

金融市場

2002.8

潮流

「信頼の危機」克服が回復の前提 ……………1

情勢判断

国内金融

景気のブレと債券堅調の持続性 …………… 2

国内経済

鬼が喰うか：03年度制改正による負担変化 …… 7

円高対応力を強める国内製造業…………… 10

海外経済金融

テロ事件後最終安値を下回った米国株価 …… 12

今月の焦点

公募地方債にみる各地公体間の価格差 ……13

海外の話題

『公平・活力・簡素』……………17

潮流

「信頼の危機」克服が回復の前提

わが国経済長期停滞の原因解明を巡る論議が、政策のあり方とも絡めて活発化している。そのなかで注目を集めているのが、企業や銀行間の「信頼の喪失」に根ざした産業組織の破壊（ディスオーガニゼーション）に原因を求める見方である（小林慶一郎・加藤創太著「日本経済の罨」）。企業グループ間、銀行と企業間でこれまで存在した相互の信頼関係が喪失すると、各経済主体が合理的に判断して自己防衛的な選択を行う結果、これが全体として「悪い均衡」を招来するというソ連邦崩壊後のロシアでみられた事態が生じていると説明する。企業の自己防衛の行動が、マクロ的には企業間分業のネットワークの綻びや供給連鎖の萎縮によって投資減退を招き、経済全体に慢性的停滞をもたらす 経済学のゲームの理論にいう「囚人のジレンマ」類似の状態が出現しているというのである。

こうした「信頼の喪失」は、そごう、マイカルなど先送りされた不良債権処理（債務不履行に対するペナルティ）が突発的に顕現化したことで、公開情報に対する不信によりもたらされたとして、不良債権処理を含む市場の「信頼」を回復する諸施策を提案している。

わが国経済の循環的回復は明らかになっているが、構造改革、つまり不良債権処理など長期停滞の原因除去がない限り、投資主導による本格回復は期待できないというのが上記論者を含め大方の見方である。

この脆弱なわが国経済回復の鍵を握る米国経済も、「信頼の危機」(crisis of confidence) に根ざした株式市場の暴落によって先行きに不安感が強まっている。

米国の実体経済は、在庫投資と消費の堅調を背景に「持続的な成長に戻りつつある」(グリンスパンFRB議長)とみられている。にも拘わらず株価は、7月22日にはダウ平均で昨年9月の同時多発テロ時の安値を大きく下回る水準まで低下した。また米ドル相場も、対ユーロで99年のユーロ発足後初めて1ユーロをオーバーし、対円でも120円台から110円台へとドル安化した。

こうした米国の株安・ドル安の背景にあるのは、これまでの好調を支えてきた米国型システムに対する「信頼の危機」である。その一つは、エンロン、ワールドコムなど米国有力企業の不正会計問題で明らかとなった企業統治に対する不信、もう一つが、昨年9月11日のテロで垣間見られた経済のグローバル化進行に対する反発に根ざした動きである。

米国型システムへの信頼を前提に、米国経済・企業の高い成長を期待して欧州はじめ全世界から米国に流れていた資金の流れに停滞が生じたことが、米国市場にこうした変調をもたらすこととなったのである。これら市場を覆う不安への対応は、グリンスパン議長が指摘するように「市場や企業機能の公正さを裏付ける法制と米国企業の自浄作用による信頼回復」に待つ以外にない。

経済成長の基本に信頼の連鎖があり、その連鎖の綻びが成長を妨げているのであれば、日本も米国も、「信頼の危機」克服が回復の前提にあることを銘記すべきである。

(理事研究員 荒巻 浩明)

情勢判断

国内金融

景気のブレと債券堅調の持続性

要 旨

株安、対ドルでの円上昇から、金融市場には景気の先行きに対し悲観的見方が強まっている。これを背景に、新発10年国債利回りが1.3%割れに低下するとともに、政・地債等の利回りも低下し債券相場は堅調な展開を示した。これに対して、株式相場は米国株価の下落に伴って、日経平均株価が1万円割れを窺う動きを見せている。

米国株式市場の不安定化に端を発する世界的な金融市場の動揺が収まるまで、株安、債券堅調の展開が見込まれる。不正会計疑惑は、決算確認書提出の期限である8月15日が一区切りとなるが、株式相場が安定化するのには、米国の7-9月期業績に目途がつくとともに、わが国企業の9月中間決算の発表時期に03年の業績展望が増益見通しを描けるかを待たなければならないだろう。

03年度予算編成は、財政赤字拡大は避けられないものの、緊縮スタンスが保たれる可能性が高い。また、消費者物価の下落も一時的に拡大する可能性がある。よって、ゼロ金利の時間軸効果のもと運用難からの消去法的買いが相場を支えよう。しかし、ペイオフ完全解禁に向けた投資姿勢の変化の可能性や利食いの動きから、国債利回りの低下も限られよう。なお、金融の脆弱性に変わりはなく、金融・証券市場のリスクとして残存している。

表1 金利・為替・株価の予想水準 (単位: 円, %, 円/ドル)

年度/月	2002年度				2003年度
	6月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)
無担コール 翌日物	0.001~0.01	0.001~0.01	0.001~0.01	0.001~0.01	0.001~0.01
TIBORユーロ円(3ヶ月)	0.0908	0.10±0.02	0.10±0.02	0.10±0.02	0.10±0.02
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	1.315	1.35	1.45	1.50	1.50
長期プライムレート	1.95	2.05	2.15	2.20	2.20
為替(円ドル)相場	119.215	120	120	115	120
日経平均株価	10,621.84	11,000	12,000	11,500	12,500

(月末値。実績は日経新聞社調べ)

ここ1ヶ月の金融市場概況

米国では、不正会計疑惑企業の続出から投資家心理が冷え込み、株離れの動きも出て株式相場の下落が継続した。

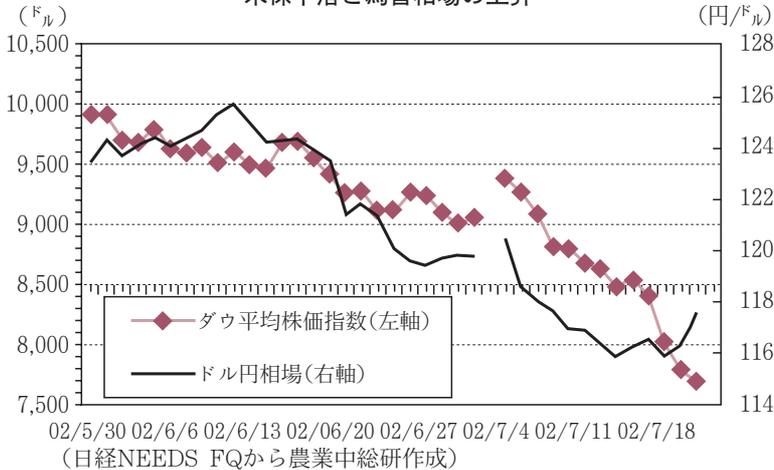
大型主要銘柄で構成されるダウ平均(工業株30種)は7月22日には8,000ドルを割り込んだ。7月24日現在、5月末から下落率は17.5%におよび、世界の株式市場に株安が波及した。

