

# 金融市場

2003.5

## 潮流

スローフード金融 …………… 1

## 情勢判断

### 国内金融

当面見出し難い投資環境の変化 …………… 2

### 国内経済

個人貯蓄の動向とその影響 …………… 5

### 海外経済金融

イラク戦争後の米国経済 …………… 7

アラブ湾岸諸国の現状と今後 …………… 9

### 気になる指標

景気ウォッチャー調査 ……………12

## 今月の焦点

地方債市場の変化 ……………13

わが国における住宅ローン証券化市場の現状と展望-1 …17

## 海外の話題

「イギリス(人)は変わったか? -その2」 …23

## 潮流

# スローフード金融

都銀、地銀、信金の調査を進めてきて気が付いたことのひとつは、処理する事務量と職員に期待される能力の関係である。たとえば、住宅ローンの場合では、年間数万件の取扱いをする都銀と、数千件の地銀と、数百件の信金とでは事務処理の仕方が異なる。事務処理が大量であればあるほど自動化・集中化による効率化が要求され、システムティックな装置産業的な要素が強くなる。仕事も分業化が進み、職員に要求される能力は持ち場での定型的な処理能力が求められる。窓口で受け付ける職員と、審査をする職員と、実行後の管理をする職員等がそれぞれ分かれている。

これが、事務処理の量が少ない金融機関の場合は、事務処理の効率化ももちろん課題となるが、同時に、それぞれの固有の事情をかかえたお客の相談に応じることを求められるケースが増える。つまり、地域金融機関の場合は、職員に定型的な事務処理以上の仕事を期待することになる。某地銀では窓口職員に“案件組成能力”を期待するし、そういう能力を育てる研修・教育を行っているという。“案件組成能力”とは、言い換えれば“問題解決能力”であり、“お客の悩みや相談に対応できる能力”だといえよう。

先日、東北のあるJAを訪問したが、そこで興味深かったことは、金融部長が「組合員が困っていることの相談にのるところにビジネスチャンスがある」と言われたことである。そこは地方都市の市街部を拠点とするJAで不動産事業に力を入れているが、組合員の資産管理相談ニーズに応えようと、アパート建築の企画、建設業者の紹介、建物の共済、入居者の仲介、家賃の入金管理、確定申告の手伝いにいたるまで、一貫して相談に応じる体制を構築している。それが、賃貸住宅ローンの伸長や共済事業の拡大に貢献していることは言うまでもない。その他、相続の相談を受ければ、専門家と協力して遺言書の作成をサポートし、また、相続税の支払いで土地の売却が必要であれば、JAが仲介して売却する。そして、その土地の購入者が住宅を建てる場合にはその住宅ローンを出すことで、貸出にもつながる。さらに、組合員から、多重債務者に陥っている親族の救済について相談を受けることもあるという。実際、過去1年間で5件ほど弁護士と連携して消費者金融との交渉、救済資金の融資などに取り組んでいる。このような相続相談、多重債務相談などは、それほど収益性の高いビジネスとは言い難いが、それが組合員の信頼を高め、その後の取引に大きな影響を及ぼすという。

地域金融機関の特徴のひとつは対面営業重視であるが、対面営業とは“お客と面談し、相談にのる営業”と言い換えることもできよう。そのJAの常務は「我々のやり方は“スローフード金融”なのです」と語った。住宅ローンにおいても、メガバンクが審査期間の短縮にしのぎを削っているなかで、それとは逆に、組合員と時間をかけて面談し、返済計画を立てるという。計画に時間をかけただけに不良債権はほとんど発生しないし、他金融機関に借り替えていく例もほとんどないという。

スローフード金融は時間と手間がかかるし、効率性では劣るかもしれないが、組合員、顧客の信頼を得られる。地域金融機関の本領を発揮できるひとつのやり方と言えるかもしれない。

(取締役調査第二部長 鈴木 利徳)

# 情勢判断

## 国内金融

### 当面見出し難い投資環境の変化

#### 要 旨

需給、ファンダメンタルズの両面から国債相場の安定、株式相場の低迷という状況が継続する材料が多い。ゼロ金利政策の長期化見通しのもとでは、消去法的に国債への資産選択は説得力を持つ。一方、株安状況が転換するには、政策、業績材料ともに問題が多い。

為替相場については、ドル安圧力は残るものの、日本の経済ファンダメンタルズの相対的な弱さと通貨当局の介入姿勢から、ドル円相場がレンジを外れる可能性は小さいと考える。

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		
	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	0.021	0.001~0.01	0.001~0.01	0.001~0.01	0.001~0.01
TIBOR ユーロ円(3ヶ月)	0.0792	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	0.70	0.70	0.80	0.70	0.85
為替(円ドル)相場	119.015	115~120	117.5~122.5	120~125	117.5~122.5
日経平均株価	7,972.71	8,000	7,500	8,000	8,500

(月末値。実績は日経新聞社調べ。)

#### ここ1ヶ月程度の金融市場概況

3月20日に開戦したイラク戦争は、3月末にかけ一時、長期化の観測が台頭。新型肺炎(SARS)の伝染拡大が重なり、世界的な心理圧迫を招いた。

結局、イラク戦争はほぼ3週間で実質終結。イラク問題の焦点は後継政権づくりに移り、世界を覆った戦争による心理圧迫は薄れている。しかし、世界経済が果たしてどのようなトレンドラインに戻りうるか、市場にはまだ先行き不透明感が根強い。

このような慎重な市場心理のなかで、株安、債券高の状況が継続した。

国債は長期ゾーンおよび超長期ゾーンの利回り低下が一段と進み、イールドカーブがフラット(勾配平坦)化。新発10年国債利回りが0.6%台前半に低下するとともに20年国債利回りも4月17日に1%割れとなった(日本相互証券調べ)。

これに対して、株価指数はバブル崩壊後最安値の更新が続いた。実際の需給悪に加え投機的な売りが下落圧力となった。時価構成ウエイトが大きい電機や自動車および医薬品などの国際優良銘柄群や銀行セクターの下げが大きかった(図1)。

為替相場は膠着相場が続いた。開戦後、一時

ドルが強含む一方、ユーロが下落する局面もあったが、その後再び対ドルでユーロが戻すとともにクロス円でも円が下落し、ユーロ円相場は131円台乗せ。ドル円相場は、米国経済の先行き懸念の一方で、日本のファンダメンタルズの悪さや介入警戒感から小動きに終始。120円/ドルをはさんだ狭い範囲の相場展開となっている。

(以上の金融証券市場の動向等は当社HPの「Weekly 金融市場」を参照されたい。)

図1 足元の株価、国債利回りの動向

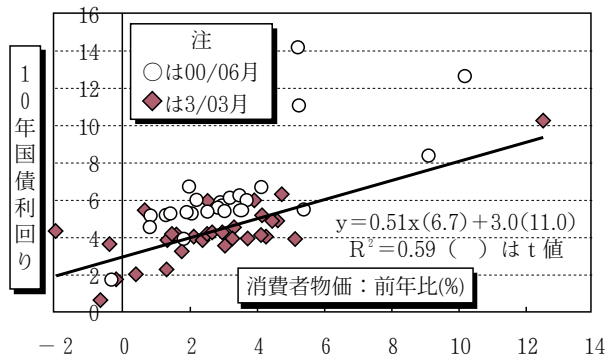


(日経 NEEDS FQ から農中総研作成)

## 金融市場の見通しと注目点 債券相場 = 高値安定相場が当面予想される

世界的な物価安定から物価と債券利回りの低下が連動する状況が生じている(図2)。イベント・リスクも景気下ブレに作用する方向性が大きく、世界的に当面、物価が大きく反転していくことは考え難い。

図1 世界各国の国債利回りと物価の関係



(Bloomberg データから農中総研作成)

内外ともにデフレ環境が継続する確度は高く、日銀のゼロ金利・量的緩和政策の解除条件は当面、読めない。

0.6%台前半の10年国債利回り、1%割れとなった20年国債の利回り水準はそれ自体としては長期的には異常な水準というべきだろうが、ゼロ金利政策の長期化見通しのもとでは、その利回り水準の国債投資も消去法的に説得力をもっている。債券高の投資環境が転換するとすれば、「政府紙幣」の発行や日銀による国債の直接引き受けなど通貨信認の低下を引き起こすような通貨膨張策が考えられるが、その可能性は低い。

日銀は、3月25日の銀行保有株買入枠拡大(3兆円に増額)に続き、ABCPの買い入れを5月から開始する方向であり、その先には国債買入の増額が期待される。今後も新たな政策が打ち出されようが、新体制下でも政策効果の論理性とともに円の価値・通貨の信認を重視する姿勢に変わりはないと思われる。

また、デフレ下の資金需要不足のもとでは、財政悪化の影響は国債市場に限定的だろう。国債相場の高値安定条件は引き続き大きいと言えよう。

## 株式相場 = 政策、業績ともに問題多し

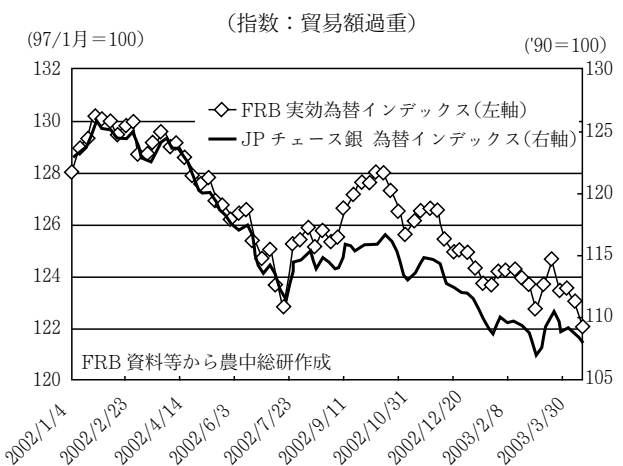
銀行と企業の持ち合い解消や企業年金基金の代行返上に伴う換金売りという需給悪に加え、株式投資に対する政策的な方向性が定まらない。さらに、信頼性を損なうような企業会計変更が取り沙汰されている。

また、中期的な業績成長の展望も見えにくい。03年度業績予想集計は2割前後の増益見通しだが、アナリスト予想は下方修正に傾いており、特別損失の高止まりも懸念される。景気不安も残り、世界的に投資リスクに敏感な姿勢が続くと思われ消極的な株式投資が続くだろう。

株安状況を打開するには、政策、業績ともに問題が多いのが現状である。

為替相場については、ドル円で基本的想定レンジを115~125円/ドルとする予想を継続。財政・貿易の「双子の赤字」を背景に米国内でもドル安政策への圧力は強いが、ユーロ高などによってドル高も一時に比べれば修正されている。実効(貿易加重平均)為替インデックスによっても相違するが、すでに7~15%のドル高調整が進んで来た(図3)。米国証券市場への資金流

図3 米国ドルの実効為替レート



入を維持する上からも、ドル安圧力が現水準から大幅に強まる可能性は小さいだろう。

また、米欧に比べ日本の経済ファンダメンタルズは相対的に弱く、3極通貨間での順位付けは円が劣後する。通貨当局の介入も海外から理解が得やすいことから、円の上値は限定的であり、レンジ的な動きが続くと考える。

(03.04.22 渡部 喜智)

