

金融市場

2002.10

潮流

木霊への恐れ 1

情勢判断

国内金融

デフレ圧力と危機管理的政策モードの綱引き ... 2

海外経済金融

赤字基調に転じた米国連邦政府財政収支 6

わが国の2002、2003年度改定経済見通し

総論10

所得・雇用環境16

民間個人消費17

民間設備投資18

公的固定資本形成19

外需20

民間住宅投資21

物価22

銀行経営23

米国経済24

今月の焦点

金融システム不安とペイオフ前面解禁の一部見直し ...25

米国における住宅ローン資出市場の変化と将来像 ...30

海外の話題

「中国返還後6年目に入った香港と今後の方向」 ...35

潮流

こだま おそ 木霊への恐れ

農林中金総研の刊行物に寄稿するのはこれで3度目である。今回も、金融とか経済の専門的な内容でなく恐縮している。

先日新聞を繰っていると、某週刊紙の発売予告の見出しに「しがみつき症候群」というのがあり、多少人生を考えるようになってきた小生にとって、なかなか意味深な文言として受けとめた。この週刊紙を読んだわけではないので、これから書くことは週刊紙のそれとはまったく無関係である。「しがみつく」とは「強くとりつく」の意（辞苑）である。問題は何にとりつくのかである。

この社会を構成しているのは、いろいろな形態の「組織体」であり、「個（人）」である。そして「組織体」は当然「個」が構成している。これら社会の構成員は何にとりつくのか。極めて乱暴に割り切って言えば、構成員の営み、生活が、「現在又は現在よりよくなる事」又は営み、生活に不都合が生じた場合「それを隠す事」であろう。「事」の内容は複雑であるが、わが国のような、先進国と称される国では、それが、制度、システムによって担保されていることが多い。多いというより、個人の基本的な人権を含め、営み、生活のすべての分野が制度、システムによって担保されていると言ってよい。社会の構成員が、この「事」にとりつくのは当然の対応ということであるが、「強くとりつく」ことになると、一般的にはその「強さ」の分だけ他が割をくうか、その制度、システムが社会における適応性を欠き、変革が求められている場合には、その変革が妨げられることになる。つまり、強くとりつく（しがみつく）ことは社会全体にとってマイナスまたは既得権維持につながる人が多い。

では、「組織体」内ではどうであろうか。社会全体とほぼ同様の状況が現出すると言ってよいのではない。ただ、組織体の場合、どのレベルであろうと、そのトップが「事」にしがみついた場合は、個にとってより身近かな分、深刻である。悪くすると、組織体の崩壊、ひいては営み、生活の危機に立ち至るからである。このようなトップ像を最近の不祥事報道でみると、露顕するまで脳天気というのが共通点といってよい。これは「現状又は現状よりよくなる事」が社会とか組織体にとってでなく、自分自身にとってということだからではないか。このことで、最近お会いした人（仮に甲という。）の、小生と共通の知人である組織のトップについての印象を語った言葉を思い出す。「眺望のよい立派な部屋で会ったんですが、あの人の目はどこも見てません。おそらく、人間が普段往来している道も、いろいろな命を育む黒々とした土も見えていないのではないのでしょうか。まさに、雲上の人。組織の人間はすべて下僕としか見ていない、強そうなものには阿ねり、保身のためには何でもやりそう。……元の彼はどこに行ってしまったのか。全く恐ろしい。……」このトップに属している組織体が現在表向き何かまずい状況になっているということではない。このようなトップを含めた組織体の姿をすべて分析できれば社会の実相に迫れるのですが、所詮、神のみぞ知る。

この甲の話聞きながら、私は何故か、若い頃訪れた屋久島の屋久杉に接したときの感動を記した一文を思い起こした。「……千年以下はこすぎで、やくすぎと呼ばれるのは千年を越えた樹齢のもの。屋久杉でなくても私は大木に接すると、何か非常に緊張する、身の引き締まる思いがする。

- 静かに対峙していると、色々なことを語りかけてくれるような気がする、ことがある。これは「大木」が風雪雨 - 自然の厳しさに耐えて年輪を刻んできた、その自信、威厳に打たれるからであろう。昔の人が「木霊」と書いたことが実感としてよく分かる。……」

木霊はおそらく、神同様の感性（先見性、創造力、想像分、判断力、理性の総合）をもつものとして畏れられたのであろう。

（理事長 高木 勇樹）

情勢判断

国内金融

デフレ圧力と危機管理的政策モードの綱引き

要 旨

株価の下落不安が強まるとともに、世界経済に先行き懸念が広がっている。日銀が世界の中央銀行史上に例の無い、銀行・保有株式の買い取りを決めたが、今後は、政府の総合デフレ策定が待たれる。本格的にデフレ対応の危機管理モードに入ったかの判断は、慎重に見る必要があるが、デフレへの安心感に乗り過ぎるリスクは認識する必要がある。

総合デフレ対策と相まって、業績改善の方向が中間決算発表時に確認されれば、株式市場の悲観論は修正されて一旦は反発に向かうと見ている。しかし、2003年度の業績展望が循環的にも不透明であるとともに、株式保有への意欲は低迷している。新証券税制の実施凍結と株式投資優遇の検討などが無い限り、反発力は小さい。

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	
	9月(実績)	12月(予想)	3月(予想)	6月(予想)	9月(予想)
無担コール 翌日物	0.067	0.001~0.01	0.001~0.01	0.001~0.01	0.001~0.01
TIBOR ユーロ円(3ヶ月)	0.0825	0.08	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	1.175	1.35	1.30	1.25	1.40
為替(円ドル)相場	121.79	120	115	120	120
日経平均株価	9,383.29	10,000	10,500	10,500	9,750

(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

イラクへの武力行使の可能性が高まるとともに、国内外の経済ファンダメンタルズへの先行き懸念が強まる中、デフレ進行と業績低迷の見方から債券高・株安の動きが続いた。

8月29日に、2001年6月末以来の1.2%割れとなった新発10年物国債利回りは、9月20日の国債償還を控え、前倒しの買入需要に伴う好需給も加わって、ジリジリと低下。9月12日には1.03%まで低下した(以後、債券利回りは日本相互証券調べ)。中期ゾーンの利回り低下も進み、5年債利回りは0.3%割れとなった。この債券買いの動きは、政・地債や低格付け社債にまで拡がり、利回りが低下した。

一方、東京株式市場は、ニューヨーク(NY)株式市場の軟調に、持合解消売りおよび信用買いの期日到来が需給面の悪材料となり、さらに売り仕掛けを巻き込んで下落。9月4日にはザラバで日経平均株価が19年ぶりの9,000円割れとなった(同日の終値は戻して

9,075円09銭)。9月9日からの週では落ち着きをとり戻し、4日小幅続伸となったが、下落不安は残ることとなった。

このような中、9月18日引け際に日銀・金融政策委員会が銀行保有株の買い取り方針を発表。この世界の中央銀行史上に前例の無い危機対応策の決定を受けて、株の買い戻し、債券売りが起こった。

図1 足元の株価、国債利回りの動向

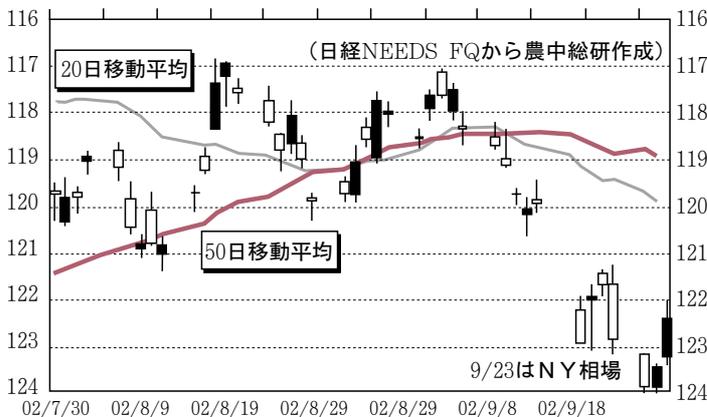


しかし、買い戻しなどから株価は反発したのも19日まで。NY株式相場の下落から軟調に転じており、今後のデフレ対策と企業業績の動向をにらんだ展開となっている。

また、債券相場も、20日の10年国債入札の未達・札割れで下落。10年物国債利回りは1.30%まで上昇したが、3連休明けは買い直されている。

ドル円相場は、116～120円/ドルの狭いレンジでのみ合いが続いた後、円安に動き、テクニカル的にも円高の可能性が後退。ファンド筋の動きにおいても、シカゴIMMで円の買い・ロングポジションが4月末以来、初めて売り・ショートポジションに変わった。これに日銀の株式買い取り発表が日銀の資産劣化観測につながり、円売りが進んで、23日のNY外為市場では124円台に一時入った。また、ユーロが堅調に推移したことから、ユーロ円相場でも円が軟化。一時月末にかけては円高方向に戻して越月。99年8月以来の120円/ユーロを突破した(図2)。

図2 東京外国為替市場のドル・円相場推移
(逆日盛: 円/ドル)



(週次の詳しい金融市場や経済指標の動向は、当社HPの「Weekly 金融市場」を参照されたい)

金融市場の見通しと注目点 債券相場 = デフレ圧力と危機管理的モードの両睨みが必要

8月以降の債券利回り低下の背景には、決済性預金導入の決定で銀行の債券売却懸念が後退したことや小泉内閣が財政再建に傾斜したスタンスで14年度予算編成を進める方向を示したことなどとともに、デフレ進行観測のもとで、有力ストラテジストによる債券買い推奨が一因としてあったと思われる。

確かに、外需主導で好転してきた日本経済にとって、米国経済の変調は景気失速の懸念を高

めた。足元でも、米国では8月の住宅着工や鋳工業生産が前月比で減少。消費者や企業のセンチメント・心理の悪化は止まっていない。また、イラクへの武力行使が世界経済に及ぼす心理的収縮効果は大きい。

これらの不安要素は、今後もスッキリとは払拭されないだろう。米国を中心にした先進国の年末年始の消費動向をにらんだ展開が続く。

しかし、日銀の株式買い取り決定で、デフレ対策は新たな段階に入りつつある。小泉内閣は、投げ返されたボールに対して、断乎とした対応を実効性のある政策として提示する責任がある。迅速な対応を怠れば、責任は重い。

総合デフレ対策への市場の期待値は当然高い。不良債権処理の加速は、経営悪化銀行の処理と公的資金再投入がワンセットとすることが課題となる。また、最低限の景気対策もあり得る。

これによって、危機管理的な政策対応として、財政悪化を度外視した政策となる可能性もある。

当面はデフレ環境が強く、金融緩和の方向に変わりはないものの、デフレへの安心感に乗りすぎるリスクが債券相場に大きくなっているのではなかろうか。国内の構造的デフレ圧力と危機管理的対応の段階に入りつつあるデフレ対策を両にらみするスタンスが求められつつある、と思われる。

株式相場 = 株式保有の忌避構造の打開が必要

日銀の銀行保有株の買い取り、および長期保有は、需給の面での効果は大きいとしても、それだけで株価反発が期待できるわけではない。

04年9月中間決算を目標に基本的自己資本(Tier 1)以内に銀行の株式保有を圧縮する規制において、大手行が圧縮する必要額は、02年3月期末で8兆円強(表2)。今期は4.8兆円程度の売却が予定されており、日銀への直接売却で市場需給の悪化が緩和されることは間違いないが、株価の反発は、政府のデフレ対策の実効性ととも、業績失速の懸念が薄まるか、にかかっている(④)また、税制上、現行の繰越欠損期間:5年の延長がないと、売却損計上で繰り延べ税金資産が目減りが大きくなることから、株式売却が抑え気味にならざる得なくなる。こ

の面での改正も併せて必要。)

業績予想の下方修正が、6月以降、為替の円高進行も加わって増加していることは確かである。アナリスト予想の下方修正率(下方修正数

から PER の逆数である益利回りを差し引いた差であるイールド・レシオは、国債利回りが1%前半にあるのに対し、益利回りが5%となっていることから、今や約4%までマイナス幅

表2 銀行の基本的自己資本と保有株 (億円)

2002/03期	みずほ HD	三菱東京 FG	UFJ	りそな	三井トラスト HD	三井住友銀行	住友信託	合計	(注)みずほアセット
自己資本比率 (BIS規準)	10.56	10.30	11.04	8.76	10.59	11.50	10.84	-	10.99
基本的項目 (Tier1)	50,291	31,811	28,528	12,703	5,478	39,272	7,236	175,319	2677
株式保有額	67,081	49,731	42,482	18,388	12,968	55,954	10,187	256,791	5,037
株式保有-Tier I	16,790	17,920	13,954	5,685	7,490	16,682	2,951	81,472	2,360

NEEDS FQおよび各社ディスクロージャー誌等から農中総研作成 (注)連結ベース。株式保有額は一部、時価のある株式を使用

上昇している。

しかし、利益予想水準が大きな落ち込みを見せているわけではない。ドル円相場での円上昇に伴って為替前提は修正されたが、今後の業績に与える影響は、ユーロ円、対アジア通貨での為替の安定から限定的である。10月下旬から本格化する9月中旬決算の発表が視野に入ってくるが、業績計画の達成、未達を織り交ぜながら改善方向は確認されるだろう。コスト削減効果が主因となろうが、2002年度の増益シナリオの確度が高まると見る。株価下落によって、株価収益率(12ヶ月先利益予想に基づくPER)は20倍を割り込んでおり、業績改善の方向性が確認できれば、一旦は反発することを予想する。

2003年の年明け以降は、循環的回復局面の終了リスクを織り込みにかかることが考えられ、業績のピークアウトをにらんだ神経質な展開が続くだろう。

とはいえ、日本の株価に対しての悲観論の修正は容易ではない。その証左の一つが、イールド・レシオの傾向的な低下である。国債利回り

このイールド・レシオのマイナスが示す日本経済への先行き懸念と株式保有への忌避を打開する方策が必要である。まず、個人投資家の投資意欲を冷え込ませる懸念が大きい「新証券税制」の実施を凍結するとともに、早急に株式投資への優遇措置への検討に入るべきだろう。それと併せて、経済再生への規制緩和拡大や新技術育成への戦略推進も必要であろう。このような対応が無ければ、需給悪が中期的に残ることから、上値は限定的だろう。

為替相場については、米国・中間選挙(11月5日が総選挙日)後も、ドル安政策観測は市場に根強いだろう。

米国当局にドル安政策を取る意識は無いと見られることから、大幅な円上昇は無いだろうが、日本の経済・金融システムの方向(悪化 好転)と米国のドル高修正圧力の綱引きで、相場は変動しよう。基本的な想定レンジは、115~125円/ドルを継続する。

(02.09.26 渡部)