為替相場では、ドル安の進行が見られた。ドル円相場は125円前後に滞空した後、6月下旬から上昇が加速し、塩川財務相が円高の目途と

していた115円/ドル台に突入した(図1)。なお、ユーロも対ドルで上昇し、1ユーロ=1ドルのパリティを2年7ヶ月ぶりに回復。円は対ユーロでは小幅な変動にとどまっておき、主要通貨加重の実効レートの上昇も3%程度である。

米国の株安に伴う米国経済の変調懸念に加え、ドル円相場の上昇によって、輸出企業を中心に業績伸び悩みが意識され、日本株市場はハイテク銘柄を中心に大幅な調整を余儀なくされた。日経平均株価は、12,000円近辺から1万円割れのところまで下落している。

米株下落と為替相場の上昇



これに対して、債券相場では、株安、景気の先行き悪化懸念が資金流入の呼び水となり、新発10年国債利回りは01年11月初旬以来の1.3%割れとなった。これに追随して、政府保証債や地方債も買われ、利回りが低下した。また、社債も低格付け・BBB格まで買いが拡がり、信用リスク・スプレッドも縮小している。

(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 = 短期的には安定要因増加

米国等世界経済の好転トレンドが終息したわけではないが、先行きについて加速よりは失速の予想が多いのが実状である。わが国の景気シナリオについても、外需から民需に牽引役が代わるのか、不透明感が増しているという見方に、当面は従うのが妥当だろう。

4-6月期のGDPは、前期比マイナス成長を予想する調査機関も多いが、さらに7-9月期には外需と公共投資の牽引力が無くなると予想されることから、停滞感が一時的に強まる可能性がある。また、企業戦略上の必要や規制緩和を受けて、いくつかの製品・サービスで価格引き下げが秋にかけて実施される。内外の商品市況が上がっており、景気の大きな下ブレが起こらない限り、物価下落が持続的に拡大してい

くとは考えにくい、しばらくは再びデフレが意識される状況となる。

小泉構造改革への市場の人气・評価は崖っ淵にあると言っていいだろうが、小泉首相は、2003年度の予算編成について、緊縮型予算を貫く方針を見せている。円滑さを欠く政局運営が続き、赤字拡大は避けられないと考えられるものの、赤字抑制スタンスは債券相場にとってプラス材料である。

衆参院5選挙区の補選もあり、与党からは景気刺激策を求める声も高まるが、一定規模であればデフレ継続下、ゼロ金利政策の時間軸効果のもとで、当面の国債相場は安定が続くだろう。

しかし、2003年4月に予定されるペイオフ完全解禁が視野に入ってくると、資金移動の懸念に備え、機関投資家の債券投資にも抑制姿勢への転換が予想される。また、決算対策から、下期に入れば利食い等売却スタンスが強まるだろう。

株式相場 = 景気不安を払拭できるか

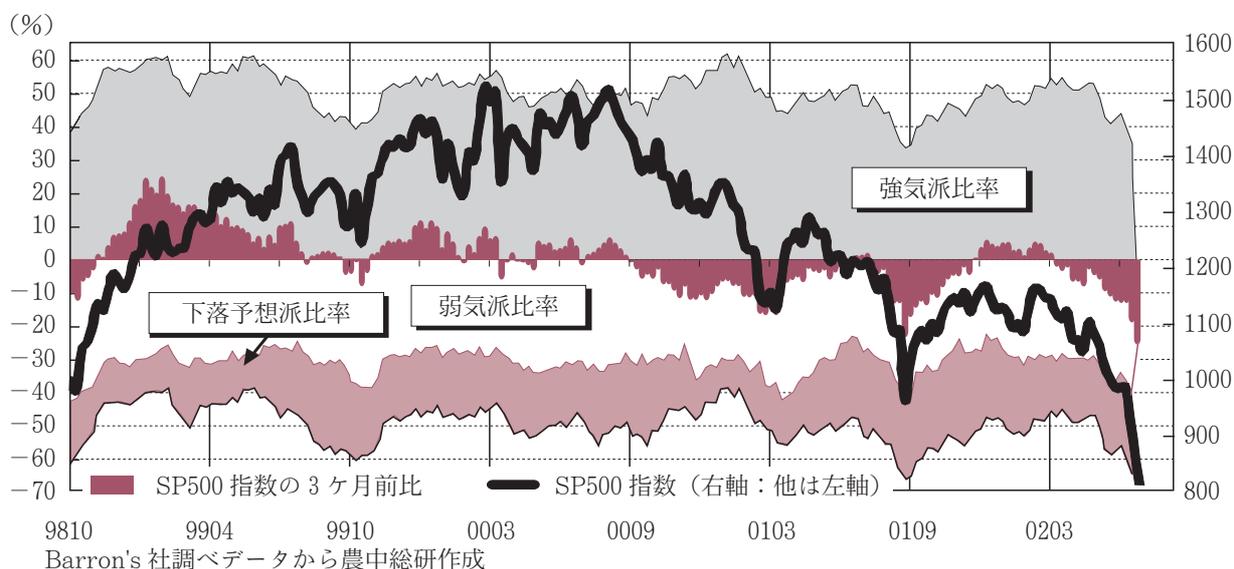
米国では02年第2四半期の業績発表が進んでいる。7月第3週末現在、主要株価指数の一つであるS P 500中、218銘柄の決算報告ベース・一株当たり利益は、一部ハイテク銘柄での不振はあるが、前年比+9%と4四半期ぶりの増益となっている。また、発表利益がアナリスト予想を上回る銘柄比率も、近年の平均数字である6割程度で推移している。

また、わが国でも電機メーカー等の四半期業績開示は、リストラ効果の上乗せもあり計画を超過達成している。

このように、内外ともに足元の業績推移は決して悪くはない。

しかし、米国株式市場で投資心理が好転するにはしばらく時間を要すると予想され、日本株

図2 米国の株式投資センチメント動向



にとっても軟調材料となる。Barron's 社の投資家センチメント調査で見ても、弱気・下落予想派が増加する余地がある。強気派は相当減少してきたが、弱気への転換に伴う売りがまだ出る可能性がある（図2）。

今後は、米証券取引委員会（SEC）が主要1,000社に求めている決算確認書の提出期限である8月15日が、不正会計疑惑の一つの区切りとなることが期待されるが、それまでは引き続き不正会計の発覚・露呈が懸念され、売り材料となろう。

なお、円高デメリットの懸念は大きいですが、英ポンドを含めユーロやアジア通貨に対しては円上昇は殆ど生じていない。予断は許さないが、現状程度であれば今期決算への影響は限定的と思われる。