## 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
03/2/28	0.780	143.20	1.173	0.290	0.001	0.0900	0.0594	0.0908	117.75	117.75	118.10	1.0810	1.078	8,363.04	818.73	7,891.08	1337.52	3.69	350.3	36.60
03/3/3	0.780	143.16	1.176	0.290	0.001	0.0892	0.0575	0.0900	118.08	118.22	117.55	1.0895	1.085	8,490.40	825.63	7,837.86	1320.29	3.67	349.3	35.88
03/3/4	0.740	143.32	1.163	0.290	0.001	0.0892	0.0588	0.0900	117.54	117.55	117.95	1.0885	1.091	8,480.22	828.05	7,704.87	1307.77	3.64	353.3	36.89
03/3/5	0.770	143.30	1.165	0.290	0.001	0.0892	0.0550	0.0900	117.22	117.35	117.30	1.0960	1.098	8,472.62	822.81	7,775.60	1314.40	6.63	353.2	36.69
03/3/6	0.765	143.34	1.162	0.280	0.001	0.0892	0.0563	0.0900	117.40	117.38	117.35	1.0970	1.099	8,369.15	816.22	7,673.99	1302.89	3.65	356.9	37.00
03/3/7	0.750	143.37	1.159	0.280	0.001	0.0892	0.0556	0.0900	117.19	117.37	117.05	1.1005	1.104	8,144.12	796.17	7,740.03	1305.29	3.64	350.9	37.78
03/3/10	0.755	143.34	1.162	0.280	0.001	0.0892	0.0544	0.0900	116.69	116.78	116.80	1.1060	1.106	8,042.26	784.52	7,568.18	1278.37	3.57	354.8	37.27
03/3/11	0.730	143.57	1.144	0.270	0.001	0.0892	0.0531	0.0900	117.07	116.90	117.10	1.1045	1.106	7,862.43	770.62	7,524.06	1271.47	3.58	350.6	36.72
03/3/12	0.710	143.14	1.177	0.250	0.001	0.0900	0.0544	0.0900	117.35	117.45	117.35	1.0995	1.102	7,943.04	782.36	7,552.07	1279.24	3.58	346.6	37.83
03/3/13	0.740	143.05	1.184	0.260	0.002	0.0900	0.0556	0.0900	118.02	118.00	118.65	1.0780	1.089	7,868.56	778.52	7,821.75	1340.77	3.75	336.0	36.01
03/3/14	0.750	142.93	1.194	0.260	0.001	0.0900	0.0556	0.0900	118.28	118.20	118.25	1.0745	1.077	8,002.69	786.06	7,859.71	1340.33	3.70	336.6	35.38
03/3/17	0.730	143.05	1.184	0.250	0.001	0.0900	0.0569	0.0900	117.75	117.90	118.55	1.0620	1.061	7,871.64	777.21	8,141.92	1392.27	3.84	337.2	34.93
03/3/18	0.720	143.03	1.186	0.250	0.001	0.0892	0.0563	0.0900	118.58	118.65	118.85	1.0635	1.064	7,954.46	783.56	8,194.23	1400.55	3.90	337.7	31.67
03/3/19	0.710	143.08	1.182	0.240	0.002	0.0892	0.0575	0.0900	118.76	118.70	118.55	1.0565	1.059	8,051.04	789.08	8,265.45	1397.07	3.98	336.2	29.88
03/3/20	0.745	142.72	1.210	0.260	0.002	0.0892	0.0556	0.0900	119.89	120.00	120.30	1.0610	1.062	8,195.05	807.48	8,286.60	1402.77	3.96	330.0	28.61
03/3/21							0.0556				121.65	1.0530	1.055			8,521.97	1421.84	4.09	326.1	26.91
03/3/24	0.740	142.69	1.213	0.270	0.001	0.0892	0.0544	0.0900	120.81	120.90	120.75	1.0640	1.067	8,435.07	831.43	8,214.68	1369.78	3.96	329.5	28.66
03/3/25	0.715	143.00	1.188	0.260	0.001	0.0892	0.0556	0.0900	119.68	119.85	120.15	1.0655	1.069	8,238.76	812.29	8,280.23	1391.01	3.94	328.3	27.97
03/3/26	0.710	142.93	1.194	0.270	0.001	0.0892	0.0569	0.0900	120.20	119.93	119.95	1.0695	1.069	8,351.92	821.43	8,229.88	1387.45	3.93	330.1	28.63
03/3/27	0.735	142.72	1.210	0.280	0.001	0.0892	0.0563	0.0900	119.99	119.85	119.95	1.0695	1.072	8,368.67	823.46	8,201.45	1384.25	3.92	328.4	30.37
03/3/28	0.745	142.72	1.210	1.280	0.001	0.0800	0.0569	0.0942	120.21	120.23	119.85	1.0785	1.075	8,280.16	817.92	8,145.77	1369.60	3.90	331.5	30.16
03/3/31	0.700	143.06	1.184	0.270	0.021	0.0792	0.0569	0.0933	119.02	120.15	118.05	1.0915	1.092	7,972.71	788.00	7,992.13	1341.17	3.80	335.9	31.04
03/4/1	0.690	142.97	1.191	0.270	0.001	0.0783	0.0569	0.0925	118.05	118.27	118.00	1.0915	1.089	7,986.72	788.96	8,069.86	1348.30	3.81	335.2	29.78
03/4/2	0.695	142.88	1.198	0.280	0.001	0.0783	0.0600	0.0900	118.83	117.90	118.95	1.0770	1.079	8,069.85	797.56	8,285.06	1396.72	3.92	330.4	28.56
03/4/3	0.670	142.96	1.191	0.280	0.001	0.0783	0.0606	0.0900	118.89	118.70	119.40	1.0760	1.074	8,017.75	793.68	8,240.38	1396.58	3.91	325.7	28.97
03/4/4	0.695	142.83	1.202	0.280	0.001	0.0783	0.0613	0.0900	119.95	119.95	119.95	1.0735	1.070	8,074.12	795.55	8,277.15	1383.51	3.95	326.0	28.62
03/4/7	0.730	142.60	1.220	0.290	0.001	0.0783	0.0600	0.0900	120.76	120.75	119.80	1.0695	1.063	8,249.98	810.58	8,300.41	1389.51	3.97	322.2	27.96
03/4/8	0.715	142.71	1.211	0.280	0.001	0.0783	0.0600	0.0900	119.69	119.95	119.90	1.0705	1.067	8,131.41	802.62	8,298.92	1382.94	3.93	322.9	28.00
03/4/9	0.680	143.02	1.187	0.270	0.001	0.0783	0.0600	0.0900	119.77	119.85	120.10	1.0770	1.070	8,057.61	802.17	8,197.94	1356.74	3.90	326.2	28.85
03/4/10	0.685	142.95	1.192	0.270	0.001	0.0783	0.0625	0.0900	119.81	120.10	119.65	1.0790	1.083	7,980.12	792.42	8,221.33	1365.61	3.94	327.3	27.46
03/4/11	0.680	143.00	1.188	0.260	0.001	0.0783	0.0613	0.0900	119.78	119.75	120.50	1.0755	1.076	7,816.49	782.25	8,203.41	1358.85	3.97	328.5	28.14
03/4/14	0.655	143.12	1.179	0.260	0.001	0.0783	0.0600	0.0900	120.64	120.65	120.30	1.0775	1.079	7,752.10	775.61	8,351.10	1384.95	4.01	324.9	28.63
03/4/15	0.660	143.15	1.177	0.270	0.002	0.0783	0.0613	0.0900	120.46	120.20	120.25	1.0795	1.078	7,838.83	788.24	8,402.36	1391.01	3.98	325.5	29.29
03/4/16	0.655	143.24	1.170	0.260	0.001	0.0783	0.0600	0.0900	120.23	120.26	119.50	1.0915	1.085	7,879.49	788.96	8,257.61	1394.72	3.94	326.3	29.18
03/4/17	0.645	143.25	1.169	0.260	0.001	0.0783	0.0625	0.0900	119.12	119.05	119.60	1.0875	1.090	7,821.90	789.50	8,337.65	1425.50	3.96	327.6	30.55
03/4/18	0.635	143.35	1.161	0.260	0.001	0.0783		0.0900	119.72	119.75	119.75	1.0880		7,874.51	790.72					
03/4/21	0.625	143.34	1.162	0.260	0.002	0.0783		0.0900	120.10	120.05	120.50	1.0870		7,969.08	801.79	8,328.90	1424.37	3.98	333.9	30.87
03/4/22	0.635	143.32	1.163	0.260	0.002	0.0783	0.0606	0.0900	120.21	120.65	119.95	1.0970	1.096	7,790.46	787.49	8,484.99	1451.36	3.96	334.8	29.91
03/4/23	0.640	143.36	1.160	0.260	0.001	0.0783	0.0606	0.0900	120.06	120.10	120.30	1.0970	1.094	7,793.38	789.35	8,515.66	1466.16	3.97	331.9	26.65

(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

# 個人貯蓄の動向とその影響

## 1400兆円を割り込む

わが国の個人金融資産は1999年に1400兆円を突破した。世界一といわれる規模であるが、その額は1999年をピークとして徐々に減少してきている。2002年7～9月期には1396兆円となり、2四半期連続で1400兆円を割りこんだ。

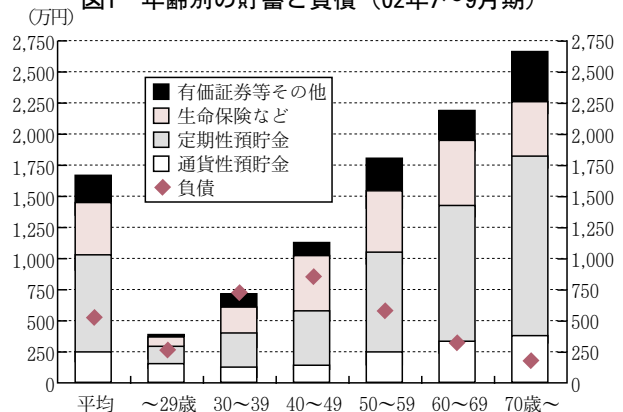
この1400兆円の個人金融資産がどのような保有構造を持つとともに、どのような変化が生じつつあるのか、家計調査の「貯蓄」（貯蓄残高）という項目を使って分析した<sup>1</sup>。

## 60歳以上が過半を占める

直近のデータである02年7～9月期現在の貯蓄残高は、農林漁家世帯を含む全世帯平均で1674万円。そのうち、定期性預貯金が46.8%と半数近くを占めている。その次に生命保険等の25.7%、通貨性預貯金が14.6%、有価証券が10.7%と続く（図1）。

これを世帯主の年齢階層別にみると、29歳以下の1世帯当たり平均貯蓄残高は396万円で、その内訳は通貨性預貯金が38.9%と最も多い。それより上の年齢階層では通貨性預貯金の割合が

