	0.8725	0.873	11,323.68	1,077.32	49.19	10,426.91	1,144.58	1,826.75	302.2	25.87
02/3/28	1.385	138.06	1.589	0.56	0.001	0.1242	0.0875	0.1283	132.630	132.60	132.80	0.8705	0.873	11,333.11	1,082.43	49.48	10,403.94	1,147.39	1,845.35	303.4	26.31
02/3/29	1.400	137.96	1.597	0.56	0.012	0.1192		0.1250	132.710	133.20	132.75	0.8715		11,024.94	1,060.19	49.82					
02/4/1	1.405	137.90	1.602	0.57	0.002	0.1150		0.1242	133.180	133.25	133.45	0.8805		11,028.70	1,053.46	49.89	10,362.70	1,146.54	1,862.62	304.2	26.88
02/4/2	1.390	138.08	1.587	0.56	0.001	0.1133	0.0838	0.1242	133.275	133.40	133.40	0.8795	0.881	11,204.49	1,068.69	50.36	10,313.71	1,136.76	1,804.40	307.0	27.71
02/4/3	1.395	138.15	1.581	0.54	0.001	0.1092	0.0800	0.1208	132.855	132.70	132.75	0.881	0.881	11,400.71	1,084.36	50.38	10,198.29	1,125.40	1,784.35	303.5	27.56
02/4/4	1.385	138.28	1.570	0.53	0.001	0.1050	0.0825	0.1183	132.430	132.45	132.35	0.878	0.883	11,379.20	1,091.63	50.53	10,235.17	1,126.34	1,789.75	302.0	26.58
02/4/5	1.375	138.30	1.569	0.52	0.001	0.1025	0.0840	0.1167	132.020	132.30	131.65	0.8785	0.880	11,335.49	1,087.71	50.80	10,271.64	1,122.73	1,770.03	301.0	26.21
02/4/8	1.360	138.43	1.558	0.52	0.002	0.1017	0.0825	0.1167	131.300	131.45	131.55	0.8745	0.875	11,352.89	1,090.16	50.81	10,249.08	1,125.29	1,785.87	301.3	26.54
02/4/9	1.400	138.18	1.579	0.53	0.002	0.1017	0.0831	0.1167	131.610	131.75	131.00	0.8805	0.877	11,114.49	1,071.66	50.53	10,208.67	1,117.80	1,742.57	299.5	25.82
02/4/10	1.375	138.39	1.561	0.52	0.003	0.1017	0.0838	0.1158	130.420	130.30	130.75	0.8805	0.879	11,218.58	1,078.09	50.28	10,381.73	1,130.47	1,767.07	302.5	26.13
02/4/11	1.355	138.51	1.551	0.51	0.002	0.1017	0.0813	0.1150	131.460	131.45	131.50	0.883	0.884	11,147.27	1,069.07	50.44	10,176.08	1,103.69	1,725.24	303.0	24.99
02/4/12	1.385	138.23	1.574	0.52	0.001	0.1008	0.0813	0.1133	131.990	132.10	131.95	0.8795	0.880	10,962.98	1,056.29	49.84	10,190.82	1,111.01	1,756.19	302.9	23.47
02/4/15	1.370	138.50	1.552	0.51	0.001	0.0992	0.0825	0.1100	131.620	131.65	132.05	0.8795	0.881	11,137.30	1,065.51	49.60	10,093.67	1,102.55	1,753.78	300.7	24.57
02/4/16	1.380	138.38	1.562	0.51	0.001	0.0992	0.0800	0.1092	131.605	131.45	131.20	0.883	0.883	11,346.66	1,078.15	49.67	10,301.32	1,128.37	1,816.79	299.5	24.75
02/4/17	1.400	138.24	1.574	0.52	0.001	0.0992	0.0788	0.1092	131.050	131.05	130.65	0.8905	0.888	11,543.71	1,089.60	49.80	10,220.78	1,126.07	1,810.67	302.8	25.94
02/4/18	1.405	138.12	1.584	0.53	0.001	0.0992	0.0775	0.1092	130.405	130.62	130.00	0.891	0.891	11,575.73	1,095.29	49.98	10,205.28	1,124.47	1,802.43	305.2	26.18
02/4/19	1.385	138.16	1.580	0.52	0.001	0.0992	0.0813	0.1092	130.170	130.10	130.30	0.892	0.889	11,512.01	1,092.30	49.94	10,257.11	1,125.17	1,796.83	303.0	26.38
02/4/22	1.400	138.14	1.582	0.52	0.001	0.0992	0.0800	0.1092	130.150	130.12	129.95	0.8895	0.889	11,721.64	1,105.91	49.92	10,136.43	1,107.83	1,758.68	303.6	26.27
02/4/23	1.410	138.04	1.590	0.53	0.001	0.0992	0.0800	0.1092	129.950	129.88	130.20	0.889	0.890	11,736.83	1,104.50	49.76	10,098.24	1,100.96	1,730.29	304.6	26.62
02/4/24	1.440	137.84	1.607	0.54	0.002	0.0992	0.0788	0.1092	130.150	130.23	129.65	0.8925	0.892	11,672.88	1,098.72	50.31	10,030.43	1,093.14	1,713.34	304.8	26.38
02/4/25	1.435	137.75	1.615	0.54	0.002	0.0983	0.0775	0.1092	129.055	129.50	128.70	0.8975	0.899	11,648.72	1,098.32	50.09	10,035.06	1,091.48	1,713.70	308.6	26.73
02/4/26	1.415	138.05	1.590	0.53	0.002	0.0950	0.0753	0.1092	128.535	128.77	127.85	0.902	0.895	11,541.39	1,087.23	50.17	9,910.72	1,076.32	1,663.89	312.1	27.11
02/4/29								0.0806			128.05	0.9035	0.902				9,819.87	1,065.45	1,656.93	311.5	27.57
02/4/30	1.370	138.63	1.541	0.50	0.002	0.0950	0.0825	0.1083	127.965	128.00	128.55	0.9000	0.901	11,492.54	1,082.06	50.04	9,946.22	1,076.92	1,688.23	309.2	27.29

(日経NEEDS FQから農中総研作成)

空欄は原則休場日でデータなし

国内経済

米国経済への依存を高める日本経済

国内景気に底入れの兆し

グリーンズパン米FRB議長が議会証言で、景気の「先行きが明るくなったことに疑いはない」と述べるなど、米国景気は回復の道をたどっている。これに伴って国内景気も、底入れの兆しを見せている。

3月の日本銀行全国企業短期経済観測調査(短観)の大企業・製造業業況判断DIは、12月調査と同じ38となり、5期ぶりに悪化に歯止めが掛かった。景気先行指数も2ヶ月連続で景気判断の目安となる50%以上となり、2月の鉱工業生産は前月比+1.2%、稼働率は3ヶ月連続上昇の同+2.7%と生産に明るさが見えている。

米生産1%増加で国内生産1.4%増加

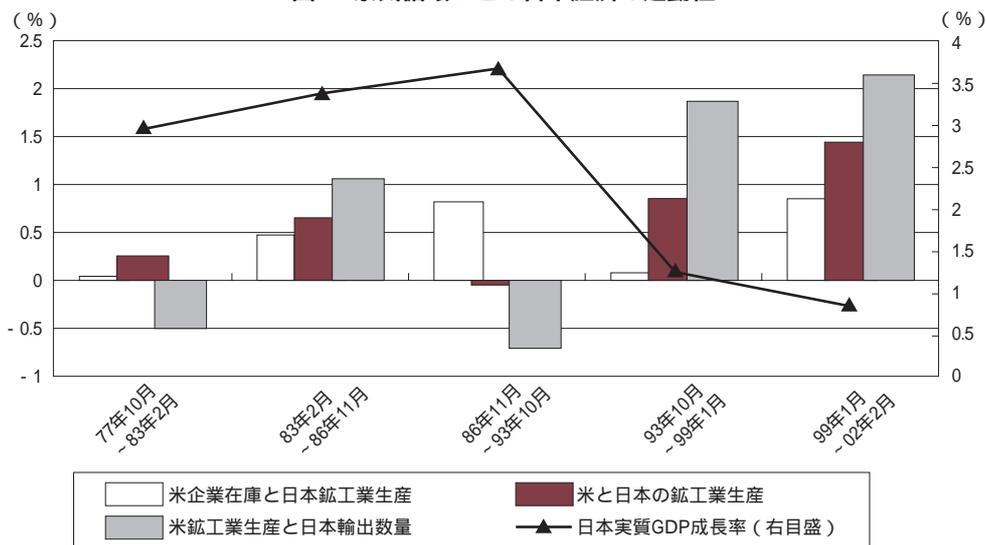
国内景気は、在庫調整が進んでいるものの、個人消費、民間設備投資といった内需が非常に弱く、外需だけで景気回復が可能なのかどうかという疑問がある。しかし、電気機械などで米

国を中心としたグローバルな分業体制が進行しており、米国景気回復が着実に進行すれば、日本の生産も増加していく可能性が高い。

図1は、米国の鉱工業生産や鉱工業在庫が前年同月比で1%増加すると、日本の鉱工業生産や輸出数量が前年同月比で月平均何%増加するかということを、過去4半世紀の景気循環ごとにグラフにしたものである。これによると、米鉱工業生産が+1%増加したとき、77年~83年では日本の鉱工業生産は+0.25%しか増えなかったが、その後徐々に増え、99年~現在では+1.44%となっている。同じように米鉱工業生産と日本の輸出数量、米企業在庫と日本の鉱工業生産の連動性は、バブル経済前後の86年11月から93年10月までの景気循環を除いて、年を追うごとに高くなっている。これに対して日本のGDP成長率は徐々に低下し、特に93年以降の低下が著しい。

電気機械などの産業では、高付加価値の部品

図1 景気循環ごとの日米経済の連動性



資料 経済産業省「鉱工業生産・出荷・在庫統計」など
 (注) 米鉱工業生産・企業在庫の前年同期比が1%増加した時に、日本の鉱工業生産・輸出数量が平均何%増加したかをあらわしている
 GDP成長率は、四半期ごとの平均前年同期比増減率