むしろ、問題は夏場以降の内外景気動向である。金融市場は景気先行き悪化の可能性が大きいと見ている。政策的には、臨時国会召集までの間に即効かつ実効性のある追加景気対策が取りまとめられることを期待したいが、前述のように財政再建が優先され、内容的には期待薄だろう。

このように、米株の不安定化の中で、買い材料も欠くことから、日本株相場も当面は軟調地

合が続く、という見方を継続する。

しかし、米国政府の市場の信頼回復に向けた素早い政策対応能力は信頼しても良いだろうし、世界経済が緩やかな回復軌道を外れる可能性は決して大きくないと考える。

米国株相場の安定化とともに、10月下旬からの9月中間決算発表で2002年度の増益シナリオが確度を増し、さらに2003年の増益継続展望が開けるかが、株価反発のポイントとなるだろうが、現在は、年末に向けた再反発シナリオを予測する。

なお、景気腰折れで不良債権の増加や株価下落による金融機関経営への悪影響 = 赤字決算による金融システム不安も市場に想起される。株価下落のリスクとして注意したい。

米国・中間選挙年の円高相場パターンがあるとは単純には言えないだろうが、米国景気が万全でない状況では米国産業界の要求を背景に、当面は米当局のドル高回避への姿勢が続くと予想される。ドル円については、115円台まで円が上昇してきたが、当面の戻りも鈍いと考えられる。

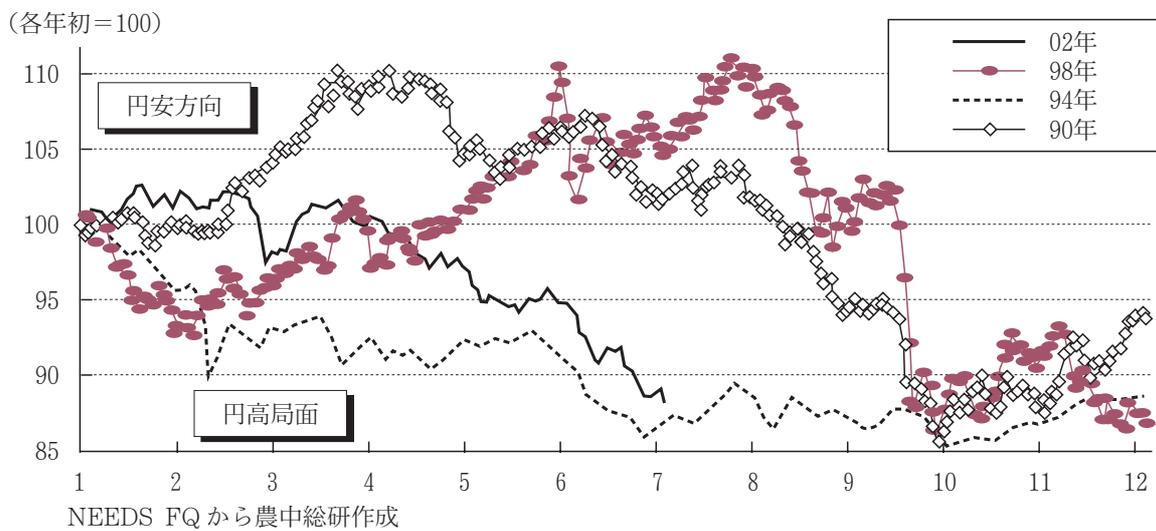
しかし、米国当局にとってもドル安心理を徒に高めることは、ドル暴落懸念 米国からの資金逃避のデメリットにつながりかねない。

また、円ドル相場のドル高修正はこれまで相当進んできた。既に年初来高値から14%上昇している。通貨当局は、タイミングをはかって市場介入をおこない、ドル円相場の上昇を抑える行動に出よう。したがって、基本的な想定レン

ジは、115~125 円/ドルに再修正せざるを得ないが、日本経済が決して盤石でない現状を鑑みれば、ここからの円高余地は限定的だろう。

(02.07.24 渡部)

