ISSN　1345-0018

金融市場

2003.7

潮　流

中小企業と金融……　1

情勢判断

国内金融

債券、株とも相場調整は限られよう……　2

国内経済

道半ばの地方分権「三位一体の改革」　…　6

わが国輸出の変化と企業対応　……　9

海外経済金融

温度差がある米国の株価と実体経済　……11

気になる指標

国内企業物価指数　……14

今月の焦点

金融システムの機能回復に向けた政策の取組み　…16

労働金庫の経営戦略　1　……20

労働金庫の経営戦略　2　……26

わが国における住宅ローン証券化市場の現状と展望-3　…30

海外の話題

50年債とレコンキスタ　……36

農林中金総合研究所

潮　流

中小企業と金融

先般2003年度版「中小企業白書」が刊行された。

これによると2002年の中小企業経営は輸出関連の電気機械、輸送機械等で業況改善が見られたものの小売業、サービス業等では依然として業況下落が続き、全体的には弱含み状況持続との認識である。また中小企業倒産件数も18,000件台の高水準で推移している。

このような現下の情勢の中で今回の白書は中小企業と金融についてかなりのページを割いている。特に2002年11月実施の「金融環境実態調査」2003年1月実施の「中小企業向け貸出実態調査」等に基づく中小企業サイドからみた論述は興味深い。

先ず中小企業の資金繰りDIは、1990年以降一貫して悪化傾向にあり、特に小売業、サービス業における悪化傾向が著しい。

次に資金調達における借入金依存度は従業員20人以下で67%、21～100人以下で51%、101～300人以下で41%と大企業に比して極めて高い。

一方中小企業向け貸出残高は1997年12月の355兆円が2002年12月には297兆円と年々減少を続けているが、要因としては中小企業サイドの借入に対する慎重な態度がある一方、金融機関の貸出態度が厳しいとされ、特に地銀、信金、信組に比して大手行の中小企業向け貸出の減少が著しく、消極対応がうかがわれるとの認識である。

また金融機関が中小企業貸出の審査上特に重視する項目としてあげているのは、保全面では信用保証協会保証で58.2%にのぼり、不動産担保重視は23.9%に過ぎなくなっている。また債務償還能力、安全性、収益性等財務内容重視の傾向が強い。一方、企業の成長性、事業基盤、事業の強み等々を重視する金融機関は20～30%に過ぎなくなっている。

次に金融機関が中小企業の信用リスク把握上の問題点としてあげているのは、開示情報が少ない、定性的情報の評価が困難、審査コストが割高、決算書の信頼性、経営者資産の分離困難等であり、中小企業金融に存在する「情報の非対称性」が改めて浮き彫りにされている。いずれにしても従来の「土地神話」を前提とした中小企業金融システムが崩壊し、今新たなシステム構築が求められているのである。

中小企業は今後とも財務内容の充実、情報開示の努力、金融機関との密な接触、調達手段の多様化等の努力を要するが、金融機関としてもリレーションシップの再構築、幅広い信用リスクテイクの手法、起業支援、再建支援のあり方等一段の創意工夫が必要であろう。

その観点からも本年3月に出された金融審議会報告「リレーションシップバンキングの機能強化に向けて」は、なかなか示唆に富む。

中小企業金融の担い手はいわゆる地域金融機関であるとし、特に相互扶助の協同組織金融機関のリレーションシップ重視のビジネスモデルへの期待が高い。地域金融機関は、その期待に応えて今日的にリレーションシップ機能を強化し、資産の健全性、収益性確保と両立させながらの中小企業金融の一層の充実に努める必要があろう。

（社長　栗林　直幸）

情勢判断

国内金融

債券、株とも相場調整は限られよう

要　　旨

国債相場の高値安定の基調が変わったとは見るのは尚早だろう。ゼロ金利政策の長期化見通しのもと、金融機関の貸出減少に伴うポート入れ替えは国債に向かいやすい。また、世界的な経済悪化リスクが薄れたことから株価の下値予想を引き上げるが、まだ業績や株価対策の内容吟味が必要であり、短期的、小幅ながら株価調整の可能性を想定する。

為替相場については、6月号で変更した予想を継続。ドル安圧力はかかるが、日本経済の相対的な弱さと通貨当局の介入姿勢から、大きく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）

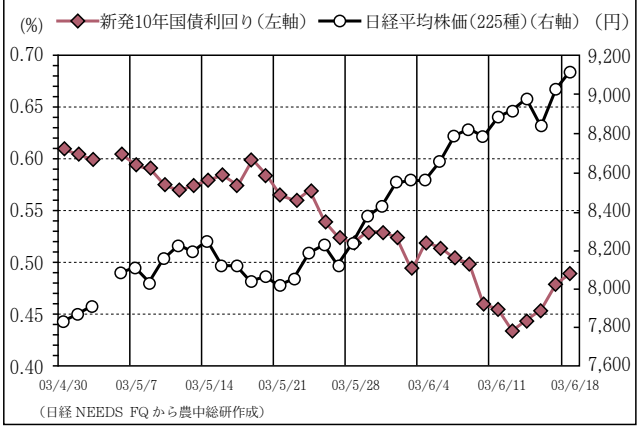
年度／月	2003年度				
	5月（実績）	6月（予想）	9月（予想）	12月（予想）	3月（予想）
無担コール　翌日物	0.002	0.001～0.01	0.001～0.01	0.001～0.01	0.001～0.01
TIBOR ユーロ円（3ヶ月）	0.0783	0.10±0.02	0.10±0.02	0.10±0.02	0.10±0.02
短期プライムレート	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375
新発10年国債利回	0.53	0.60	0.60	0.65	0.75
為替（円ドル）相場	118.630	115～120	112.5～117.5	117.5～122.5	117.5～122.5
日経平均株価	8,424.51	8,750	8,500	8,750	9,500

（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

イラク戦争終結等によって世界経済のリスクが薄れるとともに、欧米の金融緩和政策がしばらく続くとの期待から、世界的に株高、債券高（長期金利の低下）の並存状態が生じた。5月以降、米国の主要株価指数が1割前後上昇する一方、米財務省証券10年物利回りは3.1%台前半まで低下した。また、この間、欧州の株価指数も7～16%上昇し、独･10年物国債利回りは0.5%程度低下し、3.5%を割り込んだ。

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）

そのような投資環境のなか、わが国証券市場、特に株式市場には、海外投資家の資金が買い戻しを含め流入している。5月以降、外国人の週間買い越し額は7週連続して1千億円を超えている。6月17日には日経平均株価が昨年12月初旬以来の9,000円台を突破、TOPIXも安値から15%超、反発してきた。

日本国債も新発10年国債利回りが0.435%に低下するとともに、20年債利回りが0.7%台まで買い進まれたが、株価上昇や20年債入札が低調であったことで中期債ゾーンに売りが出たことをきっかけに、先物主導で相場が反落。新発10年国債利回りは一時、0.645%まで上昇、長国先物も142円台を割り込む水準まで急落したが、その後は戻している。

為替相場は、ブッシュ大統領が仏エビアン・サミットにおいて強いドル政策維持に言及。このサミットでは異例とも言える為替政策についての発言で、それまでのドル安進行不安が後退。欧州中銀（ECB）による6月5日の0.5%の利下

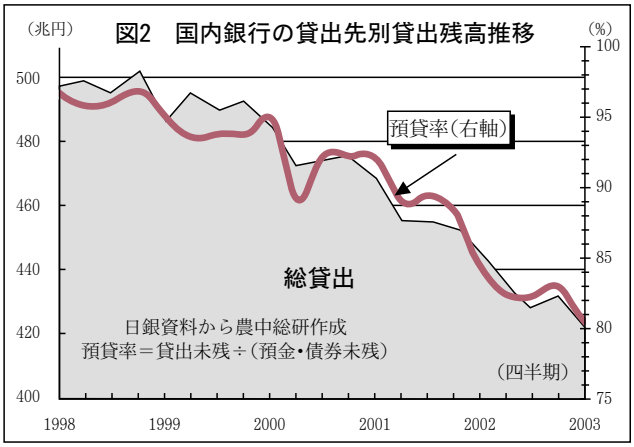
げに続き、米国の利下げ観測など材料はあったものの、ユーロ・ドル、ドル円はともに狭いレンジの動きに終始。ドル円相場では、当局の介入への警戒感も強く、116～118円台の小動きが続いている。（以上の金融証券市場の動向等は当社HPの「Weekly 金融市場」を参照されたい。）

金融市場の見通しと注目点
債券相場＝利回り反転も調整の域出ず

足元で債券高、株高の並存が崩れ、相違う相場の動きが生じている。このまま、国債相場下落（国債利回り上昇）と株価堅調という形で、債券、株の泣き別れが続くのだろうか？

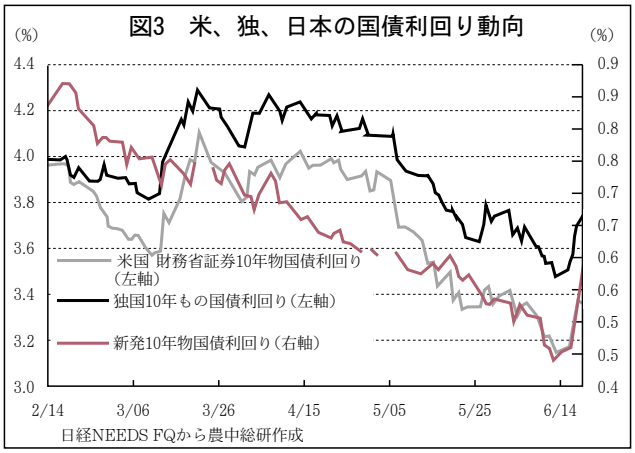
まず、わが国においては引き続き構造調整圧力が強く、日銀のゼロ金利・量的緩和政策の解除は、読めない。また、銀行等金融機関では貸出減少と預貸率低下が続いている結果、発生した余剰資金の投資が必要であり、換金性や信用リスクなどの点から国債は消去法的に選択されやすい事情がある。

このようなゼロ金利政策の長期化見通しと投資難というポートフォリオ事情が、金融機関の国債買い入れを後押し、国債相場（長期金利）安定の基礎要因となっている（図2）。この投資環境の基底に当面、変わりはあるまい。



その上で国債相場（金利の大幅反転）のリスク要因として考えるべきことは、株価の持続的上昇をもたらすような世界経済のファンダメンタルズ好転が起きているか、どうかである。

ここ数ヶ月間、欧米先進国では、デフレ化懸念を背景に歴史的低水準まで長期金利の低下が進んだが、その動きがわが国債券市場において



買い安心感を補強し、国債利回りを一段と押し下げた効果は否定できない（図3）。

しかし、欧米先進国の債券相場において、足元で長期金利に下げ止まり感が出ている。ここから相場の潮目が変わり、長期金利が上昇基調に転じたとなれば、わが国の国債相場も影響は免れないだろう。

確かに、一時に比べ世界景気の下ブレのリスクは緩和されており、世界景気の悪化リスクやデフレ化懸念をあまりに当て込んで、債券を買い進む投資スタンスは変更が必要になっている、と思われる。

しかし、成長加速の重要な要素である設備投資は、03年中、世界的にIT分野を中心に力強さに欠けると予測されており、世界経済の低成長リスクとデフレ化懸念というファンダメンタルズが急速に変化し始めたと見るのは尚早だろう。

よって、利食い売りによる需給悪化などから国債相場が調整を余儀なくされるとしても、それはあくまでも突っ込みすぎた金利低下からの調整の範囲にとどまり、利回り上昇は限定的なものにとどまるだろう。

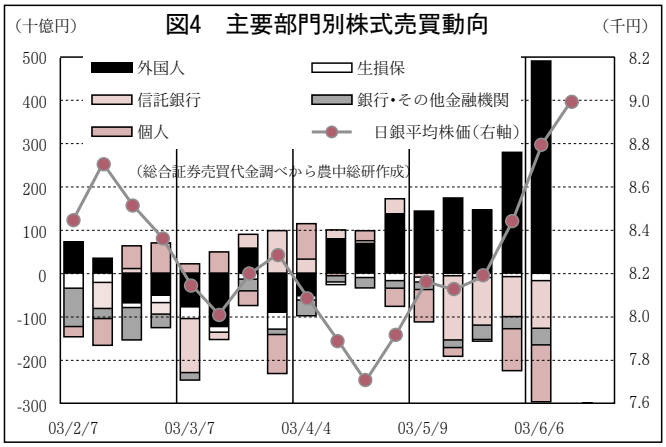
なお、9月に任期切れを迎える自民党・総裁選前後から財政出動の動きが予想される。国政選挙が視野に入って来るなか、公共投資等補正予算編成が早期におこなわれる可能性が大きいと想定するが、小泉不再選＝新首相誕生の場合でも、財政出動の規模は実際のところ限界があり、国債需給悪化懸念など国債相場への影響は小さいだろう。

また、日銀がインフレ目標政策やETF買い入れなど非伝統的な政策手段の採用に動く可能性

は現状、低いという想定を継続する。一方、量的緩和政策によって金融機関の資金繰りが極めて安定していることは、債券相場のプラス要因であり、国債買い入れ増額の期待は今後も残ると見ている。

株式相場＝株価反落に短期、限定的

外人投資家の買い越しが需給を改善。株価反転が買い戻し行動を促して、株価回復をもたらしてきた。この間、銀行等の持ち合い解消売りや信託を通じた年金基金の代行返上のための換金売りが進んできたが、これまでのところ、買い主体として期待される個人投資家の売り越し基調は続いており、動きは鈍い（図4）。



業績面では、金融を除く全産業ベースの03年度（04年3月期）の業績予想（会社計画集計）は15％程度の経常増益の見通しである。売上高は微増にとどまるものの、海外収益の寄与とリストラ効果によって連続増益が予想されており、現状、この業績予想への下ブレ・リスクはあまり意識されていない。

当面の注目点である米国企業決算は、7月3週以降に本格化するが、米国企業の4～6月期業績

表2　上場企業の連結業績動向　（千億円）

		売上高	前期比	経常利益	前年比	純利益	前期比
03年3月期	金融除く全産業	4,150	1.0%	161	70.9%	52	－
04年3月期		4,180	0.7%	186	15.0%	97	85.5%
03年3月期	製造業	2,245	2.6%	98	102.4%	37	2658.7%
04年3月期		2,278	1.5%	115	17.4%	60	59.0%
03年3月期	非製造業	1,906	-0.8%	64	38.1%	15	－
04年3月期		1,903	-0.2%	71	11.4%	37	152.3%