図1 年齢別の貯蓄と負債（02年7～9月期）



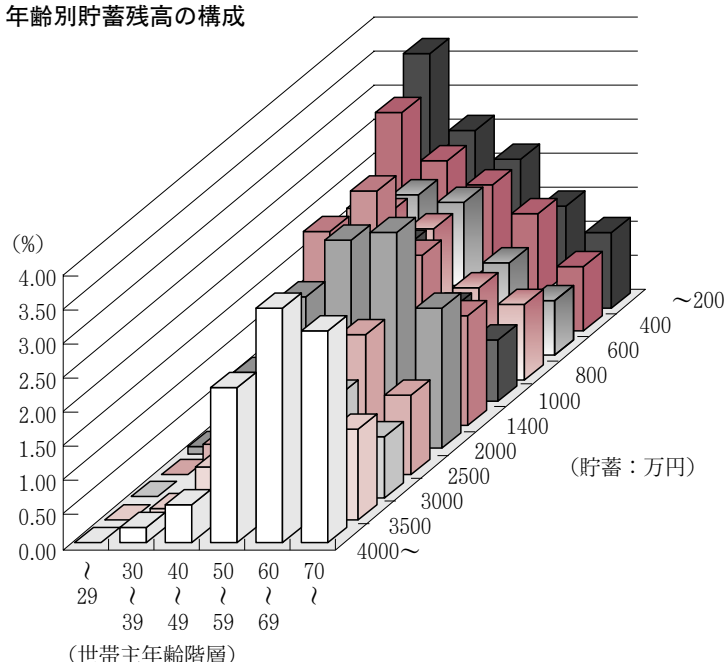
総務省：家計調査（農漁家世帯を含む全世帯：貯蓄・負債編）から農中総研作成

下がり、定期性預貯金の割合が増えて最も多い貯蓄項目となる。ただし40歳代だけは、生命保険等が定期性預貯金を上回る。

貯蓄残高は年齢が上がるとともに増えて、70歳以上になると1世帯当たり平均2713万円となる。

このように年齢階層別では、50歳以上の世帯の貯蓄残高が全貯蓄残高の79.4%を占める。特

図2 年齢別貯蓄残高の構成



総務省「家計調査」より農中総研作成

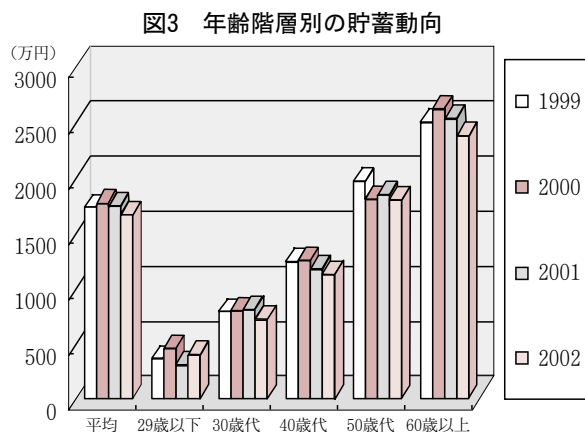
に定年退職を迎えた人も多く含まれる60～69歳代と70歳以上の階層は合計で、全貯蓄残高の52.9%と半分以上を占め、貯蓄残高は高年齢層に集中しているのが特徴である（図2）。

一方、49歳以下の世帯の貯蓄残高は全貯蓄残高の20.6%を占めるに過ぎない。さらに、1世帯当たりの平均負債残高を勘案すると、30～39歳代は733万円で、貯蓄残高の713万円を上回る。保障目的が強く、頻繁に引き出して消費に使うことが難しい生命保険等を除くと、40～49歳代も実質的に負債超過である（図1）。

### 無職高齢者は貯蓄を切り崩し

次に近年の年齢階層別貯蓄額の動向をみると<sup>2</sup>、02年の貯蓄額が30歳代～60歳以上の各階層にわたって前年比で減少した（図3）。

株価下落で保有株式の時価総額が減少し貯蓄残高の目減りを引き起こしていることも一因ではある<sup>3</sup>が、雇用の悪化の影響が大きいだろう。ボーナスに加え基本給の減少などで生活が苦しくなり、貯蓄を増やす生活の余裕がなくなってきたことが考えられる。



40歳代、50歳代、60歳以上の階層は2000年度以降、経常収入が落ち込んだため、前年に比べて年間5～10万円程度貯蓄に回すお金が減少している。

中でも年金受給者など無職高齢者世帯（世帯主が60歳以上）では、02年の経常収入は01年度に比べて5714円減少したが、消費支出は逆に

+3804円増加した。このため消費性向は120.4%から126.2%へ上昇して、消費支出は可処分所得を5万3154円上回り、結果として貯蓄を切り崩したことが考えられる。これに株式時価総額の目減りの影響も加わって、貯蓄残高が減少した。

### 高齢者の貯蓄動向が経済を左右

前述のように60歳以上世帯の貯蓄残高は、全体の半数以上を占める。高齢者世帯が保有する金融資産がどれだけ消費に回るのか、あるいはどのようなモノやサービスに対して支出されるのかということは、国内経済を大きく左右する要因である。

超低金利にもかかわらず、行き先のないお金が金融資産として積み上がる状態が続けば、国内需要を喚起する効果は乏しい。経済波及効果の高い支出に使われるか、それとも生活の必要に迫られて、やむなく義務的な支出に回るのか、によっても経済への影響は異なる。

また、富裕な高年齢層の金融資産が子供たちに相続された後、どのような資産運用が行なわれていくのかということも長期的に重要な問題である。日本の個人金融資産はこれまでひたすら低リスクを追い求めてきたが、次世代にボタンタッチされた後も引き続き低リスク資産に向かうのか、それとも米国のようにある程度はリスクを追い求めるようになるのか、は、国内経済の将来に大きな影響を与えよう。

（渡部喜智、名倉賢一）

<sup>1</sup> 2人以上の農林漁家世帯を含む全国全世界帯。貯蓄の項目は、預貯金、生命保険等、有価証券、社内預金など。

<sup>2</sup> 1999年、2000年は各年12月31日現在、2001年は2002年1月1日現在、2002年は7～9月期平均値。

<sup>3</sup> 日本銀行「資金循環」、家計調査「貯蓄」のうち株式は時価評価であり、資金循環によると個人金融資産の株式時価総額は2002年に前年比7兆5千億円減少している。

# イラク戦争後の米国経済

## 要 旨

- ・イラク戦争終結の目処がみえ、米国経済の実態に目が向けられるようになったが、雇用者数の減少、鉱工業生産指数の低下など、景気の弱さを示す指標が多い。
- ・バグダッドが事実上陥落した後の経済の動きについて、今のところは方向感が明らかではない。
- ・戦争終結後には、数ヶ月といった短期間では戦費支出に関連した多少の景気浮揚も考えられる。しかし、「双子の赤字」の拡大が経済の不安定要因になっており、設備投資には腰折れがみられ、個人消費・住宅投資には失速のリスクがある。従って、地政学的リスクが仮に解消されたとしても、景気の先行きについては慎重にみていく必要がある。

## 景気の弱さを示す経済指標

イラク戦争終結の目処がみえ、米国経済の実態に改めて目が向けられるようになったが、最近発表された指標をみる限り、景気の弱さが一段と鮮明になってきている。

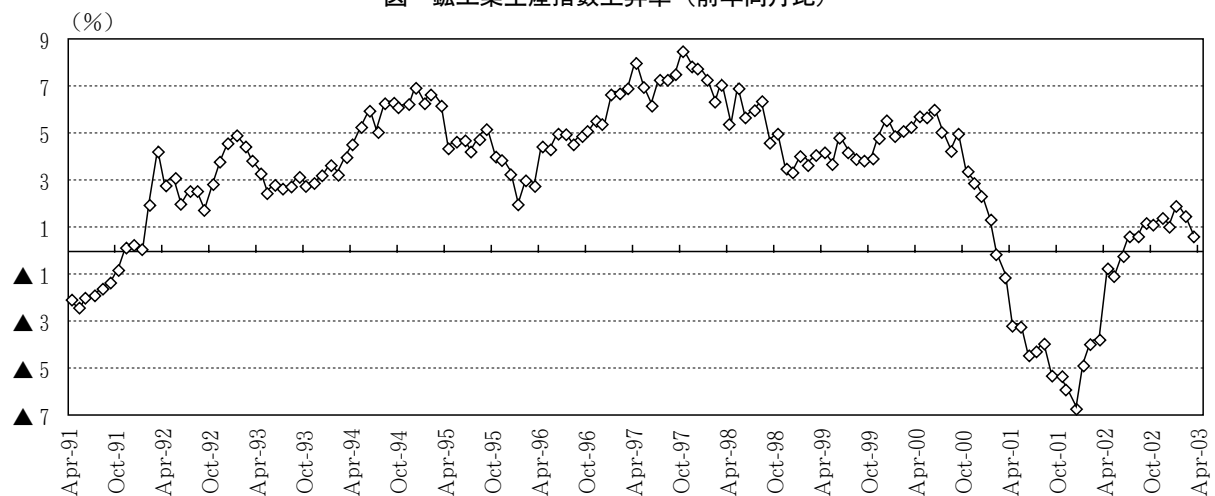
2003年3月の雇用統計によれば、失業率は5.8%と前月比横ばいであったが、非農業雇用者数（季節調整済）は対前月 10万8千人となり、2ヶ月連続の減少となった（2月は 35万7千人）。

3月の鉱工業生産指数（季節調整済）は前月比で 0.5%となり、これもまた2ヶ月連続の低下となった（2月は 0.1%）。同指数の動きを

前年比上昇率でみると、ピークであった1月（1.9%）以降、2月：1.5%、3月：0.7%と緩やかに鈍化しており、2002年1月以降の生産回復の歩みが頓挫した形になっている（図）。鉱工業生産指数は、景気の実態を示す代表的な指標であるため、その動きの変調は注目に値する。

3月の住宅着工件数（季節調整済）は178万戸で前月比8.3%と比較的高めの増加であったが、これは前月の2月に北東部の大雪の影響により住宅着工が大幅に減少（前月比 10.4%）したことの影響という側面もある。

図 鉱工業生産指数上昇率（前年同月比）



資料：FRB



## バグダッド陥落後の経済の動き

以上の指標はイラク戦争開戦前後の3月における経済動向を示したもののだが、バグダッドが事実上陥落した4月9日以降の動きはどうであろうか。

4月7日の週の失業保険新規受給申請者数（週次統計）は44万2千人であったが、これは過去1年間では3月31日の週（44万3千人）に次ぐ高水準であり、雇用者数減少の目安と理解されている40万人を上回っている。

チェーンストア81社の売上高を週次で集計したBTM-UBSWチェーンストア売上高指数は、4月14日の週に前年比1.9%増加となり、前週（同1.3%）に引き続き僅かながら回復した。

フィラデルフィア地区の製造業の景況感を示すフィラデルフィア連銀指数は4月に 8.8となり（バグダッド陥落後の調査結果も一部反映されている）3月の 8.0からやや下落した。

株価の動向をみると、イラク軍の散発的な抵抗や砂嵐の影響で米軍のバグダッドへの進軍が予想外に難航していると報道された直後の3月31日にダウ平均が8,000ドル割れした。しかしその後株価は、やや緩やかながら回復を続けている。

このように、バグダッド陥落後の経済の動きからは未だ明確な傾向が読み取れない。戦争一段落感に伴う需要の盛り上がりがあるか否かを見極めるには、もう少し時間が必要であろう。

## 戦争終結後短期的には景気浮揚要因も

戦争終結後には、数ヶ月といった短期間では多少の景気浮揚が考えられる。

まず膨大な戦費支出が発生する。国防総省によれば、これまでかかった戦費は200億ドル強（内訳は人件費60-70億ドル、戦闘費100-120億ドル、弾薬・装備費が30億ドル超）で、これに前線の兵士の帰還費用50-70億ドル、9月までの駐留経費120億ドルを加えれば400億ドル弱（名目GDPの0.4%弱）になる。無論この支出額のうち米国外に流出するものもあるので額面通りの数字は期待できない。しかし既に一部軍需関連企業は、兵器補充のための数億ドル単位の大受注を受けており、軍需産業に追い風が吹いている。2003年度の補正予算による総額785億ドル、うち軍事行動全般にわたり625億ドルの追加支出が既に可決されている。