図3 米国中間選挙年の円ドル相場



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	金利スワップレート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(225種)	TOPIX 終値	JASDAQ 指数	N Y ダウ工業株30種平均終値	ナスダック株価指数	N Y 金先物価格・期近	N Y WTI原油先物価格・期近
02/5/31	1.385	139.01	1.509	0.51	0.002	0.0775	0.0725	0.0967	123.960	124.40	124.30	0.9335	0.934	11,763.70	1,120.08	51.91	9,925.25	1,615.73	327.5	25.31
02/6/3	1.380	139.10	1.502	0.51	0.002	0.0767		0.0958	124.285	124.35	132.65	0.9405		11,901.39	1,132.22	52.07	9,709.79	1,562.56	327.7	25.08
02/6/4	1.395	139.01	1.509	0.51	0.002	0.0767		0.0950	123.410	123.60	124.15	0.9395		11,653.07	1,117.94	51.90	9,687.84	1,578.12	328.8	25.33
02/6/5	1.395	138.94	1.515	0.52	0.001	0.0767	0.0738	0.0942	124.250	124.05	124.40	0.9395	0.938	11,663.87	1,116.27	52.01	9,796.80	1,595.26	322.1	24.89
02/6/6	1.375	139.06	1.505	0.51	0.002	0.0758	0.0725	0.0933	124.865	124.95	124.10	0.9476	0.945	11,574.94	1,108.08	51.96	9,624.64	1,554.88	325.8	24.79
02/6/7	1.365	139.31	1.485	0.50	0.001	0.0750	0.0725	0.0933	124.300	124.40	124.40	0.9440	0.945	11,438.53	1,101.87	51.45	9,589.67	1,535.48	325.4	24.75
02/6/10	1.360	139.41	1.476	0.50	0.001	0.0750	0.0713	0.0925	124.760	124.85	124.70	0.9445	0.945	11,370.21	1,093.03	51.46	9,645.40	1,530.69	319.5	24.29
02/6/11	1.360	139.35	1.481	0.50	0.001	0.0742	0.0713	0.0925	124.515	124.60	125.30	0.9485	0.943	11,449.44	1,101.31	51.43	9,517.26	1,497.18	320.5	24.12
02/6/12	1.375	138.20	1.577	0.51	0.001	0.0742	0.0700	0.0925	125.475	125.45	125.70	0.9440	0.947	11,327.06	1,093.68	51.32	9,617.71	1,519.12	321.1	24.64
02/6/13	1.375	138.26	1.572	0.50	0.001	0.0742	0.0700	0.0925	125.660	125.75	124.90	0.9435	0.946	11,144.84	1,074.52	51.09	9,502.80	1,496.86	318.5	25.64
02/6/14	1.365	138.42	1.559	0.49	0.001	0.0742	0.0700	0.0925	124.880	124.80	124.20	0.9455	0.948	10,920.63	1,054.26	50.62	9,474.21	1,504.74	319.8	25.94
02/6/17	1.375	138.40	1.560	0.49	0.002	0.0750	0.0681	0.0925	124.180	124.30	124.35	0.9445	0.944	10,664.11	1,025.70	49.66	9,687.42	1,553.29	318.1	26.09
02/6/18	1.365	138.52	1.550	0.48	0.001	0.0750	0.0675	0.0925	124.535	124.35	124.35	0.9520	0.949	10,839.93	1,041.40	49.72	9,706.12	1,542.96	319.7	25.43
02/6/19	1.375	138.31	1.568	0.49	0.002	0.0750	0.0675	0.0925	124.260	124.25	123.90	0.9572	0.956	10,476.18	1,012.22	49.25	9,561.57	1,496.83	320.3	25.31
02/6/20	1.360	138.50	1.552	0.47	0.002	0.0750	0.0700	0.0925	123.810	124.00	123.50	0.9650	0.965	10,612.98	1,022.97	49.16	9,431.77	1,464.75	323.7	25.53
02/6/21	1.320	138.84	1.524	0.45	0.002	0.0742	0.0688	0.0917	123.250	123.40	121.40	0.9715	0.971	10,354.35	1,002.35	48.93	9,253.79	1,440.96	325.1	25.82
02/6/24	1.315	138.81	1.526	0.46	0.001	0.0742	0.0688	0.0917	121.450	122.70	121.85	0.9705	0.978	10,471.32	1,013.23	48.80	9,281.82	1,460.34	324.7	26.47
02/6/25	1.300	138.89	1.519	0.46	0.001	0.0742	0.0669	0.0917	121.665	121.60	121.35	0.9795	0.971	10,496.67	1,016.43	49.17	9,126.82	1,423.99	320.5	26.32
02/6/26	1.305	139.07	1.504	0.46	0.001	0.0742	0.0650	0.0917	120.320	121.00	120.05	0.9805	0.990	10,074.56	984.28	48.65	9,120.11	1,429.33	320.8	26.76
02/6/27	1.340	138.81	1.526	0.47	0.001	0.0908	0.0713	0.1008	119.585	120.10	119.55	0.9885	0.984	10,261.60	994.05	48.64	9,269.92	1,459.20	319.6	26.86
02/6/28	1.315	139.06	1.505	0.45	0.002	0.0908	0.0713	0.1008	119.215	119.45	119.45	0.9915	0.987	10,621.84	1,024.89	49.52	9,243.26	1,463.21	313.9	26.86
02/7/1	1.345	138.65	1.539	0.48	0.001	0.0908	0.0719	0.1008	119.560	119.50	119.70	0.9915	0.988	10,595.44	1,028.63	49.70	9,109.79	1,403.80	314.4	26.81
02/7/2	1.330	138.77	1.529	0.47	0.002	0.0908	0.0731	0.1008	120.345	120.00	119.85	0.9860	0.986	10,622.32	1,029.05	49.57	9,007.75	1,357.82	313.2	26.77
02/7/3	1.320	138.77	1.529	0.47	0.001	0.0908	0.0738	0.1008	120.400	120.15	119.80	0.9810	0.981	10,812.30	1,044.21	49.84	9,054.97	1,380.17	311.3	26.80
02/7/4	1.310	138.97	1.513	0.46	0.002	0.0908	0.0744	0.1008	120.225	120.25			0.980	10,632.81	1,033.31	49.81				
02/7/5	1.315	139.03	1.508	0.46	0.001	0.0908	0.0744	0.1008	120.555	120.40	120.40	0.9740	0.973	10,826.09	1,042.95	49.87	9,379.50	1,448.36		
02/7/8	1.320	139.03	1.508	0.46	0.002	0.0908	0.0719	0.1008	118.860	119.20	118.55	0.9905	0.987	10,769.20	1,033.99	49.90	9,274.90	1,405.61	312.5	26.07
02/7/9	1.315	139.00	1.510	0.47	0.002	0.0908	0.0713	0.1008	118.575	118.75	118.05	0.9935	0.993	10,960.25	1,050.14	49.86	9,096.09	1,381.12	316.5	26.09
02/7/10	1.290	139.27	1.488	0.45	0.002	0.0908	0.0738	0.1008	117.840	118.18	117.65	0.9885	0.989	10,752.66	0,037.26	49.62	8,813.50	1,346.01	315.1	26.77
02/7/11	1.270	139.38	1.479	0.44	0.002	0.0908	0.0738	0.1008	117.395	117.70	116.90	0.9890	0.990	10,485.74	1,017.17	49.43	8,801.53	1,374.43	317.6	26.83
02/7/12	1.290	139.30	1.486	0.45	0.002	0.0908	0.0725	0.1008	116.715	116.90	116.85	0.9915	0.990	10,601.45	1,019.51	49.56	8,684.53	1,373.50	315.9	27.48
02/7/15	1.270	139.56	1.464	0.43	0.002	0.0908	0.0738	0.1008	116.185	116.30	116.40	1.0035	1.006	10,375.15	1,000.48	49.32	8,639.19	1,382.62	319.9	27.07
02/7/16	1.265	139.56	1.464	0.43	0.001	0.0900	0.0713	0.1008	116.335	116.25	115.85	1.0120	1.009	10,250.42	984.53	49.07	8,473.11	1,375.26	317.5	27.75
02/7/17	1.270	139.63	1.458	0.42	0.002	0.0900	0.0706	0.1008	116.225	115.95	116.30	1.0070	1.008	10,296.02	988.10	48.45	8,542.48	1,397.25	317.7	27.88
02/7/18	1.265	139.64	1.458	0.42	0.002	0.0900	0.0719	0.1008	116.985	116.58	116.60	1.0110	1.009	10,498.26	1,010.12	48.55	8,409.49	1,356.95	317.1	27.57
02/7/19	1.260	139.63	1.458	0.42	0.002	0.0900	0.0719	0.1008	115.915	115.90	115.85	1.0115	1.015	10,202.36	989.71	48.20	8,019.26	1,319.15	323.9	27.83
02/7/22	1.265	139.58	1.462	0.43	0.002	0.0900	0.0725	0.1008	116.385	116.15	116.30	1.0085	1.007	10,189.01	991.44	47.79	7,784.58	1,282.65	323.5	26.60
02/7/23	1.300	139.25	1.490	0.45	0.002	0.0900	0.0719	0.1008	117.410	116.95	117.55	0.9885	0.992	10,215.63	992.83	47.88	7,702.34	1,229.05	312.6	26.31
02/7/24	1.325	139.10	1.502	0.46	0.002	0.0900	0.0688	0.1008	117.405	117.50	116.75	0.9955	0.993	9,947.72	976.63	47.58	8,191.29	1,290.23	311.4	26.87

(日経NEEDS FQから農中総研作成社ホームページ上の「weekly 金融市場」で更新されます)