図3 予想PERとイールドレシオ推移



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			その他			
	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	NYダウ工業株30種 平均終値	ナスダック 株価指数	米国財務省証券10年物国債利回り	NY 金先物価格・期近	NY WTI原油先物価格・期近
02/7/29	1.360	138.85	1.523	0.47	0.002	0.0900	0.0681	0.1008	119.11	119.18	119.70	0.9805	0.979	9,666.67	951.91	8,711.88	1,335.25	4.39	302.4	26.55
02/7/30	1.345	138.99	1.511	0.46	0.002	0.0875	0.0669	0.1000	119.74	120.12	120.20	0.9835	0.987	10,003.72	974.96	8,680.03	1,344.19	4.29	303.7	27.36
02/7/31	1.315	139.35	1.481	0.45	0.001	0.0858	0.0681	0.1000	119.82	119.85	119.90	0.9775	0.981	9,877.94	965.00	8,736.59	1,328.26	4.20	305.2	27.02
02/8/1	1.305	139.36	1.481	0.44	0.002	0.0833	0.0669	0.1000	119.82	119.75	119.30	0.9845	0.985	9,793.51	958.59	8,506.62	1,280.00	4.33	306.0	26.47
02/8/2	1.300	139.60	1.461	0.43	0.001	0.0825	0.0069	0.1000	118.94	118.95	118.95	0.9865	0.987	9,709.66	955.81	8,313.13	1,247.92	4.30	309.0	26.84
02/8/8	1.270	139.96	1.431	0.41	0.002	0.0808	0.0663	0.0975	120.80	120.15	121.00	0.9670	0.969	9,799.57	959.98	8,712.02	1,316.52	4.39	312.2	26.67
02/8/9	1.260	140.16	1.415	0.41	0.002	0.0800	0.0656	0.0950	120.82	121.05	120.10	0.9705	0.973	9,999.79	980.79	8,745.54	1,306.12	4.25	316.0	26.86
02/8/12	1.255	140.25	1.408	0.40	0.002	0.0792	0.0663	0.0942	119.69	119.90	119.05	0.9790	0.978	9,747.82	959.90	8,688.89	1,306.84	4.21	315.8	27.86
02/8/13	1.285	140.05	1.424	0.42	0.001	0.0792	0.0681	0.0942	119.24	118.90	118.45	0.9835	0.978	9,688.61	954.88	8,482.39	1,269.28	4.08	315.9	27.90
02/8/14	1.270	140.40	1.396	0.40	0.001	0.0783	0.0675	0.0942	117.35	117.05	117.30	0.9800	0.987	9,638.41	952.55	8,743.31	1,334.30	4.11	313.5	28.15
02/8/15	1.265	140.38	1.397	0.40	0.002	0.0775	0.0675	0.0933	116.91	117.55	117.35	0.9820	0.980	9,795.57	961.74	8,818.14	1,345.01	4.18	316.1	29.06
02/8/16	1.280	140.30	1.404	0.40	0.002	0.0767	0.0675	0.0925	117.59	117.60	117.70	0.9850	0.982	9,788.13	961.12	8,778.06	1,361.01	4.32	315.4	29.33
02/8/19	1.260	140.43	1.393	0.39	0.002	0.0758	0.0675	0.0925	118.21	117.90	118.60	0.9760	0.977	9,599.10	944.41	8,990.79	1,394.54	4.28	307.7	29.84
02/8/20	1.260	140.33	1.401	0.39	0.002	0.0758	0.0663	0.0925	118.80	119.00	118.90	0.9790	0.976	9,620.69	945.63	8,872.07	1,376.59	4.14	310.4	30.11
02/8/21	1.245	140.46	1.391	0.39	0.002	0.0750	0.0650	0.0925	118.04	118.10	118.55	0.9805	0.981	9,642.41	947.37	8,957.23	1,409.25	4.20	309.3	29.24
02/8/22	1.285	140.54	1.384	0.38	0.002	0.0750	0.0650	0.0917	119.01	119.00	119.90	0.9690	0.973	9,814.02	961.01	9,053.64	1,422.95	4.31	308.3	28.84
02/8/23	1.260	140.70	1.371	0.37	0.002	0.0750	0.0650	0.0917	119.88	120.05	119.60	0.9730	0.973	9,867.45	963.28	8,872.96	1,380.62	4.24	308.3	28.63
02/8/26	1.235	140.75	1.367	0.37	0.002	0.0750		0.0917	119.73	119.68	119.75	0.9715		10,067.74	981.22	8,919.01	1,391.74	4.21	311.0	29.28
02/8/27	1.215	140.95	1.351	0.36	0.002	0.0750	0.0656	0.0917	119.06	118.85	118.15	0.9835	0.980	9,907.30	962.84	8,824.41	1,347.78	4.28	313.9	28.83
02/8/28	1.240	140.87	1.357	0.37	0.002	0.0750	0.0663	0.0917	118.56	118.40	118.70	0.9790	0.981	9,766.73	953.92	8,694.09	1314.38	4.21	310.9	28.34
02/8/29	1.190	141.31	1.322	0.35	0.002	0.0758	0.0669	0.0900	117.72	118.85	118.15	0.9850	0.985	9,620.14	937.67	8,670.99	1335.77	4.13	314.4	28.92
02/8/30	1.175	141.30	1.323	0.35	0.002	0.0742	0.0644	0.0883	117.97	117.95	118.35	0.9820	0.981	9,619.30	941.64	9,663.50	1314.85	4.13	313.9	28.98
02/9/2	1.160	141.40	1.315	0.35	0.002	0.0733	0.0644	0.0875	118.45	118.70			0.985	9,521.63	930.36					
02/9/3	1.180	141.22	1.329	0.35	0.001	0.0733	0.0625	0.0875	117.62	117.95	117.15	0.9970	0.997	9,217.04	904.24	8,308.05	1263.84	3.96	315.0	27.79
02/9/4	1.185	141.05	1.343	0.35	0.002	0.0725	0.0644	0.0875	117.62	117.30	118.00	0.9925	0.994	9,075.09	886.39	8,425.12	1292.31	3.96	316.5	28.27
02/9/5	1.180	141.12	1.337	0.35	0.002	0.0725	0.0650	0.0875	117.49	118.05	118.35	0.9915	0.992	9,222.12	904.05	8,283.70	1251.00	3.92	319.8	28.98
02/9/6	1.120	141.60	1.299	0.33	0.002	0.0725	0.0650	0.0875	118.29	118.55	118.55	0.9820	0.985	9,129.07	894.33	8,427.20	1295.30	4.01	321.5	29.61
02/9/9	1.120	141.62	1.297	0.33	0.002	0.0725	0.0644	0.0875	118.73	118.55	118.55	0.9795	0.982	9,306.26	907.85	8,519.38	1304.60	4.06	322.8	29.73
02/9/10	1.075	142.01	1.266	0.32	0.002	0.0725	0.0644	0.0875	119.12	118.55	119.90	0.9755	0.974	9,309.31	912.61	8,602.61	1320.09	3.99	319.4	29.73
02/9/11	1.045	141.39	1.316	0.32	0.002	0.0725	0.0644	0.0875	119.75	119.80	120.30	0.9760	0.973	9,400.08	917.10	8,581.17	1315.45	4.06	318.1	29.77
02/9/12	1.030	141.47	1.309	0.32	0.002	0.0725	0.0644	0.0875	120.04	120.18	120.05	0.9820	0.978	9,415.23	920.63	8,379.41	1279.68	3.96	320.4	28.85
02/9/13	1.030	141.23	1.329	0.33	0.002	0.0725	0.0656	0.0875	119.90	119.77	121.80	0.9720	0.978	9,241.93	908.41	8,312.69	1291.40	3.91	318.1	29.81
02/9/16							0.0656				122.25	0.9690	0.972			8,380.18	1275.88	3.91	318.5	29.67
02/9/17	1.055	141.25	1.327	0.34	0.002	0.0717	0.0669	0.0875	122.91	122.75	121.95	0.9745	0.970	9,546.94	932.42	8,207.55	1259.94	3.81	318.2	29.08
02/9/18	1.160	139.26	1.489	0.41	0.002	0.0717	0.0656	0.0875	121.94	121.95	121.45	0.9780	0.978	9,472.06	927.79	8,172.45	1252.13	3.84	321.8	29.48
02/9/19	1.180	140.20	1.412	0.36	0.001	0.0717	0.0650	0.0875	121.68	121.70	121.45	0.9865	0.983	9,669.62	943.16	7,942.39	1216.45	3.77	323.9	29.50
02/9/20	1.300	139.48	1.471	0.41	0.002	0.0708	0.0644	0.0875	122.84	122.70	123.30	0.9820	0.984	9,481.08	926.78	7,986.02	1221.09	3.78	323.2	29.61
02/9/23							0.0650				123.95	0.9780	0.984			7,872.15	1184.93	3.69	324.1	30.71
02/9/24	1.275	139.58	1.462	0.41	0.002	0.0708	0.0631	0.0875	123.44	123.65	123.30	0.9815	0.981	9,321.64	916.04	7,683.13	1182.17	3.64	327.2	30.77
02/9/25	1.230	140.16	1.415	0.39	0.001	0.0708	0.0650	0.0875	122.39	122.55	122.90	0.9765	0.979	9,165.41	900.85	7,841.82	1222.29	3.74	323.6	30.64

(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

赤字基調に転じた米国連邦政府財政収支

要 旨

米国連邦政府財政においては、98 会計年度から黒字を続けてきた財政収支が、2002 会計年度に赤字に転じることが確実となった。イラクへの武力行使に伴う国防支出拡大の可能性や新たな景気対策が論議されている状況を踏まえれば、今後の財政赤字が現時点での行政・議会の専門機関の想定を上回ることも考えられる。今後財政規律建て直しによる財政赤字縮小の道筋が明確に見えてくるか否かが、今後の米国経済の信認と関わってくる。

90 年代後半における財政好転の背景

米国の連邦財政赤字は表 1 のとおり、92 会計年度の 2,904 億ドルをピークに縮小した(注)。98 年度には収支が黒字に転じ、2001 年度まで黒字が続いた。ここで 93 年度以降の財政収支好転の背景を歳入・歳出別に分けると、次のとおりである。

まず歳入面では、個人所得税の増加があげられる。所得税の伸びは、単に所得の増加に比例したのではない。所得額が多いほど高い税率が適用される累進課税の構造において、より高

い税率が適用される個人が増えたこと、また高額所得者の所得の伸びが大きかったこと、即ち実効税率が上昇したことが税収増加に大きく寄与した。さらに、95～2000 年にかけては株価上昇によるキャピタルゲインの増加が税収増加に大きな影響をもたらした。OMB(行政管理予算局)の推定によれば、キャピタルゲインに伴う税収は 1995 年度には 400 億ドルであったが、2000 年度には 1,180 億ドルと約 3 倍となった。

次に歳出面では、第一に冷戦終結により国防費支出の伸びが鈍化したことである。90 年代において、国防支出の対名目 GDP 比率は低下傾

表 1 米国連邦政府財政収支実績・OMBの見通し (単位：億ドル、%)

会計年度	歳 入			歳 出			財政収支		連邦総負債残高	
	前年度比	対GDP比		前年度比	対GDP比		対GDP比			
実 績	1991	10,550	2.2	17.8	13,244	5.7	22.3	▲2,694	▲4.5	27,633
	1992	10,913	3.4	17.5	13,817	4.3	22.2	▲2,904	▲4.7	30,664
	1993	11,544	5.8	17.6	14,095	2.0	21.5	▲2,551	▲3.9	33,195
	1994	12,586	9.0	18.1	14,619	3.7	21.1	▲2,033	▲2.9	35,082
	1995	13,518	7.4	18.5	15,158	3.7	20.7	▲1,640	▲2.2	36,801
	1996	14,531	7.5	18.9	15,606	3.0	20.3	▲1,075	▲1.4	38,052
	1997	15,793	8.7	19.3	16,013	2.6	19.6	▲ 220	▲0.3	38,408
	1998	17,218	9.0	19.9	16,526	3.2	19.1	692	0.8	37,861
	1999	18,275	6.1	20.0	17,019	3.0	18.7	1,255	1.4	36,955
	2000	20,252	10.8	20.8	17,888	5.1	18.4	2,364	2.4	34,661
見 通 し	2001	19,910	▲1.7	19.8	18,639	4.2	18.6	1,271	1.3	33,393
	2002	18,674	▲6.2	17.8	20,325	9.0	19.4	▲1,650	▲1.6	35,290
	2003	20,290	8.7	18.4	21,382	5.2	19.3	▲1,090	▲1.0	36,550
	2004	21,693	6.9	18.6	22,169	3.7	19.0	▲ 480	▲0.4	37,130
	2005	23,512	8.4	19.1	22,979	3.7	18.7	530	0.4	36,690
	2006	24,505	4.2	18.9	23,901	4.0	18.5	600	0.5	36,220
	2007	25,665	4.7	18.8	24,829	3.9	18.2	840	0.6	35,460

資料 OMB"Mid-Session Review, Budget of the United States Government, Fiscal Year 2003" (2003年7月15日)

(注) 財政収支の見通しは10億ドル単位での公表

向であった(図1)。

第二に、90年予算執行法(Budget Enforcement Act of 1990)において創設されたPAY-AS-YOU-GO条項(新たな歳出増加・歳入減少措置をとった場合は、それを相殺する同額の歳出減少・歳入増加が必要)、及び裁量的支出に対する支出上限額の設定(毎年の支出増加率を物価上昇程度にとどめ、それを上回る場合には一律削減措置を採る)が効果を発揮したことである。



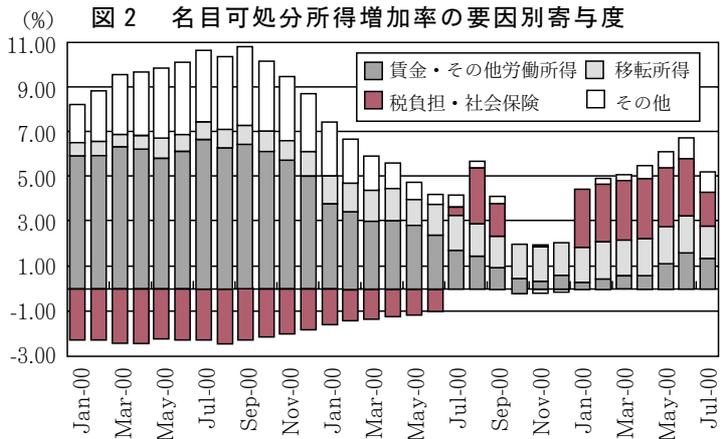
財政を巡る環境悪化

表2のとおりOMB(行政管理予算局)、CBO(議会予算局)によれば、2002、2003会計年度の財政収支は赤字となることが見込まれている。

収支赤字化の要因を歳入・歳出別に分けると次のとおりである。まず歳入面では、第一に、景気後退により個人所得税が伸び悩んだこと、株価下落によりキャピタルゲインを通じた所得押し上げ効果がなくなったことがあげられる。第二に、2001年6月に成立したブッシュ減税(EGTRRA)の適用である。この減税においては、従来所得税に適用される最低税率が28%であったのに対し、10%の最低税率ブラケット(階層)を新規に設置し(2001年1月1日からの

表2 米連邦政府財政収支見直し比較 (10億ドル単位)

	行政予算管理局 (OMB)	議会予算局 (CBO)
2002年度財政収支	▲165	▲157
2003年度財政収支	▲109	▲145
見直し時点	2002年7月15日	2002年8月27日



逃及適用)、さらに上の各ブラケットの税率を2001年7月1日から2006年1月1日にかけて段階的に引き下げる方向で組み直した。まず、第一段階の減税措置により、2001年の7月から9月にかけて順次全米8,500万の納税者に減税分の小切手が送付された。また2002年1月からは第二段階の税率引き下げが行われた。これらの措置により個人所得税は減税前対比で、2001年には440億ドル、2002年には520億ドル軽減されることとなった。図2が示すとおり、この所得税減税は、賃金等労働所得の伸び悩みを補う形で家計の可処分所得を下支えした。しかし反面、これが最近の税収減少の一因となった。

次に歳出面では、第一に、2002年3月に成立した景気刺激パッケージ(Job Creation and Worker Assistance Act)に伴う支出増加があげられる。この措置により、失業保険受給期間を13週間延長する等の措置がとられた。第二に、その他の支出増加要因がいくつか出てきたことである。同時多発テロ事件を契機に、国防支出や交通関連支出(航空管制やハイウェイ等)の伸びが著しい。2003年度の支出増加額のうち4割が国防費増加である。また2002年5月に成立した農業保護・地域投資法も、農業への補助金増加という形で支出増加をもたらすものである。

財政収支を下振れさせる要因

OMBやCBOの財政収支見直しは、経済成長率にある一定の前提を置いて計算されている。例えばOMBの場合、2003~12年の実質経済成長率平均を3.2%としている。また税制や政府

支出に関する政策変更は想定されていない。実際の経済成長率が当初前提を下回れば、予定した税収が上がらず財政赤字が当初予定よりも大きくなることは言うまでもないが、政策変更が財政赤字を拡大させる、あるいは黒字への転換を遅らせるという不確定要素を念頭に置かねばならない。

最も差し迫った不確定要素は、イラクに対する武力行使の可能性とそれに伴う国防支出の拡大である。リンゼー補佐官によれば、戦争のコストは 1,000~2,000 億ドルとみているということだが、実際のところ武力行使の期間や物資投入量が戦争の状況に大きく左右されるため、現時点で確度が高い支出額を見積もることは困難である。

2003 年度の極力早い時期に、投資減税を中心とする新たな景気対策を行うべきとの主張がある。その内容においては、キャピタルゲイン課税に係る税率軽減、退職者年金勘定（IRAs）及び確定拠出型年金（401K）への拠出金に係る非課税枠の拡大、株式配当への二重課税撤廃、ネットキャピタルロス控除限度引き上げが中心になっている。ブッシュ大統領が最も熱心に推奨しているのは最後のネットキャピタルロス控除限度引き上げであるが、これは個人投資家の投資損の枠を現行の 3,000 ドルから 2 万ドルまで引き上げるというものである。これに対しては、控除限度引き上げの恩恵を受けるのが高所得者中心である等の批判もある。しかし株価が大幅に下落し損失を計上した投資家が増加していることもあり、この措置に関する議論は注目されている。仮にこれら投資減税等景気対策が実現した場合、財政収支は現在の見積もりよりも悪化することになる。

さらに今後長期的に支出構造に影響を及ぼす要因であるが、前述の PAY-AS-YOU-GO 条項と裁量的支出に対する支出上限額の設定という財政規律を維持する仕組みが、2002 年 9 月 30 日をもって期限切れとなり、現在のところ更新の見通しが立っていないことが懸念されている。FRB のグリーンズパン議長も 9 月 12 日の上院での証言で、以下のように財政規律喪失の可能性につき懸念を示した。「これら財政規律を維持する仕組みが失われることは、重大な過ちとな

るだろう。もし明確な方向性と建設的な目標がなければ、ともすれば財政赤字拡大方向に傾く政治的バイアスに流されてしまう。我々は、政府支出の拡大及び税制上の恩典の導入・拡大はたやすいものの、それらが一旦選挙区の既得権益になってしまえば縮小・廃止は至難の業である、ということ認識している。」

最後に 8 年後の話となるが、前述のブッシュ減税においては、殆どの項目の減税適用期間は 2010 年 12 月 31 日までで、特段の変更措置が講じられなければ、その後は税率が減税前（2001 年 7 月以前）に戻り、最低税率ブラケット（10%）は消滅する。しかし、2011 年 1 月から突然増税が実際に生じることは経済の安定性の観点から望ましくないという理由で、ブッシュ政権は主要減税項目の恒久化を主張している。現在上院で多数党を占める民主党はブッシュ減税の恒久化に反対しており、財政状況が悪化している現状で早急な恒久化は難しいという見方も少なくない。しかし減税の恒久化や税率の激変緩和措置が採用されれば、予定通りの財政収支改善が実現しないこともありうる。