（資料）日本経済新聞（03年6月10日朝刊）

が予想を上回り、米国株価が引き続き堅調を持続すれば、わが国の株価下支え役を果たすだろう。

しかし、先進国における低金利効果も限界に近い。低成長・デフレ化の懸念という世界経済についての想定を変えるには、今しばらく吟味の時間が必要であり、まだ回復期待が試される局面があると考える。

国内的には消費活動の低調が気になる。夏場にかけても、総報酬制導入後初めての賞与支給期を迎え手取り収入の減少が消費の圧迫材料になる懸念がある。

前節で述べたように世界経済の悪化リスクが薄れたことは確かであるが、景気不安がぶり返すなかで増益予想が揺らぐ可能性は今後も予想される。また、夏場以降、季節的にも株価対策の材料出尽くしや持ち合い解消や代行返上の売りが嵩んでくると予想される。

よって、株価の下値予想は引き上げるものの、株価の再下落の可能性は残ると見ている。

ただし、自民党総裁選に続き国政選挙も視野に入ってくることから、下落圧力が強まれば、小泉政権は株価対策の強化・前倒しおよび財政出動等マクロ経済対策を打ち出すと見ている。

また、家計の社会保障・税負担の増加や減損会計導入などマイナス要因もあるが、04年後半以降、イベント的にも世界景気が上昇過程に入る期待や株式需給の好転が見込まれる。

このため、株価調整はあるとしても、短期、限定的なものにとどまるだろう。

為替相場の想定レンジは前回予想を継続。ドル円で112.5～122.5円/ドルを基本的な想定レンジをとする。米国通貨当局はドル急落を引き起こす政策リスクを犯さないと考えるが、米国の経常赤字や金融緩和が材料となり、ドル安圧力は引き続き残る。したがって、円安方向には行き難い状況が続く。その一方、円高の動きには、わが国通貨当局が強い介入姿勢を示しレンジを破る動きの押さえ込みにかかると想定する。

ユーロについては欧州経済の不調と利下げ継続の見通しを前提とすれば、これ以上のユーロ高が進む材料は少なく、ユーロ円相場も今後、円安よりは円高に動く可能性に注意すべきだろう。また、ユーロが下落に転じた場合、ドル円相場にも円上昇の波及があろうが、前述のように介入によって円高幅は押さえ込まれると考える。　（03.06.20　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・ドル銀行間直物 17：00	円・ドル銀行間直物中心値	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	東京 ユーロ 17：00	日経平均(225種)	TOPIX 終値	JASDAQ 指数	NYダウ工業株30種平均	ナスダック株価指数	米国財務省証券10年物国債利回り	ドイツ連邦債10年物利回り	NY金先物・期近
03/4/30	0.610	143.60	1.142	0.240	0.002	0.0783	0.0600	0.0900	119.46	119.60	119.00	1.1175	1.116	132.88	7,831.42	796.56	43.51	8,480.09	1464.31	3.84	4.06	339.4
03/5/1	0.605	143.67	1.136	0.240	0.002	0.0783	0.0613	0.0900	118.53	118.90	118.60	1.1235	1.126	132.64	7,863.29	799.31	43.66	8,454.25	1472.56	3.84		342.4
03/5/2	0.600	143.74	1.131	0.230	0.001	0.0783	0.0613	0.0900	118.88	118.60	119.05	1.1230	1.122	133.32	7,907.19	804.62	44.22	8,582.68	1502.88	3.92	4.08	341.3
03/5/5											118.60	1.1290						8,531.57	1504.04	3.88		342.6
03/5/6	0.605	143.74	1.131	0.230	0.002	0.0783	0.0613	0.0900	118.37	118.55	117.50	1.1425	1.134	134.24	8,083.56	821.41	44.34	8,588.36	1523.71	3.78	4.07	342.8
03/5/7	0.595	143.82	1.125	0.230	0.001	0.0783	0.0606	0.0900	117.66	117.68	116.40	1.1355	1.135	134.12	8,109.77	822.85	44.84	8,560.63	1506.76	3.67	3.97	342.2
03/5/8	0.590	143.81	1.125	0.230	0.001	0.0783	0.0606	0.0900	116.34	116.65	117.05	1.1500	1.146	131.87	8,031.55	814.74	44.81	8,491.22	1489.69	3.68	3.92	348.7
03/5/9	0.575	143.90	1.118	0.230	0.002	0.0783	0.0594	0.0900	117.32	117.10	117.40	1.1490	1.149	135.08	8,152.16	823.52	44.68	8,604.60	1520.15	3.68	3.92	348.9
03/5/12	0.570	143.99	1.111	0.220	0.001	0.0783	0.0600	0.0900	116.38	116.90	117.00	1.1560	1.155	135.11	8,221.12	829.26	44.28	8,726.73	1541.40	3.64	3.91	351.9
03/5/13	0.575	143.96	1.114	0.230	0.001	0.0783	0.0600	0.0900	117.15	117.00	116.80	1.1525	1.152	134.72	8,190.26	829.20	44.51	8,679.25	1539.68	3.60	3.89	350.2
03/5/14	0.580	143.93	1.116	0.230	0.002	0.0783	0.0575	0.0900	116.55	116.60	116.30	1.1495	1.149	134.35	8,244.91	832.00	44.63	8,647.82	1534.90	3.52	3.91	352.5
03/5/15	0.585	143.95	1.114	0.230	0.001	0.0783	0.0588	0.0900	115.95	116.25	116.50	1.1385	1.146	132.86	8,123.40	820.08	44.26	8,713.14	1551.38	3.53	3.85	352.8
03/5/16	0.575	144.20	1.095	0.220	0.001	0.0783	0.0581	0.0900	116.36	116.30	116.00	1.1580	1.155	132.74	8,117.29	819.17	44.29	8,678.97	1538.53	3.41	3.83	352.9
03/5/19	0.560	143.97	1.113	0.230	0.002	0.0783	0.0581	0.0900	115.21	115.25	117.15	1.1650	1.170	134.74	8,039.13	810.49	43.82	8,493.39	1492.77	3.49	3.74	364.4
03/5/20	0.585	144.08	1.104	0.220	0.001	0.0783	0.0563	0.0900	117.34	117.08	116.70	1.1705	1.166	136.35	8,059.48	814.25	44.01	8,491.36	1491.09	3.36	3.73	366.5
03/5/21	0.565	144.18	1.097	0.220	0.001	0.0783	0.0563	0.0900	116.68	116.67	117.45	1.1635	1.170	136.70	8,018.51	809.80	44.92	8,516.43	1489.87	3.39	3.71	372.2
03/5/22	0.560	144.21	1.094	0.210	0.001	0.0783	0.0563	0.0900	117.62	117.65	117.20	1.1695	1.168	137.10	8,051.66	816.06	45.00	8,594.02	1507.55	3.31	3.69	368.1
03/5/23	0.570	144.21	1.094	0.220	0.002	0.0783	0.0581	0.0900	117.27	117.30	116.90	1.1830	1.179	137.41	8,184.76	826.18	44.93	8,601.38	1510.09	3.33	3.63	368.8
03/5/26	0.540	144.46	1.075	0.210	0.002	0.0783		0.0900	116.89	116.88				138.13	8,227.32	826.97	45.28					
03/5/27	0.525	144.52	1.071	0.210	0.001	0.0783	0.0594	0.0900	116.84	116.65	117.30	1.1810	1.188	138.85	8,120.24	814.86	45.02	8,781.35	1556.69	3.41	3.67	367.8
03/5/28	0.520	144.70	1.057	0.200	0.002	0.0783	0.0600	0.0900	117.50	117.25	118.60	1.1765	1.175	138.32	8,234.18	822.31	45.74	8,793.12	1563.24	3.42	3.76	365.2
03/5/29	0.530	144.77	1.052	0.200	0.002	0.0783	0.0575	0.0900	119.06	118.95	118.00	1.1905	1.183	139.44	8,375.36	834.12	45.82	8,711.18	1574.95	3.33	3.69	369.6
03/5/30	0.530	144.80	1.049	0.200	0.002	0.0783	0.0563	0.0900	118.63	118.35	119.30	1.1785	1.176	140.65	8,424.51	837.70	45.93	8,850.26	1595.91	3.37	3.69	365.6
03/6/2	0.525	144.74	1.054	0.200	0.002	0.0783	0.0583	0.0900	118.69	119.00	118.60	1.1755	1.172	138.75	8,547.17	846.55	45.92	8,897.81	1590.75	3.40	3.75	367.1
03/6/3	0.495	144.80	1.049	0.200	0.002	0.0783	0.0575	0.0900	118.67	118.40	119.15	1.1735	1.172	139.72	8,564.49	849.42	45.76	8,922.95	1603.56	3.33	3.61	366.3
03/6/4	0.520	144.82	1.048	0.200	0.002	0.0783	0.0588	0.0900	118.68	118.75	118.85	1.1640	1.170	139.31	8,557.86	850.94	45.77	9,038.98	1634.65	3.29	3.65	363.6
03/6/5	0.515	144.89	1.042	0.200	0.001	0.0783	0.0588	0.0900	118.24	118.45	117.70	1.1840	1.185	137.95	8,657.23	859.21	46.12	9,041.30	1646.01	3.34	3.63	369.5
03/6/6	0.505	144.94	1.039	0.190	0.002	0.0783	0.0581	0.0900	117.99	117.80	118.65	1.1700	1.170	139.65	8,785.87	869.61	46.71	9,062.79	1627.42	3.35	3.65	364.5
03/6/9	0.500	144.93	1.039	0.190	0.000	0.0783	0.0581	0.0900	118.50	118.45	118.20	1.1715	1.175	138.43	8,822.73	874.36	46.75	8,980.00	1603.97	3.27	3.58	362.8
03/6/10	0.460	144.98	1.036	0.190	0.000	0.0783	0.0569	0.0900	118.20	118.15	117.80	1.1675	1.169	138.40	8,789.09	869.56	46.65	9,054.89	1627.67	3.19	3.52	352.8
03/6/11	0.455	145.25	1.015	0.180	0.001	0.0783	0.0575	0.0900	117.86	117.77	117.80	1.1755	1.176	137.97	8,890.30	874.70	46.62	9,183.22	1646.02	3.20	3.52	356.2
03/6/12	0.435	144.95	1.038	0.180	0.001	0.0783	0.0579	0.0900	117.61	117.88	117.70	1.1770	1.173	138.84	8,918.60	875.71	46.47	9,196.55	1653.62	3.16	3.51	353.9
03/6/13	0.445	144.83	1.047	0.180	0.001	0.0783	0.0585	0.0900	117.70	117.60	117.45	1.1860	1.180	138.57	8,980.64	881.30	46.75	9,117.12	1626.49	3.11	3.46	357.2
03/6/16	0.455	144.76	1.052	0.190	0.001	0.0783	0.0569	0.0900	117.55	117.70	117.70	1.1825	1.186	140.20	8,839.83	872.53	46.61	9,318.96	1666.58	3.17	3.52	359.7
03/6/17	0.480	144.47	1.074	0.200	0.001	0.0783	0.0575	0.0900	117.64	117.60	118.15	1.1785	1.182	139.20	9,033.00	885.18	47.30	9,323.02	1668.44	3.26	3.59	363.8
03/6/18	0.540	143.76	1.129	0.240	0.001	0.0783	0.0588	0.0900	118.31	118.10	117.80	1.1690	1.170	139.19	9,092.97	893.58	47.85	9,293.80	1677.14	3.36	3.68	357.8
03/6/19	0.645	142.40	1.235	0.310	0.001	0.0783	0.0588	0.0900	118.68	118.65	118.30	1.1725	1.170	137.88	9,110.51	895.65	48.72	9,179.53	1648.64	3.33	3.65	361.8
03/6/20	0.580	143.35	1.161	0.250	0.002	0.0783	0.0000	0.0900	118.34	118.25	0.00	0.0000	0.000	138.39	9,120.39	898.73	48.63	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0

（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

道半ばの地方分権「三位一体の改革」

3年間で2割の補助負担金削減

国庫補助負担金、地方交付税、税源移譲を含む税源配分のあり方を一体として地方分権を話し合う「三位一体の改革」論議は、6月18日に経済財政諮問会議で概要が決定した。

国から地方への補助金（一般会計、特別会計合せて03年度で20兆4千億円）のうち、06年度までの3年間で2割の4兆円を削減する。このうち、人件費など義務的経費は削減分のほぼ全額、その他の経費分は8割程度の税源を基幹税を基本として国から地方に移譲するという内容である。

地方の税収は4割、歳出は6割

現在の税収を国と地方で比べると、国は56%、地方は44%と国の方が多いにもかかわらず、実際の歳出は国が37%、地方が63%と逆転する。

このため国は税収の一部を自由に使える地方交付金として地方に回し、さらに補助負担金として地方に支出する（図1）。

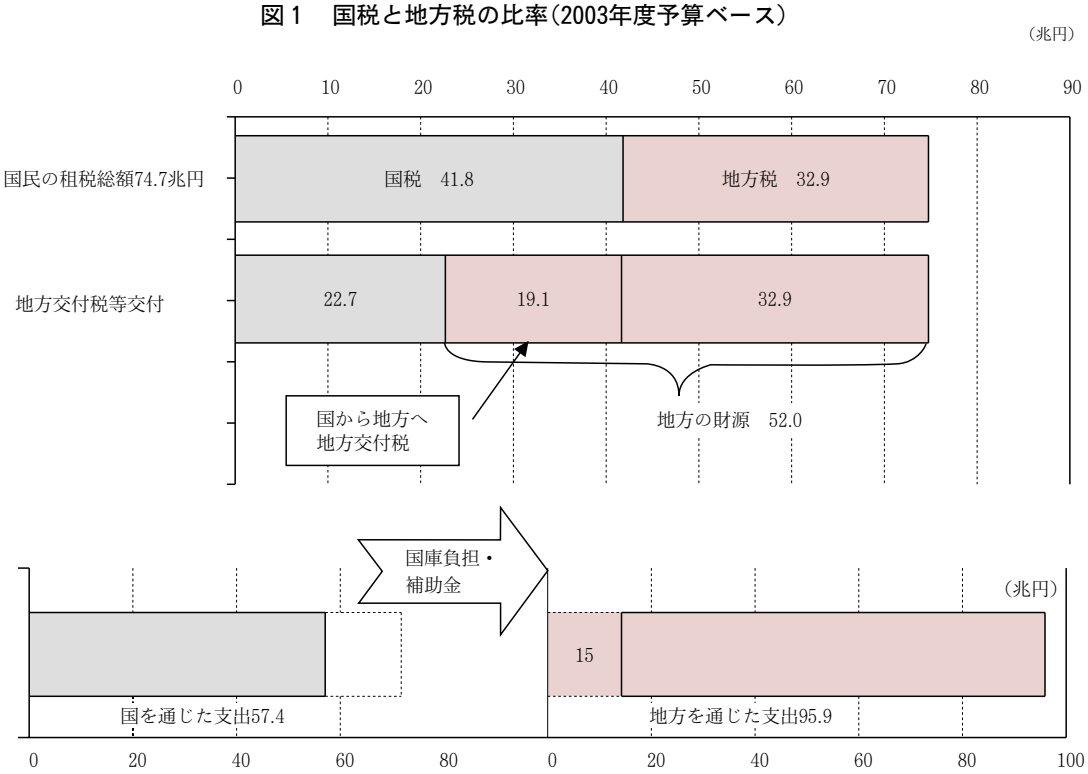
国から地方への補助負担金の場合は、国の定めた基準に沿って地方は事業を策定しなければならない「ひも付き」事業の場合が多く、地方は補助負担金では地方の実情に見合った政策が行なえないとして税源の移譲を求めてきた。国も財政難が深刻化する中で補助負担金とともに地方交付金の削減を求め、補助負担金、地方交付金、税源移譲の3点を同時に改革して地方分権をすすめる三位一体の改革が話し合われてきた。