や製品は日米欧などで生産、労働集約型の部品や製品の生産や組み立ては、低コストの中国や東南アジアなどで行うという国際分業体制が進んでいる。また同一産業内の国際分業だけではなく、同一企業でもこのように生産拠点を分散させる動きが広がり、2000年の国内製造業の海外生産比率は14.5%程度にまで高まっている。特に電機・電子部品と自動車部品の海外生産比率は2003年度にそれぞれ39%、29%にまで高まる見込みである（経済産業省調べ）。

このため、現在は、製品の輸出だけではなく、製品をつくるための部品などを指す中間財の輸出が増えている。中間財輸出は2001年4～6月期には前期比4.5%と落ち込んでいたが、中国や東南アジア向けを中心に増え、2002年1～3月期は同+7%となって輸出の増加を牽引している（図2）。

02年IT製品の世界市場は拡大

このように国際分業体制が進展する中で、特に世界の需要動向を大きく左右する情報通信（IT）製品の2002年度の世界市場は、まだ市場が発展段階であるために増加が見込まれてい

る。民間調査機関各社の予測によると、2002年の世界のパソコン市場は+4%前後、携帯電話市場は+15%程度の成長が予想されている。いずれも中国などの需要が大きく伸びると予想されているためである。

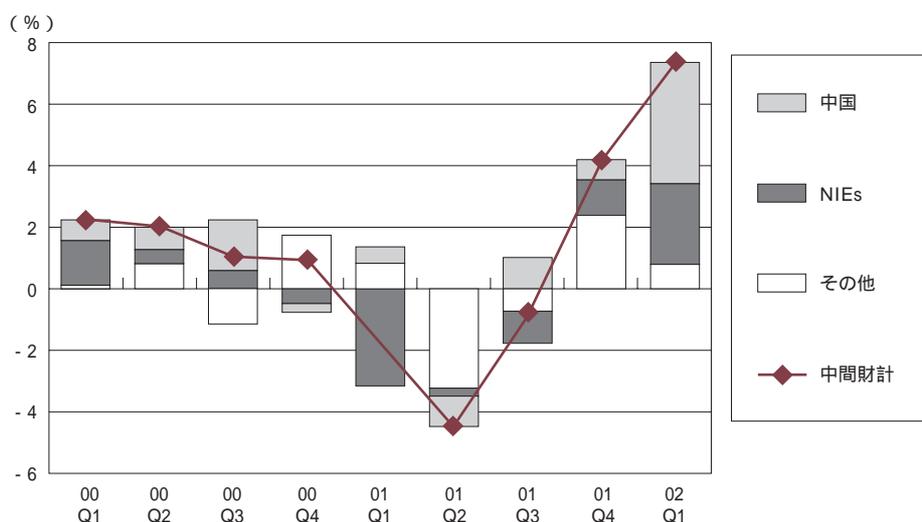
これに対して国内では、民間企業設備投資・個人所得の抑制、個人のパソコン用途に広がりが見えない点、市場が飽和状態に近づいていることなどから、パソコン市場が約6%、携帯電話市場は約17%の減少が見込まれている。

IT製品を含めて2002年の内需に本格的な回復は見込めないが、国内産業が国際分業体制の発展とともに海外産業との一体感を高めていることから、世界的にITを中心とした需要が回復すれば、輸出を通じて国内生産が回復していくことが考えられる。日本のGDPに占める輸出額の割合は10%であり、外需だけで本格的な景気回復を達成するのは難しいが、回復の呼び水となる可能性は十分にある。

今後は、外需の強さとともに、国内企業部門の回復がいつ、どの程度まで雇用の回復につながるかが、景気回復の強さを決めるであろう。

（名倉 賢一）

図2 中間財輸出の前期比変化率の要因分解



資料 財務省「外国貿易概況」、日本銀行「卸売物価指数」より農中総研作成

ミスマッチ失業と中高年労働市場

2002年2月の完全失業率は前月から横ばいの5.3%であった。「勤め先や事業の都合」による失業者が115万人となり、なお増加傾向を辿っている。

事業・生産再編等のリストラを背景とする失業者が増加する一方で、彼らが求職活動をする労働市場はどうなっているだろうか。

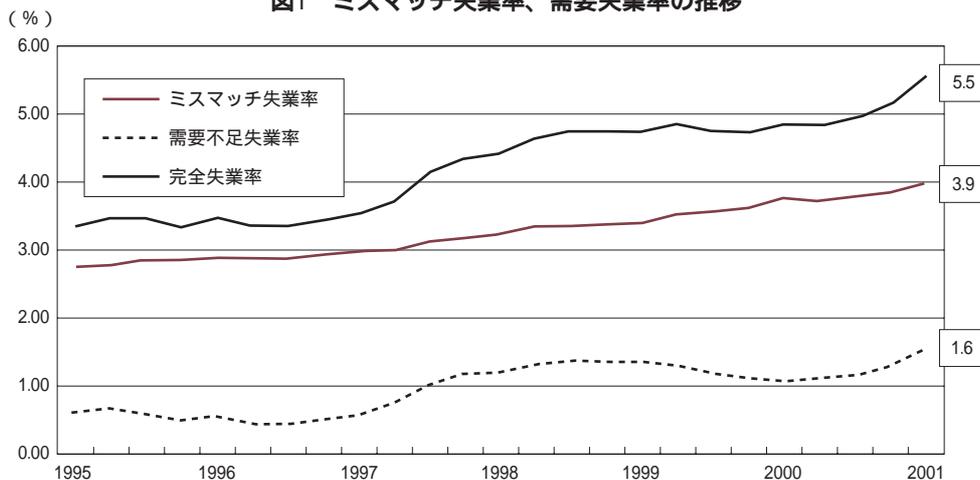
完全失業率を(1)求人と求職者の条件が合わないことによる「ミスマッチ失業率」と(2)景気低迷による労働需要の弱さに起因する「需要不足失業率」に分けた。

この推計によると、ミスマッチ失業率(2001

年10~12月)が3.9%と完全失業率(5.5%)中7割を占め、労働条件の不一致が、求職者の職探し継続の主要因であった(図1)。しかし、需要不足失業率も1.6%となり、2001年7~9月から+0.3%と急激に上昇している。2001年10~12月期の完全失業率は前四半期に比べ+0.4%ポイント上昇したが、そのうちの0.3%ポイントが労働需要不足を理由としている。

ミスマッチ失業とは、完全失業者数と同数の求人件数(推計上、公共職業安定所で取り扱われた求人件数を利用)があるにもかかわらず、失業が発生している状態を表す。これは、(1)求

図1 ミスマッチ失業率、需要失業率の推移



資料 総務省統計局「労働力調査」、厚生労働省「職業安定業務統計」より農中総研作成

推計期間 (CUSUMテストにより期間決定) 1993年7-9月期~2000年1-3月期

$\ln(u) = -2.903 - 0.471\ln(v) + 20.922m$

(-7.932) (-3.273) (13.38) 調整 $R=0.88$ D.W.=1.27

自営業者は自分の意志で失業するか否かを決定できるので、自営業主・家族従業者を除く

u : 雇用失業率 (= 完全失業者数 / (完全失業者数 + 雇用者数) × 100)

v : 欠員率 (= (有効求人数 - 就職件数) / ((有効求人数 - 就職件数) + 雇用者数))

m : 全労働力人口に占める55歳以上の労働力人口割合 (再就職の意思のない退職者の代理変数)

雇用失業率と欠員率が等しくなる失業率を均衡雇用失業率 u^* として

$\ln(u^*) = (\ln(u) - b \cdot \ln(v)) / (1 - b)$

b : uv曲線の欠員率の係数

均衡失業者数を ue とすると、雇用者数(EE)、就業者(E)より就業者ベースに換算した。

ミスマッチ失業率(u^{**})は以下のように求められる。

$UE = EE \times u^* / (100 - u^*)$

$u^{**} = UE / (E + UE) \times 100$ (%)

需要不足失業率 = 完全失業率 - ミスマッチ失業率

職者が提示された雇用条件に、あるいは逆に(2)雇用者が求職者の資質等に不満を持つ場合、起こる。この背景として、産業間・職種間の労働移転がスムーズにできないという理由のほか「年齢」「賃金条件」などの幅広い理由を含む。

では、ミスマッチ状況について、若年層(15~24歳)に次いで失業率が高水準の中老年層に関して彼らの再雇用に対してネックとなっている「年齢」「賃金」から状況を見てみよう。

ここではハローワークホームページ上の求人件数を使った。図2から、(1)同一求人条件下では年齢が高いほど(2)また同一年齢では賃金が増えるほど求人件数が減少することが確認される。「賃金」は、男性労働者所定内給与が45~49歳で41.4万円、55~59歳で40.4万円(2001年賃金構造基本統計調査)であるのに対し、これに合致する水準の求人は少ない。

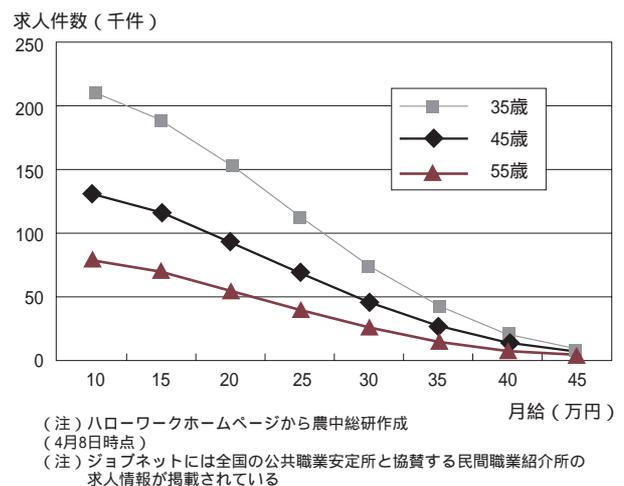
このように「年齢」「賃金」の面で求人と求職者のミスマッチは中老年層ほど深刻で、図1に示される高水準のミスマッチ失業率の一要因になっていると考えられる。

また、このような状況下では、失業保険を受給している求職者は給付期間いっぱい求職活動を続け失業保険を受けるインセンティブが働くため、失業期間は長期化する可能性もある。

45歳以上の労働者の雇用拡大を目指した雇用対策臨時特例法案が2002年1月から施行されたが、解雇する企業の就職斡旋の強化や民間職業紹介所の一層の活用により再就職支援を進めることが肝要と思われる。

(田口 さつき)