一方原油価格の大幅な下落（ピークである3月上旬の37ドル台から現在は29ドル台）に伴い、ガソリン小売価格もピーク比1割程度下落して

いる。こうしたエネルギー価格下落は、家計や企業の実質購買力を確実に回復させる。

## 依然慎重にみる必要がある景気の先行き

イラク戦争が事実上終了したものの、先行き不透明感が完全に払拭されたわけではない。イラク全土を掌握し、新政権が機能することを確認するまでは、米軍の本格撤収は難しい。戦闘は圧倒的兵力をもって短期終結となったが、戦後処理には長い時間がかかり、報復テロに対する不安感も暫く尾を引くであろう。

現在最も懸念されているのは「双子の赤字」拡大である。今後10年間で5,500億ドルの規模となる減税実施や国防・国土安全保障関連支出の増額により、2003会計年度（2002年10月～2003年9月）の財政赤字は3,000億ドルを超える見通しである。この財政赤字拡大が長期金利上昇の懸念をもたらしめている。また経常収支赤字も、2003年全体としては 5,000億ドル程度（名目GDPの約5%程度）になりそうである。欧州等からの対米直接投資・証券投資の流入が細まっているなかでの経常赤字の拡大は、潜在的なドル安圧力を高めている。

設備投資も、これまで緩やかな回復軌道に沿った動きをしていた。しかし地政学的リスクによる投資の抑制・先送りにより、足下では回復が腰折れしている。

さらに懸念されることは、個人消費と住宅投資が失速する可能性である。これまでの家計需要の堅調さは、住宅ローンにしても自動車ローンにしても、信用力がより低い消費者層に対して与信を拡大したことに支えられており、金利低下もこれを後押しした。しかし、2002年10-12月期における住宅ローンの担保権行使率が過去最高の1.18%を記録したこと（抵当金融協会調査）またカード業界の不良債権比率が昨年12月に7.5%と過去二番目の高水準を記録したこと（S&P調査）、2002年の自己破産件数が前年比5.9%増の155万件と過去最高を記録したこと（司法当局調査）から、金融機関の与信拡大路線は行き詰まっている。減税措置がどれだけ消費を支えるか注目する必要があるが、雇用不安、株価下落による家計純資産減少、長期金利低下の限界など家計を取り巻く環境は厳しい。

地政学的リスクが仮に解消したとしても、景気の先行きについては慎重にみていく必要がある。

（永井 敏彦）

## アラブ湾岸諸国の現状と今後

イラク戦争は、3月20日の開戦からほぼ3週間で米英軍が主要都市を制圧。市街戦での組織的抵抗もなく、早期に終結を迎えた。

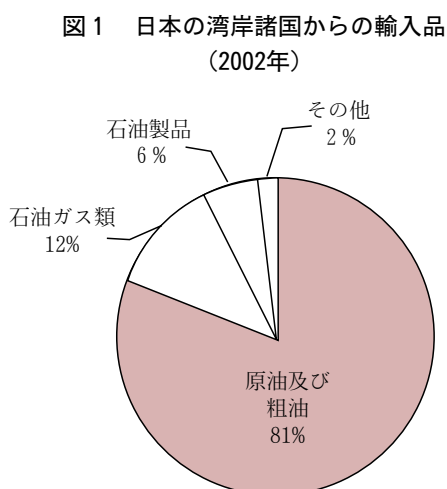
その間、TVなどマス・メディアは連日連夜、大量報道をおこない、イラク周辺の中東への関心は1991年の湾岸戦争以来の高まりを見せた。

しかし、湾岸戦争の時がそうであったように、TV報道が途切れると中東への関心は薄れがちとなる。この機会にサウジ、クウェート、アラブ首長国連邦（UAE）、オマーン、バーレーンのGCC（Gulf Cooperation Council）諸国に加えイランやイラクの中東湾岸7カ国（以下、湾岸諸国という）とわが国との関係を整理するとともに、それらの諸国が直面する問題点と今後の展望を考えることとしたい。

### 日本との貿易動向

日本と湾岸諸国とを結びつける要因は言うまでも無く、原油である。日本の湾岸諸国からの輸入額のうち、原油が80.6%を占め、これに石油製品、石油ガス類などを含めた鉱物性燃料は、98.3%を占める（図1、④）。

④図2ともバーレーンを除く6カ国データによる



日経 FQ より農中総研作成

石油は日本の一次エネルギー供給の約5割（01年度エネルギーバランスでは49%）を占め

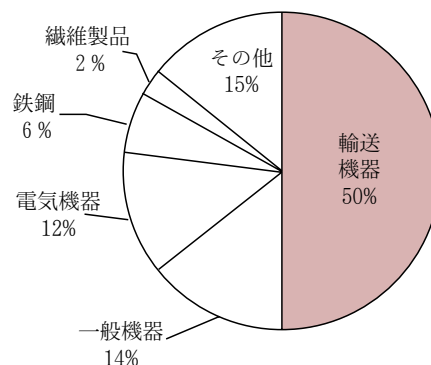
るが、日本の原油（粗油を含む）輸入に占める湾岸諸国の割合は02年で87%。1990年の71%から16%ポイントも依存度は上昇した。イラクからの原油輸入が減少した一方、クウェートからの原油輸入が2.9倍に大幅増加したといった変動はあるが、この地域全体へのエネルギー依存はこの10年で大きく高まった。

日本の総輸入に占める湾岸諸国の割合は、10.2%。湾岸諸国の中で最大の輸入相手国はサウジアラビアとアラブ首長国連邦で、それぞれ湾岸諸国の中でそれぞれ33.8%、33.7%のシェアを占める。

一方、日本の総輸出に占める湾岸諸国の割合は2.3%。湾岸諸国の中で最大の輸出相手先はサウジアラビアで同地域への輸出の39.6%を占め、次いでアラブ首長国連邦となる。

輸出品目別では、自動車を中心とした輸送機器が49.9%と最大のシェアを占め、次いで一般機器、電気機器の順となる（図2）。日本が全世

図2 日本から湾岸諸国への輸出品  
(2002年)



日経 FQ より農中総研作成

界に輸出する輸送機器のうち、湾岸諸国が占める割合は4.6%。サウジアラビア向けの自動車輸出額は、中国向けを上回り、英国向けやドイツ向けとほぼ同額の大きさ。アラブ首長国連邦向けの自動車輸出額はイタリア向けとほぼ同額である。

このように日本と湾岸諸国との貿易の結びつきは、原油輸入だけにとどまらない。日本にとって、自動車を中心とした機械類の重要な輸出相手国ともなっている。

### 湾岸諸国の現状

これらの湾岸諸国は、石油依存のモノ・カルチャー体質のもとで、紛争や経済制裁、原油価格低迷から経済開発が遅れ長期にわたって低成長が続いてきた。その反面で、人口増加による労働供給増大を吸収しきれず、高失業率が生じている。

その克服のため、国内開発投資を加速し、産業育成やインフラ整備を進めることが必要となっているが、財政赤字の状況が続き、投資にも限界があるのが現状である。

過去15年間（87～01年）の湾岸諸国合計の人口増加率は年平均2.1%。湾岸戦争の影響から一時、人口減少が見られたクウェートを除けば、サウジの約3%増など世界有数の人口増加が続いており、15年間に7カ国の人口は1.36倍に増えた（表1）。

表1 アラブ湾岸諸国の状況

	1987-2001年の人口成長率(%)	人口(百万人)2001年	成人(15歳以上)の識字率(%)2000年
イラン	1.6	64.7	76
クウェート	0.3	2.0	82
オマーン	3.2	2.5	72
サウジアラビア	2.9	21.4	76
アラブ首長国連邦	3.9	3.0	76
バーレーン	2.3	0.7	88
イラク	2.5	23.8	56

資料 WORLD DEVELOPMENT REPORT 2003  
IMF IFS より農中総研作成

これに対して、推定失業率5割といわれるイラクは別格としても、当地域の失業率は概ね10～15%以上、推定によっては3割が失業状態といわれる。「失業者」という言葉の使用が認められなかったサウジアラビアの例もあるように、湾岸諸国では失業率についての統計は整備されておらず、その実態は明らかではないが、政府・国営企業部門による雇用が吸収弁の役割を果たした70年代までと打って変わり、低成長と人口増加のもとで、失業率が上昇してきた。

表2 名目 GDP に占める石油輸出額の割合(%)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
イラン	14.1	9.6	5.4	6.5	10.1	5.6
クウェート	45.5	45.1	33.7	37.8	50.8	45.6
オマーン	21.9	21.0	14.8	20.0	25.6	22.3
サウジアラビア	34.4	32.3	22.3	27.9	37.6	31.4
アラブ首長国連邦	33.6	30.9	23.9	23.8	28.9	22.8
バーレーン				39.0	30.0	
OPEC 原油バスケット価格(\$/bl)	20.3	18.7	12.3	17.5	27.7	23.1

資料 IMF IFS, OPEC ANNUAL REPORTより農中総研作成

湾岸諸国の石油依存度はサウジやUAE、クウェートなどで相変わらず高い。各国の石油輸出額の対名目GDP比は、表2のように大きな比率を占めている。

また、中央政府支出はGDPの2～4割超にも達しており、中東諸国の経済を支えている。このほかに王族関連の支出や投資も大きい。湾岸諸国においては、王族関連の支出を含め財政支出が失業を吸収し政治体制を支えてきたのも確かである。

この政府支出をファイナンスしているのは基本的に石油からの収入である。しかし、90年代は石油需要や石油価格の低迷により石油収入が減少し、財政赤字が続いた（表4）。投資収益などによって埋めきれない財政赤字は政府債務として積み上がった。

表3 政府支出/GDP(%)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
イラン	23.6	22.9	21.8	21.6	19.0	19.4
クウェート	34.0	35.2	43.3	37.4	30.7	16.8
オマーン	32.0	30.3	33.6	30.8	28.5	
サウジアラビア	25.4	29.3	35.9	27.3	26.2	
アラブ首長国連邦	10.3	10.0	11.2			
バーレーン	25.3	26.0	27.7	28.1	25.9	27.7

資料 IMF IFS より農中総研作成

表4 財政収支/GDP(%)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
イラン	0.2	-1.0	-5.3	-0.2	-0.6	-0.5
クウェート	11.1	11.6	-6.0	4.3	27.8	39.2
オマーン	-4.4	-0.5	-7.0	-7.8	-4.8	
サウジアラビア	-3.1	-2.8	-3.3	-7.3	-4.0	
アラブ首長国連邦	0.4	0.5	-0.3			
バーレーン	-2.4	-5.2	-5.0	-5.4	2.2	-1.0