このように、OMB や CBO の直近の財政収支見通しにおいて想定していない不確定要素は少なくない。景気対策・武力行使遂行と財政規律のバランスをどう保つかは難しい問題であり、これら財政運営上の課題について方向性が見えるまでには時間を要するであろう。本格的な議論は、2002 年 11 月の中間選挙以降となろう。

財政赤字拡大のマクロ経済への影響

昨年の景気後退に伴う所得税減税や、同時多発テロ事件後の対策としての国防支出・交通関連支出の一時的増加の結果として、2002 年度の財政収支がある程度赤字になることは致し方ない。重要な点は今後、経済が予測通り成長していくか、政策面での財政赤字を縮小させる道筋がみえてくるかである。80 年代においては「双子の赤字」、即ち経常赤字・財政赤字の拡大により長期金利が高止まり、民間投資が抑制されるクラウディングアウトが発生し、米国経済全般に対する信認が低下した。現在、米国の経常赤字は過去最高記録を更新中であり、財政収支の赤字への転落は「双子の赤字」再来を意味す

る。もし今後財政規律建て直しによる財政赤字縮小の見通しが明らかにならなければ、80年代同様に経済ファンダメンタルズへの信認が揺らぐことになる。

また財政赤字の拡大により、連邦政府の債務である国債残高が増加に向かう。財務省は、財政収支が黒字転換した98年度前後より、国債の買戻しを進めるようになった。図1によれば、連邦政府総債務残高は97年度の3兆8,408億円をピークに2001年度には3兆3,393億円まで縮小した。しかしOMBの見通しによれば、今後連邦総債務残高は2004年度までは増加を続ける。米国においては、国債発行による資金調達の多く

を外国に頼っているため、海外資金を引き寄せるために金利を高めに維持する必要性に迫られる可能性もある。仮に長期金利が上昇した場合、多額の債務を抱える個人や企業の金利支払負担が高まるうえ、株価にもマイナスの影響が及ぶなど、経済全体の不安定性が高まる。これを避けるためにも、景気回復を軌道に乗せ、財政規律を引き締めることで赤字縮小の道筋を早めに示すことが必要と思われる。

(注) 米国の財政年度は前年の10月から当年の9月まで。

(永井 敏彦)

わが国の2002, 2003年度改訂経済見通し(2002年9月)

総論

停滞感の中の低空飛行続く

～ 2002年度下半期に低空飛行ながら成長プラスへ。

2003年度後半は循環的にも下降リスクあり～

2002年度下半期見通しについて = 低空飛行続くが、失速には至らず

内外ともに需要の変調懸念が生じている。輸出の拡大が一服する局面にあり、米国をはじめ先行き需要への警戒感から、足元では電機産業を中心に受注低迷の傾向が見られる。また、夏季賞与や所定内給与の減少など所得環境の悪化に天候不順要因が加わり、夏場の民間最終消費は不調であった。これらに内外株価の下落が重なり、停滞感を増幅している。

2002年度下半期の再下降のリスクには注意を要しよう。内外株価の下落・低迷が続き、対イラク武力行使等国際紛争などによって世界的に景況感・心理面の下ブレが生じれば、消費マイノリの悪化が消費需要を低迷させ、企業の設備投資を慎重化させる可能性がある。

しかし、夏場の変調は一時的要因が多く、このまま景気失速には至らないと考えている。2002年度下半期の民間需要は、低空飛行が継続し停滞感が払拭されるわけではないが、年末にかけて賃金は下げ止まると見られることや、在庫積み増しが加わり再び需要も改善に向かうと考えられる。これらから民間最終消費支出や民間設備投資が緩やかながら増加するとともに在庫増加が補って、GDPは前半期比：+0.4%、前年同期比でも+0.8%のプラス成長になると見込む。なお、人事院勧告による公務員給与削減を含め、冬季賞与の動向には注意を要する。現段階では真水効果を伴う補正予算策定は想定していない。

2003年度見通しについて = デフレ的政策メニューと循環的後退リスク

2003年度前半は、循環的回復の要素が強いが、後半には不透明感が残る。

2002年度下半期の景気回復を受け継いで、雇用環境の改善と企業業績の回復がプラスに作用すると見込まれる。これによって、2003年度上半期は、個人消費面で社会保険制度や税制の変更に伴う負担増等がマイナス要素として働くリスクがあるものの、民間最終消費と民間設備投資は増加を持続すると予想する。

2003年度後半には世界的にIT関連需要の盛り上がり等が無いと、循環的にも景気下降のリスクが出てくるだろう。

外需寄与は、輸入の伸びが輸出を上回り、マイナスに転じる。また、2003年度当初予算は公共事業関連予算が2002年度に続き減額(概算要求段階では3%減)される歳出抑制型予算を想定し、公的資本形成の減少が続くと見込む。また、政府最終消費も公務員給与や医療費の抑制、および公的資本減耗の伸びの鈍化などから伸び率が低下しよう。

デフレ = 2003年度も消費者物価の安定的ゼロ%超過は予想せず

当局のデフレ対応策が注目されるが、構造的需給ギャップ(当社推定：GDPの約5%)や規制緩和での競争圧力、技術革新の成果が重なってデフレ環境は根強い。2003年度中も消費者物価が安定的にゼロ%を上回る局面までには至らないと見ている。また、原油を含む国際商品市況の上昇も、消費者物価の最終段階まで届きにくい状況が続こう。したがって、ゼロ金利政策の変更は無いと予想している。

しかし、財価格の下げ止まり、安値輸入品の一巡の可能性、コストの削減余地の縮小などから、消費者物価の下落率は2003年度には縮小に向かうと予想する。

GDPデフレ - タ - もマイナスが継続すると予想するが、同様に縮小に向かう。2002年度はデフレーターが0.7%で名目GDPも0.6%のマイナス成長が続くと予想するが、2003年度にはデフレーターマイナス幅が0.2%に縮小することから、名目GDPもわずかながらプラス成長(+0.5%)に転じると予想する。

表 2002・2003年度 国内経済見通し

(前期比)

	単 位	2001年度	通 期	2002年度				2003年度 通 期
				上半期		下半期		
				4~6月期	7~9月期	4~6月期	7~9月期	
実質GDP	%	▲1.9	0.1	0.5	0.6	▲0.3	0.4	0.7
国内民間需委	%	▲1.4	▲0.4	▲0.1	0.4	▲0.3	1.6	0.8
民間最終消費支出	%	1.1	1.1	0.4	0.3	▲0.2	1.1	0.5
民間住宅	%	▲8.0	▲2.3	▲1.4	▲0.8	1.0	▲1.5	▲1.1
民間企業設備	%	▲4.8	▲3.5	▲2.1	▲0.4	▲1.5	3.5	2.3
国内公的需要		▲0.2	▲0.0	0.8	▲0.1	1.8	▲2.5	0.4
政府最終消費支出	%	2.7	1.5	1.0	0.6	0.6	▲0.1	1.4
公的固定資本形成	%	▲6.7	▲4.6	0.8	▲1.9	4.5	▲9.2	▲2.7
財貨サービスの純輸出	10億円	10064.8	12141.4	12695.6	14032.7	11358.5	11587.2	12174.4
輸 出	%	▲8.3	6.6	6.6	5.7	▲3.0	1.1	2.1
輸 入	%	▲4.7	3.5	3.6	2.6	2.0	3.8	2.6

(前年同期比)

	単 位	2001年度	通 期	2002年度				2003年度 通 期
				上半期		下半期		
				4~6月期	7~9月期	4~6月期	7~9月期	
実質GDP	%	▲1.9	0.1	▲0.6	▲0.8	▲0.4	0.8	0.7
国内民間需委	%	▲1.4	▲0.4	▲2.1	▲2.6	▲1.8	1.4	0.8
民間最終消費支出	%	1.1	1.1	0.7	0.8	0.7	1.5	0.5
民間住宅	%	▲8.0	▲2.3	▲1.7	▲2.9	▲1.1	▲2.8	▲1.1
民間企業設備	%	▲4.8	▲3.5	▲8.1	▲8.4	▲7.6	1.3	2.3
国内公的需要		▲0.2	▲0.0	1.7	1.2	2.3	▲1.8	0.4
政府最終消費支出	%	2.7	1.5	2.2	2.1	2.2	0.9	1.4
公的固定資本形成	%	▲6.7	▲4.6	0.1	0.0	1.9	▲9.3	▲2.7
財貨サービスの純輸出	10億円	10064.8	12141.4	12695.6	14032.7	11358.5	11587.2	12174.4
輸 出	%	▲8.3	6.6	5.5	5.6	5.6	7.7	2.1
輸 入	%	▲4.7	3.5	▲0.4	▲1.5	2.2	7.5	2.6

国内卸売物価 (前年比)	%	▲1.1	▲0.7	▲1.1	▲1.2	▲1.1	▲0.4	▲0.2
総合消費者物価 (")	%	▲0.8	▲0.6	▲0.8	▲0.9	▲0.7	▲0.5	▲0.2
経常収支	兆円	11.9	12.3	6.8	3.8	3.0	5.5	11.8
貿易収支	兆円	9.1	10.7	6.0	3.4	2.6	4.7	10.8
為替レート	ドル/円	125.1	121.3	122.5	127.1	118.0	120.0	122.5
通関輸入原油価格	ドル/バレル	23.7	25.9	25.9	25.3	26.5	26.0	27.5

(注) 消費者物価は生鮮食品を除く全国。2001年度と02年度4~6月期は実績。予測値は当総研による。

1. 財政金融政策の前提

財政に関して、10月末を目途に策定されるデフレ総合対策の内容次第では、2002年度補正予算の編成が必要となるが、現時点では公共投資の追加は想定していない。

2003年度当初予算では、「前年度（2002年度一般歳出規模47.5兆円）を下回る」という考え方にしたがって歳出予算は編成され、公共投資関係費は2002年度対比 3%減の削減を見込む。税制改革によって法人税等の先行減税によって投資促進効果が期待される一方、配偶者特別控除や特定扶養控除の廃止等の増税策が打ち出されており、社会保険制度改革での負担増と併せ、家計への圧迫が懸念される。

政府消費支出については、公務員の人数純減と給与単価・期末手当等の削減、医療費抑制（自己負担引き上げによる受診減少等）、一般経費削減の政府方針および公共投資減少に伴う公的資本減耗の低迷に基づき、2002年度に続き2003年度も伸びの低下を見込む。

金融政策では、日銀が銀行保有株の買取方針を決めたが、国債買い切りオペの増額（現状月額1兆円）等の緩和策のほか、非伝統的金融手段への取り組み期待が継続しよう。

また、ペイオフ完全解禁の延期論の決着を別としても、決済性預金の完全保護化によって、懸念されていた金融機関間の流動性預金のシフト・リスクは低下するだろう。

不良債権処理は、日銀の株式買取の方針決定を受け、総合デフレ対策でどこまで処理を加速させるかとともに、その処理損失の増大によって経営悪化した銀行の処理（公的資金の予防的再注入）が課題となる。

2. 経済見通しの基本的考え方

米国経済は、在庫調整を完了し回復軌道入りしたが、需要回復は緩やかなものにとどまっている。不正会計に伴う株価下落が消費者心理を低迷させるとともに、住宅バブル説の帰趨など景気の先行き警戒感が企業行動を慎重にさせている。しかし、減少していた企業のIT関連や通信設備などの企業設備投資に、ようやく底打ちの気配があるとともに、低金利が個人消費や住宅投資を中心に景気刺激効果をもたらしている。

これらから米国経済は2002年中、後半は成長が鈍化するものの、2003年は前年比：+2.4%の巡航速度の成長を継続すると予想する。

また、パソコンや携帯電話は、まだ目に見える回復を見せていないが、在庫整理が終了し、2003年には更新および新機種投入から需要回復に向かうだろう、と専門調査機関は予想している。IT関連需要の立ち直りによって、わが国企業への製品需要が増加すると見込まれる。

以上のような世界経済の動向から、2002年当初から反転してきた輸出の伸び（2002年度上半期は前半期比：+6.6%と予想）は、2002年度下半期以降伸びは鈍化する（前半期比：+1.1%）と予想されるが、2003年度も緩やかな増加を持続しよう。半面で、輸入の伸びが回復することから、輸出 - 輸入 = 外需の寄与度は低下する。

民間消費については、これまでの圧迫要因であった雇用者削減や賃金の減少が下げ止まることから、2002年下半期は緩やかな増加に向かうだろう。2003年度には社会保険制度の改正等に伴って家計の負担増が予想される。景気好転の持続が、その負担増を減殺することが期待されるが、消費圧迫のマイナス効果は否定できない。

また、2001年度下半期に急激な悪化を見せた民間設備投資は、設備ストック調整の進展と米国をはじめとする世界経済の反転に後追いし、IT関連や新製品・競争力強化の投資が回復し、2002年度下半期には増加に転じると考える。2003年度も増加が継続しようが、世界経済の動向によっては回復は短期かつ小幅なものになる可能性がある。

(まとめ)

需要変調に株価下落が重なり、先行き停滞懸念が広がっている。政府の総合デフレ対策が政策面の焦点となっているが、不良債権処理の加速等、危機管理的な政策モードが強まり、閉塞打開に向けた心理好転効果が期待される。

景況感の先行きは楽観できないが、経済は失速には至らず、2002年度下半期のGDP成長率はプラス成長が続くと予想する。

2003年度の経済成長については通年ではプラス成長を予想するが、制度改正面と循環面からのリスク要因もあり、不透明感がある。

配偶者特別控除や特定扶養控除の廃止による増税や社会保険制度の改正に伴う家計の負担増が見込まれるが、年度上半期には循環的な回復力がまだ残り、雇用環境の改善と企業業績の回復から民間最終消費と民間設備投資の増加が緩やかなGDP成長を支えたと考える。

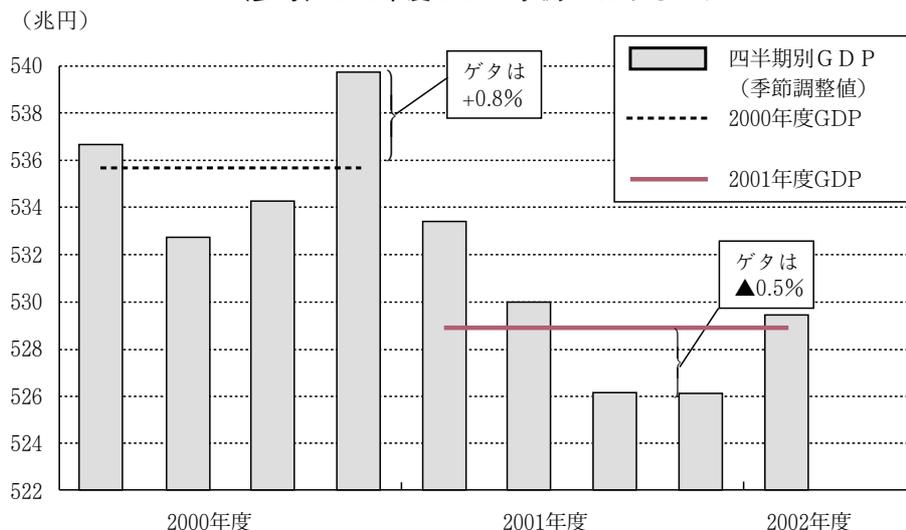
しかし、年度後半は循環的にも下降するリスクがあり、注意を要しよう。

また、制度改正に伴う負担増の個人消費へのマイナスの影響を軽減するため、個人所得税の特別減税(戻し減税)等の実施で家計の負担増を軽減することが必要と思われる。

なお、原油・商品市況が上昇してきたが、天候不順や米国の対イラク武力行使の影響は織り込まれて来ており、今後、一段の大幅な上昇する可能性は低いと見ている。

ドル円相場における7月以降の円上昇の影響は免れないが、他の通貨に対しての円の上昇は小幅にとどまっており、通貨加重平均の為替レートの上昇は3%程度である。中間決算への影響は、現地化や海外調達との進展と相まって、ドル円相場の上昇に比べれば、小さいものとなる。

(参考) 2002年度GDP予測におけるゲタ



(注) 2002年度のGDP成長率のゲタは▲0.5%。2002年4～6月期が前期比：+0.6%のプラス成長となったことから、ここから残り3四半期が平均横ばいで0.1%の成長となる。

見通し（各需要項目）の概要

民間最終消費支出

7月の不調が響き、7～9月期は減少（前四半比：0.2%減）するが、2002年度下半期には冬季賞与等特別給与を含め給与が下げ止まり雇用者報酬が改善して、増加に転じる（前半期比：+1.1%増で前年同期比：+1.5%増）と予想。

2003年度は、景気回復と雇用改善の持続のプラス効果がある一方、社会保険制度や税制の改正等に伴う負担増加が個人消費の抑制要因になると予測する。

(注) なお、自己取得住宅に居住することによる経済的厚生を換算した「帰属家賃」分の増加が+0.2%程度、民間最終消費支出の数字を作成方法上、嵩上げしていると想定されることに注意。