図2 月給と求人件数



海外経済金融・米国

原油価格動向の影響を受ける米国景気回復力と金融政策

今後の最終需要の強さは依然不確実

4月17日の議会証言でFRBグリーンズパン議長は、「在庫調整の反動による生産増加に支えられて経済は拡大に転じたが、最終需要（在庫投資を除いた総需要）の強さは今後数四半期にわたり不確実である」と述べた。

この趣旨としては、次の四つのポイントがあげられる。最終需要がやや強くなっている兆候は認められるものの、特に家計需要は昨年の景気後退時においてさほど大きくは調整されなかったため、以前の景気回復局面と比較して、今後の回復力は限定的なものとなりそうである。

家計の財務状況が悪化しており、所得階層によっては債務返済に支障をきたしている事例もみられる。また高所得者層においては、過去2年にわたる株価下落の影響による消費支出抑制がみられたが、この影響はまだ出尽くしておらず、今後も消費性向を抑制する方向に作用する。

昨年後半に家計消費を支えたエネルギー価格低下も、今後は順風としての力を弱める。設備投資の調整は企業収益・株価の下落と関連している。今回景気後退局面においては、市場のグローバル化と規制緩和に伴う競争激化により、企業が価格支配力を弱めたことが一因で収益が減少したことが特徴的である。従っ

て今後企業収益の回復という道筋がみえてくれば、設備投資の増加はもう少し明らかなものとなる。

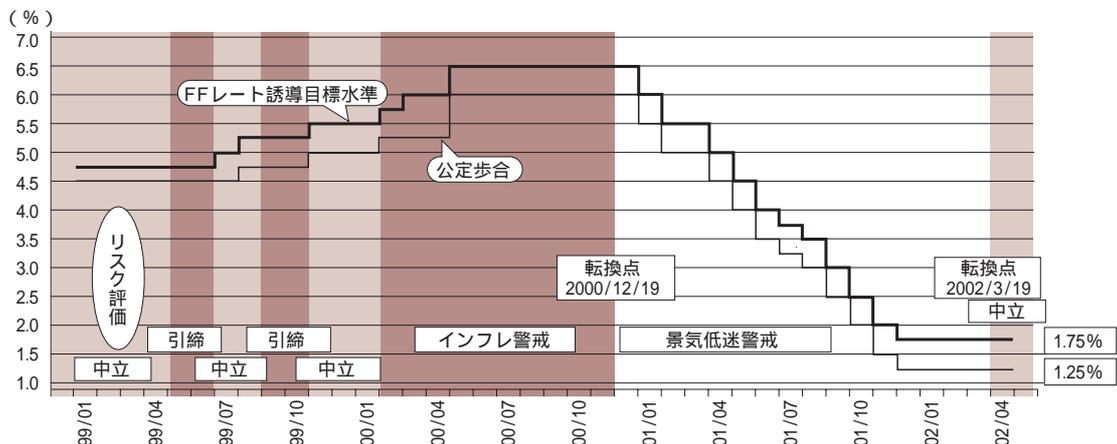
一方同証言では、「現在の物価上昇率や将来のインフレ期待が低いため、FRBとしては、持続的で堅固な景気拡大が視野に入ってからインフレ抑制のための政策調整をとるという余裕を持っている」、また「これまで経済拡大を抑制してきた諸要因は消えつつあるが、世界的な原油価格の上昇という新たな試練に直面していることもあり、今後の最終需要の動向を綿密にモニターしていく必要がある」という表現もあった。

原油価格動向と金融政策

FRBは3月19日のFOMCミーティングで、政策スタンスを「景気配慮」から「中立」へと変更した（図1）。この「中立」の意味は、FRBが持続的な経済成長と長期的な物価安定の双方のリスクに留意していくということである。これに伴いFRBがいつ利上げに踏み切ることが次の焦点となったが、最近の原油価格上昇が金融政策にとっての波乱要因になっている。

中東情勢の緊迫化、イラクの原油輸出停止、ベネズエラの政変等を背景に、原油価格が上昇

図1 米国政策金利の推移



資料 FRB
 (注) リスク評価は、物価の安定と景気拡大の維持という長期的な二つの政策目標を波及していくうえで現存する「リスク」に対する連邦公開市場委員会（FOMC）の見方を示したものの

力を強め、昨年11月に一時18ドル/バレルを割り込んだWTI相場は、現在26ドル前後の推移となっている。しかし1980年（第二次石油ショック）や1990年（湾岸危機）にはそれぞれ40ドル近くまで、また2000年（直近米国景気のピーク）には35ドル近くまで上昇したことと比較すれば、今回価格上昇は今のところ穏やかなものに止まっている。また3月の生産者物価・消費者物価統計をみると、エネルギー価格の顕著な上昇の反面、それ以外の品目の物価上昇率は落ち着いており、原油価格上昇の他物価への波及は今のところ限定的である。

しかし仮に今後原油価格が一段と上昇した場合の経済への影響を、見定めておく必要がある。原油価格が上昇すると、消費国における交易条件の悪化、言い換えれば消費国から産油国への所得移転がなされ、消費国全体としての購買力が縮小する（但し米国は産油国でもあるので、この影響は石油会社の利益増加により一部相殺される）。これを具体的に説明すると、冒頭の議長証言の通り、多くの企業が価格支配力を弱めており、原油価格上昇に伴うコスト増を製品価格に転嫁させることが困難であるため、企業収益が減少する。これに伴って株価が下落する。さらに原油価格上昇は家計の購買力を削ぐこととなり、個人消費が抑制される。こうなると、景気回復が頓挫する可能性がある。

ここで注目されるのが、FRBの金融政策の方向性である。原油価格高騰に直面した際の中央銀行が目指す方向は、景気の局面によって異なる。仮に経済活動が比較的強い拡大をしている局面であれば、原油価格上昇が他の物価や賃金に容易に波及するため、中央銀行がインフレ抑制のため金融引締め策を採用することが一般的である。前述の1980年、1990年、2000年のいずれのケースもこれに該当した。逆に経済の拡大力が比較的弱く物価が落ち着いている局面では、購買力縮小による景気悪化のリスクが高まるため、中央銀行による、景気下支えのための金融緩和がありうる。

景気の現局面を評価すると、既に回復過程にあるとはいえ、やはり後者のケースに近い。FRBは、既に政策スタンスを「景気配慮」から「中立」へと変更しているため、これ以上の金融緩和に踏み切ることはないと思われる。しかし、FFレート誘導水準と消費者物価（CPI）上昇率がほぼ並ぶという歴史的にも稀な低金利を暫く継続して（図2参照）、様子見を続ける可能性はある。言い換えれば、景気回復の腰折れを回避するために、原油価格動向の帰趨を見極めつつ、最終需要の回復傾向がより明確になってから利上げに踏み切るという見方も成立しうる。

（永井 敏彦）



中東、ベネズエラ情勢から乱高下する原油相場

3月末のイスラエルのパレスチナ侵攻を受け一段高となった原油相場は、4月8日イラクがイスラエルに抗議し30日間の原油輸出停止を発表、また世界第4位の輸出国ベネズエラの政治社会混乱等もあって、石油供給不安が強まり、月初にWTI（期近物）価格は28ドル近い高値を付けた。原油価格の騰勢は今年初からほぼ一本調子に続いており、この間の上昇率は約5割に達した（図）。

OPEC産油国は昨年1月以来、4度の協調減産を実施し生産枠を500万b/d（バレル/日量）削減し2,170万b/dと、94年以来の低水準にある。OPECは現行枠を6月末まで継続することで合意しているが、イラクの輸出停止分230万b/d分を余力のあるサウジ等の増産で補うことは能力的には十分可能である。

しかし、イランなどは情勢次第では自らも輸出停止に加わると表明するなど、OPEC内でも足並みは揃っていない。また、ノルウェー、ロシアなどの非OPEC加盟国が増産に踏み出すにしても、増産余地が乏しいため、原油供給の不安を解消する程ではないとみられる。こうしたなか、米国の中東調停工作も不調に終わったため、早期に供給不安が後退する可能性は小さくなった。

一方、原油需要の方は予想以上に強い米国景気を中心に世界経済が回復基調にあること、またこれから夏場の需要期に入ること増大が見込まれている。米国ではゼロ金利キャンペーン効果で好調だった自動車販売がガソリン需要を押し上げるとの見方もある。

ただし、現状20ドル台後半の原油価格相場は、足元の在庫水準からして、ファンダメンタルを反映した価格というよりは、景気回復と供給サイドの「戦争プレミアム」を市場が織り込んだレベルといえよう。

こうした傾向は、世界消費の1/4を占め原油相場を左右する米国の価格動向、特にガソリン、灯油価格の動きによって増幅され易くなっ

ている。直近、4月第2週末時点での米国の総商業在庫、ガソリン在庫は、足元減少傾向にあるものの、水準としては前年同期でそれぞれ45%、7.6%上回っている。にもかかわらず、ガソリン価格は過去2ヶ月間で約30%上昇した。

この背景には、米国では石油産業の競争激化から精製、備蓄施設の削減や製品在庫の圧縮が企業に浸透した結果、ひとたび原油供給不安や在庫減少懸念が発生すると、それが直ちに製品価格に転嫁され易い市場に変質したためと指摘されている。

供給不安は中東情勢という予測困難な要因に影響を受けるため、不透明感が払拭される状況は短期的に予想し難い。一方でこれからの需要期に石油在庫の減少トレンドがはっきりしてくる場合、原油供給の推移、思惑次第で相場が高騰、乱高下する懸念がある。

米国を中心とした世界経済の回復シナリオは、安価な石油価格を前提にしていた点があるだけに、たとえ価格上昇の実体経済に与える影響は直接的には小さくとも、今後の景気マインドに水をさす不安要因として残ることになる。（室屋 有宏）



今月の焦点

金融機関の信用リスクに応じた貸出金利設定の動き

要 約

主要行では、収益確保や新BIS規制に即応した民間信用リスク評価見直しの必要に迫られ、信用リスクに応じた貸出金利設定に向けた動きを積極化している。これは、近年の金融自由化により債権流動化などの市場環境が整備され、信用リスクの取引が急拡大していることを背景としたもの。先行き信用リスクの取引はさらに活発化するとみられるが、信用リスクに応じた金利設定の浸透は、わが国特有の金融慣行やオーバーバンキングの実情もあり、時間を要する見通し。