※空欄は原則休場日でデータなし

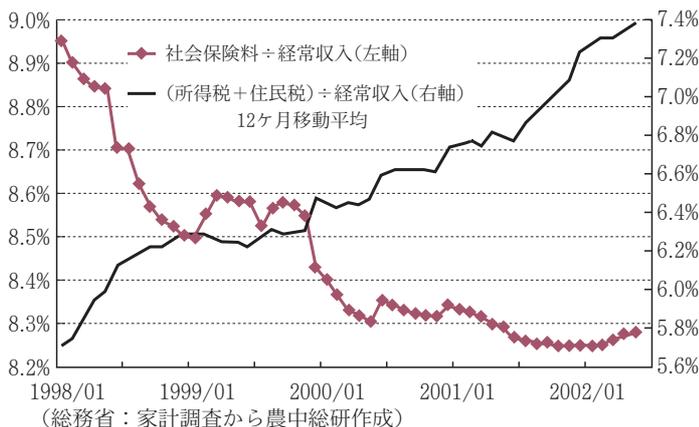
国内経済

鬼が嗤うか：03年度制度改正による負担変化

所得低迷下の社会保険料負担増

社会保険料等の負担増傾向が90年代後半からジリジリと続いてきた。勤労者世帯の「家計調査」報告から見ると、小淵内閣時代の99年度に所得税・個人住民税あわせて約4.1兆円規模の恒久減税策が取られたことから、租税負担率は低下している。その一方で、勤労者の経常収入に占める社会保険料の負担比率（以下、保険料負担率という）は上昇をたどっている（図1）。

図1 社会保険料の負担率推移



介護保険導入による負担増が加わり、保険料負担率は、97年平均で8.2%だったのが、2001年平均では8.9%となった。

2002年も前年同月比+0.2%～+0.3%で推移しており、雇用・所得環境の低迷が続く中で、家計にとっては可処分所得の増加を抑える要因となっている。

予定される制度改正

正社員層の所定内賃金が減少に転じるとともに、残業手当等の所定外給与も前年比減少の状態が続いている。また、夏季賞与も2年連続の前年比減少となったと思われ、足元の所得環境は厳しい。

景気の底打ち・好転から雇用・所得環境も改

善に向かい、2002年度後半からは収入が増加に向かうことが期待されているが、2003年度には

厚生年金および健康保険の保険料徴収方法変更（総報酬制導入）と政府管掌保険の保険料率引き上げ、サラリーマンの受診本人負担の2割から3割への引き上げなどの社会保険関係の制度改正が予定されている。

これらの制度改正によって、社会保険料負担が手取り収入である可処分所得を変動させることなどを通じ、個人消費へ影響を与えることが無いだろうか。

制度改正がもたらす負担変化

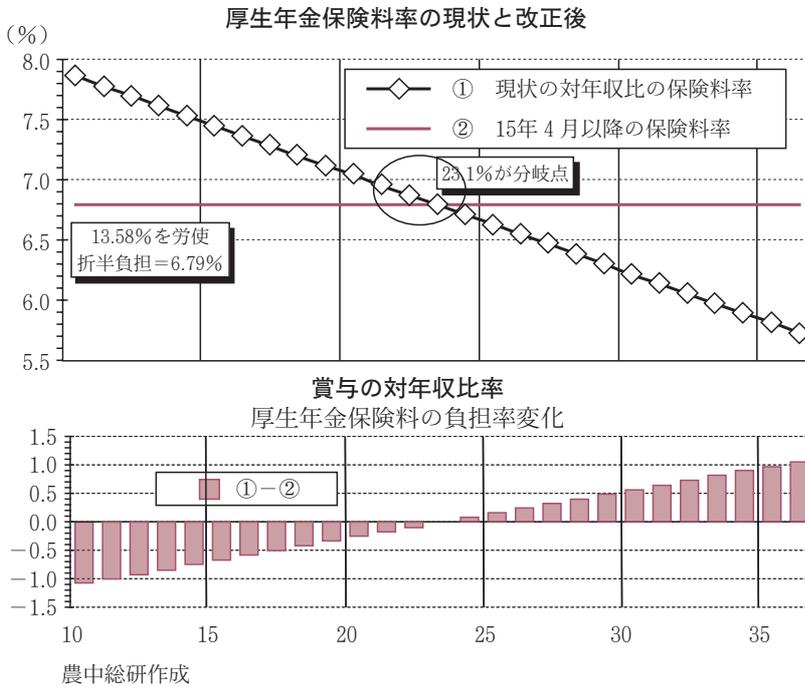
厚生年金保険の総報酬制導入について、見てみよう。

厚生年金の保険料は現在、「月給（標準報酬月額）の17.35% + 賞与の1%」を労使が折半して負担しているが、2003年4月から徴収算定ベースが「年収の13.58%」という形に変わる。2003年度からは、毎月の給与に掛かる保険料率は低くなる半面、賞与に対しても13.58%の保険料率が適用される。

従って、年収に占める賞与の比率が高い勤労者は、厚生年金保険料が増す可能性がある。この年間保険料が増加に転じる賞与比率の分岐点を計算すると、23.1%と試算される（図2）。

2001年賃金センサスによれば、全労働者平均の年収は503万円で、うち賞与は103万円である。年収に占める賞与比率は、103万円 ÷ 503万円 = 20.5%。これに基づいて、変更前後の徴収保険料を試算してみよう。徴収保険料は月給賦課分：347.0千円 + 賞与賦課分：5.1千円の合計：352.1千円から、総報酬制導入によって、月給賦課分：271.6千円 + 賞与賦課分：69.9千円の341.5千円に1万円強減少する。

この試算であれば、手取り収入はむしろプラスとなる。しかし、これは、あくまで前記のよ

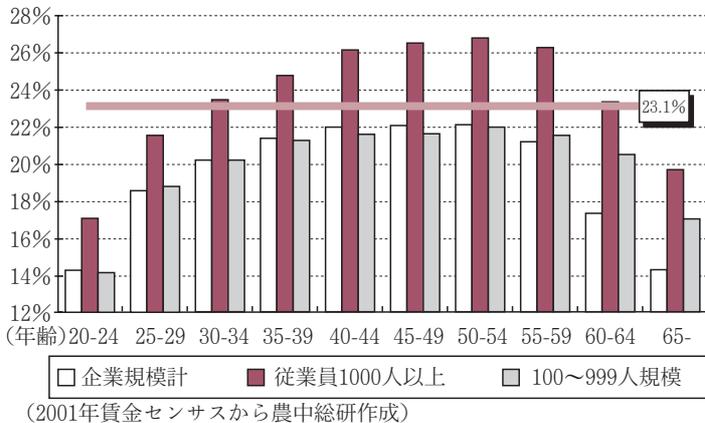


農中総研作成

うな年収の月給と賞与の構成の場合である。

もう少し詳しく負担の変化を見てみよう。賃金センサスによれば、年齢層別・企業規模別の賞与比率は、全企業平均ではすべての年齢層にわたって 23.1% を下回る。しかし、従業員が 1000 人以上規模の企業平均では、40～59 歳年齢層で 26% 超に達する（図 2）。