資料 IMF IFS より農中総研作成

## 国内開発投資と石油戦略

石油産業に依存した広がりのない産業構造と人口増加 行き場のない労働力人口増という図式から、失業問題は今後も深刻化していくことが懸念される。

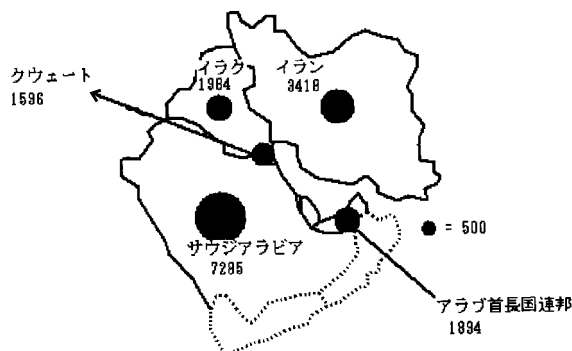
また、膨大な金融資産は、ごく一部の人々によって所有されており、失業問題の悪化は、貧富格差を一層拡大させ、不平等への不満を高める要因となる。したがって、失業問題の改善は、政治の安定にとっても重要な課題である。

そのため、国内開発投資のスピードを上げることが求められている。石油化学などの工業育成に加え電力、水道・ガス、通信などの社会資本整備をおこなう産業開発投資の拡大によって、成長基盤を整備するとともに、雇用の場をひろげることが重要である。

また、高失業率の要因には、イスラム教重視の高等教育システムとともに人的資源への投資の不足がいわれる。女性への教育の遅れなどもあり15歳以上成人の識字率は現在も70～80%台にとどまり、さらなる人的投資も必要とされている。

湾岸諸国にとって、国内安定のため、財政支出と産業開発投資は不可欠であるが、その資金は大部分を石油収入に依存せざるを得ない。外国企業との合弁や外国政府の資金活用なども取り入れられているが、財政赤字が発生するなど石油収入は十分とはいえない。

図3 アラブ湾岸諸国の石油産出量（千バレル/日）



したがって、開発投資と国内安定のための財政資金をファンナンスするため、石油収入の増加が求められ、原油価格の安定はこれまで以上に戦略的に重視される可能性がある。

湾岸諸国は合計で日量、約1750万バレルの原油を産出している。5ドル/バレルの原油価格変動で年間320億ドル(1ドル=120円換算で約3.8兆円、以下換算レートは同じ)の石油収入に相違が出てくる(図3)。石油収入を出来るだけ確保する観点から、湾岸諸国を中心とするOPECがどのような石油戦略を組み立てていくかは、日本にとっても大きな問題である。

## イラク復興でも石油価格は注目点

イラク戦争後のイラク復興には、長期にわたる時間と最低でも1000億ドル(12兆円)以上の費用がかかるといわれている。

復興費用には、石油収入が充てられるほか、世界銀行や国連機関から資金が拠出される見通しで、それで賄い切れない分を日本など外国政府が拠出負担することとなる。また、復興支援のためイラクの累積債務免除等が議論され始め、約50億ドルの債務を持つ日本にも打診がきている。

つまりイラク復興のための日本のさまざま支援負担はイラクの原油輸出収入によって大きく変動すると考えられる。

イラクの原油輸出を日量200万バレル、原油価格20ドル/バレルでは年間収入は約140億ドル、原油価格が25ドル/バレルに上がると約180億ドルが見込める。5ドルの違いが年間40億ドル(0.48兆円)の差になってあらわれる。原油価格の変動による収入の差は決して小さくない。イラクのOPEC離脱の観測もあるが、イラクによる原油供給増加は石油価格の不安定化を招く。湾岸諸国をはじめとするOPECにとっては好ましいことではなく、米国等の意向を含め、どのように決着するか、注意すべきだろう。

(国内経済金融班：渡部、名倉、田口)

気になる指標

# 「景気ウォッチャー調査」

## 現場の皮膚感覚から消費動向を探る調査

政策判断において、Forward looking（先読み）の重要性が言われて久しい。その点で、政策担当者が景気の変化に関する情報をいかに早くキャッチするかが重要となる。そのようなニーズから、センチメント・心理や感覚・感度を聞く調査への注目が近年、世界的に高まってきた。

このような中から、2000年1月に「景気ウォッチャー調査」が始まった。調査対象は、百貨店やスーパーの売り場担当者やホテルマン、旅行者に加え、タクシー運転手やスナック経営者、職業安定所職員など消費動向を敏感に観察できる業種・職種の中から選ばれた2,050人が回答者となっている（資料は下記から入手できる）。

内閣府 <http://www5.cao.go.jp/keizai3/getsurei.html>

消費者心理については「消費者態度指数」が従来からあり、消費の先行き判断材料を提供してきたが、当調査は消費動向を供給者サイドの皮膚感覚から探ろうとするとところに特徴がある。

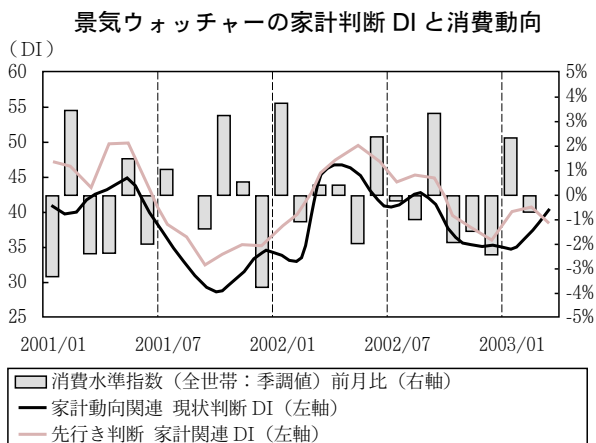
## 消費動向関連指数とほぼ一致した動き

当調査は毎月、当月分を25日から月末にかけて実施し、翌月10日前後に公表される。調査から公表まで10日程度と速報性が高い。

また当調査は、家計動向関連、企業動向関連、雇用動向関連の大きく3分野で構成され、調査対象者数の割合はそれぞれ7：2：1程度となっている。その中でも特に注目されるのは、家計

の消費関連の動きであり、図に示すとおり、消費動向関連指数とほぼ一致した動きとなる。

景気動向判断のためのDI（景気動向指数）



内閣府「景気ウォッチャー調査」、総務省「消費水準指数」より農中総研作成

は、主として次の2つ。現状判断DI：3ヵ月前に比べて今月の景気が良くなっていると思うかどうか、先行き判断DI：2～3ヵ月先の景気は今年よりも良くなると思うかどうか。DIは、横ばいを示す50を超えれば景気改善、下回れば悪化の方向を示す。03年3月の全国の現状判断DIは41.3と景況感の分かれ目である50を32ヵ月連続で下回っているものの、上向き傾向が続いている。しかし、先行きについては、再び低下しており、イラク戦争や新型肺炎（SARS）など、先行きに慎重な見方が出ていることがわかる。

調査結果は全国計および11の地域別に発表されており、地域の最新の景気動向を把握することにも役立つ。また、報告書には、「景気判断理由集」として特徴的な判断理由が地域別、業種・職種別に取りまとめられ、毎回1千件以上公表される。この景気判断理由から、消費動向を供給者サイドの人々がどのように見ているか、背景や理由が理解できるとともに、売れ筋情報の把握や新たなビジネスチャンスのヒントなどにも活用することもできよう。

（木村 俊文）

表 景気動向判断のための DI（全国）

(DI)	年月	合計	家計動向関連				企業動向関連			雇用関連	
			小売関連	飲食関連	サービス関連	住宅関連	製造業	非製造業			
現状判断	2002/10	38.1	36.7	36.5	32.8	38.2	36.0	39.8	40.9	38.0	43.7
	11	36.7	35.4	35.6	31.8	35.6	37.4	39.6	39.8	38.8	39.2
	12	36.6	35.4	33.8	37.8	38.0	35.9	39.8	41.6	37.8	37.8
先行き判断	2003/01	35.5	34.9	33.9	31.5	37.0	38.8	35.6	36.8	34.3	38.9
	02	38.3	37.2	38.9	31.8	34.5	39.0	39.1	40.8	37.4	43.4
	03	41.3	40.6	39.0	41.5	42.3	45.2	40.9	41.8	40.0	46.5
先行き判断	2002/10	39.8	39.6	39.7	41.9	39.7	36.0	39.7	38.9	40.1	41.8
	11	38.0	37.5	37.3	37.9	37.6	38.5	38.4	37.2	39.1	40.1
	12	36.7	36.0	36.0	31.0	36.3	40.3	38.0	38.4	37.5	38.4
先行き判断	2003/01	40.0	40.0	39.2	40.3	41.0	42.9	39.6	40.7	38.6	40.8
	02	40.8	40.9	41.3	40.1	40.0	41.6	39.6	40.8	38.1	43.0
	03	38.6	38.4	38.5	35.3	38.3	41.1	38.3	39.1	37.2	41.0

資料 内閣府「景気ウォッチャー調査」



## 今月の焦点

# 地方債市場の変化

### 要 旨

地方債市場をとり巻く環境が急速に変化している。02年から導入されたミニ公募債は急速に全国に拡大しており、今年4月に新たに発行された共同発行債の動向も注目される。個別発行債にも入札制度など競争原理が導入され始めた。地方分権の進展とともに地方公共団体は自らの資金調達にも自己責任を求められ、そのあり方を模索している状況と言える。

近年、地方債市場の整備・育成のために様々な改革が行われ、2002年には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。その後、ミニ公募債の発行、地方公共団体（地公体）によるIR活動も活発化した。2003年4月からは長年検討されてきた共同発行市場公募地方債（共同発行債）がついに導入された。本稿では、昨今の地方債市場の変化について、特にミニ公募債、共同発行債および入札方式の導入を中心に紹介する。

### ミニ公募債（住民向け公募地方債）の導入

市場公募債の発行が財政規模の大きい、知名度もある地公体に限られている一方で、非公募団体にも多様な資金調達の道を開くべく、また一定のセーフティネットとしての可能性も期待し、ミニ公募債が導入された。ミニ公募債は個人向けの公募地方債であり、そのほとんどが当該団体の所管区域内に居住あるいは勤務している個人あるいは団体に限った販売となっている。個人投資家は比較的満期保有の傾向があり、安定的な消化先としても期待されている。さらに住民の行政への参加意識を高めるといった効果も考えられている。

表1は、都道府県および政令市のミニ公募債の発行状況(03年度予定分も一部含む)である。ミニ公募債は2002年3月25日に初めて群馬県（「愛県債」）で発行されたが、その後日本全国に急速に拡大した。超低金利下で定期預金等の

利回りと比して相対的に高い利回りを提示していることや、ペイオフ対策の観点から債券運用にも個人の関心が高まったことが影響し、販売状況も非常に良好であった。都道府県、政令市さらに中小の地公体でも発行され、2003年度も引き続き、多数の団体で計画されている。北東北（青森県、秋田県、岩手県）など、個別発行ではなく地域的なつながりの中で複数の団体が共同発行する形態のミニ公募債も計画されている。

実際の販売は地元金融機関が窓口になるために、金融機関サイドにとって、債券販売のためのシステム構築や小口販売となるために負荷される事務コストなどが課題として指摘される。また当初、非公募団体による発行を前提にしていたが、市場公募債発行団体においてもミニ公募債の発行が広がっている。従来の市場公募債においても、個人消化の割合が高い団体もあり、ミニ公募債との整理も今後必要となってくると考えられる。

### 共同発行債の導入

2003年4月より共同発行債が導入された。同債は流動性の向上を目指し、セーフティネットとしての役割、地方債市場でのベンチマークとなることが期待されたものである。地方財政法第5条の7を根拠法として、連帯債務・連名方式を採用し、初年度で都債の年間発行額（8800億円）に迫る8470億円を予定している。