金融機関の収益確保の要請

最近の金融仲介市場の特色として、銀行の不良債権処理、企業の過剰債務修正の動きを主因に貸出が減少傾向を示すなかで、主要行を中心に信用リスクに応じた貸出金利を設定しようとする動きが目立っている。例えば、新年度に入り「企業向け貸出金利に信用力を反映する形で5段階の金利を設け、貸出先に応じて最大4%程度の格差をつける方針」(三井住友)が公表されたのに続いて、「企業の財務状況を勘案した内部格付けを借り手に示し、利上げ交渉に当たる」(UFJ)との態度が示され、これに追随する動きが広がるとみられている。

このような動きは、不良債権処理の増加に伴う収益悪化や新BIS基準案で示された民間信用リスクの管理精緻化に対応した金融機関の姿勢を反映したものである。

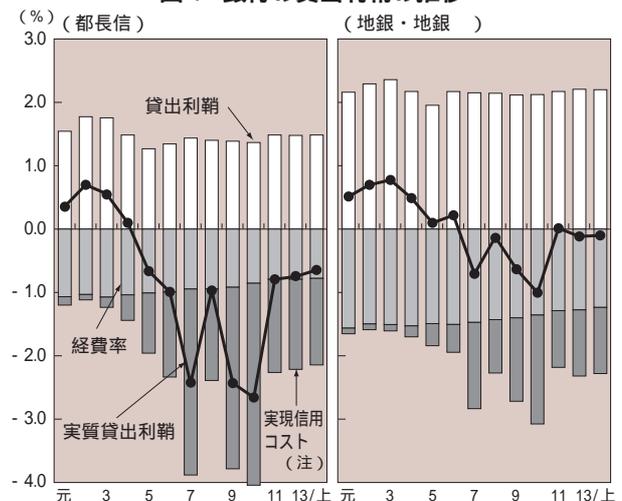
そこでまず主要大手銀行の損益状況をみると、93年度以降一貫して業務純益を上回る不良債権処理を実施してきた結果、2001年3月期には「株式の含み益」はほぼ消滅し、また時価会計の導入による保有株式の減損処理や評価損発生などから過去の蓄積である剰余金も底をつくに至っている。

この結果、今後の不良債権処理は専ら期間損益で処理せざるを得なくなり、収益強化が喫緊の課題となっている。

しかし収益の柱である貸出利鞘は、わが国で

は1.5%前後と欧米(3~4%)の半分程度の低位にとどまっているおり、しかも経費率のほか実現信用コスト(不良債権処理負担)を加味した実質貸出利鞘でみると、逆鞘ないしゼロ近傍となっている(図1)。

図1 銀行の貸出利鞘の推移

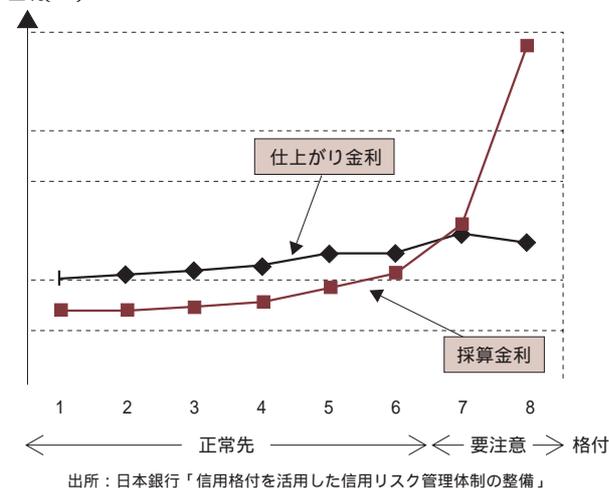


出所：日本銀行調査局「本邦金融機関による経営課題への対応状況」(2002年4月)
 (注) 貸出金平残に対する不良債権処理額(銀行勘定分)の比率を「実現信用コスト」と呼ぶ

こうした事態に対して主要行は、実現信用コストを抑制するため不採算貸出をバランスシートから削除すると同時に、貸出先倒産によりリスクが顕現化した場合も償却できる引当を見込んだ適正利鞘を確保したいとする態度を積極化している。具体的には、「案件ごとに無リスク金利(調達金利+経費率)に信用スプレッドを加えた採算ラインに、目標収益率を上乗せ

してガイドラインを設けている」(日銀)が、実際には「正常先の下位区分から要注意先にかけて、ガイドラインの未達成(採算割れ)が大きい」とされ(図2)、今後の金利交渉はこのクラス(BBクラス)が焦点となるとみられる。

図2 仕上がり金利と採算金利の状況(イメージ)
金利(%)



し、事業者向けローンについては、Aクラスのリスク・ウェイトを100%から50%に引下げるが、Bクラス以下についてはリスク・ウェイトを150%の適用とし、格付に応じたリスク・ウェイトを急傾斜にしている。内部格付を採用する手法でも倒産確率による内部的な推計を利用した信用リスク評価を認め、標準的手法に比べて所要資本の負担軽減を容認している(本誌2001年3月号参照)。この結果、信用リスクを厳格に評価するインセンティブが働き、各行とも内部格付け手法による信用リスク評価に前向きに取り組んでいる。ただ証券化によるオフバランス化については、証券化の際の劣後部分への信用補完手法に関してワーキング・ペーパーでは、「低格付けの証券化商品は事業法人向け貸出よりもリスクが高い」とする提案を行っており、邦銀では証券化市場の発展を阻害するとして批判し、成案は得られていない(注)。

(注) この証券化の扱いのほか、銀行保有株式の扱い、リテール(個人・中小企業)融資の扱いなどについて、日、米、欧それぞれの意見対立があり、本年初に予定されてい

新BIS規制上の民間信用リスクの扱い

リスクに応じた金利設定を促しているもう一つの要因は、リスク管理に関する新しい国際基準となるBIS規制の提案(第二次協議案)である。同案では、金融機関の民間企業向け与信について「信用リスクに応じてリスク・ウェイトが異なる扱い」が想定され、高格付けの社債・ローンが低い資本配賦となる反面、低格付けの信用供与はリスク・ウェイトが高く厚めの資本配賦を求められる。すなわち、標準的信用リスク評価の手法では、国、銀行、事業者とも格付に応じてリスク・ウェイトを精緻化

(表) 資産流動化商品の分類

リース・クレジット債権(特定債権法に基づく)	ABS、ABCP	1996年4月より認められた方式。リース・クレジット会社が特定の資産をSPCに譲渡し、その資産からの利払等を裏付けにSPCが発行する社債等
	信託受益権	リース・クレジット会社が特定の資産を信託銀行に譲渡し、その資産からの利払等を裏付けに発行される信託受益権を小口化して投資家に販売する方式
	譲渡方式による小口債権	リース会社等が保有するリース・クレジット債権やリース資産をSPC等に譲渡することによって生じる譲渡代金請求権を分割・小口化して投資家に販売する方式
売掛債権	匿名組合・任意組合方式	リース・クレジット債権を取得・保有・運用することで利益分配する事を目的に、投資家から匿名組合・任意組合への出資を募る方式
	ABCP	売掛債権をSPCに譲渡しこれを裏付けとしたCPを投資家に販売する方式
金融機関の一般貸付債権	売掛債権信託	売掛債権を信託銀行に譲渡しこれを裏付けとした信託受益権を投資家に販売する方式
	貸付債権信託	貸付債権を信託銀行に譲渡しそれを裏付けとした信託受益権を投資家に販売する方式。譲渡対象債権の少なさを理由に別の金融機関を介在させる方式もある。証取法上の有価証券。
	SPC利用(CLO)、SPC信託併用	貸付債権やその信託受益権をSPCに譲渡しそれを裏付けとした証券化商品を、投資家に販売する方式。
	ローン・パーティシパシオン	ローンの原契約を譲受せず元利息を受け取る権利の分配に参加する方式。参加者は原債権者・原債務者双方のリスクを負う。1995年6月銀行のローン債権のみに認められた。
その他の指名債権	相対譲渡方式(バルクセールなど)	貸付債権をそのままの形で、相対で債権譲渡する形。単体では評価の難しい債権を集め、まとめて売却することを特に「バルクセール」と呼ぶ。
	地方公共団体向け貸付債権	地方公共団体や地方会社向けに貸付金を有する金融機関が条件が異なる債権も含め、複数の債権を一定金額以上にプールして地方債証券を発行し個別相対で譲渡する方式。

出所：野村総合研究所「ローンの流通市場整備の動き」(「資本市場クォーターリー」2002.vol.5-3)

た第三次市中協議案の公表が遅れており、導入時期の延期（2005～2006年）も検討されている。

最近における信用リスク取引市場の拡大

こうした動きがある程度の現実性を持って動き始めた^(注)背景には、信用リスクを反映した価格（金利）設定のノウハウが、債権流動化取引や貸出資産の転売など信用リスクをバランスシートから切り離す市場が拡大するにつれて可能となっていること、地域金融機関や機関投資家が、運用機会の増加や貸出債権の地域集中リスク軽減を狙ってこの市場に参入していること、企業サイドでも、有利子負債の圧縮や資金調達ルート多様化（銀行以外からの調達手段確保）を図るためこの方式を活用していること、等の事情がある。

信用リスクの取引市場をみると、まず貸出債権流動化市場については、96年以降、債権流動化・不動産証券化関連の一連の制度整備（表参照）により、逐年増加傾向を示し、最近は特別目的会社（SPC）・信託銀行を活用したリース・クレジット債権の流動化取引を中心に急拡

大している（図3）。

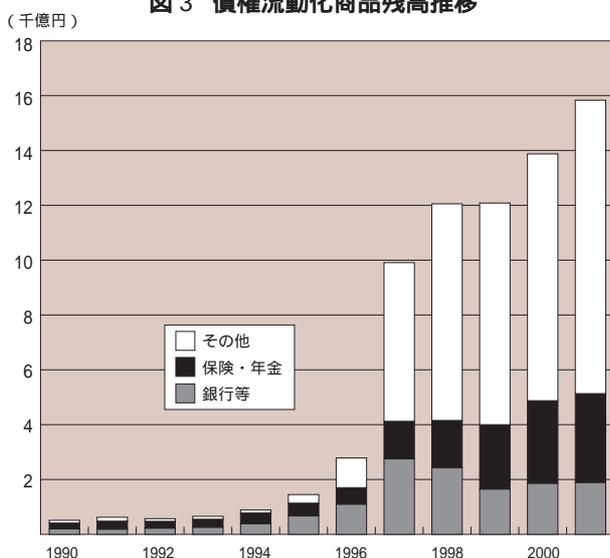
（注）債権流動化に係る特別目的会社・信託が金銭債権を取得し、当該債権を担保とした証券発行により原資を調達するための金融商品（貸出債権が譲渡金融機関から譲受金融機関に直接移される貸出債権の譲渡やローン・パーティシペーションは含まれない）。