民間設備投資

機械受注や民間非住宅建設受注は春先に底入れした兆候があり、2002年度下半期には設備投資は反転（前半期比：+3.5%増で前年同期比では+1.3%増）すると予想する。ソフトウェア開発を含むIT関連投資や新製品・競争力強化の新技术投資は下支え役を果たし、企業の手元資金も改善するが、設備過剰感が高水準にあることは確かであり、製造業を中心とする増額修正も小幅なものにとどまろう。

2003年度については増加基調が継続し、前年度比：+2.3%の増加が続くと予測するが、バランスシート調整の継続や海外移転に伴ない国内設備投資の増加率は、従来の回復局面に比べ抑制されたものとなる。また、年度後半には、循環的に減少リスクが出てこよう。

公的資本形成

小泉内閣は、2002年度予算に国の公共投資関係費を1割カットしたが、補助金減少を通じて、財政逼迫に苦しむ地方公共団体などでも、その方針は踏襲され、より厳しい削減が実施されている模様である。

2003年度も前年度対比3%削減する方針であり、地方公共団体、特殊法人等公的企業も同様の削減方針の対応が取られることから、減少が続くと見込まれる。

民間住宅投資

住宅ローンの低金利効果は継続しているが、賃金低迷に伴う住宅取得能力の低下や住宅取得マインドの後退の影響、および住宅ストックの積み上がりによって、持家を中心に、2002年度に続いて、2003年度も民間住宅投資は小幅減少が続くと予想する。

新設着工戸数は2001年度の117.5万戸から2002年度には115万戸を割り込むと予想される半面、住設機器装備の拡充やリフォーム増加による住宅投資の底上げが見込まれる。また、生前贈与非課税限度引き上げは、一定の住宅投資促進効果が期待される。

民間在庫品 増加

景気後退への突入から2001年4～6月期以降、4四半期にわたった民間在庫品の減少は累計6.1兆円に及んだ。この在庫圧縮は2002年4～6月期に止まったが、今後の景気好転においても、流通合理化の流れの中で在庫復元・積み増しは、前記減少の四分の一程度にとどまると考えられる。

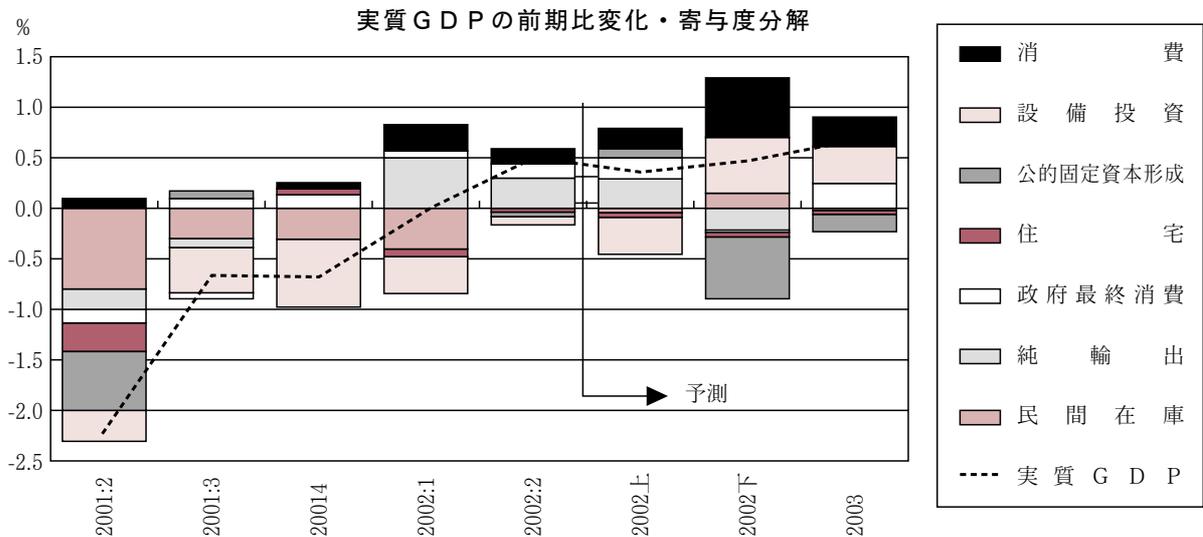
(国内経済金融班)

2002・2003年度 国内経済見通し総括表

	単 位	01年度 実 績	通 期	2002年度				03年度 通 期
				上半期		下半期		
				4~6月期	7~9月期	4~6月期	7~9月期	
名目GDP	%	▲2.8	▲0.6	▲1.5	▲1.6	▲1.3	0.3	0.5
実質GDP	%	▲1.9	0.1	0.5	0.6	▲0.3	0.4	0.7
国内民間需要	%	▲1.8	▲0.4	▲0.1	0.4	▲0.3	1.6	0.8
民間最終消費支出	%	1.1	1.1	0.4	0.3	▲0.2	1.1	0.5
民間住宅	%	▲8.0	▲2.3	▲1.4	▲0.8	1.0	▲1.5	▲1.1
民間企業設備	%	▲4.8	▲3.5	▲2.1	▲0.4	▲1.5	3.5	2.3
民間在庫増加	10億円	▲5080.0	▲6243.0	▲6286.0	▲6572.0	▲6200.0	▲6100.0	▲6500.0
国内公的需要	%	0.2	▲0.0	0.8	▲0.1	1.8	▲2.5	0.4
政府最終消費支出	%	2.7	1.5	1.0	0.6	0.6	▲0.1	1.4
公的固定資本形成	%	▲6.7	▲4.6	▲0.1	▲1.9	4.5	▲9.2	▲2.7
財貨サービスの純輸出	10億円	10064.8	12141.4	12695.6	14032.7	11358.5	11587.2	12174.4
輸出	%	▲8.3	6.6	6.6	5.7	▲3.0	1.1	2.1
輸入	%	▲4.7	3.5	3.6	2.6	2.0	3.8	2.6
内需寄与度 (前期比)	%	▲1.4	▲0.2	0.1	0.2	0.2	0.6	0.7
民間需要 (")	%	▲1.3	▲0.2	▲0.1	0.3	▲0.2	1.2	0.6
公的需要 (")	%	0.0	▲0.0	0.2	▲0.0	0.4	▲0.6	0.1
外需寄与度	%	▲0.5	0.4	0.4	0.4	▲0.5	▲0.2	0.0
デフレーター (前年比)	%	▲0.9	▲0.7	▲0.9	▲0.9	▲0.9	▲0.5	▲0.2
国内却売物価 (")	%	▲1.1	▲0.7	▲1.1	▲1.2	▲1.1	▲0.4	▲0.2
総合消費者物価 (")	%	▲0.8	▲0.6	▲0.8	▲0.9	▲0.7	▲0.5	▲0.2
経常収支	兆円	11.9	12.3	6.8	3.8	3.0	5.5	11.8
貿易収支	兆円	9.1	10.7	6.0	3.4	2.6	4.7	10.8

(注) 1. 単位%のものは前年(期)比、斜数字は前年同期比。実績値は内閣府「四半期別GDP速報」。
消費者物価は全国の生鮮食品を除く総合。予測値は当総研による。前提は以下の通り。

	単 位	01年度 実 績	通 期	2002年度				03年度 通 期
				上半期		下半期		
				4~6月期	7~9月期	4~6月期	7~9月期	
為替レート	ドル/円	125.1	121.3	122.5	127.1	118	120.0	122.5
通関輸入原油価格	ドル/バレル	23.7	25.9	25.9	25.3	26.5	26.0	27.5



所得・雇用環境

雇用・所得環境の改善テンポは遅し

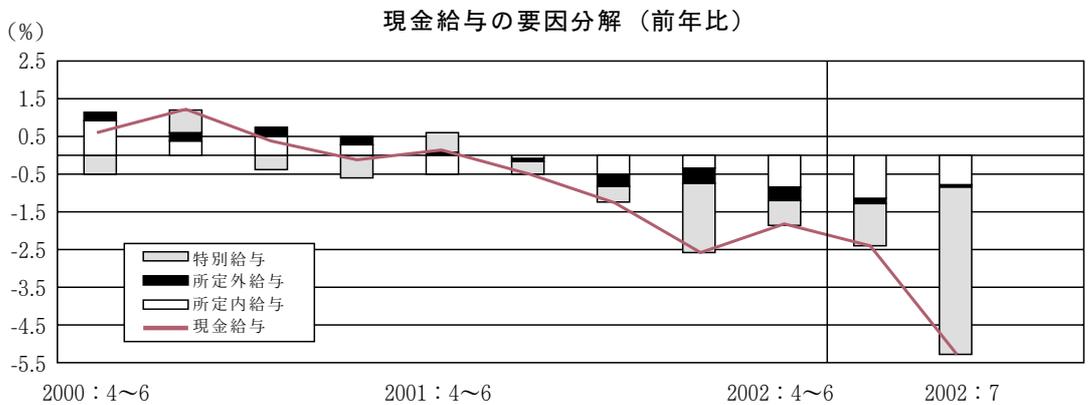
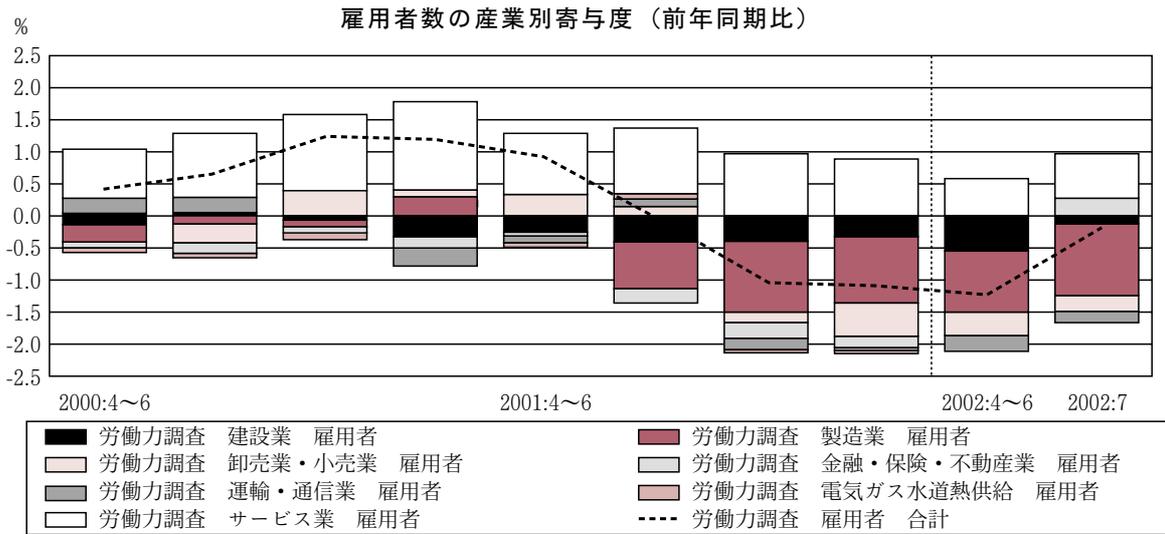
～雇用吸収の決定打なし～

2002年8月現在、雇用者数は12ヶ月連続して前年同月に比べ減少し、完全失業率は5.4%と高止まっている。

しかし、雇用過剰感は製造業を中心に改善しており、先行きに関しても過剰感が小幅ではあるが和らぐと見ている（「日銀短観」2002年9月調査）。雇用の先行指標である新規求人件数（4～6月期）が前期比+6.1%と増加し、残業時間である所定外労働時間が7月に17ヶ月ぶりに前年同月比プラスに転じるなど明るい兆しが出ている。2001年後半からの雇用減少は下げ止まり、改善に向かおう。しかし、当面サービス業を除いて雇用吸収力が弱く、失業問題は2003年度も残るだろう。

賃金に関しては、基本給を中心とする所定内給与が2001年7月から14ヶ月連続して前年同月比マイナスとなっているが、景気好転から下げ止まっていくだろう。所定外給与の改善も期待できる。冬季賞与の反転は流動的要素があるが、業績回復を反映した賞与支給が予想される。2003年度は賃金引下げが一巡し、さらなる企業収益の悪化がなければ、小幅改善すると見られる。

（田口さつき）



民間個人消費

消費は雇用悪化の下げ止まりとマインド改善から緩やかな増加 ～ 2003年度は年金削減などが消費抑制要因～

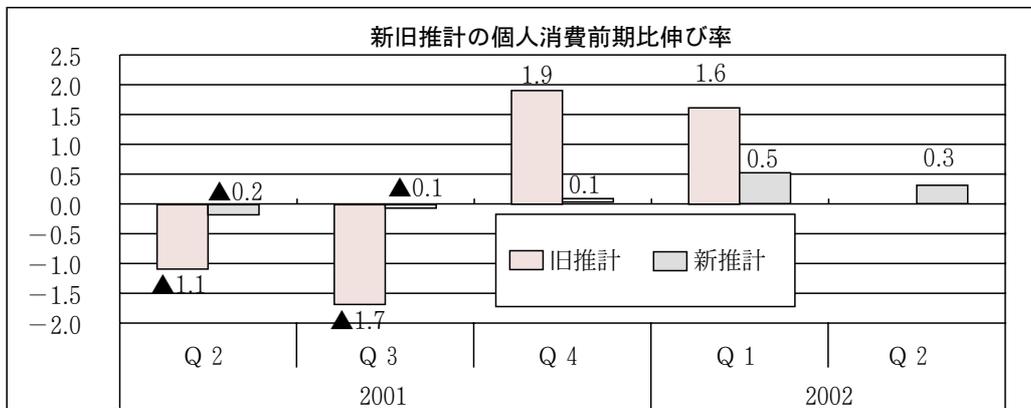
旧推計方式では2001年10～12月期以降、前期比+1.9% +1.6%の急回復を遂げているという構図となっていた民間最終消費は、新推計方式で+0.1% +0.5% +0.3%の緩やかな回復を続けているという構図に変更された。企業による賃金・所得の抑制や、悪化が続く雇用情勢、売上が伸び悩む小売販売などを考えれば、新推計になって実感に近づいたといえよう。

天候不順や夏のボーナスが低調だったことから7月の消費は低迷した。2002年度下半期には、企業業績の好転を反映して冬のボーナスが回復する期待があるなど所得・雇用環境は悪化が止まると予想するが、公務員給与の引き下げなどが減殺し、個人消費の回復は緩やかなものにとどまろう。

2003年度には、公務員給与引き下げの影響に加え、年金の物価スライド制凍結解除、介護保険料、雇用保険料、医療費負担増加など一連の社会保険負担の増加が見込まれている。さらに税制改革では、配偶者特別控除の全廃など家計に対する恒久的な増税も提案されており、家計の消費が抑制要因となろう。

ただし、消費マインドが改善してきている上、全自動洗濯乾燥機や薄型テレビなど比較的高額でも売れ行き好調な商品が散見されるようになってきており、8月の国内家電販売(NEBA調べ)は1年5ヶ月ぶりに前年同月を上回った。帰属家賃の押し上げ効果を考慮すると、2002年度下半期に引き続き、2003年度も緩やかな回復が続くとみる。ただし金融システム不安の再燃など消費マインドを悪化させる事態となれば、消費が失速するリスクもある。

(名倉賢一)



内閣府「四半期別 GDP 速報」より農中総研作成

2003年度に検討されている主な社会保障負担等の制度変更と負担増額（所得減額）

年金支給額削減	2002年の物価下落を▲0.7%と仮定して1人平均年間約4千～1千円の削減	合計▲2400億円
介護保険料引上げ	65歳以上の保険料月額平均330円引上げ	合計2000億円の負担増
雇用保険料引上げ	0.4%引上げと仮定して、平均サラリーマンで月額300円引上げ	合計6000億円(労使折半)
医療費自己負担額増加	平均サラリーマン家庭で1人当たり平均年間4千円、高齢者は8千円の増額	合計5000億円の負担増
健康保険料率上げ	「総報酬制」で賞与の年収比率が高いサラリーマンは保険料増額	合計▲1兆円削減(労使折半)
公務員給与引き下げ	年間給与1人平均約15万円削減の人事院勧告 人事院勧告を完全実施すると、国家・地方公務員合計▲6930億円(2002年度)削減	
税制改革	配偶者特別控除(年間5千億円)や特定扶養控除(年間約2千億円)の全廃など	

(新聞および各省 HP 等から農中総研作成)