参加団体は27団体（東京都・さいたま市を除く従来の市場公募債発行団体）であり、各団体、年間で200億円から400億円規模の資金調達を行う（表2参照）。年間発行規模が5000億円を越す大阪府のような団体が400億円の持寄額である一方で、年間600億円を発行する広島県が400億円という同額を共同発行債に持ち寄っている状況であり、年間発行規模が大きい団体にとって、同債の恩恵は限定的であるともいえる。また、このような仕組みによって、年間発行額の小さい団体（宮城県、仙台市、千葉市、新潟県、茨城県）の個別銘柄債は姿を消すことになる。

各団体が一回につき50億円を上限として資金調達をする仕組みとなっているため、毎月共同発行債によって資金調達をする団体数は16～17にのぼる。個別債により資金調達をしていた従来であれば、例えば200億円を1年に1回だけ調達していた団体もあるが、このような団体も共同発行債の場合、数回に分けて資金調達をする。これは、各月で調達する団体が大きく変わらないこと、例えば4月に大阪府と大阪市が各200億円ずつ資金調達をし、次の月に横浜市と神奈川県が200億円ずつ資金調達をするケースでは、名称は同じ共同発行債といっても、毎月債券の

質が変わるという判断を投資家側がしてしまうのではないかという懸念があり、そのようなことを避ける意味もあったとされている。

共同発行債はその根拠法から連帯債務となるが、これは約8500億円全体を横浜市が面倒をみるという理解も可能である。連帯債務である以上、地公体が予算を作成する際は、債務負担行為として、他の団体の資金調達額（共同発行債の年間発行額 - 自団体の調達額）も計上され、議決を経るという作業が必要となる。このため、議会対策として他団体に負担をかけない旨を首長同士が確約する（下記「協定書」）ことが決められた。これは法律に基づく連帯債務を否定するものではなく、総務大臣立会のもと紳士協定であると認識されている。

共同発行債は、1962年より大阪市および大阪府が外債によって調達したケースが存在するが、同ケースの場合、外債のため政府保証が付与されていた。上記以降、この度の共同発行債まで、連帯債務等が障害となり共同発行の仕組みは活用されて来なかった。

2003年4月8日の第一回発行条件決定日を前に、3月27日、総務省は共同発行債の説明会を行っている。参加27団体、総務省自治財政局および

表1 ミニ公募債の発行状況（都道府県及び政令市、2003年3月28日時点）

市場公募債発行団体				非公募団体			
都道府県	発行時期	発行額（円）	償還期間	都道府県	発行時期	発行額（円）	償還期間
茨城県	02年12月、03年3月	各20億	5年満活	青森県	02年12月	20億	5年満活
埼玉県	02年12月	100億	5年満活	福島県	03年5月（予定）	20億	
神奈川県	02年12月	200億	7年満活	群馬県	02年3月、6月	10億、30億	5年満活
東京都	02年9月、12月	各200億	3年満活	富山県	03年3月	10億	5年満活
新潟県	03年5月（予定）	20億		石川県	03年2月	10億	5年満活
愛知県	02年9月、03年3月	70億、100億	5年満活	岐阜県	02年10月	20億	5年満活
兵庫県	02年6、7、12月	各50億、100億	5年満活	滋賀県	03年5月（予定）	10億	
福岡県	02年12月	50億	5年満活	奈良県	03年（予定）	10億	
政令市	発行時期	発行額（円）	償還期間	鳥取県	03年2月	10億	5年満活
札幌市	02年7月	20億	3年満活	島根県	03年3月	10億	5年満活
名古屋市	03年（予定）	30億		佐賀県	03年3月	10億	5年満活
京都市	03年（予定）	20億		長崎県	03年3月	30億	5年満活
大阪市	02年10月	20億	5年満活	大分県	02年12月	10億	5年満活
神戸市	02年10月	20億	5年満活				
福岡市	02年11月	20億	3年満活				
北九州市	02年9月	10億	5年満活				

資料）総務省公表資料及び各報道資料より作成  
注）政令市以外の市については含まず。

地方債協会による共催で、27発行団体で構成される「共同発行団体連絡協議会（2003年度幹事団体は横浜市、大阪府）」も同日に開催されている。同連絡協議会では、17条からなる「協定書」が首長名で締結され、共同発行債は当分の間、諸条件の決定を総務省に委任すること（第9条）、他の団体に負担をかけず、地方債の信用力を貶めるような行為を行わないこと（第15条）などが盛り込まれた。共同発行債の評価に対しては、事前にR & Iが参加地公体の最高格付けと同じになるという考え方を示している。

引受手数料についても共同発行債の発行にあたり、引き下げが検討された。引受手数料の改定については、個別市場公募債の場合、昨年のツーテーブル方式が導入された際に、75銭から48銭に削減されている。共同発行債では38銭まで引き下げられており、これに伴い、東京都、横浜市も手数料を共同発行債と同額に引き下げると公表している。他の団体も追従の動きを示しているが、一部には現状（48銭）を維持する団体もみられる。

共同発行債の仕組みが前述のような様々な工夫をしたものとなった背景には、総務省側が信用リスクは団体にかかわらず同じとしていながら、民間の格付け会社の公表する格付けには明らかに違いがあり、流通市場でも銘柄間に格差が定着しているという事実があると考えられる。市場で評価の高い横浜市は、年間の公募債発行量が多い（1900億円）にもかかわらず、共同発行債へは最低ラインの200億円の持寄額に留まっており、個別発行を重視しているスタンスが読みとれる。90年代後半、ドイツで発行された州連合債（レンダージャンボ債）においても豊かな州が財政の厳しい州との共同発行に消極的であった事例もある（弊社「金融市場99年4月号」参照）。

平成14年度の「地方債に関する調査研究委員会」報告書においても「共同発行市場公募地方債の市場評価がその期待される水準を保つことができない場合には、参加団体が共同発行の枠

組みから抜ける可能性を否定できない」という懸念を表している。一方で、自己責任という観点から「公的債務管理政策に関する研究会第3回」（財務省）では、共同発行について否定的なコメントも述べられている。

表2 03年度市場公募債発行予定額  
(3月14日発表時点、単位：億円)

団体名	年間発行 予定額	共同発行	個別発行		前年度 合計	増加率 %
			10年債	5年債		
東京都	8800	0	7800	1000	6000	46.7
大阪府	5200	400	2800	2000	2000	160.0
神奈川県	3200	200	1800	1200	1350	137.0
北海道	2400	400	1000	1000	1400	71.4
兵庫県	2400	400	1500	500	1100	118.2
大阪府	2000	400	1000	600	1900	5.3
横浜市	1900	200	1200	500	1450	31.0
埼玉県	1400	400	1000	0	1000	40.0
静岡県	1200	400	600	200	900	33.3
神戸市	1200	400	300	500	850	41.2
名古屋市	1160	400	560	200	1020	13.7
千葉県	1150	300	600	250	640	79.7
愛知県	1100	400	500	200	1040	5.8
札幌市	1100	300	500	300	700	57.1
京都府	1000	400	400	200	500	100.0
福岡市	900	200	400	300	700	28.6
川崎市	700	400	0	300	550	27.3
京都市	700	400	0	300	650	7.7
広島県	600	400	200	0	400	50.0
福岡県	500	200	0	300	500	0.0
長野県	400	200	0	200	200	100.0
広島市	400	200	200	0	330	21.2
北九州市	400	200	200	0	330	21.2
宮城県	330	330	0	0	330	0.0
仙台市	260	260	0	0	250	4.0
茨城県	240	240	0	0	220	9.1
新潟県	240	240	0	0	220	9.1
千葉市	200	200	0	0	200	0.0
さいたま市	100	0	0	100	0	-
計	41180	8470	22560	10150	26730	54.1

注）前年度（2002年度）の年間発行予定額は02年12月の改訂時点。太枠内の5団体は、2003年度の個別銘柄債の発行がなくなった団体。

## 入札方式の導入開始

次に個別銘柄債発行における新しい動きであるが、従来、各地方債の引受シ団は指定金融機関が幹事となり、メンバーおよびシェアも固定化されてきた。しかし2002年度、東京都のミニ公募債「東京都再生都債」において、初めて主幹事入札制度が採用され、入札結果をもとに新光証券が選ばれた。

縁故債では、2003年3月6日の横浜市において、初めて利回りベースの入札によるシ団編成方式が採用された。結果としてみずほコーポレート銀行、ドイツデプファ銀行、神奈川県信連の3

機関で組成された。同市の指定金融機関である横浜銀行がシ団から抜けたことから、大きく注目されることになった。同債券は、超長期債（20年債）であり、既存の市場公募債や縁故債のシ団メンバーとは別枠で編成されたが、このような競争原理の導入は、縁故関係が重視されてきたシ団編成の中での大きな転換である。東京都も引き続き2003年度の市場公募債に主幹事入札制を導入する動きを示している。また、非公募団体でも、鳥取県はミニ公募債（2003年2月）で県内金融機関を対象に入札を行った。

入札方式を積極的に導入することを表明している地公体は、現在のところ東京都などに代表される民間資金の調達経験が豊富な団体である。今後急速に全国に波及していくのかは不透明であるが、地域性、縁故性が強かった地方債の発行市場にとって、入札制度の導入は大きな転換期であることの象徴であろう。

以上見てきたとおり、地方債市場は現在新たな施策が次々と導入されている。従来の安定的な地方債引受資金であった公的資金の縮小を前

提に、地公体が民間資金の低利で安定的な調達手法を模索していることが背景にある。投資家にとって地方債は金融商品の一つにすぎない。しかし、発行する地公体にとって地方債市場は市場原理に直面する場では無かったといえる。これは、総務省（旧自治省）主導の下、市場公募債の発行条件が全国一律に決定されてきたこと、縁故債では指定金融機関制度というシステムの下、地域金融機関との閉鎖的關係からくる安定性が可能としてきたと言えよう。また、背後にある政府資金および公営企業金融公庫資金というセーフティネットの存在も資金調達に対する意識を希薄化させていた。今後、投資家およびマーケットの目を意識した行動が必要となるのは明らかであるが、一方で、所管内の地域金融機関とのつながりも無視できない環境にある。自らの資金調達において、地方債市場の活用と地域金融との関係を総合的に判断する目も地公体に求められているのかもしれない。

（丹羽 由夏）



# わが国における住宅ローン証券化市場の現状と展望 - 1

## 要 旨

わが国においては、住宅金融分野で公的金融のウエイトが大きかったことや、債権譲渡手続きの煩雑さ等から、米国に比べて住宅ローン証券化の普及が遅れたが、新たな金融仲介ルート創設に向けた法改正、特殊法人改革の一環としての住宅公庫の改廃方針等を背景に、官民ともに住宅ローンの証券化商品が継続的に発行されるようになってきている。わが国の住宅ローン証券化商品の現状を概観し、今後に関して展望する。(全3回)

## はじめに

「資産の証券化を通じた金融」は、米国で、1930年代の変化に匹敵する、大きな変化を金融システムにもたらしていると評価されている<sup>(注1)</sup>。債権譲渡手続きの問題等からわが国では証券化の普及が遅れたが、バブル崩壊に伴う銀行セクターの脆弱化の中、従来の間接金融に代わる新たな資金調達ルートとして制度整備もなされ、証券化の市場は拡大傾向にある。住宅ローン債権の証券化商品(residential mortgage-backed securities以下RMBS)<sup>(注2)</sup>は、米国においては証券化商品の主力をなし、財務省証券に次ぐ巨大な規模の市場となっているが、わが国においては、住宅金融公庫(以下住宅公庫)改革の中で、官民ともようやく継続的な発行が始まっている状況である。本稿では、米国との比較も含め、わが国の住宅ローン証券化商品の現状を概観し、今後の展望をとりまとめるとともに、証券化の拡大による住宅ローン業務全般への影響について考えてみたい。