図 年齢別：対年収の賞与比率



(2001年賃金センサスから農中総研作成)

前記の同額年収の503万円で、賞与比率が26

%であれば 2003 年度に年間保険料は前年度比+1.2 万円増、3 割であれば同じく +2.9 万円増となる。

健康保険の医療保険料も、同様に徴収算定ベースが総報酬制に移行する見込みである。

約 19.5 百万人が被保険者として加入する政府管掌健康保険では、総報酬制導入と保険料引き上げが同時に実施される。現在、労使折半で「月給（標準報酬月額）の 4.25%」+「賞与の 0.3%（本来は 0.5%だが、0.2%を国庫が負担）」を本人が負担している。賞与に賦課される特別保険料に対する 0.2%の国庫補助の取り扱いがどうなるかは不確定ではあるが、総報酬制では「年収の 8.2%」を労使が折半する形と

なる。

仮に国庫補助が無くなると仮定し、政府管掌健康保険加入者の賞与平均支給月が、1.9 ヶ月であることを前提に試算すると、年収に対しての本人負担の医療保険料率は 3.66%から 4.10%へ +0.4%超上がる。

組合健康保険では、個別に保険料率が相違するとともに、賞与に対して特別保険料を賦課していない組合も多いが、総報酬制により賞与（賦課対象上限：200 万円）に掛かる保険料率が引き上げられ、それに応じて納入する年間保険料が、重くなると見るのが自然だろう。

個人消費への悪影響のリスク

厚生労働省は、雇用保険特別会計の悪化に対応し、雇用保険料を 13 年 4 月の引き上げに続き 10 月から月収対比で +0.2%（労使折半で実際の被雇用者の負担は 0.1%）緊急引き上げする方針である。さらに実現は流動

的だが、2003 年度の再引き上げも視野に置いて

いる模様である。

このような制度改正が及ぼす影響は、賞与比率の高い勤労者を中心に購買意欲を後退させ、消費抑制要因となるリスクは否定できない。

また、月給からの保険料控除が減る代わりに、賞与からの保険料控除が大幅に増えることによる消費行動に及ぼす影響も慎重に見なければならぬと思われる。

これに加えて、使用者側の企業にとっても負

担が増加する可能性があり、収益圧迫要因となる。

民間需要主導での景気好転を持続させるためには、個人消費による下支えが必要である。雇用・所得環境が改善し収入増加によって、負担増のマイナス効果は緩和されることを期待したいが、社会保険関係の制度改正による消費抑制効果を軽視すべきでないだろう。

(農中総研 渡部)

円高対応力を強める国内製造業

個人消費や民間設備投資など国内の民間需要が弱い中で、国内の生産活動はこれまでのところ、外需に依存しておおむね底入れを果たしつつある。

6月の輸出数量は、アジア向けが前年同月比+19.2%、米国向けも+5.0%となるなど、対世界全体でも+12.3%と2ヶ月連続して前年同月比2ケタの増加となった。この外需に促されて、5月の鉱工業生産は前月比+4.1%と4カ月連続で前月比プラスとなり、設備稼働率も前月比+3.8%と過去最高の伸び率を示した。

このように輸出に主導される形で、国内企業は2002年度下期には大幅な業績回復を見通している。今年6月調査の日本銀行全国企業短期経済観測調査(短観)の全規模全産業の経常利益計画は、2002年度上期には前年同期比+0.2%とわずかに水面上に出て、同年度下期には+30.2%まで回復する見込みである。

外需に牽引されて、企業業績の回復が、国内の民間設備投資や個人消費にまで波及するかが今後の景気の動向を占う上で注目される要素であるが、米国の企業会計疑惑や株安などを手がかりに円高ドル安が急速に進行しており、円高が企業の業績を大きく悪化させる懸念も取りざたされている。

円ドルレートは、6月中旬から7月中旬にか

けて1ヶ月間で1ドル=124円台から115円台へ約7%の円高が進んだ。

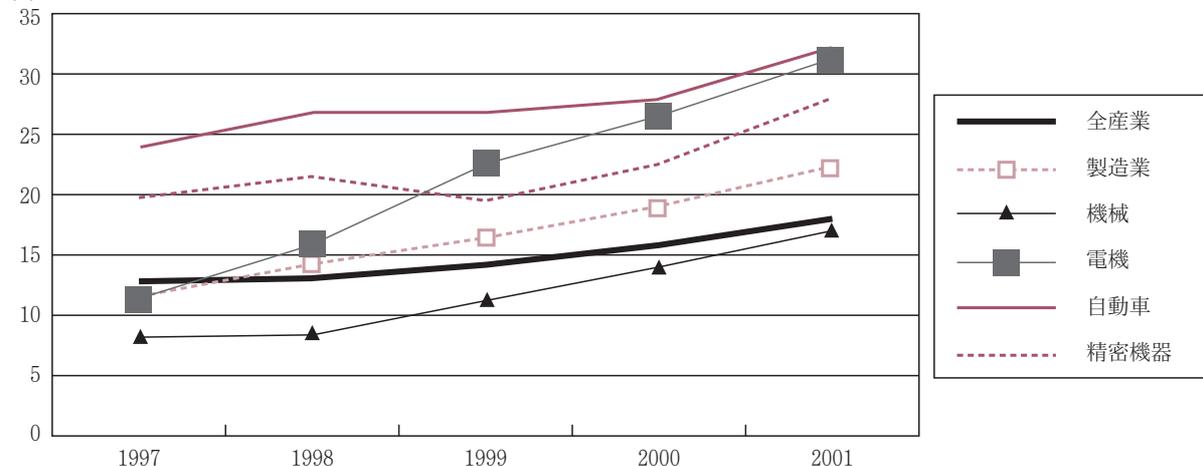
日銀短観では、大企業製造業の2002年度上期の想定為替レートは1ドル=126円23銭、下期で1ドル=125円26銭であり、7月17日の円ドルレート中心値は1ドル=115円95銭で、企業の想定レートよりも約8%の円高ドル安となっている。

しかし、国内企業は円高に影響されにくい収益構造を構築しつつある。その一つが海外生産・販売の増加である。海外で生産した製品をそのまま海外に販売すれば、円ドルレートの変動の影響は受けにくくなる。

図1は、東京証券取引所第一部に上場している企業の、海外生産・販売の売上高比率を業種別に推計したものである。これによると、全産業では、97年度の12.6%から2001年度の18.1%へと徐々に比率が高まってきている。特に電気機械や自動車は2001年度に30%を超えていることがわかる。

このように海外生産・販売比率が高い産業は、もともと海外での売上高比率が高く、海外に生産拠点を移すことによって、円ドルレートの影響を受けにくくするとともに、部品の調達を容易にしたり、コスト削減を図るなどの利点も生じる。

図1 東証1部上場企業の売上高に占める海外生産・販売比率(試算)