民間設備投資

02年度下半期には前期比増加に ～情報化投資やソフトウェア投資が下支え～

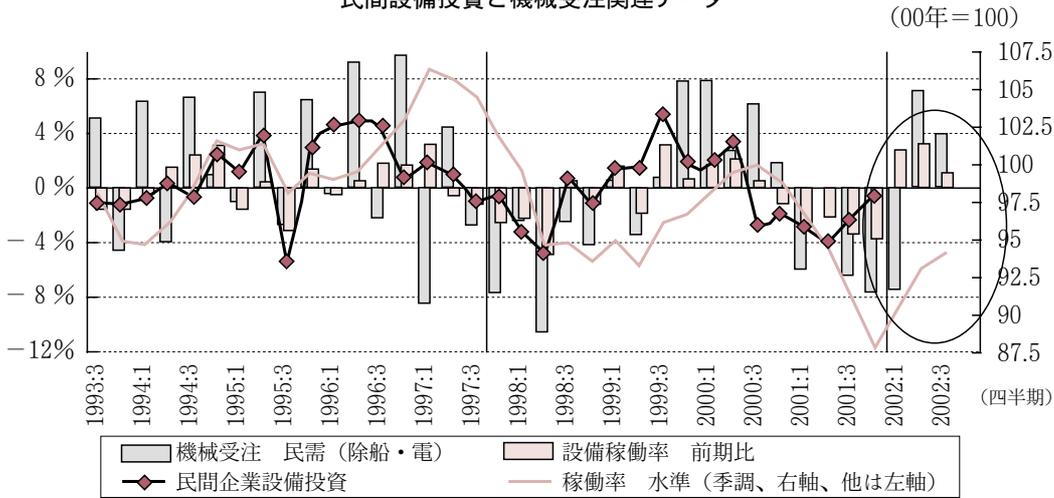
先行指標となる機械受注や民間・非居住用建築着工等は 02 年 3 月頃の底入れを示唆している。民間設備投資がタイム・ラグを置いて 10～12 月期には下げ止まりから反転する期待がある。また、業績好転によって企業のキャッシュフローも回復に向かっており、資金面での制約も小さくなっている。

したがって、民間設備投資は、2002 年度上半期の減少の後、下半期には前期比 +3.5% のプラスに転じると予想する。製造業では、業務効率化や競争力強化を目指すための「サプライチェーン・マネジメント」や顧客情報管理システムなどの情報化投資に対する企業の意欲が高まっている。また非製造業ではソフトウェア投資が下支えするとみる。

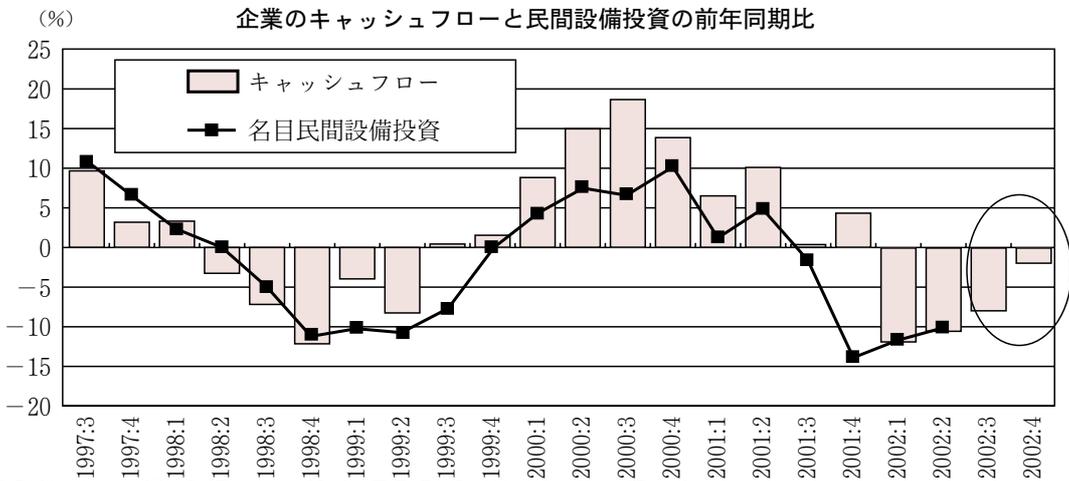
しかし、製造業設備稼働率（指数）は景気好転局面としては低水準にあり、設備過剰感が残っている。また、非製造業でも、景気の先行き警戒感が強く需要増加のテンポは伸び悩むと予想される。よって、民間設備投資の伸びが加速する可能性は小さいと考える。

2003 年度は、世界経済の回復、半導体市場等の増加が見込まれている上、政府が投資減税などを検討していることから +2.3% と見込むが、世界経済の先行き不透明感が増すようなことがあれば、企業は設備投資を再び抑制する可能性もあろう。（名倉賢一）

民間設備投資と機械受注関連データ



(注) 機械受注、稼働率は 2 四半期先行。02 年 7 月は前四半期平均との比較



財務省「法人企業統計調査」、内閣府「国民経済計算」より農中総研作成
キャッシュフローは 2 四半期先行

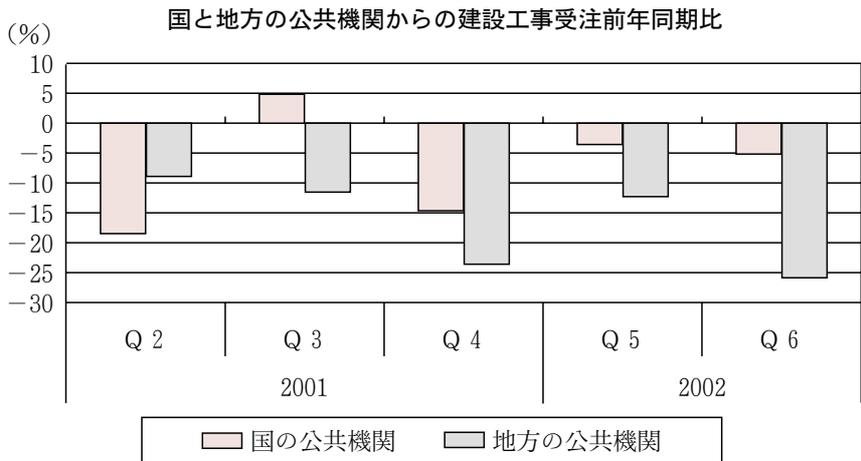
公的固定資本形成

2003年度も公共事業予算の圧縮から前年割れに ～ 地方の公共事業抑制が顕著～

GDPの新推計では、2002年1～3月期から2期連続で前期比微減となり、4～6月期まで補正予算の効果が公的固定資本形成には現われてきていない。一つには、地方の財政ひっ迫により、地方自治体・公共団体が公共事業を抑制していることが考えられる。国と地方の公共機関からの建設工事受注を比較すると、地方公共機関の建設工事受注は2001年7～9月期以降前年比二桁のマイナスが続いており、国に比べて減少が顕著となっている。

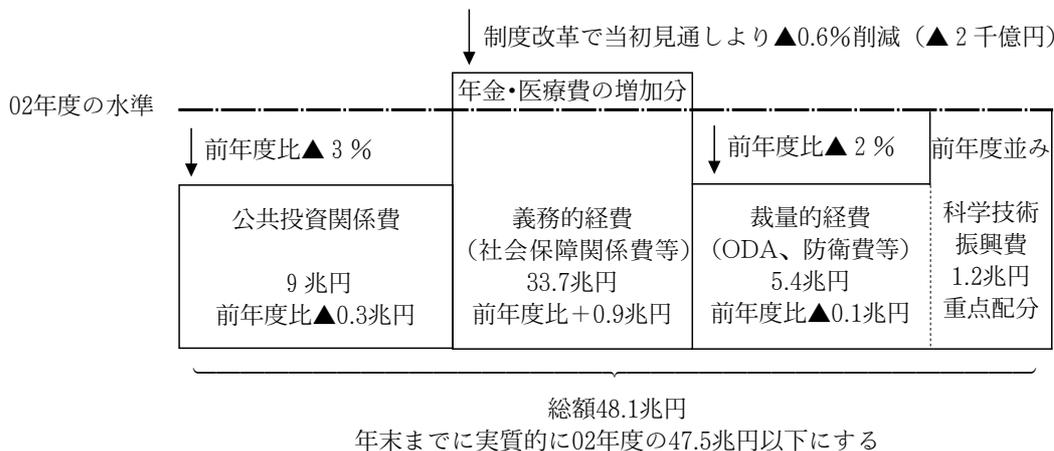
このほか、当初は2002年4～6月期にピークが来ると考えられていた2001年度補正予算の効果が後ズレしていることが考えられる。2002年4～6月期の公共機関の建設工事受注は前年比18.3%だったのに対し、7月は同+11.8%と大幅な増加に転じている。このため、補正予算効果のピークは7～9月期となり、同期の公的固定資本形成は前期比でプラスに転じるとみる。2002年10～12月期以降は補正予算の効果はほとんど消滅する。真水投入を伴う今年度の補正予算は想定していないため、下半期は9.2%の大幅なマイナスとなろう。

2003年度の概算要求では、公共事業は前年度比3%の削減が決定しており、財政のひっ迫から補正予算は困難と考える。デフレによる資材価格の下落等を考慮すると、公的固定資本形成は実質ベースで2.7%減少すると予想するが、地方の公共事業抑制が強まれば、一層の減少もありうる。
(名倉賢一)



建設工事受注動態統計調査（大手50社）より農中総研作成

2003年度一般歳出の概算要求基準

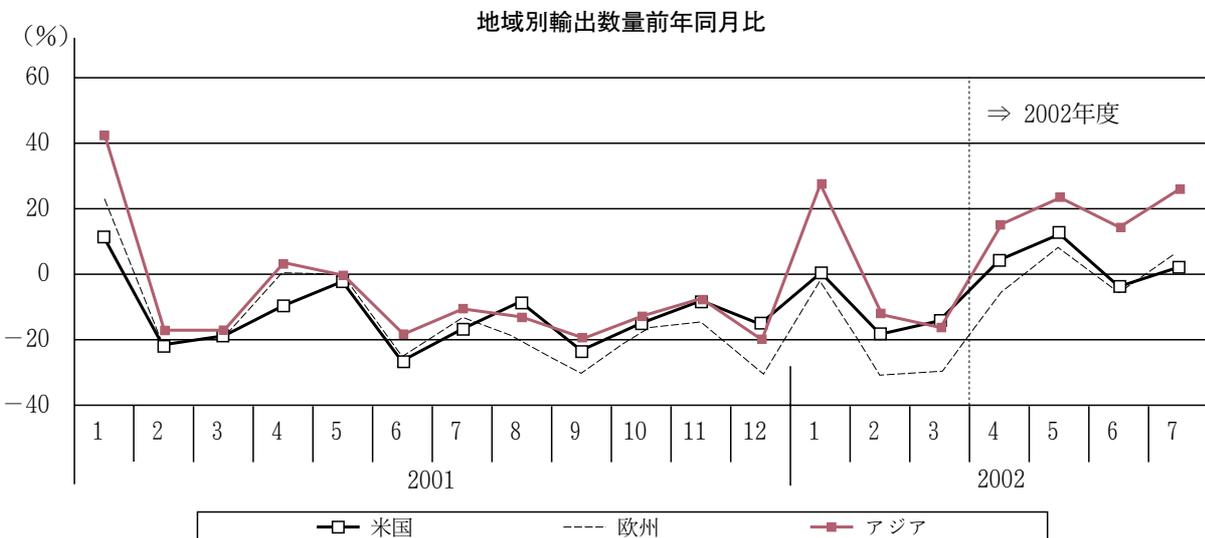
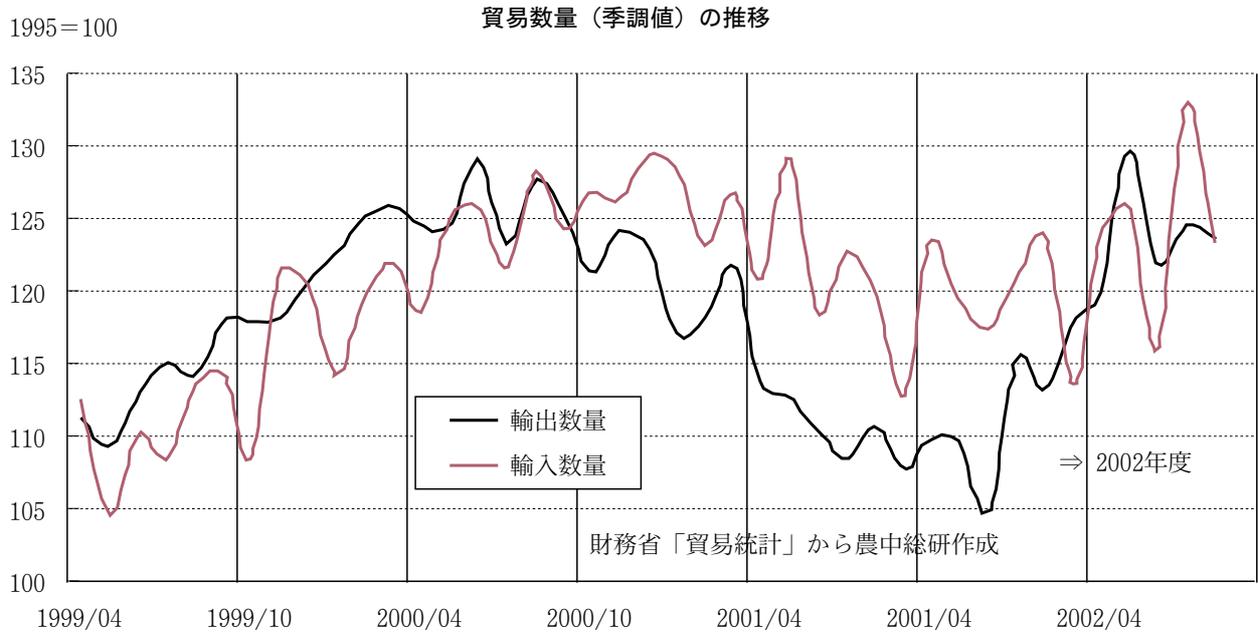


外 需

2003年度の輸出は増加継続 ～輸出の伸びは一時的に鈍化も、02年度下期は回復～

米国やアジア経済の回復に牽引されて、2002年4～6月期の財貨・サービス輸出は前期比+5.7%増と急速な回復を見せた。しかし、通関輸出額は6、7、8月と3ヶ月連続で前月比減少に転じ、輸出数量ベースでも6月以降、伸び悩みを見せている。急速な回復を見せた輸出は転換点を迎つつあり、2002年7～9月期の輸出は前期比で3四半期ぶりのマイナスに転じ、一時的な踊り場に差し掛かるであろう。

しかし、世界の工場となりつつあるアジア経済は、内需を含めて比較的堅調な景気拡大が見込まれる上、米国の需要も緩やかに回復を続けるとみられる。秋口からのクリスマス商戦に向けた需要動向が焦点となるが、半導体等の電機関連の部品・製品の世界需要も増加してきていることから、2002年度下半期の輸出は再び前半期比増加(+1.1%増)に転じると予想する。2003年度も、緩やかな世界経済の成長が続くことから、輸出は前年比+2.1%の増加を見込む。輸入は内需の増加に伴って+2.6%増加すると考える。(田口さつき)



資料 財務省「貿易統計」

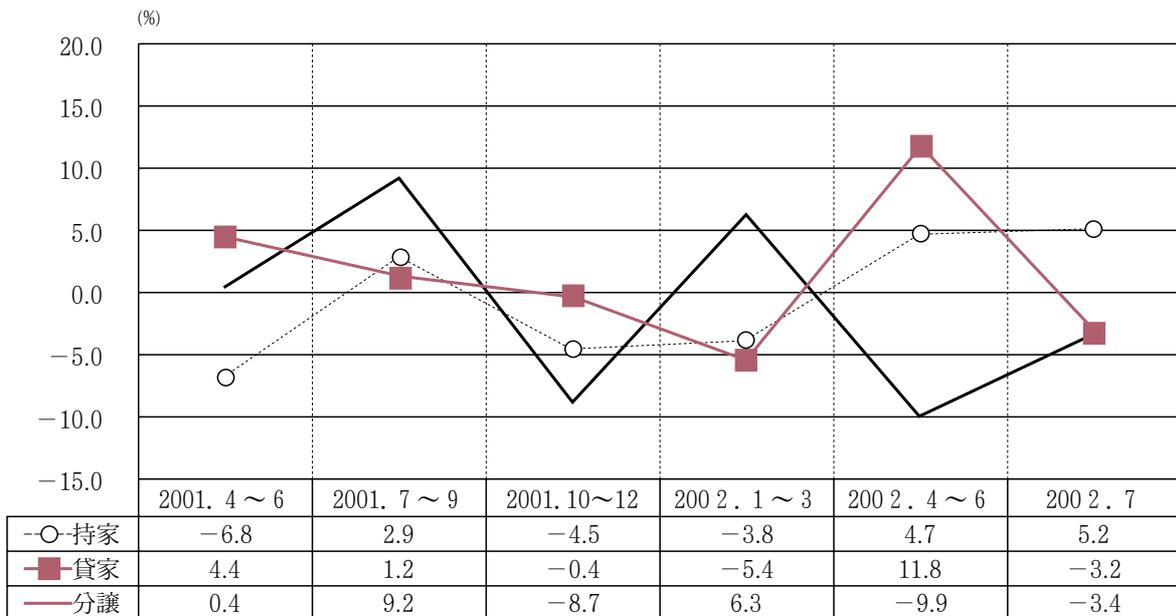
民間住宅投資

持家を中心に減少見通しを継続

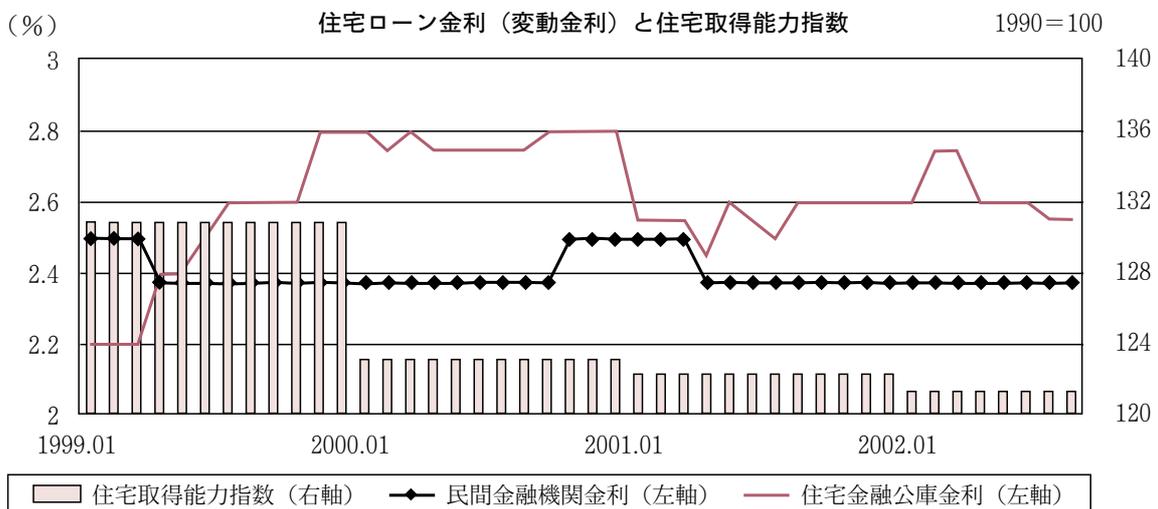
～ 低金利効果を所得・雇用不安が相殺する環境続く～

2002年4～6月期の民間住宅の成長率は、前期比で0.8%、前年同月比で2.7%であった。住宅着工床面積(4～6月期)は、持家が前期比+4.7%(以下、農中総研試算)、貸家が同+11.8%と増加した。分譲の落ち込み(同9.9%)が大きかったため、全体としては同1.8%となった。各金融機関による住宅ローンの低金利融資や各種優遇措置が行われているが、所得や雇用の先行き見通しが不透明な中、家計の住宅投資に対する慎重姿勢は継続しよう。このため、持家や一戸建て分譲住宅は、低水準で推移するであろう。マンションについては、利便性や資産運用価値を見込んだ根強い購買意欲があることから、堅調に推移すると思われる。貸家の需要は高く、また、手堅い利回りを当てにした貸家供給は続くと思われる。7～9月期は4～6月期の大幅増の反動減が見込まれるが、下期は下げ渋り、2002年度通年では横ばいから小幅上昇となると思われる。(田口さつき)