03年度の補助負担金は微減

03年度の国の補助負担金は合計28.5兆円あり、このうち国から地方への補助負担金は72%の20.4兆円を占める（表1）

02年度に特殊法人改革や国の補助負担金削減

図１　国税と地方税の比率（2003年度予算ベース）



国と地方の実際の歳出（2001年度決算ベース）

表１　国の補助負担金の概要

	02年度予算額（単位兆円）	03年度予算額（単位兆円）	対前年比	改革の経緯	説明
地方公共団体向け	20.4	20.4	▲0.2%	三位一体の改革で2006年度までに４兆円削減	
国庫負担金	16.6	16.8	1.3%	国が一定水準確保の責任を持つ義務的経費は全額地方へ税源移譲、その他は８割の税源移譲	国が地方の事業に義務として支出するお金
国庫補助金	3.6	3.3	▲6.6%		国が地方公共団体に奨励的、援助的に支出するお金
国庫委託金	0.2	0.2	▲8.8%		国からの委託事業で国が地方の経費の全額を負担する
特殊法人等向け	5.6	4.5	▲19.9%	特殊法人改革で02年末に163法人中17法人を廃止、45法人を民営化等、38法人を36の独立行政法人化することに決定	
民間団体等向け	2.5	2.5	▲1.4%		公社公団など
独立行政法人向け	0.4	1.2	171.4%	特殊法人改革で36法人が独立行政法人化	
補助金等合計	28.9	28.5	▲1.6%	三位一体の改革で2006年までに03年度比▲14%に	

が一部先行実施されたにもかかわらず、03年度の国の補助負担金が前年比▲1.6%、▲0.4兆円減少にとどまっているのは、特殊法人の多くが独立行政法人となって依然補助負担金を受け取っていることに加え、補助負担金削減の一部先行実施の対象が、教員人件費のうち共済費などわずかにとどまったためである。

その共済費等削減についても自治体の支出増加分は、地方交付税などを通じて最終的には大半を国が負担しており、実態はほとんど変わっていない。

補助負担金削減の内容までは踏み込まず

今回の三位一体の改革が実現されれば、国の補助負担金は06年度までに03年度比▲14%減の4兆円減少となる。だが問題はその中身である。経済財政諮問会議は、今年5月7日に地方分権改革推進会議が提示した11補助金の見直し案（表2）を土台に具体的な補助負担金の整理統合を話し合ってきた。

しかしどの補助負担金を見直すかという各論に至ると、既得権益を手放したくない事業官庁や族議員らが強く反対。さらに税源移譲に反対する財務省と、地方交付税や補助負担金の先行削減に反対する総務省の対立が激化し、地方分権改革推進会議、経済財政諮問会議は分裂した。

小泉首相の手腕に期待が高まったが、結局は首相の裁定で各論はほとんど先送りとなり、4兆円という削減総額だけを決めるにとどまった。

ほど遠い「歳出に見合った財源」

今回一歩踏み込んで見直しの対象とされたのは、教員の退職手当、児童手当等にかかる国庫負担金の取扱いで、04年度予算で結論を得るとした。しかしほかの補助負担金については多くが今後検討を行なうと定められた。

このままではとても「50年に一度の改革」（片山総務相）とはいえまい。4兆円の補助負担金削減という総枠だけが決まり、各論に至っては教員の手当程度しか見直しが進んでいないのでは、国と地方の役割を一から見直すことにはならない。

また補助負担金を4兆円削減すると同時に「地方の財政運営に支障を生じることのないよう暫定的に財源措置を講ずる」とも定め、地方交付税については「地域間の財政力格差を調整することはなお必要」とその存在意義を再確認する内容となっている。02年度の特殊法人改革が独立行政法人化、補助負担金先行削減が地方交付税、とそれぞれ形を変えて国の援助が存続していることを考えると、今回の補助負担金削減も地方交付税に形を変えて、地方財政の国への依存が存続する可能性もある。

4兆円がそのまま国から地方へ税源移譲されたとしても税収の割合は国52%、地方48%となるにとどまり、実際の歳出割合である国37%、地方63%にはほど遠い。これを第一歩として、さらに地方への権限の移譲と財源の移譲を進めていく必要がある。

自主財源は支出効率化のインセンティブ

片山総務相は反発しているが、塩川財務相は義務的経費について8割程度まで縮減した上で全額を税源移譲すると説明している。その他の

表２　地方分権改革推進会議が提示した11補助金の見直し案と経済財政諮問会議の決定方針

関係省庁	地方分権改革推進会議が提示した内容	補助金額（億円）	経済財政諮問会議の決定方針
厚生労働省	保育所制度見直し（幼保一元化などの一般財源化等） 保健所長医師資格要件の廃止 保険制度、サービス水準の見直し	5447 304	06年度までに検討 03年度中に結論 施行後５年をめどに見直し 介護保険事務費交付金は検討
文部科学省	義務教育費国庫負担制度の見直し （全額一般財源化等） 教員給与の一律優遇の見直し 学級編成基準の設定権限等の県から市への委譲	27879	一般財源化は06年度まで検討 学校栄養・事務職員は検討 退職手当、児童手当は04年度予算で結論 教員給与は04年度、06年度に検討 03年度中に意見集約
国土交通省	国庫補助による市町村事業等の原則廃止・縮減 地方道路整備臨時交付金の運用改善 事業主体としての国と地方の役割分担の明確化	51253	市町村道への補助は原則廃止 国費と地方費の割合固定を廃止 引き続き見直し
農林水産省	農業委員会・改善普及事業の見直し	410	農業委員会は必置基準面積等引き下げ 一般財源化は06年度まで検討
警察庁	交通安全対策特別交付金の見直し	822	交付金は、国の報告徴収等を廃止 違反駐車に関する法制度は、03年度中に結論
合計		86116	

補助金額は2003年度予算

経費は8割程度を税源移譲することと合せて、地方財政が一層厳しくなることは間違いない。地方経済の依存度が高い公共事業を含めて、今後地方予算の削減圧力が高まるだろう。

一方、4兆円とはいえ国の基幹税源（所得税等）を地方に移譲することとなったことは、地方自治体に効率的な予算編成を促すという一定の効果が期待できる。

これまで地方自治体は、補助負担金や地方交付税という形で資金を手にすることができたために、それを効率的に使うよりも、余らさずに使うことに主眼を置いてきたことは否定できない。その点から考えると、今回は4兆円の補助負担金の削減とともに地方の自主財源となったことにより、いかに資金を効率的に使うか、というインセンティブを地方にもたらす効果が期待できる。

具体的な補助負担金の削減については年末にかけての予算編成で決まってくるであろうが、今後は、省庁や族議員の政治力によってどの補助負担金が見直しになるのかが決まるのではなく、不必要な補助負担金を廃止するとともに、税源移譲で実際に自治体が効率的な運営と自主性を発揮できるような形で補助負担金見直しが行なわれるかどうか、という点が重要になるだろう。

（名倉賢一）

わが国輸出の変化と企業対応

～新製品・新技術で世界市場に生き残る～

日本の財・サービスの輸出がGDPに占める割合（いずれも実質ベース）は、1984年度に9.1%を記録した後、プラザ合意後の円高化とそれに伴う海外への生産シフトにより90年代前半にかけて8%台に低下した。しかし、90年代後半からGDPの低成長が続く中、輸出依存度が再び高まり、02年度には11.5%に達した。

しかし、世界における輸出国としての地位はじりじりと下がっている。IMF（国際通貨基金）の統計によれば、世界貿易額（輸出額・ドルベース）に占める日本の輸出額の割合は1986年の10.3%をピークに02年は6.7%に低下。変わってアジア諸国、特に中国のシェア拡大が目覚しい（図1）。80年代に比べて円高になった分、輸出額はドル換算でより大きく表示されることを考慮すると、実質的にはさらにシェアが低下していることになろう。

日本の輸出品構成においては、一般機械、電気機器、輸送用機器及び精密機械の比重が高く、ここ20年ほど全体の7割を超えている（表1）。これらの輸出品が日本の輸出国としての地位を支えてきたが、今後も伸び続けるという保証はない。

シェア低下要因の一つは、生産拠点の海外移転である。例えば、VTRやTV受像機などの映像機器は消費国での現地生産の拡大や輸出拠点の海外移管により、輸出額が減少し続け95年度にはピーク時の4割の水準まで減少した。

近年ではドル箱輸出品の一つであった複写機（複合機も含む）の中国への生産拠点移管が進み、1999年に比べて2002年は、台数で▲58%、

図1　日本からの輸出が世界貿易に占めるシェア

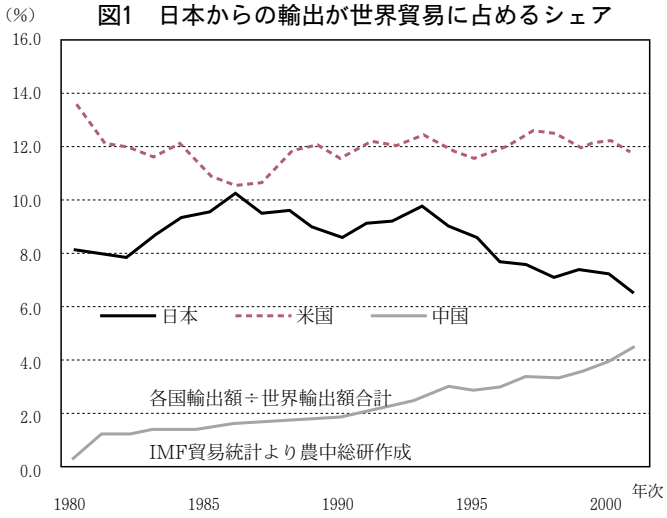


表1　輸出品の構成－輸出総額に占める割合の推移　（年度、%）

	一般機械（a）			電気機器（b）			輸送用機器（c）			精密機器（d）		合計
		原動機	事務用機器		映像機器	半導体等電子部品		自動車・自動車部品・二輪自動車	船舶		科学光学機器	(a)+(b)+(c)+(d)
1980-1984	15.3	2.1	3.0	18.1	n.a.	2.4	26.9	21.4	n.a.	n.a.	3.6	n.a.
1985-1989	19.8	2.5	6.1	22.7	4.9	3.9	26.7	23.8	n.a.	4.9	4.1	74.1
1990-1994	22.7	3.0	7.3	23.5	3.6	5.8	24.6	21.4	2.3	4.7	4.0	75.6
1995-1999	23.1	3.3	7.0	24.2	2.3	8.2	21.7	18.5	2.3	4.8	4.4	73.8
2000-2002	20.8	3.4	5.7	24.1	2.9	7.8	23.2	20.3	2.1	4.7	4.5	72.8

財務省「貿易統計」より農中総研作成

金額で▲39%減少した。特に技術的優位という側面が薄れたアナログ複写機については、台数で▲86%、金額で▲89%と大幅に減少した（(社)ビジネス機械・情報システム産業協会）。

また、アジア諸国が生産技術を向上させ、日本メーカーが競争力を失ったことも一因であろう。半導体の一種DRAMは、80年代は日本の主要な輸出品の一つであったが、韓国、台湾企業が台頭し、日本企業は一社を除き撤退に追い込まれ、残った一社にしても02年に世界市場に占める割合は5%未満である。

このような外的環境の変化に対応して、日本企業も技術力を生かし新製品を世界市場に投入している。ディジタルカメラや液晶・PDPテレビ、DVD関連機器などの新製品投入により、低迷していた映像機器の輸出額は02年度には総額1.6兆円、ピーク時の67%まで回復した。複写機に関してもカラー複写機については、台数ベースで増加傾向にあり、2002年は1999年に比べ3割増となった。世界市場で欧州・韓国メーカーに圧倒されていた携帯電話もカメラ付携帯電話でシェア拡大を狙っている。

また、乗用自動車は国際競争が激化する中でも堅調さを持続させ、02年度の輸出額は過去最高の7.9兆円を記録した。船舶も韓国メーカーが急速にシェアを伸ばし、新造船受注量などで日本を圧倒した時期もあったが、日本はLNG（液化天然ガス）船やLPG（液化石油ガス）船などの高付加価値船の生産に移行し、近年シェアを取り戻している。

海外移転や他国との競争は、これからも続くであろう。特に豊富かつ低廉な労働力と広大な消費地をかかえる中国へ生産拠点を移す動きは止む気配がない（表2）。

日本の主要な輸出品の中には、低価格に加え、技術力を高めたアジア諸国からの輸出品と競合しているものが多い。経済産業省の技術調査レポート「東アジアの技術力について」（02年10月）では、アジア諸国に進出している日系企業へアンケート調査を行った結果、2005年には韓国・台湾が光ディスクや映像機器むけの半導体で日本とほぼ同等の技術水準に達すると企業が考えていることを明らかにしている。さらに自動車のローカル部品・金型についても中国、韓国、台湾などが日本の技術水準に追いつきつつあると見ている。