(注1) L.T.ケンドール、M.J.フィッシュマン編著、日本興行銀行調査部/前田・小池訳『証券化の基礎と応用』東洋経済新報社2000年、p.3

(注2) 信託受益権は証券取引法上の有価証券ではない等、本稿で取りあげているRMBSの中には、厳密には「証券化」とは言えないものも含まれるが、本稿では、便宜的に、それらを含めてRMBSとしている。

## RMBSの仕組みと機能

まず、RMBSの基本的仕組みと、その役割、機能を概観する。

## 証券化とは

T・ケンドールによれば、証券化とは、個々のローンや債権を集めてパッケージ化し、そのパッケージを証券に転換し、それらの証券が外部の投資家に売れやすくなるよう証券の信用力や格付けを高めるという一連のプロセスであり<sup>(注3)</sup>、RMBSもそのような証券化商品の1つであるから、住宅ローン債権に関して同様のプロセスをとるのである。それをキャッシュ・フローという観点からみれば、原資産から生じたキャッシュ・フローを、一定の証券化機構(special purpose vehicle、SPVといい、信託、特別目的会社=SPC、等が含まれる)を通して、証券化商品に流すというのが証券化の基本的スキームである。

(注3) L.T.ケンドール、M.J.フィッシュマン前掲書、p.4

## 住宅ローンは証券化になじみやすい面も

米国のRMBSは、財務省証券に次ぐ巨大な債券市場(残高3兆ドル)となっているが、その理由としては、住宅ローン債権が、証券化になじみやすい性格を持っていることが挙げられる。住宅ローン債権は、一件あたりの融資額が比較的小額で、多数のローンを集めることによる信用リスク分散効果が期待できるし、信用リスク評価も、中小企業向け貸付等の他のローン債権と比較して相対的にシンプルであり、審査基準の統一によって、ある程度均質な債権の集合体(プール)を形成しやすい等が、住宅ローン債権が証券化というスキームに適合的であることを示すものである。<sup>(注4)</sup>



(注4) 岩本康志・斎藤誠・前多康男・渡辺努著『金融機能と規制の経済学』東洋経済新報社、2001年、p.124

## 証券化の意義、機能

### ～金融機関にとって～

RMBSの役割は、まず住宅ローンを組成した金融機関（以下オリジネータ）にとっては、預金や社債等の金融機関自身の負債に代わる、当該金融機関の格付けと基本的には切り離して格付けを取得できる新たな資金調達手法となる。また金利リスクや期限前償還リスク等の一定のリスクを、投資家の評価を受けた上で転売することにより、自らはそれらをバランスシートから切り離すことができ、住宅ローン資産のリスク管理が容易になって、資本の効率的利用や、財務内容改善につながる。

### ～投資家にとって～

一方で投資家は、信用補完措置がなされて一定の格付けのついた金融商品に対し、ある程度のスプレッドを確保した上で投資することができる。

### ～借入者にとって～

借入者にとっては、証券化機構が無い場合には、オリジネータが当該融資に関わるリスクを丸抱えすることになるが、そのときに要求されるリスク・プレミアム（及び事務諸コスト）と、証券化によってリスクが様々に分解され、多様な投資家によって担われる場合に要求されるトータルのリスク・プレミアム（及び事務諸コスト）との比較が、可能になるというメリットがある。

そしてオリジネータと債務者との関係（一時的返済困難等への柔軟な対応等）という点では、わが国の場合、オリジネータが通常はサービサー（資金回収業）を受託することによって、債務者との一定の関係を維持することが可能である。

## 住宅ローンのリスク・コストの明確化

またわが国の場合、当面RMBS拡大の可能性があるので、民間金融機関の保有が難しい超長期固定金利ローンにおいてである。それは、これまで住宅公庫が財政支援をバックに政策的な低金利を維持してきた分野である。しかし、住

宅公庫の直接融資枠が縮小すれば、民間金融機関が証券化を利用して超長期固定金利の住宅ローン商品を扱うようになる。政策的低金利商品に代わる、証券化を前提にした民間の「超長期金利固定、借り換えや一部繰上返済自由」という商品の登場によって、超長期固定金利住宅ローンが、本来様々なコストが組み合わさった、パッケージ商品であるという性格が、より明確になるだろう。すなわち、超長期固定金利を提供するための、金利変動リスクのヘッジコストや、繰上返済を認めるための、随時の期限前返済オプションの購入コストが、金利に含まれていることが、より理解しやすくなるであろう。そのことを通じて、変動金利や固定金利期間選択型等の多様な住宅ローン商品においても、リスク・テイクに見合ったリターン、リスクヘッジに見合ったコストという考え方や金利設定が広まってくる可能性がある。住宅公庫の政策的低金利の存在によって不明瞭になっていた、住宅ローンに含まれるリスクやコストが明確になることは、住宅ローン貸し出し業務全般に影響を与えるとともに、わが国金融システムの効率化につながると思われる。

## わが国のRMBS本格発行までの経緯 住宅ローン債権信託の創設

次に、わが国のRMBSに関連する、これまでの経緯を概観する。わが国における、RMBS本格的発行は、1999年以降のことであるが、住宅ローン債権を何らかの形で流動化するというスキームが形成されたのは、30年前に遡る。複数の住宅ローンを信託銀行に信託し、それをもとに信託受益権を発行するというスキーム自体は、いわゆる住専の資金調達を円滑化することを目的に、「住宅ローン債権信託」という信託商品として73年6月にすでに創設された、相当の歴史を有するスキームである。

米国でジニーメイ（GNMA、政府抵当金庫）が最初のRMBSを発行したのが1970年のことだが、わが国においても、それからさほど間を置かず、アセットファイナンス型の住宅ローンファンディングスキームが用意されていたので

ある。

住宅ローン債権信託の制度は、当初は委託者が制度上住専に限られていたが、88年6月には委託者として銀行その他金融機関が加えられ、93年4月には、証券取引法上の有価証券指定される等、制度として使い易さの向上が試みられてきた。にもかかわらず、その制度の主たる利用者として想定された住専においても、1980～81年頃に残高6000億円強（調達の16～17%程度）となったに過ぎず、それ以上、利用が広がったわけではなかった。<sup>(注5)</sup>

(注5)住宅ローン債権信託の制度については、岡内幸策著『証券化入門 資産価値に基づくファイナンス手法のすべて』日本経済新聞社、1999年、p.80～81、大垣尚司著『ストラクチャード・ファイナンス入門』日本経済新聞社、1997年、p.84～89を参照した。残高及び調達に占める比率は『銀行局金融年報』各年版の住宅金融専門会社の項による。

### 99年から始まったRMBSの本格発行

証券化商品組成が本格化するきっかけは、98年10月の「債権譲渡の対抗要件<sup>(注6)</sup>」に関する民法の特例等に関する法律<sup>(注6)</sup>（以下債権譲渡特例法と略称）の施行である。債権譲渡特例法は、幅広い種類の指名金銭債権の多数譲渡による流動化の促進を主たる政策目的としており、債権譲渡の簡易な対抗要件具備手段として、電子的方法による債権譲渡登記制度を創設したものである。同法施行によって、法務局に設けられた債権譲渡登記ファイルへの登記で債権譲渡の第三者対抗要件が具備されることになった。また、債務者対抗要件は登記事項証明書の送付によって具備可能になる。<sup>(注7)</sup>

それ以前も、いわゆる特定債権（リース、クレジット債権等）に関しては、93年6月の「特定債権等に係る事業の規制に関する法律」施行によって、公告による対抗要件具備という扱いが可能だったが、それを除けば、民法上の指名債権の譲渡には、債務者に対する通知・承諾を要し、第三者対抗要件としては、確定日付のある書面（内容証明郵便など）の必要があった。最低でも数百件以上の住宅ローン債権からなる

債権プールを裏付けに、証券を発行するという証券化の作業にとって、このような負荷は、大きな壁になっていた。対抗要件を省略した流動化も可能だが、そのような商品に投資する投資家は極めて限定されるであろう。

同法施行によって、指名債権の譲渡にかかわる事務コストの削減と、債務者に対して不必要な不安を抱かせるという問題が解消し、それを契機に住宅ローンの証券化が本格化した。99年6月に、都銀大手行が住宅ローン500億円を裏付けにした証券化を実現したのが国内初の住宅ローン証券化ということである。

(注6)対抗要件とは、債権が第三者に二重譲渡されていたり差し押さえられたような場合に、これに優先することができるために必要な要件をいう。大垣尚司著前掲書、p.75参照。

(注7)高橋正彦「我が国における資産流動化の展開と法制整備」大蔵省財政金融研究所編『フィナンシャル・レビュー』51号、1999年6月、p.125、岡内幸策著、前掲書、p.88。

### 米国のモーゲージでは事情が相違

この債権譲渡にかかわる対抗要件等の問題は、米国のモーゲージにはない。米国の場合、住宅ローンの債務者は、債権者に、「当該不動産を担保として提供する旨の契約証書」を交付することによって融資を受ける。その抵当契約証書（その抵当契約が効力を有する間の当該資産の利用権を得るのと見合いで債務者が発行するとされる<sup>(注8)</sup>）に、借入金額記載の約束手形、火災保険証書等の諸書類を総体として「モーゲージ」というが、貸出を実行してモーゲージを取得した債権者は、モーゲージを売却することで事後的に資金回収できる。<sup>(注9)</sup>

つまり、モーゲージは事実上有価証券に近い性格を有しているのである。<sup>(注10)</sup>

従って、預金等の調達手段をもたない抵当会社（モーゲージ・カンパニーあるいはモーゲージ・バンク）が、一時的な資金を商業銀行から調達して融資実行し、取得したモーゲージを生命保険会社や貯蓄貸付組合に転売して、資金回収するという形態は、モーゲージにそもそも内在したファイナンス形式だった。<sup>(注11)</sup>

70年代以降開発された証券化商品は、米国においては、もともとそなわっていた（ただし、小口で個別性が高いために限界があった）モーゲージの流通性を、均質なモーゲージをまとめて大口化することを通じて、より高めていく手段と位置付けられる。

このように米国とわが国では、債権譲渡にかかわる制度的な相違が大きく、わが国における住宅ローン証券化の妨げになってきた。しかし、債権譲渡特例法等の制度的な整備も進み、その点に関しては、問題点はほぼ解消されたといえる。

（注8）BARRON'S "Dictionary of Banking Terms Fourth Edition" 2000年、のMORTGAGEの項目の説明による。