新設住宅着工 床面積 (前期比・前月比)



(資料) 国土交通省「住宅着工統計」から農中総研試算・作成



(資料) 日本銀行ホームページ掲載の各種貸出金利等から農中総研作成

物 価

一時的に強まる物価下落圧力

～2003年度は緩やかな内需回復で下落幅縮小～

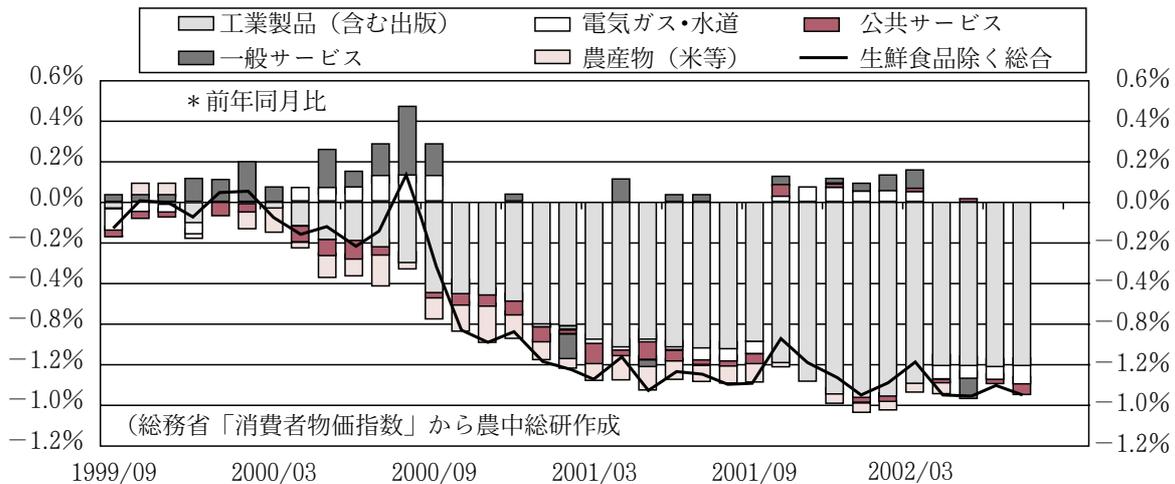
円安や世界的な景気回復が追い風となって今春に相次いで値上げを発表した電機や外食の企業は、その後競合企業に顧客が流れたため、夏場になって再び値下げを発表した。春から夏にかけて急速な円高が進行したことも加わり、一時的にデフレ圧力が強まっていることが考えられる。

2002年7月では、耐久消費財の値下がりが顕著な財（モノ）が前年比 1.5%値下がりしているのに対し、サービスは横ばいで推移している。値下げ競争の一巡や、円高進行と商品市況の下落が一服したことにより、財の物価下落は今後徐々に鈍化していくであろう。しかし秋以降サービスの値下げが数多く発表されており、サービスの物価下落圧力が今後一時的に強まっていく可能性がある。このため、2002年度下半期の消費者物価下落幅縮小のペースは鈍く、0.5%程度にとどまると予想する。

2003年度は、設備投資を中心とした内需が緩やかに回復することによる財価格の下げ止まり、安値競争の一巡、賃金下げ止まりによるサービス業コスト削減余地の縮小等の要因で、2003年度の消費者物価は前年比 0.2%程度にまで下げ幅を縮小していくとみる。

(名倉賢一)

生鮮食品除く総合（財・サービス別）消費者物価変化率



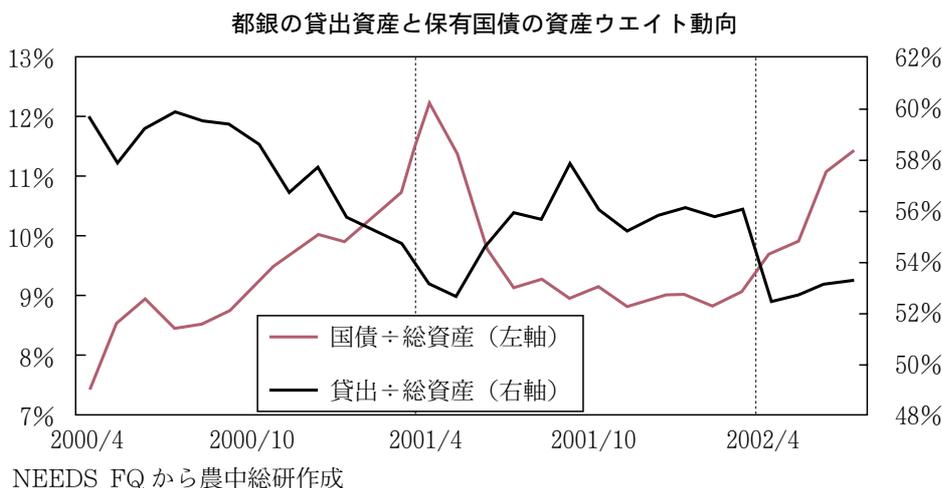
発表されている秋以降の主な値下げ品目

牛丼	8～9月に7%値下げ
携帯電話通信料金	9月より大口利用者3割引など
バス	9月より長距離便を最大25%値引き
銀行為替手数料	10月より振り込み手数料の無料化など
温泉保養施設	10月より入場料金を半額以下に
DVDソフト	11月より3割以上の値下げ
電力、ガス料金	秋以降、競争激化で4～7%程度の値下げ
国内航空路線	秋より1日乗り放題1万円など値下げ競争
国際航空路線	秋より米国系航空会社を中心に日本発着の正規引運賃を値下げ
自動車教習所普通免許受講料	需要層の若年者が減少しているため値下げ競争
バイク便集配送	競争の激化で時間指定や夜間集荷料金の撤廃など
タクシー	初乗り500円台をめぐる値下げ競争
求人広告	求人広告件数の前年割れが続き、最大で5割値引き
高速インターネット接続料金	利用料月額数百円をめぐる値下げ競争

銀行経営

**日銀の株買取方針を受け、政府も不良債権処理の加速が必要に
～ 株価下落で株式評価損大幅増加。一部大手行で自己資本低下大 ～**

- ◆2003年4月以降も「決済性預金」を保護する方針が決定され、金融機関間の流動性預金シフトの可能性は低下する。これにより銀行の流動性リスクが後退したことから、保有国債の圧縮の圧力は低減しよう。これが、国債の需給へ好影響を与え、債券相場の安定の一因となろう。
- ◆日経平均株価が9,000円割れ寸前まで下落。株価変動は株式評価損の増大などを通じて、銀行経営に悪影響を及ぼし、不良債権処理を遅らせ、リスク対応能力を低下させている。
- ◆このような中、9月18日に日銀が銀行保有株の買取方針を決定した。株式市場の売り圧力緩和効果とともに、政府に不良債権処理の加速をはじめとする実効性があるデフレ対応策の早期策定を促す効果は大きい。
- ◆また、景気悪化が進行すれば、不良債権処理額の増加が懸念され、銀行の黒字化計画への不安観測が台頭する怖れがある。大手行を中心に法人向け貸し出しの信用格付けに対応した利鞘適正化は進捗が見られ、新規貸出約定金利が緩やかながら上昇している。 (渡部喜智)



主要行の株式含み損の試算
(時価のある保有株式)

(億円)

	評価方法	簿価	時 価		評 価 損 益		14/3 末 自己資本 比率
			14年3月29日 現在	9月4日 (試算)	14年3月29日 現在	9月4日 (試算)	
みずほHD	期末前1ヶ月 平均	63,456	64,263	52,898	807	▲10,558	10.56
三井住友	期末前1ヶ月 平均	53,648	48,555	39,968	▲5,093	▲13,680	10.45
UFJ HD	期末前1ヶ月 平均	43,070	44,118	36,315	1,047	▲6,755	11.04
三菱東京FG	期末時価	49,016	49,731	40,935	715	▲8,081	10.30
大和HD	期末前1ヶ月 平均	19,281	18,388	15,136	▲893	▲4,145	8.76
合計	—	228,472	225,054	185,252	▲3,417	▲39,803	—

TOPIX	指 数	下落率
14年3月29日	1060.19	-16.4%
14年9月4日	886.39	

日経225	指 数	下落率
14年3月29日	11,024.94	-17.7%
14年9月4日	9,075.09	

※銀行のデータは、基本、連結ベース。みずほHDは、合併差益で期首に含み損処理後の数字。
 ※日経平均連動で各銀行株式ポートの時価総額が動く想定して試算。実際の連動は9割前後。
 ※大和は国内基準銀行

米国経済

回復力が緩慢な米国経済

～ 伸び悩む家計需要 ～

2002 年 7 月中の急激な株価下落の影響で、企業の景況感（ISM 指数）や消費者マインド（消費者信頼感指数）にやや悪化がみられたものの、製造業の受注は依然回復しており、景気回復の流れは止まっていない。現状では企業在庫に不足感があり、今後在庫の積み増しが予想されることから、鉱工業生産は引き続き拡大するとみられ、景気はごく緩やかながら回復を続けよう。

最終需要の強さに不透明感が残ること、設備稼働率が低水準であること、通信部門の設備過剰感が残っていることから、設備投資を巡る環境は依然として厳しい。しかし、コンピュータ・周辺機器やソフトウェアへの投資は既に増加に転じており、この流れは今後も続くと予想される。またアジア景気が回復を続けていること、2001 年と比較すればドル高がある程度修正されたことから、輸出は回復を続けるであろう。

しかし以下理由により、家計需要（個人消費と住宅投資）が伸び悩む可能性が高い。株価下落に伴う逆資産効果により、家計支出が抑制される可能性がある。家計の負債依存度が高まっており、所得に対する元利金返済負担が重くなっている。2002 年に入りエネルギー価格が急上昇し、家計の購買力が削がれた。企業は収益力回復のために、雇用者増加や賃金水準につき当面抑制的対応をとるとみられる。

現在のところエネルギー価格上昇の物価全体への影響は限定的で、物価上昇率は総じて落ち着いており、長期金利も低下傾向にある。但し米国のイラクに対する武力行使の可能性が景気や物価に悪影響をもたらすリスクも念頭に置く必要がある。

家計需要の伸び悩みに伴い輸入の伸びが鈍化するため、経常収支赤字が大幅に増加するとは考えにくい。

FRB は、9 月 24 日の連邦公開市場委員会（FOMC）において、FF レート誘導水準を現行の 1.75% で据え置きとする一方、リスク評価を引き続き「景気低迷警戒」とした。FRB は今後、景気下振れリスクに配慮した政策運営を行うであろう。（永井敏彦）

2002 - 2003 年米国経済見通し（概要）

	単 位	2001 年	2002 年	2002 年		2003 年
		実 績	通 期 予 想	上 半 期 (1~6月) 暫 定 値	下 半 期 (7~12月) 予 想	通 期 予 想
実質GDP	%	0.3	2.1	3.5	1.3	2.4
個人消費	%	2.5	2.8	3.5	1.7	1.7
設備投資	%	▲5.2	▲5.1	▲6.3	2.2	3.0
住宅投資	%	0.3	2.1	6.5	▲3.4	▲2.9
在庫投資	10億ドル	▲61.4	▲0.5	▲14.0	13.0	23.0
純輸出	10億ドル	▲415.9	▲481.4	▲470.3	▲492.5	▲489.5
輸出	%	▲5.4	▲1.5	2.1	5.7	5.0
輸入	%	▲2.9	3.3	8.3	6.9	3.9
政府支出	%	3.7	5.4	5.7	6.8	5.7

(注) 1. 単位が%のものは、前年比増加率または前半期比年率増加率（半期の増減率を年率換算したもの）
 2. 在庫投資と純輸出は実額の年率換算値

今月の焦点

金融システム不安とペイオフ全面解禁の一部見直し

要 旨

金融システム不安に配慮して、政府は明年4月から予定されていたペイオフ全面解禁を一部手直しして決済機能の安定確保の方針を打出し、日銀は銀行保有株の買取りを決定した。これらの措置は危機への応急手当であるが、金融システム安定化には資産査定が厳格化など当局の更に踏込んだ不良債権の処理促進による信頼性確保が不可欠。その結果、自己資本が過小となる金融機関に対しては、公的資金を含め自己資本充実や統合・再編などを通ずる経営健全化努力が必要。

夏場以降の株価下落から金融システム不安が再び表面化する形となり、政府は明年4月から実施予定のペイオフ全面解禁を一部手直しする検討を進め、日銀も通常の政策の枠を超えた銀行保有株の買取りを決定した。今後、金融システム不安の基本にある不良債権の処理促進具体化とその結果生ずる自己資本充実のあり方が模索される。以下、この間の事情を概観することとした。

金融システム不安とペイオフ解禁延期論議

預貯金全額保護の特例措置は、96年の金融システム不安の強かった際、当時の大蔵大臣の判断で2001年3月末まで5年間の時限措置として法制化され(注)、その後、99年末の金融審議会答申を受けた恒久措置策定の際、定期性預金等が1年、流動性預金は2年延期された(「金融市場」2000年1月号参照)。こうして定期性預貯金については本年4月から全額保護が廃止に移され、明年4月からは流動性預貯金(普通預金、当座預金)を含む預貯金について全面的なペイオフ解禁(全額保護措置廃止)が予定されていた。

ペイオフ全面解禁に当たっては、個別金融機関の経営健全化と金融システムの安定が暗黙の前提となっているが、金融庁の「金融システムは健全」との再三の発言にも拘わらず、定期性預金のペイオフ解禁と前後して、大量の預貯金シフト 定期性預金から保護対象の流動性預金へ、信金・信組など中小金融機関から大手都

銀へ(表1参照) など金融システムの弱さを示す動きが表面化した。

そして、6月の全国信用金庫大会で同協会長が「決済性預金の全額保護継続 = ペイオフ完全解禁の延期」を訴えたのを切っ掛けに、地域金融機関や与党などを中心にペイオフ延期を求める声が強まり、政府内でも見解が分かれていた。

個別の金融機関の経営や金融システムへの不安が残るなかで全面解禁した場合、インターバンク(金融機関間)のコール取引の保護がなくなったこともあり、日銀が大量の資金供給を実施しても信用リスクの懸念される金融機関は、資金調達の困難化から資金繰りが不安定化し、企業の資金決済や中小企業金融に齟齬を来たす不安が残るからである。

(表1) 金融機関業態別の預金動向

(6月末残一兆円、%)

	預金+CD		要求払預金		定期性預金	
		前年比		前年比		前年比
銀行計	529.8	0.9	228.8	30.5	259.1	▲16.8
都市銀行	247.6	2.8	124.3	34.7	101.5	▲22.3
地方銀行	186.4	1.1	77.6	24.8	94.4	▲13.2
第二地銀	56.5	▲1.9	20.0	29.9	33.4	▲14.4
信用金庫	103.6	▲2.2	30.5	33.2	71.7	▲11.9