日経NEEDS FQから農中総研作成
海外生産・販売比率=(連結海外売上高-単体輸出売上高)/連結売上高

また海外生産・販売比率を高める一方で、円ドルレートの変動を受けやすい輸出の比率を抑制する国内企業も増えている(図2)。電気機械の輸出比率は、97年度には32.9%だったが、2001年度には20.9%へ急速に低下し、製造業全体では97年度の23.6%から2001年度には19.5%へ低下している。

内閣府の2002年1月の調査では、全産業平均の採算円ドルレートは1ドル=115円32銭であり、ほぼ7月17日のレートに近く、現在の状況は全産業で採算ぎりぎりのところである。しかし精密機器は1ドル=110円59銭、電機は112円46銭、一般機械は113円78銭と、海外生産・販売を進めている産業はより一層の円高に対応できるようにになっている(表)。

さらに海外生産・販売だけではなく、海外から国内への原材料や部品調達も進め、円高で原材料や部品の円建て輸入価格が低下する円高メリットももたらすようになってきている。

このように調達や生産拠点のグローバル化を進めることによって、結果的に円ドルレートはこの半年で約7%円高になったものの、貿易相手国の通貨を加重平均した実効為替レートは同じ期間に約4%の円高にとどまっている。

今後一層円高が進行すると、デフレ拡大等から国内経済に与える影響は無視できないものとなるであろうが、1ドル=110円台半ば程度の円高にとどまり、米国等の景気回復が順調に推移するのであれば、企業の円高対応力が高まってきているため、急増している輸出の伸び率が今後大幅に鈍化していくことはないだろう。現状では、円高によって企業業績が悪化し、外需に依存する緩やかな景気回復が腰折れする可能性は少ないと考える。

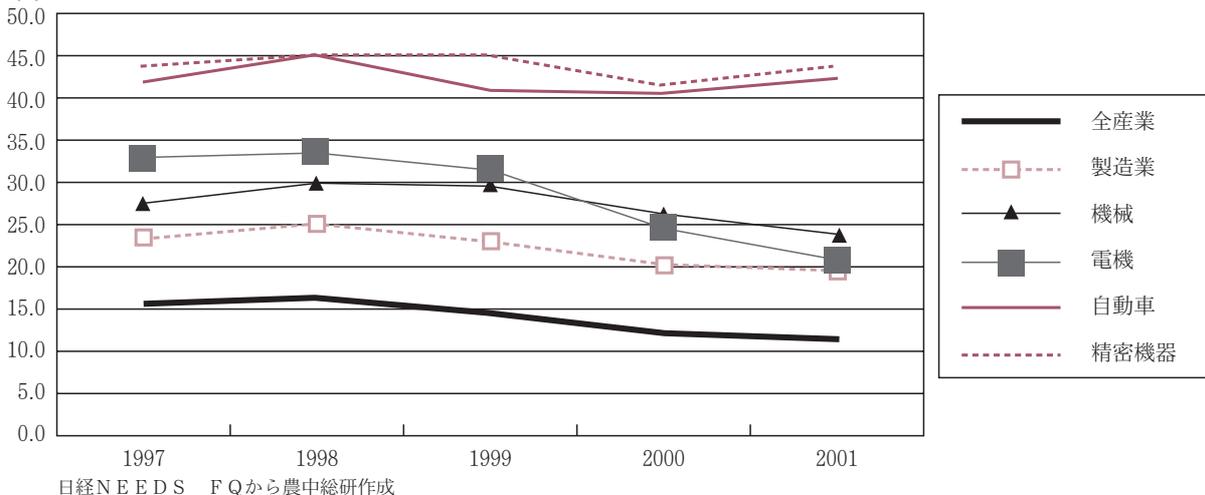
(名倉賢一)

表 産業別平均採算円ドルレート

産業名	1ドル=円
全産業	115.32
製造業	114.96
素材型	116.50
加工型	113.31
精密機器	110.59
医薬品	111.73
電気機器	112.46
化学	112.87
一般機械	113.78
輸送用機器	115.91
非鉄金属	117.47
繊維製品	120.88
鉄鋼	124.50

内閣府
「平成13年度企業行動に関するアンケート調査」

図2 東証1部上場企業の売上高に占める輸出比率



海外経済金融・米国

テロ事件後最安値を下回った米国株価

米国株価の下落が著しい。7月23日のニューヨーク株式市場では、ダウ平均株価が終値で7,702.34ドルとなり、昨年9月の同時多発テロ事件後の最安値（8,062ドル）を大幅に下回る水準となった（図）。これまでの急速な株価下落の背景には、企業収益回復に関する先行き不安、テロ再発に対する懸念に加え、企業会計に対する不信感が強まったことがあげられる。

企業会計不信は大手エネルギー会社エンロン

図 米国株価の推移（NYダウ、日次）



が昨年12月に経営破綻したことから始まった。同社は、本来連結対象とすべき特別目的子会社（SPC）の債務を簿外とし、債務を実際より小さくみせかけていた。また今年1月には、通信会社グローバル・クロッシングやクエスト・コミュニケーションズが、通信回線の空き容量を他の通信会社と相互売買し、売上高を水増した疑いが浮上し、米証券取引委員会（SEC）の調査を受けることとなった。さらに2月には、医療品から金融・警備等を手掛ける複合企業タイコ・インターナショナルが、過去の企業買収を公表していなかった事実が発覚した。株価の下落を加速させるきっかけになったのは、長距離通信で業界第2位のワールドコム（WorldCom）の粉飾決算である。今年6月に、司法省とSECは同社の不正会計疑惑に対して本格的な捜査に入った。同社は、本来経費として計上すべき通信回線の維持

費等を設備投資とみなすことで、利益を高上げた。そして同社は7月21日に、米国破産法に基づく会社更生手続きを申請することを決定したが、これは米国史上最大の企業破綻となる（2002年3月末の負債総額は328.6億ドル）。

F R Bのグリーンズパン議長は、7月16日の議会証言において、「過去にうまく機能してきた企業統治のチェックアンドバランスが何故崩壊したのか。90年代後半における株式所有の拡大が、過度の強欲を引き起こした。」と、適正さを欠いた会計処理の背景にある企業統治の欠如を批判した。その一方で議長は経済の実態について、「最終需要の拡大力は依然不透明」という以前からの見方を踏襲しつつも、「米国経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）は持続的で健全な成長に戻りつつある。在庫や資本財の不均衡は概ね解消されているように見受けられる。インフレ率は低く今後も現在の状態が続くと期待される。生産性の上昇力は非常に強い。これらの事実は、家計や企業の支出をサポートし、また価格上昇力を潜在的に緩和するものである」と、経済の先行きを必ずしも悲観していないことを明らかにした。