現在、日本経済を支えている輸出であるが、中長期的にも堅調さを保てるかは、為替動向、世界経済の状況および主要企業の海外生産戦略などの影響も大きいが、ゲーム機やディジタルカメラ、PDPテレビに搭載されている基幹部品（キーデバイス）のような新技術・新製品を生み出せる能力を維持できるか否かが重要な鍵を握っている。

（田口さつき）

表2　中国に生産の集約を決定した企業・製品名

企業名	移管する事業・製品	時期
ＮＥＣ	個人向けパソコンの8割	2005年
ミノルタ	複写機やプリンターなど情報機器	2005年度末
	カメラ（高級機以外）	2002年度
オリンパス	ディジタルカメラ(高級機以外)	2002年
キャノン	個人向けスキャナー	2001年

日本経済新聞　2003.04.21 朝刊　一部抜粋

海外経済金融・米国

温度差がある米国の株価と実体経済

要　　旨

・金利低下を追い風に、株価の回復が順調である。
・しかし実体経済においては、全般的には必ずしも回復感が明らかになっているわけではない。企業は借入を伴った実物投資には及び腰である。
・その背景の一つとして、小売業を中心とした在庫の積み上がりがある。特に自動車ディーラーでその傾向が顕著である。企業の売上高増加率と在庫高増加率の格差は、景気の先行きと深い関係がある。
・フレディマックの会計問題の影響は現状では限定的だが、同社が住宅ローン市場と深く関わっているため、今後の展開には注目していく必要がある。

低金利を追い風に回復する株価

米国株価の回復が順調である。ダウ平均は6月16日に9,300ドルを超え、企業会計問題で株価が急落した2002年7月以前の水準にまで回復した（図1）。

図1　米国株価の推移（NYダウ、日次）

資料　データストリーム

2003年5月6日の連邦公開市場委員会（FOMC）の声明で、好ましくないインフレ率の低下の可能性が触れられて以来、FRBの追加金融緩和期待が高まり、長期金利が急速に低下した。10年国債利回りは3%近くまで低下し、社債利回りもAAA格では5%を下回った。そして、金利低下の恩恵を受けやすい金融機関の株価が中心となり、相場全体を押し上げた。イリノイ州が100億ドルの大型起債で調達した資金の一部を株式投資に振り向けるという事例もあり、「低金利→株価上昇」という構図が明瞭になっている。

必ずしも回復感が明らかではない実体経済

これに対して実体経済においては、イラク戦争終結後の先行き不透明感払拭により一部明るさもみられるが、全般的には必ずしも回復感が明らかになっているわけではない。

企業の景況感を示すISM指数は、5月に製造業・非製造業ともに対前月で上昇した（製造業は4月:45.4→5月:49.4、非製造業は4月:50.7→5月:54.5）。

一方、雇用と生産はほぼ横ばい推移となっている。5月の雇用統計によれば、失業率は対前月0.1ポイント上昇の6.1%となり、非農業雇用者数は季調済前月比▲1万7千人と減少した。5月の鉱工業生産指数は季調済前月比0.1%上昇となった。

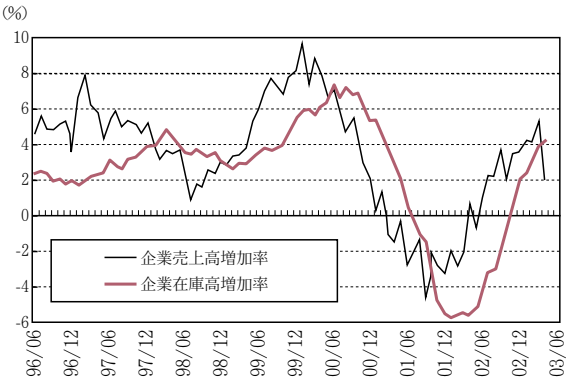
景気の弱さを示す指標としては、4月の製造業受注が季調済前月比▲2.9%と減少した。また6月11日発表の地区連銀景況報告(Beige Book)では、各地区の景況感の総合判断は、「経済活動は引き続き弱い。イラク戦争後に消費者・企業のマインドは回復しているが、劇的なものではない。」というものであった。

前述の金利低下にもかかわらず、企業は借入増加を伴う実物投資には及び腰である。5月の商業銀行の商工業向け貸出残高増加率は▲6.5%と、低迷を続けている。その背景には、過剰設備の重みが設備投資を抑制してきたことがあるが、最近ではこれに加えて、企業在庫水準の雲行きがあやしくなってきている。

小売業を中心に積み上がる在庫

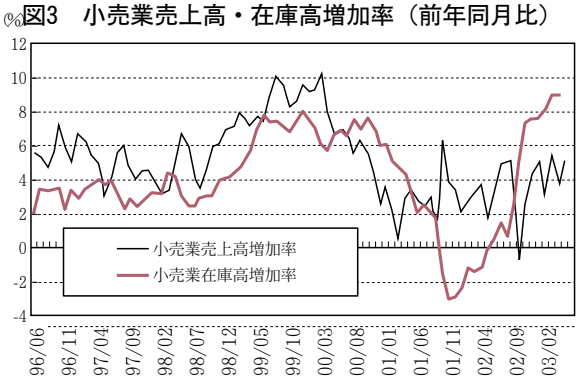
図2は、企業全体の売上高と在庫高の増加率（それぞれ前年同月比）を対照させたものであるが、2003年4月には在庫高増加率が売上高増加率を上回った。企業の売上・在庫統計は製造業・卸売業・小売業の三つの部分に分解できるが、なかでも小売業の在庫高増加度合いが著しく、直近の景気のピークであった99年の水準をも上回っている（図3）。99年の小売在庫高増加は売上増加に対応するための在庫積み増しであった。しかし今回の小売在庫高増加は、売上が伸び悩むなかでの意図せざる積み上がりであることが読み取れる。

図2　企業売上高・企業在庫高増加率（前年同月比）



資料：米国商務省

図3　小売業売上高・在庫高増加率（前年同月比）



資料：米国商務省

小売業在庫高の増加が著しい最大の要因は自動車在庫である。自動車ディーラーの在庫水準は、ここ数年間1.8ヶ月分前後の販売台数で安定していたが、最近では2.2ヶ月分を上回る水準まで積み上がっている。2001年の秋から2002年にかけては、各メーカーが販売金融子会社を通じて自動車ローンにゼロ金利を適用するなどの販売促進策が功を奏して、販売台数が大幅に増加する月が少なくなかった。しかし最近では、販売促進策が引き続き行われているにもかかわらず、販売台数が伸び悩んでいる。その理由としては次の三点が考えられる。①雇用・所得環境が引き続き厳しい。②2001年秋以降の販売促進策により、自動車購入需要が先取りされた。③自動車ローンを信用力がより劣る層にも無理に適用した結果貸倒リスクが高まり、ローン拡大にブレーキがかかった。

企業の売上高・在庫高増加率の関係は、景気の先行きを示唆するものである。図4は図2における企業売上高増加率・在庫高増加率の格差と景気の関連性を示したものである。

図4　企業売上高･在庫高前年比増加率と景気一致指数上昇率

資料：米国商務省、Conference Board

景気の実体を示す指標としては実質GDP増加率が最も適しているが、これは四半期統計なので、代わって月次統計である景気一致指数上昇率を採用した。両者の推移をみると、売上・在庫増加率格差は景気実体に対して明瞭な先行性があり、かつ売上・在庫増加率格差がプラスからマイナスへ、またマイナスからプラスに転じる時点が景気転換点の直前になっている（注1）。

今回2003年4月には売上･在庫増加率格差がマイナスに転じたことを､どう理解したらよいであろうか｡個人消費が伸び悩むなかで小売業段階での在庫が過剰となれば､小売業は仕入れを抑制する。こうした動きが卸売業・製造業へと上流にさかのぼれば､製造業の生産活動が調整に向かうこともありうる｡景気がイラク戦争終結後の回復過程にあることに疑いはなく､企業収益の回復が雇用の増加に結びつけば､先行きの見通しはもう少し明るくなる。しかし以上の在庫積み上がりという状況を踏まえれば、今

後の回復の道筋は容易なものではないと想像できる。

フレディマックの会計問題の影響は現状では限定的

米国連邦住宅貸付抵当公社（フレディマック）が6月9日に経営陣3名の更迭を発表したことが、米国金融市場に波紋を広げている。フレディマックは、金融機関から住宅ローンを買取り、これを証券化して投資家に販売するか、自ら保有するという業務を行っている民間金融機関であるが、同様の業務を行っているファニーメイとともに、政府支援機関といわれている。両社ともに政府出資はないが、財務省からの緊急的な資金借入が可能であるなど、政府から様々な恩典を受けているからである。こうした事情を背景に、両社が発行した債券に対して、政府が明示的な保証をしているわけではないが、政府による「暗黙の保証」が付与されていると理解されている。

今回問題となったのは、住宅ローン（またはその証券化商品）保有に伴って負う金利リスクを管理するためのデリバティブに関する会計処理である。2003年1月に同社は、過去3年間のデリバティブからあげた利益が過少評価されていたため決算内容を遡って修正すると発表した。ところがこの修正過程で、弁護士に提出する書類が改ざんされ、今回解任された経営者がこれに関与していたようである。これ以上の詳細については、今のところ明らかではない。利益が上方修正される限りにおいては実害が生じるわけではないが、同社が利益を意図的に操作していたのではないか、という疑いは払拭されていない。

問題がこれ以上拡大しなければ、今後の経済金融への影響は殆どないとみてよいだろう。重要なのは、何故この問題が金融市場に波紋をもたらしたかである。同社は5,000億ドル近くの住宅ローンまたはその証券化商品を自己勘定で保有しているため、大きな信用リスクと金利リスクを負っている。また、この運用に必要な資金を内外の投資家から調達している。保有住宅ローンの信用リスクは担保となっている住宅の価格動向と密接に関連しているし、金利リスクは今後の金利情勢によっては増大する可能性もある。無論同社は、高度に洗練されたリスク管理手法を駆使しているので、リスクを負うこと自体は問題ではない。

むしろ金融市場関係者が気にしているのは、次の二点である。①同社の存在、特に住宅ローン及びその証券化商品保有残高があまりにも大きくなりすぎて、万が一のリスク管理の不手際があった場合、金融市場への影響が極めて大きい。②住宅ローン売買市場での同社の位置付け・役割には非常に大きなものがあり、仮に同社業務に何らかの支障が発生した場合、同社への売却を前提に貸出を行う金融機関の住宅ローン業務、さらには現在米国経済において数少ない好調分野である住宅投資に悪影響が及ぶ可能性がある。

同社の会計問題の今後については注目する必要があるが、今後の金利、住宅投資、住宅価格の動向が、この問題の進展に影響されるかどうか、という視点が重要である。

（注）景気一致指数は、非農業雇用者数、個人所得（移転所得を除く）、鉱工業生産指数、企業売上高の各指標を合成して算出したものである。

参考までに景気先行指数は、週平均労働時間、失業保険新規受給申請者数、消費財原材料受注、入荷遅延比率、非国防資本財受注、住宅着工許可件数、S&P500社株価指数、マネーサプライ（M2）、イールドスプレッド（10年国債利回り－FFレート）、一次産品価格の各指標を合成して算出したものである。ここであげた企業売上・在庫増加率格差は、この景気先行指数とほぼ同様の動きを示している。

（永井 敏彦）

気になる指標

「国内企業物価指数」

20年ぶりの大改訂、「企業物価指数」へ

物価の変動を総合的に示すため、様々な物価指数が算出されている。それらの中で最も代表的なのは、総務省の「消費者物価指数」（CPI：Consumer Price Index）と、日銀の「企業物価指数」（CGPI:Corporate Goods Price Index）である。

消費者物価指数は一般の消費者が購入するモノおよびサービスの物価を示すのに対し、企業物価指数は企業間で取引されるモノの物価を示す。企業物価指数は、①国内企業間で取引される物価（国内企業物価指数）、②輸入品の物価（輸入物価指数）、③輸出品の物価（輸出物価指数）、の3つの指数で構成される。このほか企業向けサービスの物価については、日銀が「企業向けサービス価格指数」（CSPI:Corporate Service Price Index）を公表している。

おもな物価指数

	モノ	サービス
企業間取引	企画物価指数 ・国内企業物価指数 ・輸入物価指数 ・輸出物価指数	企業向けサービス価格指数
対消費者取引	消費者物価指数	

筆者作成

企業物価指数は、1898年に日銀が「東京物価指数」を公表したことに始まる。1952年基準から名称が「卸売物価指数」となり、つい最近まで長年にわたり使用されてきた。日銀では5年ごとに基準時点を更新し、品目やウエイト（国内出荷額に基づき算出した比重）を改訂してきたが、2003年1月公表分の改訂は20年ぶりの大幅なものであり、これを機に名称も前述のとおり卸売物価指数から企業物価指数に変更された。今回は「国内企業物価指数」を紹介する。

指数の作られ方とその利用方法

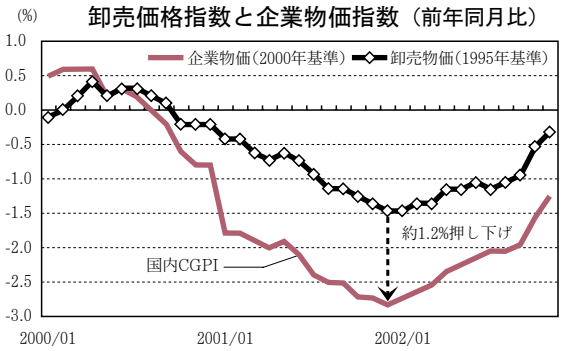
国内企業物価指数は、企業間で取引される商品の価格を生産者段階ないしは卸売段階で調査し作成する。指数は、各品目の調査価格を基準時点に固定したウエイトで加重平均して計算する。つまり基準時点の価格を100とした場合、その他の時点がどの程度上昇・下落したのかを把握することができる。調査価格全体の総平均のほか、商品群別（化学製品など）や需要段階別（中間財など）、用途別（消費財など）にも物価動向をみることができる。

また、原材料→中間製品→最終製品→小売という順で価格が波及するため、企業物価指数は消費者物価指数に対しての先行指標として活用することもできる。ただし需要が弱い時期にはとくに、原材料の値上り分は最終製品に転嫁されにくい。なお企業物価指数は、川下製品への価格波及の過程において、価格上昇を繰り返しカウントする統計上のクセがある。このため消費者物価指数と比較する場合には、需要段階別・用途別指数を利用したほうがよい。