資料 日本銀行「金融経済統計月報」から作成

こうして7月末、小泉首相から「ペイオフは予定通り実施すべきであるが、決済機能の安定確保のための方策を検討しよう」指示があり、金融担当相の諮問機関である金融審議会は、分科会を設けて金融機関が担う決済機能の安定確保の方策を検討し、9月上旬「決済機能の安定性確保」を目的とする新しい決済性預金の導入を提言、ペイオフの全面解禁を一部手直しする方針を打出した。

(注) 金融機関破綻時の損失負担

96年の預金保険法改正以前も、事実上、金融機関が破綻しても預金者が損失を負担することはなかった。これは護送船団行政の下、収益力のある銀行等が問題銀行を吸収・合併することによって負担を肩代わりした結果である。しかし、金融機関にこうした余力がなくなる一方、預金保険制度や公的資金による負担にも限界が出て来たため、金融機関の情報開示の徹底などを前提に、預金者にも自己責任に基づいて負担を求める必要が生じ上記措置が決められた。

決済性預金の全額保護

そこで金融審議会の提案した決済性全額保護措置の概要をみると、以下の通りである。

全額保護の対象となる「決済性預金」として、次の3条件を備える預金を定義(図1参照)。

- ・要求払いであること
- ・通常必要な決済サービスを提供できること
- ・金利を付さないこと

全額保護の財源は預金保険料とし、その料率はその他の預金に係る料率より高く設定する(金融機関が無コスト資金を集めることを抑制する狙い)。

金融機関による預金者へ「決済性預金」の提供を期待するが、法律上義務付けは行わない。

ナロ・バンク勘定ともいふべき「決済性預金」を他から分離した信託勘定として保護する仕組みも選択肢とし、将来的に制度化を視野に置いて検討する。

仕掛かり中の決済資金 付利されない別段預金、現行法上保護対象とならない勘定(仮受金、金融機関預金等)についても内容を明確に分離したうえ保護対象とする。

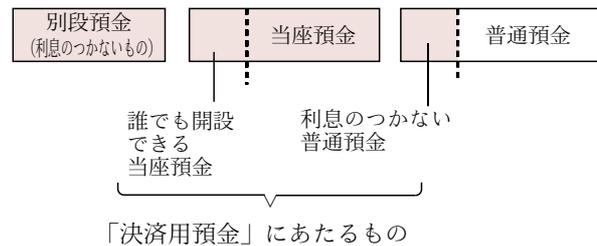
なお金融庁は、この「決済性預金」導入時期につき、金融機関のシステム対応や顧客への周知などの準備期間を考慮し、ペイオフ全面解禁を5ヶ月繰延べて2002年9月とする方針を示して

いる。

(図1) 預金保護の姿

	2002年3月まで	2002年4月～2003年3月まで	答申に示されたその後の姿
別段預金	全額保護	全額保護	全額保護(利息のつかないもの)*
当座預金	全額保護	全額保護	全額保護(金利ゼロのもの)
普通預金	全額保護	全額保護	決済性預金は全額保護*
定期預金等	全額保護	合算して元本1000万円までとその利息	合算して元本1000万円までとその利息

(注) *普通預金、別段預金で利息のつくものについては、他の預金と合算して元本1000万円までとその利息を保護



上記答申については、「ペイオフ全面解禁に伴う混乱を招くことなく、解禁を延期して改革が後退したとの印象を与えることを回避するうえでの現実的な対応」との受け止め方が多い。ただ、金融機関側には「実施を義務付けない」建前であっても、実際には一斉導入を要請される可能性が大きく、システム開発や預金保険料引上げによるコスト負担増は避けられず、「結局ペイオフ全面解禁を先送りして金融システムの健全化を遅らせるもの」(大手行)との批判が少なくなく、中小金融機関では逆に「ペイオフ全面解禁の延期」を求める声も強い。また産業界にも「株価の低下を考えると全面解禁は慎重に」(日本経団連)との意見があり、臨時国会での法改正手続きを経て実施に至るまでには、なお曲折が予想される。

必要な不良債権の処理促進

金融システムを不安定化し、金融機能を不全に陥れている最大の要因は高水準の不良債権である。答申直後の経済財政諮問会議で「銀行の不良債権が重しとなって金融緩和の効果が出ない」との発言があり、日銀総裁も「金融システムの安定確保には、答申に則った措置と併せて不良債権問題克服等の課題に取り組むことが必要」との認識を示した。こうした情勢下、小泉首相は日米首脳会談で「不良債権処理を加速する」方針を表明し、諮問会議の民間議員は「不良債権処理を抜本的に進めるに当たっては、次の5つの問題を同時に解決する総合的パッケージとしての政策を打出すべき」として、資産査定厳格化、不良債権処理の加速、自己資本の充実、金融機関のガバナンスが機能する体制の整備、再編・統合を通じた産業の再生、等の必要性を指摘している。

わが国の銀行は、91年～2001年の間に78兆円と業務純益を上回る不良債権処理を実施してきた(表2参照)が、主要行の場合、過去の不良債権処理で業務純益を上回る部分を株式等の含み益で充当してきた結果、2001年度末には株価低下もあり含み損に転じている。最近の株式下落により含み損が拡大すると、必要な不良債権処理に齟齬を来す可能性がある。因みに、9

月中の平均株価が初旬の水準である日経ダウで9200円とすると、含み損が4兆円に達するとの試算もある。主要行のコアの業務純益は4兆円弱で、2002年度中はこの範囲内の2.5兆円の不良債権処理を予定しているが、保有株式の含み損や減損処理が膨らむと不良債権処理に充当される財源が不足することとなる。

銀行の不良債権の残高(金融庁公表の金融再生法開示債権)は、全国銀行ベースで2002年3月末、43.2兆円(前年同期末に比べ9.6兆円増

都長信 28.4兆円、地銀など14.8兆円)このうち金融庁の処理方針に基づく主要行のオフバランス化対象債権(破綻懸念先以下の債権)は、15.4兆円(同3.7兆円増)ある。同庁の方針によれば2002年度中に10兆円のオフバランス化が必要とされており(2001年度中のオフバランス化額は5.1兆円)担保や引当金等によりかなりの保全があるとしても、計画の2.5兆円を上回る負担は避けられない。

さらに金融庁が対象としているのは破綻懸念先以下の債権であるが、上記のように資産査定厳格化が求められ、要注意債権などの査定を厳格化した場合には、積立てを要する金額がさらに嵩む可能性が大きい。資産査定厳格化が求められる背景には、自己資本の毀損を懸念する銀行の甘めの査定があり、昨年度中大手行が

(表2) 全国銀行の収益・不良債権処理等の動向

(単位:兆円)

	1998年度	1999年度	2000年度	2001年度	うち主要行*3
コア業務純益	4.8	5.0	4.7	5.5	3.8
債券5勘定戻	0.9	▲0.1	0.4	0.4	0.3
業務純益	3.8	4.6	4.6	4.6	3.0
株式3勘定戻	0.8	3.8	1.5	▲2.4	▲1.7
貸出金償却等(▲)	▲11.6	▲5.7	▲5.6	▲8.4	▲6.3
経常利益	▲7.2	2.4	0.5	▲6.5	▲5.6
当期利益	▲4.4	0.9	▲0.1	▲4.9	▲4.2
不良債権処理額(▲)	▲13.6	▲6.1	▲6.1	▲9.7	▲7.7
不良債権残高 *1	33.9	31.8	33.6	43.2	28.4
資本勘定	33.6	35.1	36.5	29.1	16.9
有価証券含み損益*2	5.2	10.8	2.6	0.3	▲1.2

(注)*1 金融庁公表・金融再生法開示債権

*2 時価と取得原価(債権の場合は償却原価)の差額

*3 主要行は都長銀、信託

資料 日本銀行調査局「全国銀行の平成13年度決算について」添付計表から作成

処理した企業倒産の件数で 7 割、金額で 6 割が自己査定で正常先または要注意先に区分された債権だったという事情がある。

不良債権処理を加速した場合の最大の問題は、自己資本の減少とこれを回避するためのリスク資産（貸出、株式）削減による金融機能の不全である。与党のデフレ対策で、不良債権処理に当たって整理回収機構（RCC）の機能活用を提案しているのは、この点に配慮した考え方。すなわち、一つは不良債権処理を促すため現在時価としている RCC の買取り価格を時価から実質簿価（簿価から貸倒引当金を引いた額）に引上げること、もう一つは RCC に売却した不良債権のうち再生可能な企業や事業について政策投資銀行の融資により再生を図ることとしている。しかし前者については、RCC が 2 次損失を蒙った場合これを公的負担とするか否かについて意見が分かれ、決定に至っていない。

日銀による銀行株式買取り案

日銀は、9 月中旬の政策委員会で金融機関の保有株式削減を促進する新たな措置を決定した。これも株価下落で自己資本が毀損し、体力の低下した金融機関が不良処理問題を着実に進める環境を整えることを狙いとしている。

最近の株価下落の一因に、自己資本を上回って保有する銀行の持ち合い株式解消の売りがあり、これを回避する狙いで本年 1 月に発足した銀行等保有株式取得機構（「金融市場」2001 年 8 月号 図 2 参照）が十分にその役割を果たしていないという事情がある。

この日銀の決定は、通常の金融政策の枠を超えた日銀法 43 条（注）に基づく主務大臣の認可を要する特例措置であり、詳細は今後詰められるが、大筋の考え方は次の通り。

2004 年 9 月末までに処分を求められている金融機関保有の中核的資本（Tier1）を上回る株式を、日銀が自己の負担において直接買取る。買取り期間は、2004 年 9 月末までの約 2 年間、保有期間は先行きの株価によるが最長で 10 年間程度、株式保有に基づくも議決権は、原則として行使しない。

この措置で買入れの対象となる株式の上限は、2001 年度末の銀行保有株式 24～25 兆円のうち中

（図 2）日銀と保有株式取得機構による買取りの比較

	日銀の買取り	銀行等保有株式取得機構
対象金融機関	中核資本を上回る株式を保有する金融機関（大手銀行中心）	銀行、信金中央金庫、農林中央金庫
対象株式	上場株式などの基準を検討	上場株式、店頭株式で投資適格核付け以上
買取り価格	時価	時価
買取り限度	日銀保有資産の健全性の範囲	政府保証枠 2 兆円
売却先の負担（銀行等）	売却時の含み損があればその部分（BIS規制上のリスクは移転）	売却額の 8% を拠出（売却後も BIS 規制上のリスクが残る）
買取先の負担	日銀（日銀の国庫納付金が減少する可能性）	銀行等の拠出金部分、政府保証の 2 兆円を超える部分は公的負担

資料 日本銀行及び金融庁公表資料から作成

核的資本（17 兆円）を上回る 7～8 兆円、対象となる銀行は中核的資本を上回る株式を保有する大手 11 行と地銀 4 行と伝えられる。

この日銀の決定は、日銀の金融システムへの危機意識を市場に示した点で市場から好感を持って受け止められたが、株式の買取り基準の策定や株価下落の二次損失負担への日銀の損失準備金積立、銀行等保有株式取得機構との役割分担など検討を要する問題も少なくなく、政府の不良債権処理策との関連が不明確であると効果が減殺される恐れがあり、政府の追加的対策が早期に示される必要がある。

（注）日銀法第 43 条（他業の禁止）の規定

「日本銀行は、この法律により日本銀行の業務とされた業務以外の業務を行ってはならない。ただし、この法律に規定する日本銀行の目的達成上必要がある場合において、財務大臣及び内閣総理大臣の認可を受けたときは、この限りでない。」

公的資金注入による資本増強も

金融機関の自己資本については、株価下落による毀損が懸念される以前から Tier1 部分の不足（税効果部分や公的資金部分により水張り）が指摘されていた。

こうした状況下、政府や財界のなかにも「不良債権処理の促進によって自己資本が不足し、自己努力による資本増強が困難な先については、公的資本の投入・国有化を含めた処理を求める」（竹中経済担当相）声が強まり、金融庁の不良債権処理促進策の具体化と併せて同庁の対応に注目が集まっている。

本来、早期是正措置により「特に著しい過小

自己資本の先（国際基準の場合 2%、国内基準 1%）に対しては自己資本増強が求められ、自己資本引上げが出来ない場合には、破綻手続きに入ることになり、債務超過にはならずペイオフでも預金者が損失を蒙ることはない。しかし、実際には不良債権の時価評価が困難であるため、不良債権処理によってどの程度の自己資本が毀損となるかの判断は難しい（注）。

98 年の金融危機時に導入された金融再生法・金融機能早期健全化法に基づく公的資金注入を容認する枠組みは本年 3 月末で終了し、現行法上想定されているのは「危機時の対応」のみとなっている（預金保険法第 102 条）。これは問題金融機関が業務を行っている地域において、信用秩序維持に重大な支障を生ずる恐れがあると認められるとき、総理大臣を長とする「金融危機対応会議」を開催し、危機認定、公的資金枠（15 兆円）活用による公的資金注入または国有化による預金の全額保護、破綻金融機関の経営者・株主（出資者）責任の追及等を行う措置である。

金融庁では、地域金融機関を中心に合併による経営健全化を促す狙いで、合併に対して税制

上の優遇措置や手続き簡素化のほか公的資金注入を容認する方針を示しており、今後公的資金を活用した金融機関の再編が進められるとみられる。これと併せて、上記危機時の措置実施に当たっての具体的手続きを明らかにしておく必要がある。

さらにこれにとどまらず、自己資本（特に Tier1 部分）の水準が低下している現状を考えると、危機時に立ち至る前に予防的に、不良債権処理を促進するための公的資金注入を含む資本増強の明確なルールを決めておく必要がある。

（注）日銀法 38 条に基づく貸出（日銀特融）

仮に自己資本比率が 8%（国内基準 4%）を上回る健全とみなされる金融機関が、風評などで一時的な資金流出により流動性流動性不足に陥った場合、日銀特融による流動性供給が行われるが、問題は「流動性不足か債務超過か」の判断である。過去に破綻した拓銀、長銀、日債銀の例では、破綻直前のバランスは債務超過になっていなかったが、破綻後精査した結果、債務超過となっていたという経緯がある。なお特融の実施に当たって、日銀では、次の 4 つの原則を満たす必要があると定めている。 システミック・リスクが顕現化する恐れがあること、日銀の資金供与が必要不可欠であること、モラル・ハザード防止の観点から関係者の責任明確化が図られるなど適切な対応、日銀自身の財務の健全性維持に配慮すること。

（荒巻 浩明）

米国における住宅ローン貸出市場の変化と将来像

～ 第 1 回 米国の住宅金融市場の現状と特徴 ～

要 旨

昨年(2001年)の米国の住宅ローン実行額は、活発なリファイナンス活動もあって約 250 兆円と日本の 10 倍近い規模に達している。証券化を前提にリファイナンスが容易にできる米国の住宅金融の仕組みは、市場機能を活用しながらも、その背後でシステム全体を政府が支援する重層的な構造になっている。

はじめに

米国の住宅金融市場は、現在文字通り“ホット”なテーマになっている。景気回復の遅れが指摘されるなかで、住宅セクターは借換え(リファイナンス)を含め積極的な住宅ローン貸出を通じ活況を呈しており、これが個人消費を下支えする一方、住宅価格は一部ではバブル化しているのではとの懸念さえ生んでいる。米国の住宅金融市場の動向は、金融の領域に止まらず、米国及び世界経済へ実体的な影響を与え得る存在となっているといえよう。

日本においても、特殊法人改革と関連し、住宅金融の在り方をめぐる議論が昨年来行われ、

住宅金融公庫を5年以内に廃止し、今後住宅ローンの証券化支援機関とする方向が打ち出されている。周知のように、その場合の改革のモデルは、証券化が浸透している米国の住宅金融システムとなっている。

こうした住宅金融市場の変化を新たなビジネスチャンスとらんで、民間金融機関、特にメガバンクは、住宅ローンを個人リテール戦略の中心とするスタンスをいちだんと強化している。既に今年度公庫の直接融資が大幅に削減されるなか、メガバンク等の住宅ローンは急増している。

メガバンクの住宅ローン戦略は、端的には金利面での優位性ととも、ローンセンター等を

表 1 日米の住宅関連市場の概観

	米 国	(円換算)	調査年	日 本	調査年
総人口(百万人)	281		2000	127	2000
総世帯数(千戸)	104,705		2000	46,376	2000
総住宅戸数(千戸)	115,253		1999	50,246	1998
民間住宅着工戸数(千戸)	1,603		2001	1,173	H13年度
名目GDP(10億ドル、兆円)①	10,208	1,240.6	2001	503.3	2001
民間住宅投資額(10億ドル)②	446	54.2	2001	18.8	2001
同上対GDP比%(②/①)	4.4			3.7	
住宅ローン実行額(10億ドル、兆円)③	2,030	246.7	2001	25.5	H12年度
住宅ローン残高(10億ドル、兆円)④	6,219	755.8	2001	191.2	H12年度
同上対GDP比%(④/①)	60.9			38.0	
平均住宅ローン借入額(千ドル、百万円)	155.7	18.9	2001	20.9	H13年度
平均住宅購入価格(千ドル、百万円)	215.5	26.2	2001	29.8	H13年度
世帯年収倍率(倍)	3.8			4.2	