また貸出債権転売市場についても、金融システム不安が強まった97～98年ごろに大幅に増加した（全体で12兆円超との推定）後、銀行への公的資金注入などによりニーズが後退したが、最近大手行・生保で再びリスク資産削減の要請が強まって活発化している。最近の手法は、貸出債権の指名債権譲渡やローン・パーティシペーションのほか、上記SPC活用、複数のローンを束ねたローン担保証券（CLO）譲渡まで多岐に亘っており、不良債権処理に絡んだバルクセールもこの動きを促進している。

さらに債務不履行の損失を保証する金融派生商品取引であるクレジット・デリバティブも、増加傾向を示している（図4 コラム参照）。

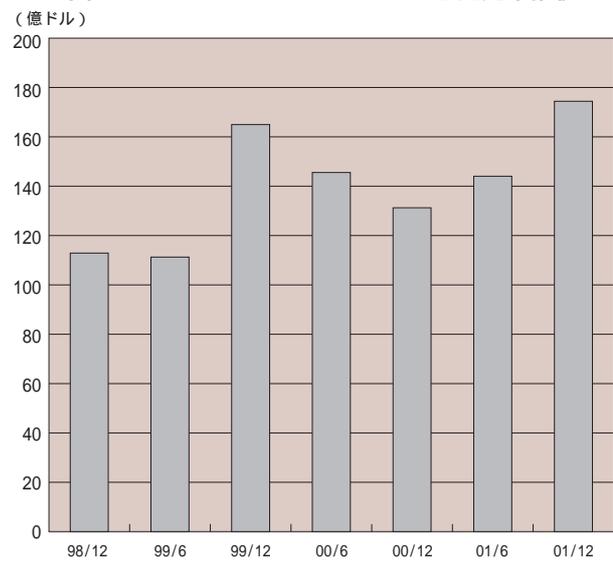
これら貸出債権の流動化・証券化など信用リスクの取引は、間接金融により相対取引で形成された債権価格をオフバランス化する過程で、

（注）
図3 債権流動化商品残高推移



資料 日本銀行「資金循環勘定」から作成

図4 クレジット・デリバティブの想定元本推移



資料 日本銀行「デリバティブ取引に関する定例市場報告(吉国委統計)」から作成

資本市場での価格をベースとした債権へと評価替えすることを意味する。つまり貸出という相対取引が流通市場でのオープンな市場取引に移行することを通じて、リスクに見合った貸出条件が設定され、また担保価値よりもキャッシュフローを重視した貸出慣行を要求する点で、わが国の従来のリスクと無関係な金利設定や担保重視の貸出慣行に変更を迫っていくこととなる。さらに貸出債権の証券化市場を通じて貸出市場と社債市場間との裁定関係が働き、リスクに見合った合理的な金利設定の取引市場の拡大に繋がっていくものとなる。

(注) 90年代後半以降、銀行の貸出利鞘改善の動きがみられたが、これが小幅にとどまっている理由として次の点が指摘されている(日銀調査局担当者のディスカッション・ペーパー「近年における邦銀の収益低迷の背景と今後の課題」)。信用リスクの大幅な上昇は、過去の信用リスク審査の誤り等に基づく「一過性」の現象と判断したこと、一過性の損失に対しては、株式含み益の実現で対応可能であったこと、顧客との長期的関係を重視した場合、オーバーバンキングの状況では現実問題として困難であったこと。

社債デフォルトが信用格付けの契機に

信用リスクの取引は、かつては稀有であった社債のデフォルトが、近年の倒産多発に伴って珍しくなくなり、これに対処したリスク管理、リスク削減が求められるなかで活発化した。

すなわち、

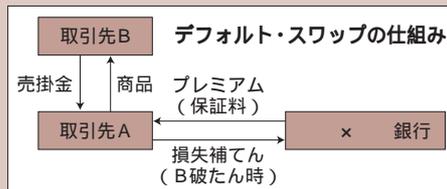
80年代初めまでは、わが国特有の金融制度(長信銀や政府系金融機関による長期資金供給が主流)、社債の発行規制・適債基準により社債発行が一部優良大企業に限られたこと等からデフォルトの事例は少なく、その場合もメインバンクが社債管理会社として投資家から社債を買上げることが一般であったため投資家が損失を蒙ることはなかった。この慣行は、1984年のリッカー倒産によるスイスフラン建転換社債の元利金回収不能を契機に変化し、90年代後半の適債基準の撤廃により信用度に応じた金利を付すことにより低格付け企業も社債の発行が可能となり、この過程でスイスフラン債、ユーロ円債、国内円債などについて機関投資家が損失負担する事例が増え、昨年マイカル倒産では個人投資家も損失を負担することとなった。こうして社債市場の拡大と並行して、情報開示や信用格付けの普及などリスク評価を可能とする投資家保護のためのインフラ整備が進められ、倒産確率など信用リスクに関するデータの蓄積、内部格付け信用リスク分析手法のレベルアップ、信用リスク価格設定専門会社の登場などが進み、欧米にみられる証券化商品のタイプが出揃うこととなった。

(コラム) わが国の現行自己資本比率規制の概要

プレミアムと呼ばれる保証料を支払う代わりに、取引先が債務不履行となったときに、貸出債権や社債の損失を保証する金融取引。1990年代初頭に、米銀のバンカース・トラストが信用リスクを回避する手法として開発したのが始まり。クレジット・デリバティブは、信用リスクの受け皿機能(リスクの再分配)に加えて、信用リスクの価格情報を表現する機能がある。取引には様々なバリエーションがあるが、最も一般的なのがデフォルト・スワップで、企業・国の債務が返済不能となった際の信用リスクの売買。信用リスクが高まる局面で取引が拡大し、プレミアムも上昇。昨年のマイカル破綻を契機に日本企業に対する不信感を強めた外国人投資家の買いが増加した。

また海外で急速に普及しているのが合成債務担保証券(シンセティックCDO)で、複数の信用リスクのスワップから受け取るプレミアムを担保に特別目的会社が発行する証券の一種。

(資料: 倉都康行「金融ハイテク入門」 日経金融新聞02/4/4などを参考に作成)



最近では、ローン転売市場のインフラ整備を目的とする内外の主要金融機関により日本ローン債権市場協会（Japan Syndication Loan trading Association = JSLA）が設立され、ローン債権の標準契約書、シンジケート・ローン組成時の標準契約書作成のほか、ローン取引総額の統計情報の整備・提供によるセカンダリー市場育成への取組みも進められ、市場全体の整備が図られている。

金利設定の浸透にはなお時間

信用リスク取引市場の拡大は、信用リスクの価格（リスク・プレミアム）測定を通じて、信用リスクに応じた金利設定への移行を促す要因となる。

しかし、こうした動きがわが国の貸出市場で浸透していくかどうかは、わが国金融資本市場で貸出市場と社債・債権流動化商品市場の間で、依然、市場分断がみられるだけになお暫く時日を要するとみられる。

市場分断の要因の第一は、メインバンク制や不動産担保金融といったわが国金融慣行との関係である。メインバンク制の下で、かつては経営不振の貸出先に対して金利減免や貸出金利引下げ、多額の資金供給によって経営再建を支援し、この方が法的手続きによるよりも低コストでの再建が実現した。これは高度成長の下、護送船団行政により銀行収益が確保され、地価も右肩上がりであったという事情による面が大きい。近年の自由化により金融環境は大きく変化しているが、借り手企業には中小企業を中心にメインバンクの役割を期待する先が多い。その結果、現場での借り手企業との関係では、オーバーバンキングという状態もあり、過当競争に傾き勝ちになり合理的な貸出条件設定は困難となっている。

ただ最近、金融機関が「資産のリスクとリタ

ーンを再評価し、管理できないリスクは取らないと同時に、管理できるリスクの範囲を広げていく」（日銀）という動きのなかで、これまでの信用リスクと無関係な金利設定や担保重視の慣行を変更しようとする動きもみられ、これが広がっていく可能性もある。例えば「信用リスクに応じた貸出限度額の設定」、約定日がきたら「無条件で期限延長せず返済を求める」等々である。

また法整備によりローンの転売を前提として組成されるシンジケート・ローンが増加しており（98年度1兆円 2000年度13兆円）、これによりメインバンクの役割がシ・ローン幹事行に切替っていくことも考えられる。

もう一つの分断の要因は、プレゼンスの大きい公的金融の存在である。欧米の銀行では住宅金融が大きな収益源となっているが、わが国では住宅金融公庫が民間の収益機会を圧迫してきた面がある。これについては、本年度から小泉改革の一環として「住宅公庫の5年後廃止と公庫ローン証券化、保証機能活用への重点移行」の方針が決定され、民間金融機関のビジネス・チャンスが拡大した。これを受けて金融機関では、住宅公庫ローンの取り込みを積極化しており、今後この市場拡大とともに証券化市場の拡大も期待される。また政策投資銀行も、銀行の不良債権処理と絡んだ整理回収機構（RCC）の機能拡充策に伴って「企業再建ファンド」への出資や法的措置に基づいて再建中の企業へのつなぎ融資に乗り出す方針を示している。

こうして政府系金融機関の機能が、不良債権の証券化やベンチャー資金供給、保証など新たな方向で見直されれば、リスク評価について市場メカニズムが働く余地が広がり、信用リスクに応じた貸出金利設定が浸透することとなる。

ただこれらについては、制度改革や慣行の変化に負うところが大きいだけに、時日を要するとみられる。（荒巻 浩明）

特殊法人改革下の公営企業金融公庫

要 約

特殊法人改革の中、依然として政府系金融機関の具体的な改革案は示されていない。特に、廃止が決まった住宅金融公庫を除くと、政府系金融機関の中で最大の財投残高を保有する公営企業金融公庫は議論さえ活発に行われていないのが現状である。しかし、同公庫の抱える課題は地方債の資金調達自身を再考すべき大きなものであり、抜本的な改革が要求されよう。