2000年基準への移行による影響

2000年基準では、製造業における生産構成や生産品目の変化に対応するため、調査品目とウエイトを改訂した。品目は携帯情報端末や発泡酒などを追加する一方、ポケベルやワープロなどを除外。ウエイトは輸送用機器や石油・石炭製品を引き上げ、繊維製品や鉄鋼を引き下げた。

また指数の精度向上のために、調査方法も見直された。910の調査品目に対し調査価格数を5,508（1品目あたり調査価格数=6.1）と、6割以上増やしたほか、一部の商品については、通常の価格ではなく、値引きなどを反映した一定期間内の「平均価格」を調査することとなった。さらにパソコンやデジカメなど、技術進歩による品質の向上が著しいIT関連商品については、品質を一定とし価格変動部分のみを指数に反映させるよう、計量分析方法の精度を向上させた。こうした変更に伴って、デフレによる指数の下落率はより拡大した。2000年基準との比較が可能な01年1月から02年11月までの新旧指数の前



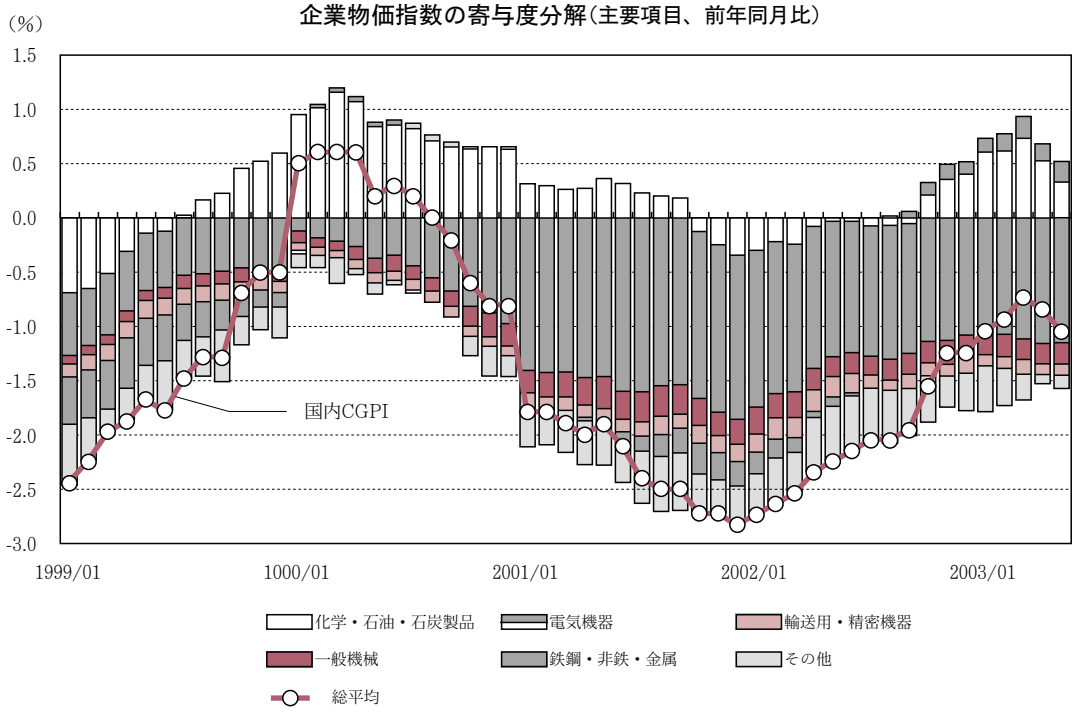
日銀「企業物価指数」より農中総研作成

年同月比の平均を算出してみると、旧指数が△1.0%、新指数が△2.2%であり、新指数はその差約1.2%押し下げられたことになる。これは品目の加除や品質調整など基準改訂の効果に加え、基準時点を5年間固定するために価格下落の大きい品目のウエイトが基準時点の変更でより大きく表れたものである。この影響を改善するため2000年基準からは、基準時点を毎年変更する指数も参考に公表されることとなった。足元の物価動向をみる場合には参考指数の方が正しく判断できよう。

デフレ懸念再び

5月の国内企業物価指数は94.9と、前年同月比△1.0%下落した。前年比での下落は33カ月連続している。02年以降、下落幅は縮小傾向を示していたが、03年4月以降は鈍化している。ガソリンなどの石油・石炭製品の価格は、イラク情勢懸念から今年に入り2ケタ上昇だったが、戦争終結後は原油価格の下落を受け上昇幅が縮小した。またSARSの影響により合繊原料パラキシレンなどの化学製品の価格も下がった。再びデフレ基調が強まることが懸念されるが、原油価格や世界的な景気動向など、当分は不透明な状況が続くことになろう。

（木村俊文）



資料　日本銀行「企業物価指数」より農中総研作成

今月の焦点

金融システムの機能回復に向けた政策の取組み

要　旨

不良債権処理や株価低迷により主要銀行の自己資本の脆弱さへの不安が強まり、金融当局の政策の重心は、金融システム安定化に移っている。日本銀行は、流動性供給の追加・株式買入れ限度引上げのほか資産担保証券買入れを決定。政府はりそな銀行への公的資金注入に続いて、予防的公的資金注入の制度導入を検討し、金融機能回復に注力。主要行では収益力強化が課題、地域金融機関もリレーションバンキングの考え方を生かした経営基盤強化が求められている。

金融政策は金融システム安定化に軸足

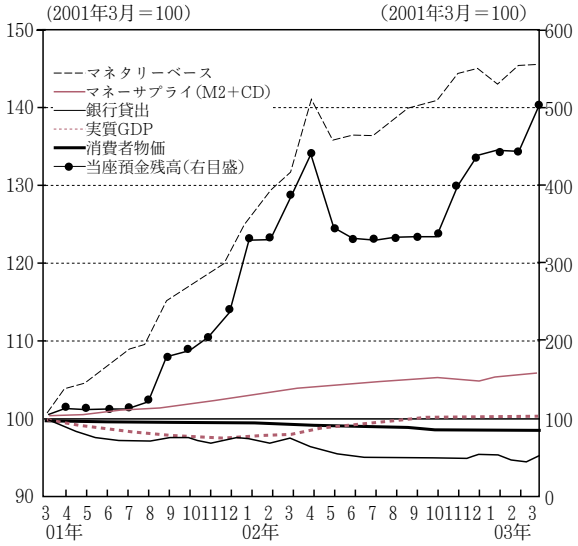
日本銀行では福井新総裁の就任後、矢継ぎ早に二つの政策を打出した。1つはこれまでの量的緩和の枠組みのなかでの2度に亘る当座預金残高の引上げ（4月17～22兆円⇒22～27兆円、5月⇒27～30兆円）、もう1つは金融機関の保有株式買入れ上限の引上げ（2⇒3兆円）措置である。

後者は政策委員会の政策決定会合ではなく通常会合での決定であり、期末を控えて銀行等の保有株式売却に伴う株式市場の価格変動リスクを軽減することで金融システムの安定を狙ったものだが、前者の追加的緩和策も量的緩和政策に対する日銀自身の評価からみて、金融政策の本来の目標である経済活動の押し上げ効果というより金融市場の安定への期待が大きい。

01年3月から開始された量的緩和政策につき日銀では「潤沢な資金供給により、さまざまな流動性不安につながるルートを遮断し、金融市場の安定を確保することを通じて、デフレ・スパイラルの防止に寄与してきた」（経済・金融の将来展望とリスク評価）としつつも、「経済活動や物価を押し上げる力は強くなかった」と判断している。こうした判断は、同報告に添付された「量的金融指標と経済活動」と題した図表（表1参照）でも、日銀当座預金残高などマネタリーベースの増加にも拘らずマネーサプライは小幅な増加に止まり、実質GDPの伸びもほぼ横ばいとなっているという実績で裏付けられている。またこの原因として、自己資本の低下とそれに伴う金融機関のリスクテイクに慎重な態度があるとしており、経済活動の自律的回復にとっては、金融機能の修復が先決であるとしている。上記追加的緩和策も、4月はイラクへの武力行使、5月は後述りそな銀行への公的資本注入などに伴う金融市場の不安定化懸念に対処した措置であり、実体経済への積極的な働きかけに大きな期待をしているわけではない。

表１　量的金融指標と経済活動

－量的緩和採用以降の各種経済指標－



（出所）日本銀行「経済・物価の将来展望とリスク評価」

非伝統的な政策手段導入には慎重

このように日銀の量的緩和政策は、経済・物価への刺激効果があまり大きくないことから次なる緩和策を求める声も強まっている。

その代表的なものは、内外の学者を中心とする①インフレーション・ターゲッティング（物価目標――コラム「バーナンキ提案」参照）の設定、②ターゲット達成のための非伝統的な手法（上場株式投信・不動産投信の購入など）の採用である。

これについて福井総裁は「物価目標の設定は中央銀行の政策の透明性を向上する上で大きな道具建ての1つである」とし、政策委員会で物価目標参照値公表の可否が検討されている。また買入れ対象資産の拡大については、①政策の波及効果が企業や家計部門に円滑に伝わるかどうか、②当該資産買入れが市場機能を歪めないかどうかが判断の視点として重要としているが、「中央銀行のリスク資産買入れには節度を持って臨むことが必要」と基本的には慎重な姿勢。

こうした検討のなかで、日銀は金融システムの目詰りを防ぎ市場育成に役立つとして4月に資産担保証券の買取り案を公表し、市場関係者の意見を聴取した後の6月の政策委員会でその大枠を決定した。買入れの対象資産は、①資産担保債券（公募債のみ）、②シンセティック型債券（信用合成型債券・公募債のみ）、③資産担保CP。

裏付資産としては、当初案での売掛債権と貸付債権に限定せず、リース債権等も含め中堅・中小企業金融の円滑化に資するものを幅広く対象とし、信用面の要件（債券はBB格以上）を満たしたものについて7月までに買取りを開始、05年度末までの時限措置として購入残高1兆円を目指すとしている。

この日銀の買入れ措置の効果については、裏付けの対象となる中小企業関連資産の規模などの制約もあり限られるとの見方が多いが、銀行資産のオフバランス化や新しい資産担保債市場の育成を期待する意見も聞かれる。

りそな銀行救済措置を巡る論議

これら日銀の金融システム安定化への配慮の背景には、政府によるりそな銀行への救済措置で示された金融システムへの不安が底流にある。

りそなホールディングスとりそな銀行は、資産査定厳格化による貸倒引当金の積み増し、保有株式の含み損処理、繰延べ税金資産の取崩しなどにより、3月末時点で連結自己資本比率がそれぞれ3%台、2%前半と国内基準行の最低基準である4%を下回ることが明らかになり、銀行法に基づく業務改善命令（早期是正措置）を受けた。自力の増資が困難であるとの判断から、5月17日、政府に対して預金保険法（102条1項1号）に基づく公的資金による同行資本の増強を申請、直ちに内閣総理大臣を長とする金融危機対応会議で資本注入の必要性が認定され、日本銀行も特別融資の実施を決定した。

これを受けて、りそなグループの新役員選任や経営健全化計画策定、株主総会等必要な手続きを経て6月10日、政府は1.98兆円の公的資金の注入を閣議決定。これにより政府は、りそなホールディングス株式の約7割を保有し、りそな銀行の自己資本比率は12%に達することとなる。この公的資金注入は、98年・99年の資本注入（各々金融安定化法、早期健全化法に基づく）や長銀、日債銀の特別公的管理と異なる法的根拠に基づくものであるが、りそなグループの策定した経営健全化計画では、①ガバナンス体制再構築のため、外部からの経営陣登用や委員会制度の設置、旧役員の責任明確化、②経営健全化のための正常債権と不良債権の勘定分離、従業員数15%・給与の3割引下げによる人件費43

（コラム）バーナンキFRB理事のインフレ水準目標提案

インフレ目標導入論を主張するのは内外の学者のなかに多いが、米国政策当局のバーナンキFRB理事が来日中、個人的見解としてインフレ水準目標政策を提案して注目を集めた。同氏の考え方の骨子は、日銀と政府が協調したうえで、①日銀が「一定の物価水準目標を設定、物価が下落した場合はこの分も上乗せして引上げること」を目指し、②政府は減税など財政面から需要刺激策を採る、③この財源として発行する国債は日銀が引受け、④日銀の保有国債の金利リスクを回避する方法を考える（経団連の「日銀保有国債を変動利付債に転換する」という提案に関心）とするもの。この提言は、減税など政府の施策を前提としていること、中央銀行の収益減少による納付金削減に繋がること、等から「金融政策」ではなく「財政政策」の領域に属する政策であるとする見解が多い。

%削減、子会社・関連会社の抜本的整理、③04年度の配当見送り等、98・99年の注入時に比べ厳しい内容が盛込まれている。

この措置については、「金融システムの混乱を回避するうえで現実的対応」との受け止め方が大勢であるが、①2兆円という注入規模、さらには②情報開示による注入プロセスの透明性、③株主を含む経営者・監督当局の責任のあり方、④経営健全化計画で示された収益確保見通しの中味には、専門家の間にも議論が多い。特に注入の切っ掛けとなった「繰延べ税金資産の自己資本参入」を巡る判断には不透明性を欠くとの見方も多く、これについては、7月に予定されている金融審議会の「同資産資本参入基準」公表が注目されている。

りそな問題の金融システムへの波紋

りそなグループへの公的資本注入は、二つの面で金融界に波紋を投げかけた。その1つは主要行に対するもので、りそな銀行の過少資本が顕現化した直接の要因が「繰延べ税金資産」（金融市場3月号参照）の資本参入厳格化にあり、りそな以外の大手行も年度末の大型増資（合計2兆円）により差当たり必要な資本の水準は確保したものの、①繰延べ税金資産が中核的資本（Tier1）の過半を占め（表2）、②過去の利益の蓄積である剰余金の割合が低下し、③公的資本のウェイトが高まるという自己資本の脆弱化を余儀なくされているという点は共通した問題。因みに、主要グループの自己資本に占める繰延べ税金資産の割合は三菱東京、住友信託を除く各グループとも50%を超えている。税効果会計上、5年間の収益見通し（実質業務純益合計）の実効税率40%分が自己資本への参入を容認されているが、収益見通しが引下げられれば繰延べ税金資産も取り崩される筋合いであり、りそなの事例を目のあたりにして、自己資本低下を覚悟で繰延べ税金資産の取崩しを図った先もみられる。