（注9）日本長期信用銀行調査部『世界の住宅金融』文雅堂銀行研究社、1968年、p.98～99）

（注10）井村進哉『現代アメリカの住宅金融システム』東京大学出版会、2002年、p.11）

（注11）日本長期信用銀行調査部、前掲書、p.101

### 住宅公庫の直接融資も証券化進展を阻害

また住宅ローンの証券化が進まなかったもうひとつの大きな理由としては、超長期固定金利の住宅ローンを、公的金融機関である住宅公庫が直接融資し、ALMのリスク等も財政で負担する仕組みが続いてきたことである。民間銀行の負債構成では、住宅公庫のような超長期固定金利での貸し出しは困難（あるいはリスク回避のための金利水準が高くなって、住宅公庫に著しく劣後してしまう）であり、民間銀行は変動金利や、3年、5年といった固定期間選択型が多く、長期固定金利ではせいぜい10年固定金利程度の商品（スワップ等の金利リスクヘッジ手段のある）で住宅ローンを拡大させてきた。それらは民間銀行にとって、ポートに保有してもALM上管理困難というわけではないため、民間銀行に証券化ニーズは乏しかった。

しかし、住宅公庫の組織再編、直接融資枠縮小の動きの中で、それに代替する超長期固定金利の住宅ローンを提供できれば、民間銀行にとってのビジネスチャンスは広がる。そして民間銀行が超長期固定金利ローンを取り扱う場合、何

らかの形で金利リスクヘッジが不可欠であり、証券化はその最も有力な手段といえる。

以上のように、債権譲渡に関わる手続き面での障害と、公的金融が直接にリスクをとって超長期固定金利融資を行ってきたことから、わが国におけるRMBSの本格的登場は遅れたが、90年代後半以降の変化の中で、RMBSは普及・拡大の起点に立っているといえる。

### 住宅金融公庫RMBSの概要

本章では、すでに継続的に発行されている住宅公庫のRMBSについてそのスキームの特色を概観する。（注12）

（注12）住宅公庫RMBSについては、住宅公庫web siteの「資産担保証券」の項目に既発債の商品内容説明書等の情報が掲載されており、それを参照した。

### 住宅公庫RMBSの発行実績

住宅公庫は2001年3月に第1回のRMBSを発行して以降、2003年初めまでに計10回（8500億円）のRMBSを発行している。その発行額と売却状況は表1の通りである。

ただし、住宅公庫のRMBSは、正式名称が「貸付債権担保住宅金融公庫債券」であること

表1 住宅公庫 RMBS の発行実績、発行時のプライシング

回号	発行日	発行額	表面金利	発行時の 対国債スプレッド	信用補完率
第1回	2001年3月22日	500億円	1.75%	+60bps	9.3%
第2回	2001年6月21日	500億円	1.78%	+55bps	9.3%
第3回	2001年9月20日	500億円	1.85%	+47bps	9.8%
第4回	2001年12月20日	500億円	1.82%	+42bps	11.0%
第5回	2002年3月20日	500億円	1.90%	+45bps	10.6%
第6回	2002年6月21日	1000億円	1.94%	+56bps	10.5%
第7回	2002年8月22日	1000億円	1.82%	+50bps	10.4%
第8回	2002年10月23日	1000億円	1.67%	+50bps	10.9%
第9回	2002年12月20日	1500億円	1.52%	+51bps	10.6%
第10回	2003年2月21日	1500億円	1.43%	+59bps	11.0%

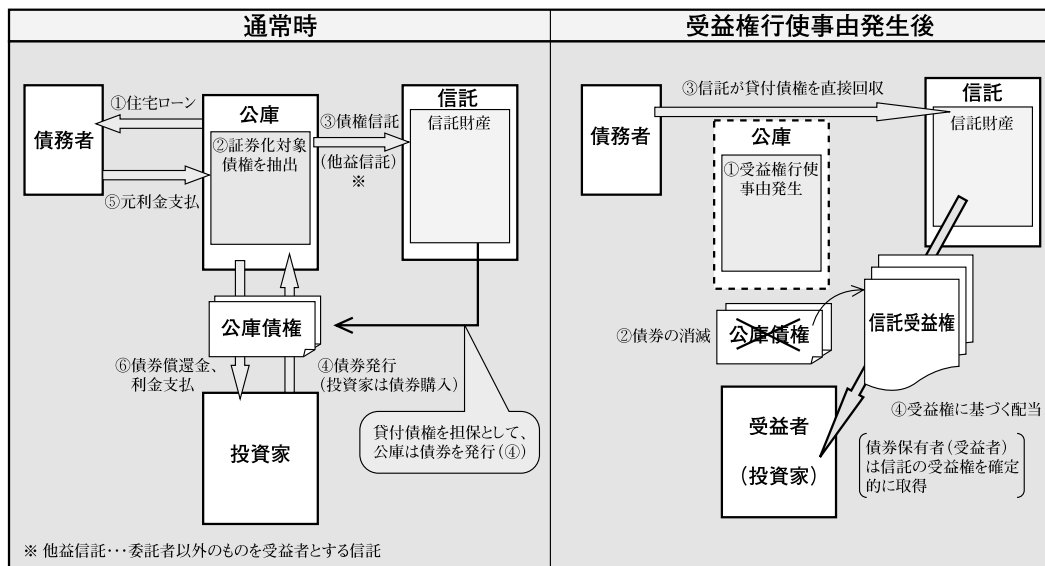
各回共通

- ・最終償還 35年
- ・発行価格 額面100円につき、100円
- ・各債券の金額 1億円の1種類
- ・格付け S&P、R&IでAAA
- ・bps はベースポイント

（資料）住宅金融公庫 HP 等

に示されるように、現時点では、住宅公庫自らが発行する財投機関債であり、住宅ローン債権は住宅公庫債の担保として信託されるという形をとる（資産担保型の財投機関債）（図1）。

図1 住宅公庫RMBSのスキーム図概要



(資料) 住宅公庫HPの資産担保証券の投資家説明会資料より  
 (注) 受益権行使事由については、本文参照。

### 住宅公庫RMBSスキームの特徴

住宅公庫RMBSの第一の特徴は、当初は公庫自らが発行体になる財投機関債（担保付）であるが、一定の事態（受益権行使事由という - 詳細は後述）が生じた場合、公庫債が消滅し、その時点での公庫債保有者に対して、住宅ローン債権信託の信託受益権証券が配布されるというスキームになっていることである。

つまり、特殊法人としての住宅公庫が存続している間は財投機関債であるものの、住宅公庫が債務承継者なく解散した場合、住宅公庫の受け皿機関として、株式会社ないし会社更生法等の倒産手続きが適用される法人が設立されて、住宅公庫の債務が承継された場合、公庫自身が株式会社ないし会社更生法等の倒産手続きが適用される法人に改組される場合、公庫債券、財形住宅債券、住宅宅地債券等、公庫が発行する債券のいずれかがデフォルトした場合、のいずれかのケース（受益権行使事由として明記）が生じた場合、公庫債は消滅し、投資家を受益者とする他益信託の信託受益権証券に転換、信託された住宅ローン債権プールのキャッシュ・フローが、投資家に支払われる仕組みになる、というものである。

現時点での財投機関債は証券取引法上の有価証券であるが、受益権行使事由発生後の住宅ロー

ン債権の信託受益権は、私法上では他の金銭債権の信託受益権と同様の扱いで指名債権であるとされ、受益権証券は、その権利を証明する証拠証券に過ぎないとされる。この結果、受益権の譲渡は譲渡人が受託者に通知するか、受託者が承諾しないと、譲受人は受託者に対して、投資家としての地位を主張できないという規定にあてはまるため、譲渡等かわかる手続きが煩雑であるという問題を有する。<sup>(注13)</sup>

また信託受益権になった場合、公庫債（有価証券）に比べて、流動性が制限される、BIS規制に関わるリスクウェイトも、公庫MBSは10%であるのに対し、受益権になると50%に高まる、受益権には投資ができない投資家層が存在することによる投資家層の制限、受益権行使された場合の会計上の取り扱いのコンセンサスがなない、等の問題があると指摘されている。<sup>(注14、15)</sup>

第二に、金利は固定金利だが、元金償還は、信託された住宅ローン債権の償還現金（繰上返済含む）がパス・スルーするという規定になっていることである。元金償還が満期一括や定期償還ではなく、債務者の期限前償還や一部繰り上げ返済等の、債券保有者にとって予測や管理が難しい要素を含んでいることが第二の特徴で、その点では、単なる財投機関債ではなく、当初

からRMBSとしてのキャッシュ・フロー特性をもっているといえる。

住宅公庫RMBSの第三の特徴として挙げられるのは、債務者の返済が遅延したとき等には、公庫が特殊法人として存続している場合、信託した債権の入れ替えが行われることである。これは公庫が政策金融機関であることで、債務返済困難になった債務者に対して、契約内容の見直し（返済期限の延長等のリ・スケジュール）に応じることにしており、そういった取り扱いが、住宅公庫のバランスシートに残る債権と、担保として信託設定されるプール内債権とで取り扱いに相違がないようにすることが目的である。そのことを確保するために、返済遅延した債権等を信託財産からはずして住宅ローン債権を入れ替えることが可能となっている。従って、公庫が存続している間は、住宅ローン債権の信託譲渡はあくまで担保設定という性格で、公庫が信託財産の内容に対する権限と責任を持つという点からは、オン・バランスのままと評価されるが、受益権行使事由発生後は、オフ・バランスされたローン・プールに基づく信託受益権というスキームになっている。

第四に、公庫債の信用補完は、一定の超過担保によって確保されているが、公庫が存続している間は、公庫が債権の入れ替えをすることによっても維持され、受益権行使事由発生後は、格付け取得のために求められた当初の超過担保率によって、信用補完されることになる。

以上のように、住宅公庫RMBSは公庫の今後の組織形態が不確定であるという要因を背景に、いくつかの点で特殊性を持った商品であることに留意が必要である。

(注13) 大垣尚司著、前掲書、p.88参照。

(注14) 国土交通省の「市場機能を積極的に活用した住宅金融のあり方懇談会」第5回(平成14年2月28日)の資料3、メルリンチ日本証券、小関広洋、羽仁千夏「公庫MBSの流通市場整備について」p.20を参照した。

(注15) R & I NEWS RELIASE 2001年2月20日によれば「公庫債券に用いられる信託についても、信託受益権を行使した後に受益者である投資家に交付される元本が課税されないことについて、専門家に意見を求めることが重要である」としている。

## 市場の認知度高まる住宅公庫RMBS

やや特殊なスキームになっているとは言え、住宅公庫RMBSは、前述のように大規模かつ継続的に、同じスキームで発行されることによって、市場の認知度も高まっている。元金償還をパス・スルーするというシンプルなスキームに絞って発行しているのも、商品の多様化（例えばパス・スルー債のキャッシュ・フローをコントロールするcollateralized mortgage obligation = CMOの発行等）よりも、均一な商品を継続的に発行することを優先させて、商品に対する市場参加者の理解度を向上させ、効率的な価格形成や高い流動性を確保したいという考え方がある。(注16)

また2002年1月からは日銀の適格担保化したこと(時価の85%評価。ただし信託受益権は適格担保ではない)、一部の債券インデックスに組み入れられたこと、情報ベンダーを通じて証券会社ごとの気配値等、様々なデータが公表されていること等も、同債券の認知度向上や投資対象としての評価を高めることにつながっている。

ただ現状では、いまだ流通市場での流動性には乏しいという評価がなされており、今後とも継続的な発行が予定(15年度は合計8500億円)される中で、流動性の高いマーケットが形成されるかどうか注目される。

(次号に続く)

(注16) 「金利が激しく変動する環境下においては、CMOのような個別性の強い証券は、流動性の欠如を招く可能性がある」L.T.ケンドール、M.J.フィッシュマン編著、前掲書、p.135

(小野沢 康晴)