昨年12月18日、特殊法人に関する整理合理化計画が策定された。政府系金融機関に関しては、住宅金融公庫を除く8機関ⁱが経済財政諮問会議で引き続き審議されることになり、実質先延ばしの状況となった。

本稿では、特殊法人改革下での政府系金融機関、特に住宅金融公庫を除くと政府系金融機関の中で最大の財投残高を有し、地方公共団体（以下、地公体）の資金調達において大きな役割を担っている公営企業金融公庫（以下、公営公庫）について、現状と課題を検証する。

地方債資金における公営公庫資金

地公体は普通会計債および公営企業債の発行によって、長期資金の調達を行っている。普通会計債は地公体の税収等が償還財源となり、公営企業債は当該事業の料金収入等が償還財源となる。しかし、両方とも最終的な借り手が地公体であることには違いはない。普通会計債及び公営企業債は「地方債計画」として、毎年末その資金調達計画が公表される。資金調達先は政府資金（旧資金運用部資金及び簡保資金）と公営公庫資金、民間資金に分けられる。2002年度の地方債計画では公営公庫資金は11.5%を占めている。

公営公庫自身の資金調達は、公募債の発行に

よって行われる。公営公庫債には政府保証が付与されており、財投計画の中に位置付けられている。公営公庫債の消化先は設立以来、一貫して地方銀行が最大の引受け先となっていたが、83年以降、「その他部門」が地方銀行を抜き、近年では6割近くを引き受けている。この「その他部門」に属するのは、証券会社経由等で購入している投資家であるが、公的部門（旧資金運用部及び簡保）がかなりの部分を購入していると指摘されているⁱⁱ。また、縁故債として地方公務員共済組合連合会（以下、地共連）が毎年5000億円程度引き受けている。

特殊法人改革下の公営公庫の位置付け

特殊法人改革においては、「地方共同法人」化ⁱⁱⁱへの改組が提案されたが採用されず、その他の政府系金融機関と同様、経済財政諮問会議で継続審議されることになった。石原行革大臣の私的諮問機関である行革断行評議会において、既存の政府系金融機関は国内業務と海外業務を行う二法人に集約する統廃合案が打ち出されている。

公営公庫は、その他の政府系金融機関と比べて、行政コスト計算書にみる行政コストもマイナスの状態であり、また、一般会計からの補給金が少なく（2001年度以降は廃止）、比較的財

務内容も健全とされている。住宅金融公庫などは、資金調達先が資金運用部からの長期借入れであったため、調達コストが高止まりしているなかで、貸出サイドで民間の金利が急速に下がり、繰上償還などによって、大きな逆ざやを経験した。公営公庫の場合、資金調達を債券発行によっているため、このような調達コストの高止まりは避けられた。また、貸出サイドでも任意の繰上償還は許されていないので、住宅金融公庫のような問題は起きていない。また、国民生活金融公庫などで問題視されている不良債権への引当不足などについても、公営公庫の貸出先が地公体ということで、全て正常先に分類され、貸倒引当金も計上していない。このような中、政府系金融機関の廃止民営化議論において、公営公庫はあまり議論の中心には上がっていない状況と言えよう。

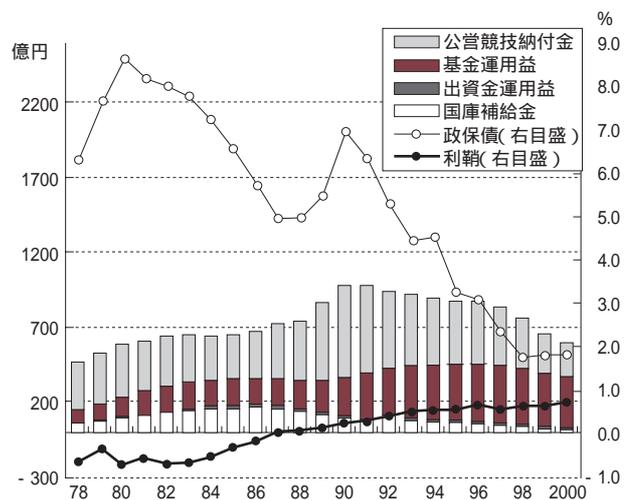
公営公庫のもつリスク

公営公庫の性格上、国庫補給金のみが補助金ではない。公営公庫への補助金の最も大きなものは、各地公体が運営する公営競技（オートレース、競輪等）からの納付金である。公営競技納付金が積みたてられた基金の運用益に加え、76年度以降納付金自身も損失金に充当できることになっている。補助金に相当するものとして、国庫補給金、出資金（88年度以降増額無し）の運用益、公営競技納付金および基金の運用益^{IV}があげられるが、これらの推移を見ると、公営競技納付金及びその運用益が補助金の大半を占めていることがわかる（図1参照）。

また、図1より80年代後半まで、逆鞘となっており、補助金制度に依存していたことが指摘

できる。80年代後半の金利上昇期には、制度改革により公営競技納付金の納付率が10 / 1000から、11 / 1000（87年度～）、12 / 1000（89年度～）へと段階的に引き上げられている。

図1 公営公庫の利鞘と補助金の推移



(注1) 利鞘は貸付平均金利と調達平均金利による差。
 (注2) 貸付平均金利は、毎年の事業益金と貸付残高により、調達平均金利は、支払利息および債券発行諸費と債券発行残高により算出。
 (注3) 出資金および基金運用益は残高と貸付平均金利による試算値。
 (注4) 政保償利回りは年平均応募者利回り。
 資料 公営公庫「業務報告書」および「40年史」

90年代以降、急速な金利低下（調達コストの急激な低下）により利鞘は安定的に確保できていたが、今後金利上昇局面に入った場合、リスクは大きい。特に、公営公庫資金の存在意義とも言える固定金利での超長期貸しに伴う運用調達の期間構造のミスマッチによって、金利上昇局面での多大なリスクを抱えている。

公営公庫は、満期10年の公募債で資金調達をする一方で、運用サイドでは、貸出期間10年の地域開発事業から最も貸出金額が多い下水道事業は貸出期間28年にも及ぶ。2000年度分についてみると、平均約25年程度^Vの貸出期間となる。このような期間のミスマッチに伴う金利変動リスクは公営公庫が負っている。国庫補給金

が2001年度より停止されたが、上記のような損失に備え、債券借換損失引当金として積み立てを拡充している（2000年度末12兆円）。

以上のようなリスクを抱えながら、資金調達サイドでは、政府保証の付与により、公営公庫自身のリスクを覆い隠してしまっている。財投改革の一環として、公営公庫は自身の信用力に基づく財投機関債の発行を開始したが、同公庫の財投機関債は昨年のワースト・ディール^{vi}に選定された。これは市場動向を考慮せず、低利調達を最優先したためである。また、地共連はその運用資金の半分を義務運用として公営公庫の縁故債等に投資している。公営公庫側には、縁故債は引受手数料を抑制でき、安定的な資金調達先としてメリットがあるが、売却出来ない1.数パーセントの債券を義務運用として購入しなければならない地共連の運用リスクは大きい。

公営公庫の抱える課題

貸出審査の無い資金供給による弊害

公営企業債の資金別内訳（図3）をみると、旧資金運用部及び簡保の政府資金と公庫資金を含めた公的資金がその大半を占めている。町村レベルでは、企業債の98.5%を公的資金が占める。一方で、公営企業の赤字事業割合は、病院事業（47.5%）を筆頭に、軒並み2割を超えている。

町村レベルにおいて、公的資金は独自の資金調達努力を要しない、県レベルから配分される資金である。インフラ整備のために低利の長期資金の必要性は否定出来ないが、最も問題なのは、潤沢な公的資金の存在によって、地公体自身がモラルハザードを起こしてしまっている危

険性があることである。また、民間金融機関は巨大な公的資金の存在により、公営企業自身の財務内容を見て、信用リスク等を加味した貸出金利の設定を阻害する一因となっている可能性もある。公営企業債のデフォルトが現行制度上考えにくいことは確かであるが、地方分権の進展なども念頭におくと、公営企業の財務状況に関係なく、事業ごと全国一律の金利設定には課題が大きい。

地方債協会の諸外国の共同発行機関に関する報告によれば、フランスの最大の地公体貸付機関（CLF）は、各地公体の状況（住民一人あたりの借入額、自己資金力など）に応じた金利設定を行っている^{vii}。

図2 事業別赤字事業の状況（2000年度末）

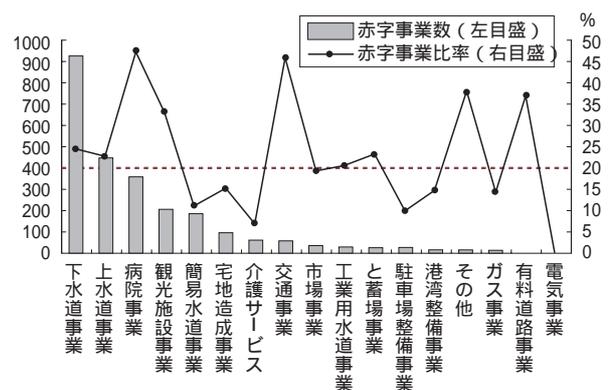
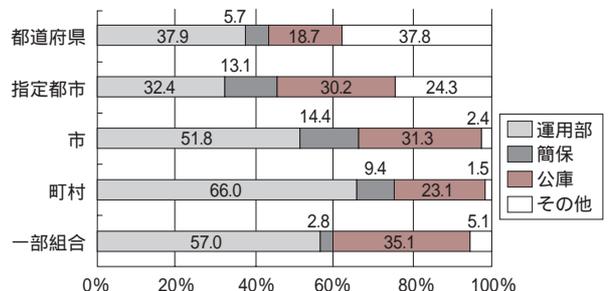


図3 公営企業債の資金別内訳

(2000年度末、残高ベース)