資料 各国公的統計より作成

(注) 1. 2001年、円/ドル=121.53(期中平均)を適用

2. 米国の世帯年収は2000年センサス平均値\$57,045を適用

3. 日本の住宅ローン借入額等は住宅金融公庫『公庫融資利用者調査』を利用

通じ業者紹介案件を数多く迅速に処理しようとするものである。住宅ローン業務は今後こうした傾向が強まっていくと予想され、その影響は地銀や地域金融機関等に対しても大きくなっていくとみられる。

我が国で住宅ローンの証券化が今後どの程度進むか未知数であるものの、住宅ローン市場が現在転換期にあり、これから大きな変化を経験する可能性は高い。そして、今後の変化を考える際、やはり米国の住宅金融市場で起きた、また起きつつある変化をみておくことは大いに参考になるとおもわれる。

米国では過去 30 年に及ぶ住宅ローンの証券化の進展とともに、特にその入口であるリテール貸出市場の姿は一変した。しかもリテール市場での変化は不断に続いており、アメリカの住宅金融システムを固定的で確立されたイメージでとらえることは正しくないように思われる。

そこで、これから数回に分け米国の住宅金融市場、特にリテールの貸出市場の変化と今後の方向性を中心に、現地でのヒアリング等も踏まえて考察していきたい。

第一回目の今回は、やや予備的な作業として、米国の住宅金融制度の仕組みと現状について概観しておくことにする。

リファイナンスで大きく変動する住宅ローン市場

米国の住宅金融市場の特徴を、キーワード的に表現すれば「巨大化」「証券化」「分業化」の3つの点で際立っているといえよう。

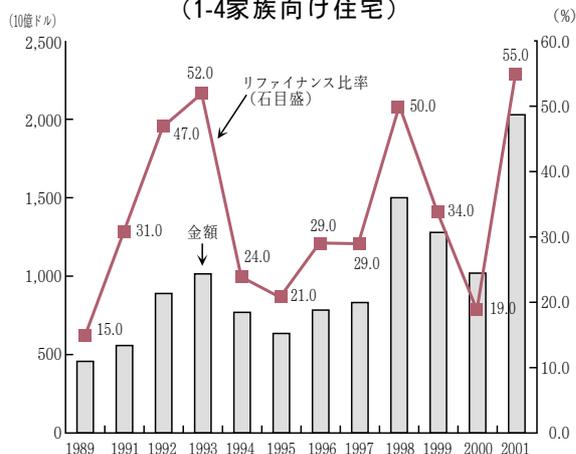
米国の住宅ローン市場規模は、2001 年末の残高で 5.7 兆ドル(約 755 兆円)対 GDP 比 60%と、日本の 191 兆円、38%と比較して格段に大きい(表 1)。しかも、米国ではリファイナンスが浸透しているため、金利低下局面で大規模なリファイナンスが発生しローンの実行額が急増する一方、金利上昇局面では反転するなど変動も激しい(図 1)。

昨年は金利低下の効果が大きく、ローン実行額は約 2 兆ドル(250 兆円)にも達し、日本のおよそ 10 倍近い水準となった。その内、リファイナンスが占める比率も 55%と過去最高となっており、この比率は昨年第 4Q では 70%まで上昇している。反対にみれば、住宅ローンのうち新規の住宅購入を目的にしているのは 30%程度に過ぎない。

リファイナンス活動の盛況ぶりは、今年に入り更に強まっており、98~99 年初にかけての大規模なリファイナンス・ブームを上回る空前の規模となっている(図 2)。米国ではリファイナンスの際、従来のローン設定以降の住宅価格上昇等を一部現金化する目的で、ローン残高を積みますキャッシュ・アウト(Cash-out: 通常 +5% 超の残高拡大)も一般的である。

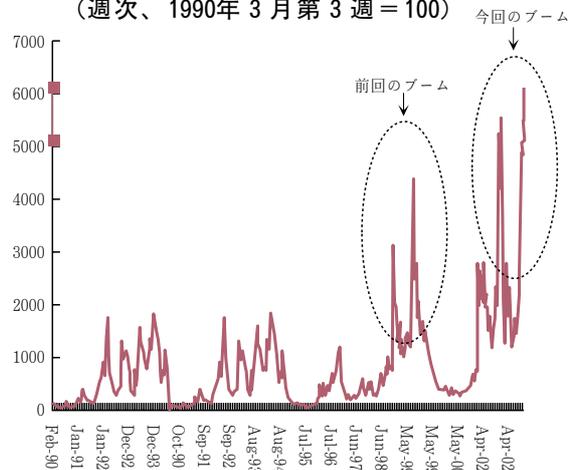
また、借換えではなく、住宅のネット資産(住宅資産 住宅ローン未払い残高)を担保に借入または借入枠を設定するホーム・エクイティ・ローンも盛行しており、住宅ローンは個人ローンにまたがるものとなっていることも、住宅ローン市場を拡大させる一因である(具体的な米国

図 1 米国の住宅ローン実行額とリファイナンス比率の推移 (1-4家族向け住宅)



資料 Mortgage Bankers Association

図 2 リファイナンス申請件数(指数)の推移 (週次、1990年3月第3週=100)



資料 Mortgage Bankers Association

の住宅ローン商品については別途ふれたい)。

米国の住宅ローン業務の流れ～貸出市場ではモーゲージ・カンパニーが台頭

このような活発な住宅ローンの貸出が可能なのも、米国では住宅ローンの多くが証券化され、商品性も証券化を前提に30年固定が中心で、リファイナンスが容易にできる設計になっている点が大いといわれる。また、そうしたシステムに対応して、米国の住宅ローン市場はそれぞれの業務に特化する機能分化(アンバンドリング)が最も浸透している市場となっている。

日本では金融機関が住宅ローン業務全体を取扱うが、米国ではローンの実行、サービング、保険・保証、証券化等に分化しており、それぞれ分野で競争しながら、スプレッドを取る仕組みになっている。

住宅ローン業務の流れを概観すると、図3のようになる。

まず、一次市場での住宅ローンの貸し手(オリジネーター)としては、商業銀行やスリフト(Thrift)と呼ばれる貯蓄金融機関(S&Lや貯蓄銀行等)また住宅ローンを資産として保有せず、流動化、証券化を前提に、ローンの実行手数料を主な収益源とするモーゲージ・カンパ

ニーがある。

モーゲージ・カンパニーは貸出専門のノンバンクで、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種類に分かれる。モーゲージ・ブローカーは不動産に近い存在で、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・バンカーの方は、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。

1980年代前半までは、貯蓄金融機関が住宅ローン実行の約半分程度を占めていたが、その後の地位は急速に後退している(図4)。貯蓄金融機関が70年代以降の金利環境や金融自由化に適應できず、その多くの破綻、吸収合併されていったこと、また証券化が浸透し住宅ローン業務の規格化が進むなかで、モーゲージ・カンパニー、大手商業銀行の参入によって住宅ローン市場の競争激化が進んだことが主因である。

1997年とやや古いデータだが、ローン実行のシェアは、商業銀行が25%、貯蓄金融機関が18%、モーゲージ・カンパニーが56%となっている。

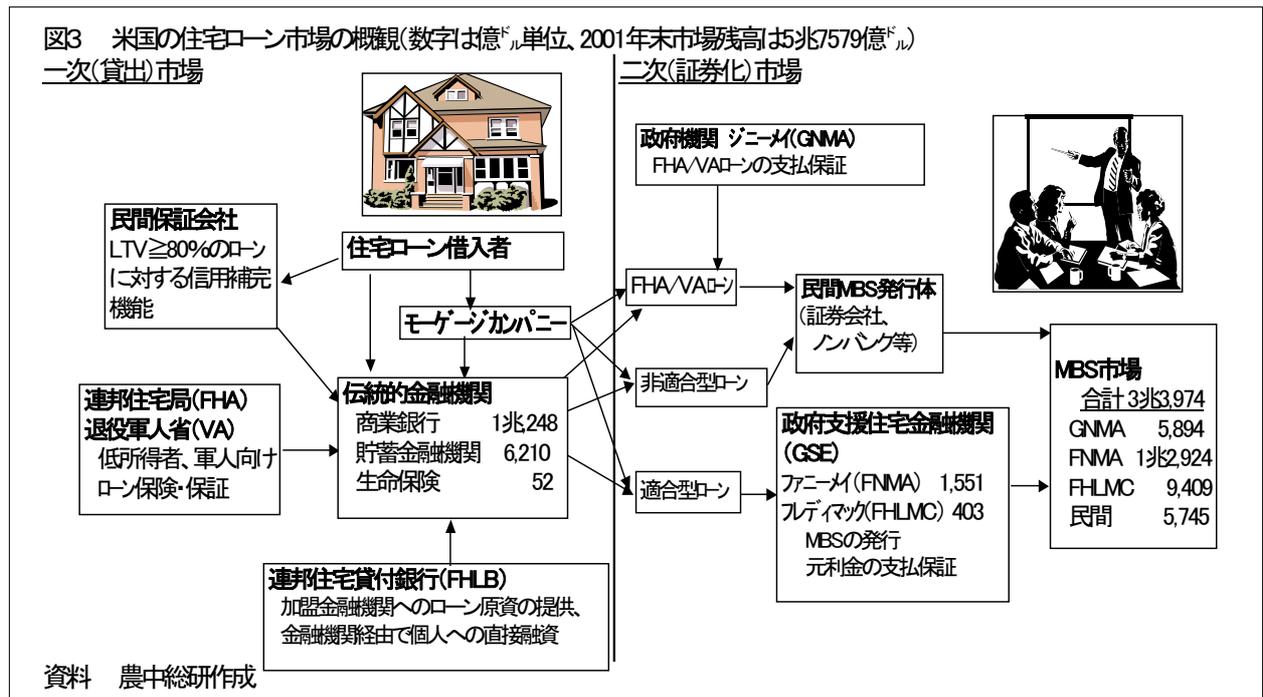
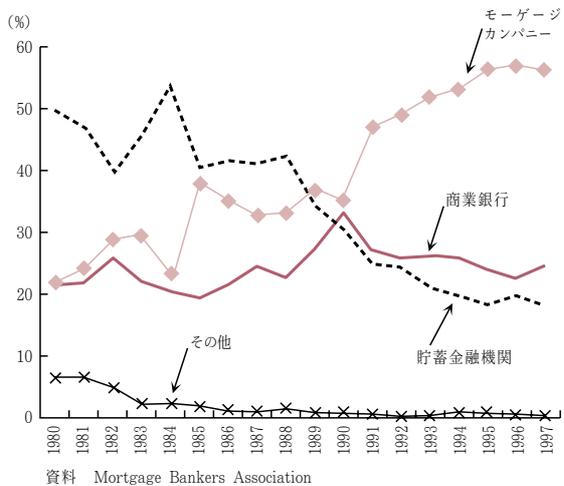


図4 金融機関別オリジネーションのシェアの推移

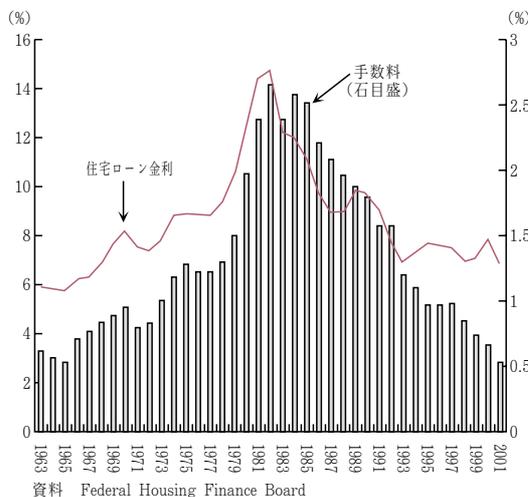


(住宅ローン市場におけるオリジネーターの変化と役割については次回詳しくふれたい)

ローン販売競争の激しさに加え、ITの普及や政府系証券化機関の買取手続きの簡素化等から、ローンの実行手数料は現在融資残高の0.5%程度にまで低下している(図5)。

米国では住宅ローンの実行後、モーゲージ・カ

図5 アメリカの住宅ローン金利と借入手数料の推移



ンパニーは全てのローンを、商業銀行や貯蓄金融機関も変動金利やホーム・エクイティ・ローンを中心に一部自己ポートで保有する以外は流動化する。結果、オリジネーターの資産として保有される住宅ローンは、全体の3割程度である。

また、ローンが流動化するのと同様に、元利回収をおこなうサービシング業務も別個のマーケットが形成されている。融資残高の0.25%程度の手数料収入が得られるサービシングは、規

模の経済が強く働く分野でもあり、大手業者に集約される傾向が近年顕著である。

政府支援機関が証券化市場の中心

200年末、米国の住宅ローン残高の約6割、3.4兆ドル(約413兆円)がモーゲージ担保証券(MBS; Mortgage-Backed Securities)として証券化されている。その規模は米国債(約3.4兆ドル)や日本国債(約3.6兆ドル)とほぼ同規模である。我が国のMBS市場規模は、およそ1兆円と試行的なレベルを出ていない。

オリジネーターからローンを購入し証券化するのには、「エージェンシー」(Agency)と呼ばれる政府機関ないし機政府支援機関(GSE: Government-Sponsored Enterprise)または民間のMBS発行体(民間証券会社や大手モーゲージ・カンパニー)である。

住宅金融系のGSEには、ファニーメイ(FNMA: 連邦抵当金庫)とフレディーマック(FHLMC: 連邦受託貸付抵当公社)があり、両者とも経営形態的には民間上場会社であるものの、設立経緯や公的規制等により政府の暗黙保証があると認識されている。

ファニーメイ、フレディーマックはオリジネーターからローンを買取り、それを担保に自ら元利払いを保証したMBSを発行する。または買取ったローンの一部について自己保有する。一方、買取り先のオリジネーターに対しては、現金かMBSを選択により支払うが、多くの場合MBSの方が選好される。

もう一つのエージェンシーであるジニーメイ(GNMA: 政府抵当金庫)は、住宅都市開発省(HUD)の一部局の政府機関であり、自らは債券の発行はせず、公的保証がついたFHA、VAローンを担保に民間機関が発行するMBSに対し元利払いの保証だけを行っている。

証券化は公的支援を前提にした設計

証券化の中心にあるGSEは、それぞれ住宅ローン買取り基準を設定しており、オリジネーターは借入申込者がそれに適合するかどうか審査する(適合型ローン)。審査項目はLTV(Loan to Value: 融資率)と申請者の信用度がポイントとなる。GSEはそれぞれ自動審査システムを

持っており、オリジネーターとはネットワークでつながっている。

信用リスクが高いと判断されGSEの買取り対象にならなかった場合、政府保証の付いたFHA保険やVA保証の対象となる。FHA（連邦住宅庁）はHUDの部局で低中所得者向け住宅ローンに対して、VA（退役軍人省）は一定条件を満たす退役軍人とその配偶者向けのローンの保証を行うことで、ローンの信用を補完する。さらに、FHA、VAローンは前述したようにジニーメイの支払い保証を付け、全額ジニーメイ債として証券化される。

また、GSEが買取る場合でも、LTVが80%を超えるローンは、民間の住宅ローン保険による信用補完が必要となる。

住宅ローンの内、GSEの適合型ローンでもなく、FHA、VAローンでもない非適合型ローンは、民間証券会社等により証券化される。例えば、GSEの買取り上限額30万700ドルを超える大型住宅ローン（ジャンボ・ローン）や信用力が劣後するサブプライム・ローンなどがそれに該当する。

以上が証券化市場の概要だが、特徴的なことは公的関与がある信用力の高いエージェンシーが証券化の根幹を担っており、そのことがMBS市場への投資家の信頼を高め、流通市場に厚みをもたらしている点であろう。現在、エージェンシーMBSが、MBS発行残高の8割以上を占めている。また、住宅ローンそのものに流動性を持たせるための信用補完措置が、公的、民間を含めて一次市場において整備されている。

このように証券化をベースにした米国の住宅金融システムは、いっけん市場機能に主導されているように見えるが、市場の背後ではシステム全体を政府が支援する重層的な構造になっているといえよう。

（なお証券化の詳細については、来月号の別稿を参照されたい）

ローン借入者に手厚い住宅税制

政府の支援は、住宅ローン借入者に非常に手厚い住宅税制を含めて考えると、より一層明らかである。

米国での住宅取得税制の中心は、住宅ローン（ホーム・エクイティ・ローンを含む）利子の所得控除制度で、住宅取得（含む建設、改修）では100万ドルまで、その他のもの（使途自由）は10万ドルまで、利子全額を所得から控除できる。対象は居住用（セカンドハウスも可）で2戸までで、控除期間は無期限である。

住宅ローンの利子の所得控除による減税額は2000年度で588億ドル（約6.3兆円）に巨額に上る。これ以外にも、州、市等の自治体が課す不動産税（日本の固定資産税）も、一般に所得控除できる。

もうひとつの優遇措置は、持家売却に関するキャピタル課税の軽減である。現行法では、持家売却前5年間のうち2年間、主たる住居として使用されていた場合、50万ドル（夫婦合算申告者）までキャピタルゲインは非課税扱いとなっている。

（室屋有宏）