もう1つは、地域金融機関への影響。同行が関西地区で近畿大阪銀や奈良銀などを傘下に入れて地域金融機関の連合体というビジネスモデルを指向していたことから、地域金融機関の金融システムが成り立ち得るかどうかへの不安が強まったことである。りそなへの公的資金注入直後の5月下旬、自己資本の脆弱さが伝えられていた北海道銀行と北陸銀行が持株会社設立による経営統合を決定したのはこの現れであり、先行きリレーションバンキング型のモデル（後述）での生き残りが困難な地域金融機関については再編が進む可能性も少なくない。

この間、上記りそなグループへの資本注入につき政府が「危機の未然防止のための資金注入」と位置付けたため、「金融再生プログラム」で想定された「危機に陥る前でも公的資金を注入することができる新制度創設」について金融界内部からも疑問が示された。しかし、上記のように主要行で繰延べ税金資産への高依存など資本劣化の問題があり、地域金融機関に経営上の不安のある先も存在することを勘案すると、「早い段階で一種のインフォームド・コンセント（治療の事前説明）を受けられる道具立てが

表２　主要銀行（単体）グループ2002年度決算等

	02年度				03年度	02年度末
	実質業務純益	株式関係損益	不良債権処理合計額	当期利益	当期利益（予想）	繰延べ税金資産割合
みずほ・G3社計	8,940	▲ 9,383	▲20,953	▲23,671	2,320	63.2%
三菱東京G2社計	6,900	▲ 5,926	▲ 4,860	▲ 1,874	1,500	44.7
UFJ・G2社計	7,789	▲ 6,177	▲ 8,307	▲ 6,245	1,900	71.0
三井住友銀行	11,136	▲ 6,357	▲10,745	▲ 4,783	1,000	79.6
りそな２社計	2,614	▲ 3,052	▲ 4,135	▲ 7,368	n.a	159.7
三井トラストG計	1,894	▲ 832	▲ 1,216	▲ 1,037	750	99.0
住友信託銀行	1,589	▲ 1,278	▲ 859	▲ 566	420	41.8
主要銀行単体合計	40,862	▲33,005	▲51,075	▲45,544	7,890	65.3

資料：金融庁、各行公表決算短信などから作成

あった方がよい」（福井日銀総裁）として「未然の資金注入の仕組み」を支持する関係者が多く、金融庁は秋の臨時国会での新法制定に前向きの姿勢を示している。ただ、注入する資金の損失負担や経営者責任を巡って金融庁と金融機関に足並みの乱れもあり、成案に至るまでには曲折が予想される。

赤字から脱却できない主要行の収益

りそな銀行救済の切っ掛けとなった主要銀行の2003年3月期決算をみると（単体合計――表2参照）、最終損益では全行合計で▲4.6兆円と大幅赤字の前年（▲4.2兆円）を更に上回る赤字を余儀なくされている。これは本業の儲けを示す実質業務純益が、4.1兆円とほぼ前年（4.2兆円）並の水準を維持したものの、不良債権の処理合計額が5.1兆円（前年6.6兆円）と業務純益を上回ったうえ、持合い株式や減損会計処理などによる株式関係の損失も3.3兆円（同1.7兆円）と大きく嵩んだことによるもの。

貸出等を中心とする総資産の減少（前年比▲4.8%）にも拘らず業務純益が横ばいを維持できたのは、リストラによる経費の抑制と世界的な金利低下による国債・外債市況好調など市場関連に支えられ面が大きい。前年度から取組みを積極化した「リスクに見合う金利設定」を企図した貸付金利引上げによる預貸金利鞘改善や新規サービス拡充などによる手数料収入増加の収益寄与も一部に止まっている。

03年度の収益見通しについては、実質業務純益ベースでは市場関連収益の反動減から小幅減益ながら当期利益のベースでは全行が黒字を予想している（表2）。これは不良債権処理が1.8兆円と前年比4割以下に減少し業務純益の範囲に止まることによるもので、保有株式処理も最悪期を脱したとしているが、収益基調はむしろ不安定化しており、繰延べ税金資産の自己資本算入適正化の必要性も考慮すると、リスクの吸収余力は乏しくなくなっている。利鞘拡大や手数料収入の確保など懸案の収益力強化に加えて、不良債権処理に当たって産業再生機構活用による企業再生を図り、収益基盤を強化することも期待される。

リレーションバンキングへの取組み

他方、地方銀行以下の中小・地域金融機関は、全体として主要行に比べ自己資本は手厚く、繰延べ税金資産への依存も少ない。しかし、収益力の面でも不良債権処理面でも銀行間格差が大きく、2極化が進んでいる状況。こうしたなかで金融庁は、主要行に対して不良債権処理を通ずる再生を要請している（「金融市場」3月号参照）のに対し、中小・地域金融機関に対しては主要行のような不良債権処理は前面に出さず、地域再生・企業再生を支援することを通じて健全性・収益性を向上させていくという「リレーションバンキング」の方向を示した。3月末に金融審議会がビジョンを盛込んだ報告書を策定し、これを受けて金融庁は「リレーションシップバンキングの機能強化に関するアクションプログラム」を公表している。

このアクションプログラムでは04年度までの2年間を「集中改善期間」と位置付けて、①中小企業金融再生に向けた取組みと②健全性確保、収益性向上に向けた取組みの二つを柱とする「リレーションシップバンキングの機能強化計画」を8月末までに提出、当局はこれを半期ごとにフォローアップすることとしている。この①では、「創業・新規事業支援機能の強化、取引先企業に対する経営相談・支援機能の強化、早期事業再生に向けた積極的取組み（企業再生ファンド、DIPファイナンスの活用）、新しい中小企業金融への取組み（担保・保証に依存しない取組みや証券化）」、また②では「資産査定・信用リスク管理の厳格化、収益力の向上やガバナンスの強化など」を掲げている。内容的には適切な方向であるが、米国でリレーションバンキングを行なうコミュニティバンクが高い利鞘を確保して健全な経営を維持している先が多いのに対して、わが国の場合、金融機関の過剰貸出が解消せず低利鞘の状況にあり、景況不振下で新規の資金需要も乏しいなかでいかにこれを実現していくかが課題である。自行の特性を踏まえ、手数料収入を含めた幅広い金融サービスを組み合わせて安定的で持続的な収益力強化を図ることが求められる。

（荒巻　浩明）

労働金庫の経営戦略　1

―理念、組織構造と業務概要―

要　旨

労働金庫は労働組合員を主たる利用者とする金融機関であり、①福祉金融機関、②団体主義、③協同組織の3つを基本的特徴としている。調達は組合員の小口の貯蓄性預金が中心で、運用は住宅ローンが貸出の約7割を占めている。労金の営業活動は主に職場、地域の「推進機構」を通じて行われており、その組織化、活性度が業績に直接的に反映する仕組みになっている。労金は個人リテールに特化しており財務体質は健全なものの、リテール市場での競争激化が進む中で、基盤である労働組合職域ルートの営業力強化、組合員の利用度引上げ等の課題を抱えている。

労働金庫（労金）は、勤労者のための「福祉金融機関」を理念とする協同組織金融機関である。主たる利用者は労働組合の組合員で、現在1千万人を超える顧客基盤と約13兆円の預金量を有している。

労金は戦後創設時から、金融を通じた労働者の相互扶助を目的に個人向け生活資金の融資を主業務としてきた。その中心は住宅ローンで、現在では貸出の7割以上を占め実質的に住宅金融専門機関に近い側面がある。近年、大手行をはじめ各業態がこぞって住宅ローン分野を強化する中にあっても、労金は着実にそのシェアを上昇させている。

しかし一方、経営環境をみると、雇用構造が大きく変化する中で、労金の営業基盤である労働組合を巡る厳しさは年々増大しており、中長期的な成長性には懸念がある。またリテール市場での他業態との競争は一層激しくなっていくと予想される。

こうした労金が置かれている状況は、農協の将来を考える点でも示唆が大きいのではないかと思われる。そこで当総研では今後5ヶ所程度労金を訪問し、その経営戦略についてヒアリングを実施していく予定にしている。

個別労金のレポートは順次発表していくが、事前作業として今回はまず労金の理念、組織、業務について簡単にまとめてみてみた。

どのように労働金庫は誕生したか

戦前、農協や信金・信組の前身にあたる産業組合法に基づく信用組合が拡大するなかで、1920年代に入ると労働者の生活福祉のための信用組合を創設しようとする先駆的試みが少数ではあるが存在した。例えば、社会運動家の賀川豊彦が設立し、今も存続する「中ノ郷信用組合」などがある。

しかし、労金の設立という点では、戦前のこうした流れと直接的な連続性はなく、労金は戦後の労働組合運動と生協運動を2つの源流として生れた。労働組合は労働者の自主福祉の観点から、生協は自らの資金難に対処するため労金設立運動を展開した。

日本で最初の労金（設立時点では「勤労者信用組合」）は、1950年（昭和25年）に岡山県と兵庫県に設立されたが、岡山は生協、労働組合、中小企業者（個人）が設立主体となったのに対し、兵庫は労働組合だけが母体となった。

生協がイニシアティブを取った岡山県の労金は、創業直後から中小企業者向けの債権が不良化し経営危機に逢着した。一方、兵庫は生協と提携しながらも、労働組合という団体を信用に基礎とする団体主義（後述）を当初から組織原理とし堅実に発展し、その後相次ぐ労金の原型となった。経営危機となった岡山県の労金も、労働組合の支援により再建され兵庫県の組織原則を採用した。

生協は労金設立運動の1つの柱であったが、

その後の労金運営は圧倒的に労働組合主導で進んだ。労働組合は戦後大きく勢力を伸ばし、組合費も急速に蓄積されていったのに対し、生協は反対に資金難にあったという当時の状況からも金融機関の設立主体となることは困難であった。

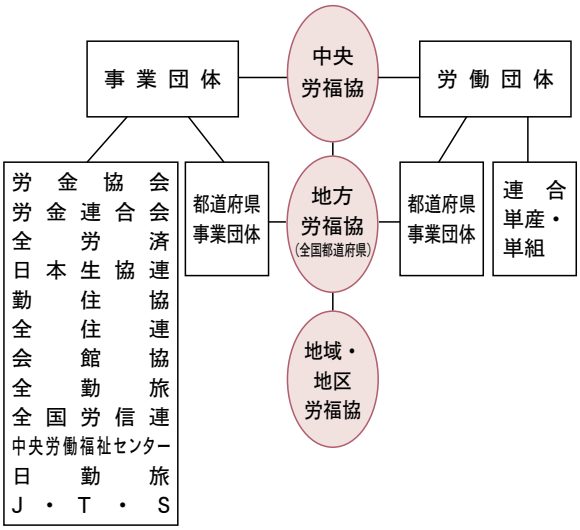
労働者福祉協議会をベースに労金設立

労金設立における労働組合、生協の考え方の違いがあったものの、労働者生活福祉という点では両者は基本的に一致していた。また当時の労働組合も相互に路線対立があったが、福祉運動の一環として金融機関を設立しようとする主旨では団結した。

こうした状況を背景に、生活保障、住宅を含めた労働者の生活福祉をトータルに求める組織として中央に「労働組合福祉対策中央協議会」（中央福対協）が1950年に設立された。また各都道府県にはその地方組織が設立され、これらが岡山、兵庫に続く労金設立に大きな役割を果した。

さらに地方では行政の積極的な後押しもあり、占領下の沖縄を除けば、1955年までに「一県一金庫」の形で設立は完了した（沖縄は1967年に設立、大阪には2つ、島根・鳥取で1つ）。労金組織が県単位で設立されたのは、各県を単位とする福対協の存在や行政の支援の影響が大きかった。

図1　労福協の仕組み



福対協はその後「労働者福祉協議会」（労福協）に改名され現在に到っている。中央・地方労福協は、結成以来、労金設立の外に、労働金庫法の制定、共済活動の組織化、住宅事業、信用保証等多くの福祉事業体の組織化を推進した。福祉事業団体は兼営が認められておらず、それぞれ中央・地方組織を持ち、労働団体と共に各レベルで労福協を構成している（図1）。

労働金庫の性格と組織構造

初期の労金は独自の準拠法がなかったため、「中小企業等協同組合法」による信用組合としてスタートしていた。しかし、同法は中小企業者を対象としており、労働者のための金融機関として、また兵庫等で確立した労金の組織原則に対して不適で、当初より「労働金庫法」の制定を求める声が強かった。

同法は1953年に成立したが、その第一条で労金の目的を、「労働組合、消費生活協同組合その他労働者の団体が協同して組織する労働金庫の制度を確立し、これらの団体が行う福利共済活動のために金融の円滑を図り、（後略）」と規定している（下線は筆者）。

ここで示されている①福祉金融機関、②団体主義、③協同組織、の3点が労金の基本性格となっている。なかでも、個人ではなく団体が組織構成の中心となる団体主義が、他の協同組織と比較して最大の相違点である。団体が労金に出資することで会員となり、団体に所属する勤労者が「間接構成員」として一括して労金の利用資格を得る仕組みになっている。団体主義は、労働者の組織的な連帯を通じ信用事業を支えていく制度である。

労金の会員構成は、民間と官庁の労働組合が圧倒的比重を占めている（表1）。「その他の団

表1　労働金庫の会員内訳（2002年3月末）

	会員数	間接構成員数(人)
民間労組	38,338	7,032,968
民間以外の公務員労組	13,640	2,260,796
生協	870	18,935
その他の団体	16,368	1,262,196
計	69,216	10,574,895
個人会員	218,566	

資料　労働金庫協会

体」に分類されるのは「互助会」・「共済会」などの名称で労働者が過半数を占める団体で、未組織労働者が労金に加盟する受け皿組織が中心である。住宅ローンの利用のために、こうした団体に加盟する例も多い。ただし代表権のある役員、自営業者等は、労金の利用資格はない。

前述したように労金会員は団体が原則ではあるが、労金によっては定款で個人会員を認めている。しかし、人数は少なく農協の准組合員的な存在で総会での議決権はない。

労金の運営方針は年一回開かれる総会（総代会）で決定されるが、会員は構成員数、出資の規模に関らず1会員1票である。また、労金の役員は会員代議員の中から選出されるが、その多数は当然労働組合幹部またはOBであり、出身労働団体、地域的な配慮が働いている。

監督面では、労金は厚生労働省、金融庁の共管となっており、これに都道府県の監督が入り3つの監督官庁を持っている。

2つの中央機関

各労金は独立しているが、中央機関として全国労働金庫協会（協会）と労働金庫連合会（連合会）がある。両者の理事はほとんどが兼任で、人事も一元的に管理されており一体化している。