議長証言のとおり、最近発表された経済指標をみる限り、株価の動きとは裏腹に、景気は緩やかながら着実に回復している。2002年6月の鉱工業生産指数は前年同月比で+0.2%となり、1年半ぶりに前年比マイナスから脱却した。また企業の景況感を示すISM指数も着実に上昇した。2002年6月においては、製造業が56.2、非製造業が57.2となったが、これは景気が強かった99年末頃の水準に匹敵している。

米国主要企業は、8月15日までに決算確認書類をSECに提出することになっている。これを節目に企業会計問題が一段落し、株式市場参加者の目が実体経済に向けられるようになれば、株式市場を覆っている過度の悲観論も払拭されることとなるだろう。（永井 敏彦）

今月の焦点

公募地方債にみる各地公体間の価格差

要 旨

公募地方債の流通市場には地公体間で価格差が存在する。公募地方債の発行においては、これまでは全国統一的に条件が決定されてきたが、流通市場の実勢格差を背景に、今年4月よりツーテーブル方式が導入された。最近の地公体間の格差は、流動性の違いのみでは説明しがたく、地公体の財務内容も注目されつつあるといえる。

2002年4月より地方債の市場公募債の発行条件にツーテーブル方式が導入された。これは流通市場における各地公体発行の公募債の価格差に影響され、従来総務省（旧自治省）主導のもと、統一的に決定していた発行条件にも、はじめて銘柄間格差が認められたものである。具体的には、東京都債とその他の地公体債と2つのグループに分け、それぞれ異なる発行条件が適用される。

東京都債とその他の団体債との違いについては、総務省側はその流動性の高低のみを根拠として考えている。一方、信用力に関しては、現行の地方財政制度下において各地公体間格差は存在しないと説明されている。しかし、その他の地公体間で発行規模が似通っている場合でも価格差は存在しており、昨今の状況からは、その理由が流動性の違いのみであると言い切ることは疑問が残る。本稿では、現行の公募地方債の流通価格差が、どのような要因に影響を受けているのかについて考察する。

市場公募債とは

地方債計画において、市場公募債の構成比は小さい。地方債は従来その過半が政府資金及び公営企業金融公庫資金などの公的資金によって安定的に引受けられてきた。また、民間資金の中でも市場公募資金は縁故資金に比べると少なく、発行団体も現行28団体に限られている。

今年度の地方債計画を見ると、地方債資金に占める市場公募債の割合は1割程度となっている。しかし、対前年度増減率を見た場合、その

他の資金が減少を示している一方で、市場公募資金は15%近く増大している。今後もこの傾向は続くと予想されており、市場公募債による円滑な民間資金の調達は、地公体にとって重要な課題となっている。

市場公募債について、その消化促進を狙って、様々な努力がなされてきた。満期一括償還の導入（92年度）BIS規制上のリスクウエイトの0%への引き下げ（94年度）や繰上げ償還条項の廃止（98年度）などの改善が行われてきた。最近では、5年債の導入（00年度）や、各団体の発行額の事前公表（02年度）などが行われている。

表1 2002年度の地方債計画（資金別）

	(億円)	構成比 (%)	増減率 (%)
公的資金	95,000	57.5	2.8
政府資金	76,000	46.0	2.7
財政融資資金	50,300	30.4	2.9
郵貯資金	9,800	5.9	2.0
簡保資金	15,900	9.6	2.5
公営公庫資金	19,000	11.5	3.1
民間等資金	70,239	42.5	4.4
市場公募	19,400	11.7	14.8
縁故	50,839	30.8	1.1
合計	165,239		0.1

資料) 総務省ホームページより

た残存9年から10年未満のゾーンでは、大阪府債の発行時期の問題から神戸市債よりも対都債スプレッドは小さくでている。一定期間のデータの存在を必要とした本稿では、その他の残存年数では資料的制約があり、結果には以上のようなことを考慮した判断が必要である。

公募地方債の銘柄間格差についての要因分析を99年にも行った注)が、同分析では銘柄間格差の背景は「公募債残高」など流動性要因に影響を受けており、信用リスクについては明らかな影響は見取れなかった。しかし、今回の考察により、昨今着実に、銘柄間格差には地公体の財務内容が織り込まれてきたと言えるであろう。

注) 農中総研「地方債の金利構造」(農林金融 1999年3月号) 竹内久和・丹羽由夏

投資家サイドの変化

以上のように公募地方債の価格差に、各地公体の財務内容がある一定程度影響を示し始めてきた背景としては、投資家サイドの変化が考えられる。

2002年に入り4月までの間の動きとして、今年度の公募債発行計画が公表され(大阪府は対前年度比110%増)2002年度から公募地方債の大量償還期がはじまり、交付税削減に代表される地方財政制度改革の議論が活発化し、地方財政制度にかかわる不透明感が増している。さらに発行市場においてツーテーブル方式という、初めて地公体間での価格差が導入されたことも大きな環境変化である。このような中で、民間金融機関側にも、信用力に応じた金利設定が確実に意識されるようになり、現行制度下での地方債のデフォルトは想定しにくいものの、買い手となる金融機関等が地公体の財務内容について敏感になってきたということが指摘できる。これらの要因はどれも推測の域を出ないが、明らかに地方債の購入者サイドのスタンスになんらかの変化がおきているということが認められるであろう。

今後の公募債による資金調達

財投改革が進められている中、地方債資金における民間資金へのシフトは今後の大きな流れである。政府資金供給先であった郵貯・簡保についても、それらの資金が国の保証を前提として集めた資金であり、運用先として、今後も地方債は大きな役割を果たしていくことに間違いはない。しかし、公社化後は投資スタンスとして民間金融機関寄りの行動になることは容易に想像できる。つまり、量は確保できても質はかなり民間資金に近くならざるを得ないであろう。

このような中で、民間資金の公募債の役割は拡大しており、公募債による円滑な資金調達のための環境整備が急務である。すでに東京都など一部の団体については、投資家説明会などIR活動に積極的に取り組みつつある。総務省も公募地方債全体としてのIRに積極的に関与していく姿勢を見せている。

もちろん現行の国と地方との関係や財政制度全体を見る限り、地公体にデフォルトがありえないと考え、地公体間に信用力の格差がないとする総務省などの主張を否定するものではないが、明らかに投資家は地公体の財務内容にも目を向けてきている。

現在の流通市場での地公体間の価格差は無視できない事実である。流動性の確保を目的として、共同発行なども企画されているが、仮に地域で共同発行ということになっても、財務ランクで相当の差がある北海道と札幌市などは、財務内容にも反応を示す昨今の状況を前提にするに投資家に円滑に受け入れられる形で実現を図るには相当の工夫が必要となろう。4月より都債とその他の団体とを分けたツーテーブル方式が導入されたが、各地公体ごとの発行条件の設定が当面の課題となるであろう。(丹羽由夏)

注) 対都債スプレッド算出

- ・ 同じ年月に発行された東京都債とその他の団体との複利(日本証券業協会公表の基準気配値)との差を算出。
- ・ 残存9年以上10年未満のゾーンに複数の債券が存在する場合は、平均値を利用。