資料 「平成12年度地方公営企業決算の概況」

公営公庫資金と政府資金の役割区分

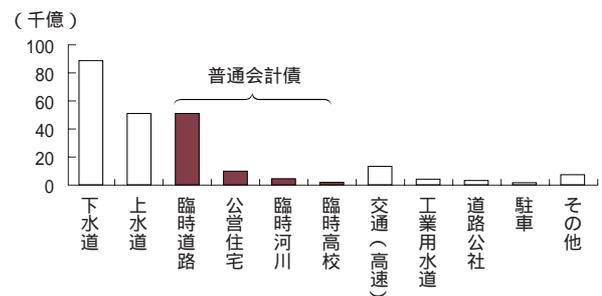
公営公庫とは1957年に、地方公営企業への資金融資を担う目的で設立された。しかし、その設立背景には、戦前より地方団体中央金庫や地方債金庫など、地公体の共同発行機関を設立しようという議論があった。54年には自治庁において地方債証券公庫案が打ち出されている。地方債全般の引き受け機関とならなかったのは、すでに旧大蔵省資金運用部によって地公体の普通会計債が引き受けられていたからだと言われている。つまり、公営公庫資金は政府資金を補完しながら、公的資金として一体化した役割を果たしていると言える。

下図4からも見てとれるように、地方債の民間資金引受けシェアが急増してくると、公営公庫が設立され（57年）、また、引受け対象が拡大（普通会計債の追加）されるなどして、公的資金の確保が行われてきた。

図5は公営公庫の貸出事業別の残高を見たものであるが、地公体の普通会計向け貸し出しは

恒久化しており、貸出残高の3割近くを占めている。事業別にみても、普通会計債に含まれる臨時道路事業向け貸出は、上下水道事業に続いて、3番目に大きな貸出先となっている。

図5 事業別貸付残高（2000年度）



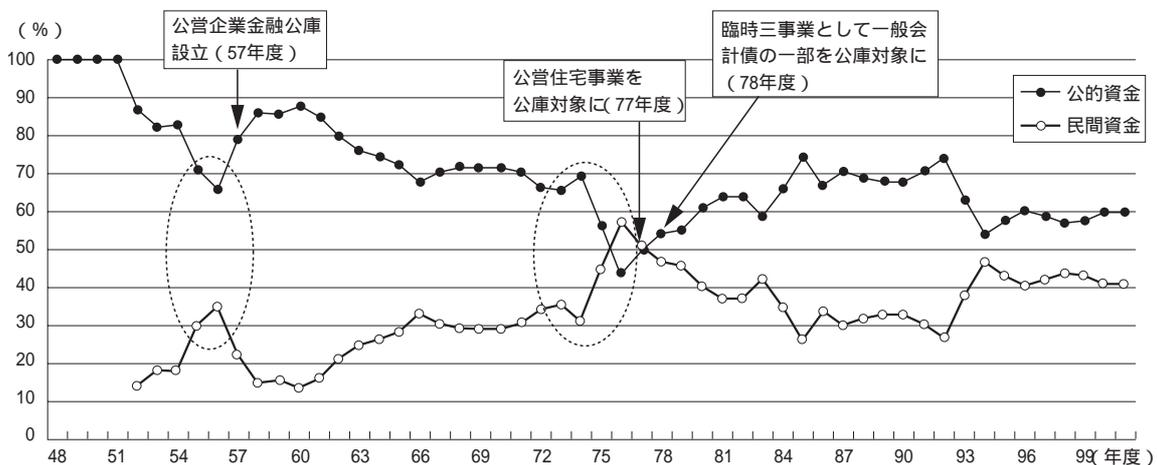
資料 公営公庫「業務報告書」

特利制度^{viii}も含め公営公庫資金は政府資金と実質同じ役割を担ってきており、区別する必要性は無いと言えよう。

公営公庫の改革

地方債資金の今後を検討する際に、地方債資金の約6割を担う政府資金と公庫資金のあり方

図4 地方債計画（最終計画）にみる資金別シェアの推移



資料 地方債統計年報各年度版

は、一体として扱うべき課題である。地方分権の流れと財投改革の進展を念頭におけば、中央政府から配分される公的資金の役割や位置付けは、従来の流れとは全く違った形となることが期待される。

地公体の低利で長期の資金調達の実効性は変わるものではないが、地公体の運営する事業の効率化や地公体自身の財務の健全化を促すためには、民間資金の活用が基本となろう。その中で、どのように公的資金がサポートしていくのか、その手法（直接貸付、信用補完、利子補給など）と基準の明確化が急務であり、公営公庫自身も特殊法人改革の流れの下、抜本的な改革

を要する時期に来ていると言えよう。

（丹羽 由夏）

参考文献

- ・岩田一政・深尾光洋編『財政投融资の経済分析』日本経済新聞社、1998年
- ・公営企業金融公庫『公営企業金融公庫四十年史』1998年
- ・公営企業金融公庫「業務報告書」各事業年度
- ・（財）地方債協会『「地方債をめぐる資金調達のあり方に関する研究会」報告書』、2000年
- ・中川雅治等『財政投融资』、（財）大蔵財務協会、1994年
- ・日本経済新聞社編「検証特殊法人改革」2001年

-
- i 沖縄振興開発金融公庫、公営企業金融公庫、国民生活金融公庫、国際協力銀行、日本政策投資銀行、農林漁業金融公庫、中小企業金融公庫、商工組合中央金庫。
 - ii 岩田291頁。
 - iii 地方公共団体の判断・責任にゆだねられるべき事業で、当該法人を民間法人化し、地方公共団体が主体となって運営する。地方公務員災害補償基金および日本下水道事業団（または民間法人化）が地方共同法人となることが決まっている。
 - iv 出資金は現在166億円の残高がある。また基金とは毎年納付される公営競技納付金（2000年度は224億円）を「基本公営企業健全化基金」として積み立てたものであり、約7206億円（2000年度末）が存在する。出資金および基金はともに、貸出資金に活用されている。ゼロコストの資金であり、貸出審査等もない貸出に利用されていることから、両資金の運用益を毎年の補助金とみなした。貸付平均金利によって算出したため、公営公庫の基金運用益の公表値より若干少ない額となっている。ちなみに、行政コスト計算書において、出資金の機会費用は、年度末の10年国債利回り（1.27%）を使用しているが、同公庫の貸出体制を前提に、補助金を算出する過程では貸付平均金利を使用した。
 - v 但し、各貸出には一定の据置期間後の元利均等償還方式をとっているため、実際の満期構造は短くなり、15.7年程度と試算できる。
 - vi 証券会社及び投資家を対象にしたアンケートによって日本経済新聞社が選出。ちなみにベスト・ディールの第2位は国際協力銀行の発行した財投機関債。
 - vii （財）地方債協会『「地方債をめぐる資金調達のあり方に関する研究会」報告書』P263
 - viii 特利制度とは、資金調達コストに見合った貸出金利（基準金利）よりも、政策金融的に事業によって低利に貸し出す制度である。現在基準金利より0.3%～0.35%低い利率が適用されているが、政府資金の貸出金利である財政融資資金利率が下限となっている。2000年度において、この特利制度適用の事業は、貸出額の98.5%を占める。

住宅金融公庫の改革と今後の住宅金融の在り方

住宅金融公庫長田参事役の講演より

要 約

住宅金融公庫廃止後も、民間金融機関による長期固定の住宅ローンは難しい。今後は公庫が新規融資を抑えその分民間との協調融資を増やし、それに公庫が融資保険を設定する形が現実的だろう。住宅金融に伴う調達運用のミスマッチを回避するため、預金を原資としないローリスク・ローリターン型の制度を確立すべきである。そのモデルとしてドイツの抵当銀行が考えられる。

当総研では今年度「わが国の住宅金融の将来像」を探ることを目的に、内外の住宅金融についての実態調査やヒアリング研究会を実施していく予定である。今回は、4月3日に住宅金融公庫業務企画室の長田参事役に「住宅金融公庫改革の課題と協調融資」というテーマで講演いただき、本レポートはその内容を中心にとりまとめたものである。

個人貯蓄を原資とする貯蓄金融機関が住宅金融の主たる担い手

欧米各国において住宅金融の中心は、個人貯蓄を源泉とする貯蓄金融機関により担われてきた。個人貯蓄は、企業預金や決済資金と比較して、継続的かつ安定的であるため長期に資金が固定する住宅金融として優れていた。

英国ではビルディング・ソサイティ（住宅貸付組合）が、70年代位までは住宅金融においてほぼ独占的な地位にあった。米国でも同じく70年代までは、S&L（貯蓄貸付組合）や相互貯蓄銀行が住宅金融専門機関としての中心的な役割を担った。ドイツでは州ごとに貯蓄銀行があり、現在でも住宅ローンにおいて1/3程度のシェアを持っている。

これに対し決済資金を原資としている商業銀行では、資金量も調達金利も景気変動を受けやすいため、住宅ローンの供給は困難と考えられていた。しかし、その後商業銀行においても次

第に個人貯蓄が増加、定着し、また住宅金融に関連する税制上の優遇措置適用もあって、住宅ローン業務が拡大していった。一般に「貯蓄金融機関の普銀化」とされる動きは、実態的にはこうした背景から商業銀行が貯蓄金融機関にイコール・フットイングしてきたともいえる。

米国における証券化の背景

個人貯蓄を住宅ローンの原資とすることに利点があるものの、短期の貯蓄預金を調達し長期固定で、価格変動のある住宅に貸し付けることは大きなリスクがある。金利上昇局面では貯蓄は流動性預金（待機資金）にシフトする一方で、住宅ローンは借り急ぎにより貸出は増加する。反対に、金利下降局面では、貯蓄は定期にシフトし、ローンの借換えが進むなど、住宅ローン借入者と預金者の行動にはミスマッチが本来的に内在している。

米国では70年代末のレーガノミックスによる歴史的な高金利の時期、こうした問題が表出した。当時、住宅金融の中心にあったS&Lにおいて激しい資金流出が発生し多くが経営危機に陥った。S&Lは貯蓄以外の調達手段を持たなかったため、住宅ローンを売却し資金を確保せざるを得なかったが、高金利の状況では住宅ローンは額面を大きく割り込む価格でしか売れず大きな損失が発生した。