協会は1951年に設された社団法人で、全国労金の指導・連絡、調査、渉外活動を担当している。全国の労金が統一して扱う商品は、協会を通じて標準化されるが、金利等は各労金が自主的に設定する。

連合会は労働金庫法の特別法人として55年設立され、親金庫として資金の需給調整・資金運用、システムなどの機能を担っている。連合会は各労金から市場金利より高めの定期預金で調達し、効率的な運用と利益還元を行っている。2002年3月末の預金残高は3.6兆円、総資金量4.1兆円である（以下断りのない限り計数は2002年3月年時点のものとする）

独特な会員・推進機構～営業活動の生命線

労金の営業推進は「推進機構」と呼ばれる独特な仕組みを通じて行われ、労金にとり最重要な営業システムとなっている。推進機構とは労金の営業・組織活動をきめ細かく推進していく体制の総称であり、「職場推進機構」と「地域推進機構」の2つがある。前者は会員職場をベースにしたものであり、これを「タテ」の軸とすれば、後者は地区、営業店を中心にした「ヨコ」の活動に対応している。

職場推進機構は、具体的には職場の労働組合執行部・書記局、または職場推進委員などが労金の窓口として、組合員から預金を集め、貸出を一次的に審査し、その後の管理・回収を行う（かつては保証も行っていた）。さらに労金の事業、運動を組合員に対して普及推進する役割も担っており、そのための学習会・相談会の開催、機関紙の作成等も行っている。

こうした活動は組合員との信頼、連帯を強化することを目的に、労働組合の自発的な「世話役運動」として行われており、労金から少額の事務手数料を受取る以外は、無償の活動である。

地域推進機構は「職域」以外に労金の事業や運動を普及させる視点から設けられており、地域や家庭、また退職者などを対象に推進活動が行われている。地域の会員や地区労福協と連携しながら、それぞれの地域に即した推進方針や労金営業店の運営目標を立て実践している。

このように推進機構は労金の運動、事業の成果を直接左右する存在となっている。しかも推進機構は法令上の制度ではなく、その在り方、活性度は各職場、地域などで異なっており、いかに推進機構を組織化、活性化し、労金の利用度を高めて行くかが、労金の経営戦略の根幹となっていると言えよう。

また、労金の営業活動が主に推進機構を通じて行われるため、労金にとって店舗の意義も他の金融機関と大きく異なる。団体主義の原則から、組合員が直接労金に来店し利用することは少なく、通常は職場窓口を経由したものとなる。労金の店舗は、職場、地域の推進機構の拠点に近いものであり、その点からも地域的なバランスが配慮されている（店舗数は全国で688）。

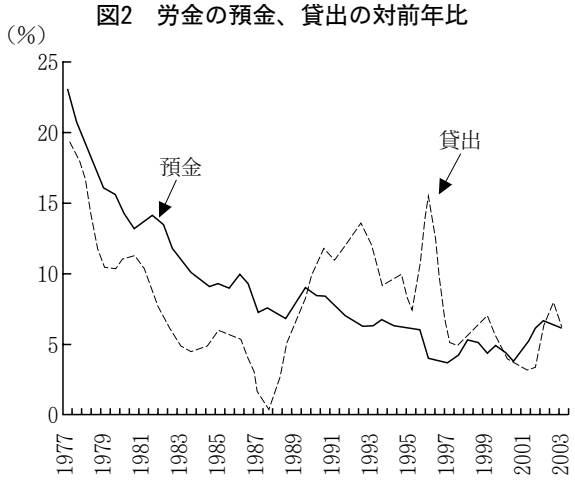
労金の調達～財形預金が主力商品

労金の預金総額は12.5兆円で、そのほとんどが会員・労働者のものである。傾向的には、労働組合を中心とする団体預金の割合が低下し個人預金のシェアが上昇しており、現在では両者

の比は1：4程度となっている。

労金の預金の伸びは、ペイオフ解禁が視野に入る中で、近年5～6%程度の安定的な伸びが続いている（図2）。その要因として、労金は事業性融資がほとんど個人金融に特化してきたため、不良債権は少なく「健全な金融機関」との評価があると考えられる。労金全体のリスク管理債権845億円、貸出全体に対する比率は1.04%と低く、自己資本比率は平均で9.33%と高い。

図2　労金の預金、貸出の対前年比



資料　日銀「経済統計月報」より作成

また、労金にとって預金調達は、会員・労働者の結集を示す運動のバローメーターとして重視されている点も大きいとみられる。預金推進の中心は「季節預金運動」と呼ばれる夏冬のボーナス預金である。さらに戦後初期における労働組合の闘争・救援資金のために始まった「一斉積立預金」も、性格を変えながらも現在も引き継がれている。

労金の預金調達の特徴としては、定期性預金の比率が非常に高く80%近くに達している点が挙げられる。労金の預金は財形や一斉積立のような個人の小口多数の貯蓄性資金が大半を占めている。間接構成員1人当たりの預金残高は、平均で約120万円である。

預金種類では、財形預金が貯蓄残高の3割弱を占めるメイン商品になっている。労金の財形預金は「虹の預金」として全国統一化されており、契約件数では金融機関業態別で一位、残高では都銀と並ぶトップ水準にある。

労働金庫の運用～実質的な住宅金融専門化

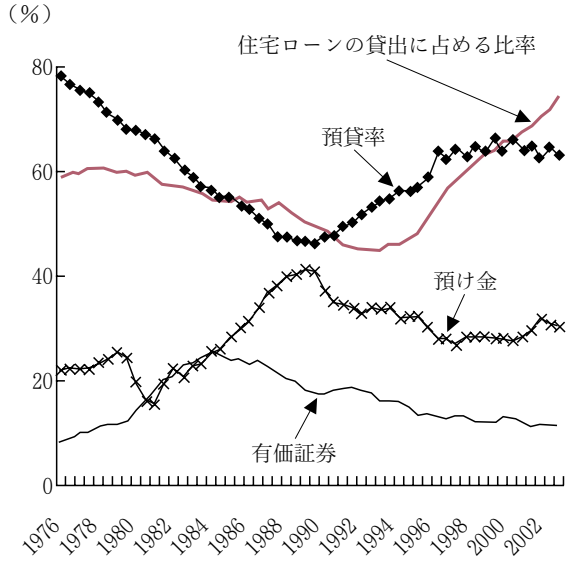
労金トータルの運用状況は、貸出が8.1兆円、有価証券1.4兆円、系統の連合会への預け金が3.7兆円（無利息分を含む）となっている。有価証券は地方債と社債が大半である。

貸出の構成は、一般住宅資金が72%、生活資金が23%を占めており、両者で95%を占め文字通りのリテール金融機関と言える。

労金は住宅資金の取組みが民間では最も早く、1954年に住宅金融公庫の代理業務と併せて住宅融資を開始している。また、労働組合、生協とともに、住宅供給事業体である日本勤労者住宅協会（勤住協）や住宅生協を立ち上げている。

貸出に占める住宅ローンの割合は90年代半ば以降一貫して上昇しており、労金は実態的に住宅金融機関としての性格を強めている（図3）。人口が集中する大都市部では、業者向け営業に特化するローンセンターを設置することで、案件を掘り起こしていくなど、職域ルート以外での積極的な働きけが奏功している。

図3　労金の運用状況（預金・積金に対する比率）



資料　日銀「経済統計月報」より作成

また労金の住宅ローンの商品性は、表面金利では大手行に劣後するものの、生命共済、火災共済の掛金を労金が負担するなど、長期的なコストメリットを重視したものになっている。

貸出のもうひとつの柱である生活資金融資は、主に自動車、耐久財購入、教育、医療費等に向けられる。金額は少額のカードローンから500

万円位までで、通常無担保である。生活資金融資の中には、多重債務者支援（高利肩代り）や自治体と提携した離職者生活支援など、福祉金融機関として労金らしいプログラムも含まれている。

生活資金融資は、90年代初頭までは貸出におけるウエイトにおいては、住宅資金に比肩するほどであったが、その後は相対的にも絶対的にも落ち込んできている。労金の預貸率は90年代半ば以降63%前後で推移しているが、その中味は一段と住宅ローンに依存する構造が強まっている。

労働金庫経営の課題

労金の経営課題としては、まず長期的傾向として労働組合の組織力低下が挙げられる。2002年6月末時点での推定組織率は20.2%であり、我が国の雇用者数5,348万人の内、1,080万が労働組合員に過ぎない。しかも、ここ数年の組合員の減少は大きくなっている。

労金の顧客は圧倒的に労働組合員であるだけに、顧客基盤の弱体化が懸念される。一方で勤労者のうち8割が未組織労働者であり、この部分の取込みを今後いかに図るかが大きな問題として残されている。

第二の課題として、会員間接構成員の取引深耕が挙げられよう。団体主義の原則により、労金は会員団体の組織化で成功していても、その間接構成員の取り込みという点では不十分なのが実情である。

労金の利用資格があっても実際の利用率は高くなく、預金は一斉積立を含めても約半分程度、融資は17%位とされる。趨勢的に金融機関の利用は「個人化」する中で、団体をベースとする労金がより個人へ浸透していく必要が強まっている。

第三の点として、収益性、効率性をどう改善していくかという課題があろう。

労金の諸利回りを他業態として比較したのが表2であるが、まず総資金利鞘が過去3年間で大きく下落している点が目立つ。

労金の貸出金利回りは住宅ローンを中心にした個人向け長期貸出に集中しているため他業態より高いが、ここ数年の住宅ローン金利低下、借換え等の影響を受け下落幅が相当大きくなっている。

一方、労金の資金調達原価は、信金よりは若干低いものの、都銀はもとより地銀よりかなりコスト高である。小口の貯蓄性資金の占める割合が高いことが一因であるが、やはり経費率の高さが大きな要因となっている。

信金、第二地銀のような地域金融機関においては、店舗網を密に展開しており、それが経費率の高さにつながっているが、労金の営業活動

表2　金融機関の業態別諸利回りの推移（%）

		貸出金利回	有価証券利回	資金運用利回(A)	経費率	（人件費率）	（物件費率）	資金調達原価(B)	総資産利鞘（A－B）
都銀	11年度	1.97	1.27	2.05	1.05	0.43	0.56	1.56	0.49
	12年度	1.95	0.93	1.68	1.06	0.43	0.58	1.24	0.44
	13年度	1.81	0.92	1.53	1.02	0.39	0.58	1.04	0.49
地銀	11年度	2.36	2.58	2.27	1.41	0.75	0.59	1.76	0.51
	12年度	2.33	1.86	2.09	1.38	0.72	0.59	1.64	0.45
	13年度	2.23	1.48	1.92	1.34	0.69	0.59	1.50	0.42
第二地銀	11年度	2.75	2.22	2.52	1.65	0.89	0.67	1.99	0.53
	12年度	2.75	1.61	2.37	1.61	0.87	0.66	1.89	0.48
	13年度	2.62	1.25	2.22	1.54	0.82	0.64	1.72	0.50
信金	11年度	2.89	2.69	2.50	1.67	1.03	0.60	2.08	0.42
	12年度	2.87	2.18	2.34	1.62	0.99	0.58	1.97	0.37
	13年度	2.75	1.79	2.10	1.56	0.96	0.57	1.79	0.31
労金	11年度	3.35	2.18	2.59	1.59	0.88	0.69	1.98	0.61
	12年度	3.13	1.89	2.39	1.56	0.85	0.69	1.85	0.54
	13年度	2.92	1.49	2.16	1.49	0.82	0.65	1.70	0.46

資料　「全国銀行財務諸表分析」「全国信用金庫財務諸表分析」「全国労働金庫経営分析表」各年版より作成

は推進機構の大きな支援があることを考えると、やはり割高さは否定できない。

こうした状況を踏まえ、労金の経営戦略は推進機構・組合員への融資拡大により、経費を吸収する方向を鮮明にしている。労金は歴史的に預金中心の経営体質があり、融資スタンスは受動的で、審査・手続き面でも難点があった。例えば、生活資金融資などでは団体会員による承認や自主規制が借り手が求める手続の簡便性、秘密保持等のニーズと合致しなくなっており、改善を求める声が強い。

また従来の労金の営業推進は、「お願い型営業」と呼ばれるように会員への要請と集金業務が中心であった。これを会員、また組合員がそれぞれ抱える問題を解決する営業へと転換しようとしている。こうした取組みは労金だけでなく推進機構と共に、勤労者のための福祉金融機関と何かを再考する契機ともなっている。

ブロック毎の統合が進む

最後に労金の統合についてみておきたい。

前述したように労金は「一県一金庫」の形で設立されたが、それは必然的なものというよりは労働組合が県単位であり、また県庁等の後押しや地域的特性等による影響が大きかった。理念的には当初から労金統一化を目指す動きがあり、またその後勤労者の転勤・移動増加、金融ニーズの多様化、システム負担等から、統合を推進する要因は強くなっていた。

こうした背景がある中、90年代末以降、労金の地域統合の流れが加速している。98年に初めて近畿地区7労金が統合したのに続いて、2001年までに東海、中央、四国、北陸、九州労働金庫が誕生した。また、今年中に東北と中国地域の労金の統合が予定されている。

これにより労金は8つの広域ブロック型労金と北海道、新潟、長野、静岡、沖縄県の各労金と併せて13金庫体制となる。将来的な構想としては2010年までに全国の労金を一本化し「日本労働金庫」の創設を目標にしている。

しかし、一本化については現在も労金毎に温度差があり、急速な統合はもたれ合いになるとの見方もある。そのため13金庫体制で統合の成果を確認したうえで、次ぎの統合ステップに向かうと予想されている。

(室屋　有宏)

（主要参考文献）

- 全国労働金庫協会『全国労働金庫五十年史』2002年
- 船後正道監修『労働金庫読本』金融財政事情研究会、1986年
- 本位田翔男『労働者金融論』日本評論社、1974年
- 杉本時哉『労働金庫』教育社、1979年
- 常葉陸郎「労働金庫の現況と発展の方向」（農林中央金庫調査研究センター『地域協同金融の現状と課題』全国協同出版、1984年）