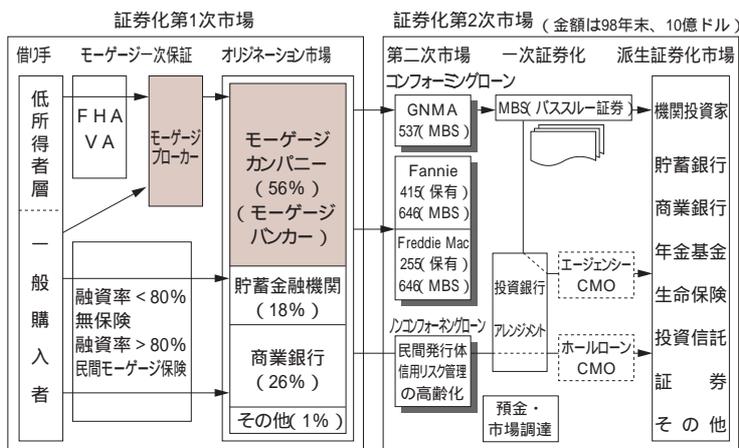
こうした状況下、S&Lの住宅ローン業務を代

替する形で、証券化の手法による住宅金融システムが導入され拡大していった。米国で証券化が進んだ要因は、このような大きな金利変動や金融機関の構造、規制の外に、広大な国土での資金偏在を均す機能が必要で住宅ローン債権の売買が戦前から一般的であったこともある。

モーゲージ・カンパニーの役割

現在、米国では借換えを含めた住宅ローンの5割強が、証券化を前提にしたモーゲージ・カンパニーによって実行（オリジネーション）されている（図1）。貯蓄金融機関等は、地域情報に詳しく新規の住宅取得向け融資では依然相当のシェアを持っているが、メインの供給者ではなくなっている。

図1 米国における証券化市場の流れ



資料 住宅金融普及協会『欧米の住宅政策と住宅金融』

モーゲージ・カンパニーは貸出専門のノンバンクであり、機能によりモーゲージ・バンカーとモーゲージ・ブローカーの2種類に分けられている。

モーゲージ・ブローカーは不動産に近い存在であり、顧客にどの住宅ローンが適しているか紹介し、住宅ローンの申し込みと担保となる住宅が取扱機関の条件に適合するか審査し、融資実行機関に取り次ぐことで手数料を得ている。

モーゲージ・バンカーは、証券化を前提に市

場資金や銀行借入で調達し自ら融資する、もしくはモーゲージ・ブローカーが申し受けたローンを実行し買取る。そうしたローンを、ファニーメイやフレディマックなどの政府系金融機関（GSE）に持ち込み内容のチェックを受け、証券化債券としてマーケットに転売することで貸出資金を回収する。

実はこうしたモーゲージ・バンカーの一連の活動は、彼らが主体にやっているというよりは、モーゲージ担保証券（MBS）等を組成、販売する投資銀行のコントロールの下にあるとみる方が正しい。例えば、投資銀行が投資家に対して「3ヶ月後に金利7%で10億ドル」の証券発行を決めると、投資銀行はモーゲージ・バンカーから発行条件に合う住宅ローンを購入する契約を取り交わす。モーゲージ・バンカーはその対価として金融環境に応じて最大でローン貸付額の2%まで手数料を得る一方、債券発行までの3ヶ月間の金利変動のリスク（パイプラインリスク）を負うことになる。

モーゲージ・バンカーはこの手数料を基に、自身又はモーゲージ・ブローカーを使って住宅ローンを全米から集める。例えば、金利低下局面においてモーゲージ・バンカーは借換え推進のために、多数のパートタイマーを雇って個別訪問を行うようなことも行う。また、契約したローンを確保するため、状況によっては自らの手数料を削って赤字でもローンを確保しなければならない。モーゲージ・バンカーの金利設定には“POINT（ポイント）”という項目があり、これで金利調整し必要とするローンを確保する。

米国ではモーゲージ・カンパニーの対象となる住宅ローンは固定金利が中心であるのに対し、貯蓄金融機関や商業銀行では民間保険付きの変動金利ローンを供給している。また、証券化されるローンは借換えの比重が高く、ローン利用

者は変動金利で住宅を取得し、金利低下局面で固定金利に借り替える行動が一般化している。

証券化のシステムは安定的なのだろうか？

従来金融機関の内部で行っていた住宅ローン運用と調達の間変換とリスク管理を、米国では証券化を通じ市場と投資家が担うようになってきている。しかし、これによって米国の住宅金融システムの方が安定的、効率的だとはいえない。

現在、MBSを購入し金利変動リスクを引き受ける投資家のプレミアムは、国債に対し約2%を上回っている。また、証券化・販売過程の手数料が1%程度かかっている。米国はアンバンドリングにより、住宅ローン業務はモーゲージ・カンパニー、投資銀行、GSE、サービサー、保険・保証機関等に分化しており、それぞれがスプレッドを取る仕組みになっており、証券化のコストは安くはない。

いま米国では金利上昇局面を迎える中で、MBSから投資家が逃げ出している。住宅価格も高騰していたため、ホームエクイティ・ローンなどにより担保価格ぎりぎりまでローンが組まれている。こうしたなかで、果たして今後証券化スキームがうまく機能するのか検証されていない。最も懸念されるのは、金利上昇期に繰上償還が止まり、予定された元金返済が遅延するリスクであり、この場合国債下落を増幅する損失を債券保有者にもたらすことになる。

証券化を前提にした米国の住宅金融システムは5年、10年といったタームでみると現在転換点に入ってきているのではないかと思われる。例えば、ファニーメイのMBS発行は1988年がピークで以後頭打ちとなっており、オンバランスによる普通社債を発行し住宅ローン業務の比重を高めている。

また、近年GSEが政府信用により有利に資金調達し証券化商品を大量購入し巨額の利益を上げるようになってきている。ファニーメイに関しては、99年にMBS保証・証券化額と購入額分が

逆転しており、昨年は6,000億円に上る収益を計上している。

米国自身も彼らの住宅金融制度が効率的だといっているわけでない。現実には、S&Lを救済する必要など、米国独自の環境条件により制度が形作られ定着してきた。国民にしても、利子を全額所得控除してくれるので、現行制度に不満が無いというのが実情であろう。

ドイツの制度はより安定的である

ドイツの住宅金融制度は欧州の中でも最も成功している。ドイツのモーゲージバンク（抵当銀行）は米国のそれとは全く異なっており、融資不動産全体をプール化しそれを担保に債券発行（抵当ファンドブリーフ債、自治体向けには公共ファンドブリーフがある）を行う金融機関である。

ファンドブリーフには担保査定価格の6割のローンしか組み込まないなど融資基準が厳しく、かつそのキャッシュ・フローと一致するように長期、短期の資金調達を組み合わせる厳密なALM管理がされている。この仕組みを背景に、金融環境の変化に応じて資金調達と融資条件の双方をリンクさせながら見直しを行っており、また国際金融市場で起債を行うなど調達の多様化が図られている。さらに市場の厚い5年債の発行を定期大量に行い、金利スワップによる期間対応を図ることで資金調達コストの削減効果を上げている。このような措置により、ファンドブリーフは信用度、流動性が高く、その利回りは国債+0.5%程度である。

なお抵当銀行は、ファンドブリーフとは別に区分経理した銀行勘定による第二順位の住宅ローン業務も行っており、その原資調達として劣後債の発行も行っている。

このようにドイツでは抵当銀行がファンドブリーフ、債券発行を通じ、住宅金融の期間変換機能、リスク管理を行っている。ローコストの住宅金融システムという観点からすれば、ドイ

ツの抵当銀行のように預金を源泉としない制度を作るのがよいのではないだろうか。

今後の住宅金融公庫の姿について

日本の銀行は、時価会計、新BIS規制が導入されるなかで、長期固定の住宅ローンのリスク管理はますます難しくなってこざるを得ない。現状、流動性のある日本国債でも長期の物は持てなくなっており、ましてやリスク管理が難しくヘッジ手段のない長期固定の住宅ローンを民間は出せないだろう。また、消費者保護が銀行の責務として求められるものの、都銀等は担保などの審査などを厳しくせざるを得ず、長期固定は出しにくい。一方、利用者にとり変動金利の住宅ローンは問題が大きく、例えば5年後に金利が1%上昇するだけで返済額は1割増加してしまう。

住宅金融公庫については、独立行政法人化し、5年後の廃止が決まっているものの詳細は分からない。政治的課題でもあり、公庫側が全て自主的に決められる問題でもない。しかし、民間の状況を考えると、民業圧迫やコストの問題に配慮しながらも、公庫の役割は将来高度化しながらも残ると思う。公庫の住宅ローン融資残高は現在76兆円、シェアで4割だが、その相対的比重は極端には減らせない。

今後の住宅ローンの姿としては、公庫の新規融資を押さえ民間と公庫が協調融資する部分を増やし、これに公庫が融資保険を設定するのが現実的だ。現在、公庫の保険料率は0.28%と民間と比べると80%程度割高であり、状況により民間並に引下げていく必要がある。また、単に政府がリスクを負うのではなく、統計データを明らかにし民間に提供していきたい。

コストの問題については、現在年間約4,000億円の補給金は今後大きく減少して行く。これは今後財投金利が3~4%まで上昇しても、順

ザヤを維持できる構造のためだ。公庫の23年の財投借入と30年のキャッシュ・フローはぴったり一致しており、銀行よりALM管理は容易である。

日本で証券化は進展するか？

公庫ではここ10年来、住宅ローン証券化のニーズについて銀行に聞いてきたが、一部の銀行でB/S圧縮のために、証券化し系列投信会社を通じ販売したい意向があるものの、基本的に運用難の銀行にとってオフバラ化のニーズは強くない。また、現状のような金利環境では、20年超の固定金利商品はマーケットでは受入れられないだろう。日本で生保は資産を膨らましたくないし、買えるのは年金基金や系統金融機関ではないかと思う。

公庫も昨年から四半期毎に500億円づつこれまでに2,000億円MBSを発行しているが、これは投資家にMBSのキャッシュ・フローに慣れてもらう意味合いが強い。公庫は今後新規融資を押さえしていくため、資産圧縮から証券化が必要な状況にはない。

米国は前述したような条件で証券化が浸透していったが問題も多い。そもそも米国では個人貯蓄率が非常に低く、一方機関投資家の層が厚い。かつ証券化のために、政府が信用リスクを全面的に負っている。これに対し日本では個人貯蓄率が高く、資金はローリスク・ローリターンを求めている。そうした資金を活用しつつ、住宅融資に伴う調達貸付のミスマッチを避けるために、預金を原資としない住宅ローンを金融機関が手がけるのが日本ではより望ましいだろう。その方法としては、ドイツの抵当銀行のように特定のリスク管理を行い、長期債調達、長期貸出するのが参考になる。

(室屋 有宏)