労働金庫の経営戦略　2

― 静岡県労働金庫～強固な会員組織と業者組織化で強みを発揮する住宅ローン―

要　　旨

静岡労金は強固な会員組織とともに労福協、自治体等など地域との提携、結びつきが強い労金である。自己資本が14%を超えるなど財務体質が良好で、統合が進む労金業界の中にあって単県で事業展開を行っている。当労金の融資の8割は住宅ローンが占めるが、業者の組織化を通じた紹介案件の取り込みや相談機能を活かした顧客対応が強みである。また、多重債務者を支援する専門セクションの設立するなど、福祉金融機関を指向する労金らしさを打ち出している。

沿革～設立初期からの自治体との提携

静岡県労働金庫（以下、静岡労金）は、1953年に全国で25番目の労金として設立された。

その沿革をみると、設立初期から県、市等自治体との関係が密接であったことがうかがえる。設立間もなく資金不足の激しい時期に、自治体は公金預託や助成により静岡労金を支援し、これが当労金に対する一般の信頼感を高める礎となった。

また、1956年に当労金が住宅資金融資を開始した際には、県は利子補給を付与する制度を設けている（県の利子補給は2001年度で廃止）。その後も、静岡労金は県内様々な自治体との間で協調融資制度を結んだ。近年のゼロ金利環境において、こうした福祉的な制度融資は収益的にはむしろ持出しになっているが、静岡労金にとっては原点ともいえる商品である。

もうひとつ大きな特徴として、労働運動を巡る路線対立が激しかった時代において、静岡県では労働団体が労働者福祉協議会（労福協）の下でいち早く団結したことが挙げられる。労働者福祉運動の観点から、労働団体は路線の違いを超え静岡労金への参加を推進した。加えて、未組織労働者の取込みが他の労金に先行して展開され、自治体もこれを後押しした。

現在、静岡県内の労働組合では95%以上が労金に参加している。また、組合がない企業では「互助会」・「親睦会」などの組織を通して、労金に加盟しており、約3,000会員の半分が労組以外の会員である。

高度成長期に入ると、静岡労金は預金、融資が年30%以上伸びるような時代を迎えた。所得の向上とともに、ボーナスを対象とした季節預金運動、銀行からの「預け替え」運動、財形預金の普及等を通じ預金増強が図られ、組合員の参加度も高まった。また、店舗設置も順次進み、預金拡大は加速した（現在支店数は27、ほぼ市単位で出店）。

一方、貸出は住宅資金が60年代半ば以降急増し、65年には貸出に占める割合は5割を超えた。住宅ローンは、70年代初めの金融引締め期に民間金融機関が供給を規制したため、労金への借入申込みが激増し、預金の大幅な伸びにもかかわらず預貸率が90%近くに達する状態になった。

会員組織の拡大と預貸の拡大循環期を経て、静岡労金の占める地位は、県内また労金業界の中で着実に上昇していった。

例えば、1965年静岡県における静岡労金の預金シェアは0.29%に過ぎなかったが、2002年では2.7%に上昇している。また、当労金は設立当初労金業界では平均的な規模であったが、70年代後半に入ると預貸とも旧東京労金に次ぐ2ないし3番目の地位となった。

良好な財務体質～14%を上回る自己資本

90年代末以降、労金業界の統合進展により、単県で存続する静岡労金の規模は相対的には後退したが、財務内容をはじめ質的な面では、依然労金内では頭一つ抜きん出た存在である。

2001年度期末、預金量は7,544億円、貸出は4,459億円、当期の経常利益39億円であった。リスク管理債権の総貸出残高に占める割合は、1.24%である。

静岡労金の自己資本比率は14%を超えており、労金業界の目標である10%を大きく上回っている（表1）。そのため出資はもう十分との認識であ

り、かつて8%だった配当率も現在は4%にまで引き下げている。業績や財務内容の良さは、合併に対し強い切迫感を持たない大きな要因のひとつであると考えられる。労金一本化についても、現在の地域合併の効果を検証して結論を出すとの姿勢である。

また、当労金と新潟県労金だけは、システムを単独運営しており、地域ごとの共同化、統合へと進んだ他の労金と異なっている。静岡労金は効率化のため69年に業界に先駆けてコンピュータを導入するなど、システムを自らの経営資源とすることを重要と考えている。今後も勘定系は全国統一するが、情報系は独自で持ちきめ細かいリテールサービスのインフラを構築する意向である。

表1　各労働金庫の概況（2001年度末）

	預金(億円)	貸出金(億円)	預金率(%)	自己資本比率(%)
北海道	6,090	4,665	76.6	8.13
東北	10,617	7,641	72.0	9.40
中央	36,787	24,832	67.5	7.68
新潟県	5,606	3,372	60.1	12.72
長野県	4,095	2,288	55.9	12.37
静岡県	7,544	4,459	59.1	14.60
北陸	5,596	3,087	55.2	8.72
東海	9,147	5,528	60.4	9.57
近畿	14,301	9,259	64.7	8.70
中国	7,771	4,844	62.3	9.24
四国	4,645	2,760	59.4	10.05
九州	13,850	7,265	52.5	9.60
沖縄県	1,630	1,054	64.7	11.58
合計	127,679	81,054	63.5	9.33

資料　全国労働金庫協会
（注）預金は譲渡預金を含む、東北、中国は今年度合併予定

静岡労金の推進活動～会員への提案力強化

過去には90%を超えていた静岡労金の預貸率も、近年の金融環境では低下は避けられず足下で60%を切るようになっている。ペイオフ解禁や組合員の早期退職、運動としての預金集め体質等、貸出金の利用を上回る預金の増加状況にあり、預貸率低下の要因となっている。

こうした中、静岡労金においてもやはり融資拡大が最大の経営目標となっており、そのための渉外体制の再構築に取組んでいる。

労金の場合、融資推進のルートとしては、労働組合を対象とする職域が中心であり、組合事務所や組合役員を訪問、会員のニーズを把握することがまず基本となる。しかし、近年では労働組合も大手でないと専従を置かなくなっており、中小企業では組合役員に会うのもお昼休み時間に限られるといった状況が増えているという。

また、企業のリストラ・統廃合の流れは、優良企業が相対的に多い静岡県でも無縁ではなく、昨年だけでも組合員が9,000人程度減少している。さらに、組合員の「個」の流れが強まっており、労金の経営基盤である推進機構も変質している。

こうした環境変化に対応し、静岡労金では渉外活動は会員向けの個別面談に特化し、労金らしい相談・問題解決などの提案活動を強化していくことにしている。労働組合の方も、雇用、賃上げが困難な中で、組合員の世話役運動、カウンセリングを重視する方向にある。

既に当労金の全職員は「ロッキースタッフ」として、年金、税金、住宅、多重債務問題など各人がテーマ別に登録されており、職場等でのセミナー対応を数多く行っている。こうした専門知識をより高めるとともに、自発性を持ち顧客の相談に応えられる人材を育成していくことが大きな課題である。目指す方向は、全職員がローンコーディネーターとなる体制にあるという。

将来の配置においては、営業店のローン・コーディネーターはローンセンターに集約させ、融資渉外として専門化させていく方針である。人員面でも融資のための渉外職員は増員する一方で、集配金など定例化した業務はパートに移していきたいとの考えである。また、組合役員と会えるように、渉外員の勤務態勢の変更も、今後の検討課題となっている。

住宅ローン～時間をかけ相談に対応

静岡県は金融機関の棲み分け関係が比較的ハッキリした地域で、かつては静岡銀行をはじめとする地銀が事業融資、信金、労金がリテールという区分があった。しかし、こうした棲み分けは近年大きく変化しており、特に住宅ローンに関しては業態入り乱れた競争になってきている。

都銀が公務員など優良顧客に低利ローンを積極的に出している外、静銀もリテールを本格化させている。また、トヨタホームはトヨタファインスの0.95%ローンを使って優良顧客を取り込むなど、ハウスメーカーの動きも目立つようになっている。

静岡労金の融資に占める住宅ローンの割合は、8割を超えており、今後も中核商品であるだけに、市場の競争激化に危機感を強めている。

当労金のメインの住宅ローン商品である3年固

定金利選択型の金利（2003年6月現在）は1.55%で、1%を提示している大手行とは表面金利だけとると勝負できない。ただし労金の住宅ローンは、火災、生命保険料込みで、保証料、事務コストが安いため、長期でのトータルコストでは競争力はあるとみている。

当労金の住宅ローン融資残高の構成は、完全固定金利型が1割強、固定金利選択型が5割弱、変動金利型が約4割となっている。2002年度においては、3年固定選択型が当初3年間を対象に金利優遇金利を採用していることから、受付件数の約8割、実行額の9割以上を占めた。

こうした商品特性に加え、当労金では住宅ローンについても相談機能を重視した対応を行っている。「まず来店して下さい」というアプローチで顧客の相談に乗り、各人のライフサイクルのタイミングを考え、住宅取得を支援していく態勢である。

ローンセンターの職員によると、最初の面談は1時間位で、回数は全部で3回程度が普通だという。親身に相談に乗り、土地や業者に関する情報提供も行っている。こうした面談を通じて、借入希望者の決意なり人を見ることは審査判断に役立つという。

ちなみに筆者が訪問した「静岡ローンセンター」は新設ということもあり大変清潔でゆったりとしており、落着いて相談できる雰囲気だった（写真）。

最近の傾向として一次取得者層が若年化し、新婚の借入希望者も多くなっている。こうした階層では、自己資金は多く用意できないため掛け目は100%が多いという。ただ条件面では、都銀、信金ほど条件は緩和しておらず、県内では静銀と労金が厳しいとの評価である。

住宅ローン推進～業者の組織化が強み

静岡県労金は早くから業者の組織化を図っており、これが住宅ローン推進の大きな強みになっている。業者の組織化は10年位前、当労金が浜松で住宅フェスティバルを住宅業者と一緒に開催した事がきっかけとなった。

静岡ローンセンターにおける業者会としては大手ハウスメーカー、フランチャイズ系等の「あおい会」と、地場の中小工務店を中心とする「あかね会」がある。業者会はローンセンター毎に組織化されている。業者会メンバーは年会費3万円を出し合って、労金ローンセンターと共に各種住宅関連イベント等を展開している。また、加盟業者会が持ち込んだローン案件については、0.1%の金利優遇があり、地場業者のあかね会の紹介案件が多くなっている。

静岡ローンセンターの業務風景

業者営業の窓口になっているのが静岡労金に6ヶ所あるローンセンターで、昨年では住宅ローンの新規実行額の44%を取扱った。ローンセンターでの渉外活動は、業者との日常的な情報交換等を通じ信頼関係を築き案件を発掘していくのが基本となっている。住宅フェスティバルや、年数回行われる現場見学会等なども相互に情報を提供し合う好機となっている。

ローンセンターでは本部に上げる規格外の案件を除き、審査、保証事務も行っており、融資額は所長権限で5000万円まで対応できる。業者への回答は素早い対応が求められるが、この点で審査を含め現場に任せる体制はメリットになっている。また、審査事務は効率上集中した方がよいが、知識習得のため現場対応している面もあるという。

ローンセンターは業者営業がメインだが、静岡ローンセンターでは日曜日も開業しており一般顧客の来店も相当ある。組合員の場合、組合経由ではなく直接来店する人も多い。静岡県では労金の知名度はかなり高く、おそらく30代以上なら半数は認知しているのではとのことだ。親が労金の利用者のため、子供も親近感を持つケースが多いという。住宅ローンに関しては、組合員の場合まず労金を検討するのが一般的であるとされる。

静岡労金の住宅ローン推進における今後の課題としては、やはり業者組織の定着、発展が重要となっている。住宅ローン市場での競争が激

しくなるにつれ、各金融機関による業者組織化もさらに入り乱れた形になって行くと予想される。静岡労金にとり業者ルートの住宅ローンが収益面での柱になっている現状があるだけに、業者対策は経営上の課題となってきている。

無担保個人ローンは伸び悩む

静岡労金では住宅ローンが好調に伸びている一方で、個人ローンは伸び悩み状態にある。個人ローンのメイン商品であるオートローンは、かつて県内シェア33～4%あったが、現在では3割を切る水準となっている（静岡県では自動車ローンは労金とJAが2分する強さ）。複合取引の上でも、住宅ローン利用者の20%がオートローン、15%が教育ローンを利用しているに過ぎず、いわば「逃げられている」状態にあるという。

こうした傾向に歯止めを掛けるために、静岡労金は個別商品ごとの収支ではなく、個人ローンを一本化し、労金との取引振りで差別化することにした。具体的には「キャッチ・プラス」という商品の中に自動車、教育、耐久消費財等、生活関連のローンを一まとめに、労金との取引ポイントにより顧客を4レベルに分類し、最大で金利の50%相当をキャッシュ・バックする仕組みである。

キャッチ・プラスは昨年12月に登場したが、以後個人ローンの減少に歯止めがかかったとみている。また、2001年では無担保ローン実行額の71%がオートローンであったが、この比率は2002年に63%に低下、医療、結婚、生活ローンなどの多様化がみられるという。

キャッチ・プラスの課題としては、組合員以外の取り込みをどう図るかという点にある。労金は会員である労組組合員には知られており、彼らの所得水準も安定しているのでローンを出しやすいが、未組織勤労者等には審査の問題もあり浸透していない。

また、組合員の個人ローン利用についても、会員組織を通すことで、源泉徴収票、住民票を省略できるメリットがあるものの「スピード、プライバシー」の点で敬遠する傾向があり、特に若い階層で強いという。

このように個人ローンにはやや構造的なネックもあって容易には伸びる環境にはないが、既に労金を知っている人に一つ、二つと地道に商品を広げていく方針である。

個人への浸透を図る観点で、静岡労金は会員向けの情報誌以外に、主に住宅ローン利用者を対象に2種類のパンフレット（一般、シニア向け）を昨年から作成送付している。12万部の送付に対し約1万のレスポンスがあり、コストがかかるものの生の声が聞けると重視しており、収集した情報はデータベース化している。

消費生活全般に関する相談支援専門セクションの設立

静岡労金には消費生活全般を支援する「お客様相談室」という独立部署があり、一般的な「お客様の声」対応や苦情対応等以外に「多重債務に陥った勤労者の相談・カウンセリング」という福祉金融機関を標榜する労金らしい活動をしている。

この部署は昨年4月に設立され、現在室長を努める勝又氏を含め3名の職員と2名のパートの計5名体制で運営されている。相談は毎日のようにあり、現在の体制だとこれ以上広げられない状態で、多重債務問題の深刻さを物語っている。

多重債務相談業務は労金の教育宣伝活動との位置付けで、学校、労働組合、企業からの講演依頼にも多数対応している。また、活動を支えているのは営業店配置の専任職員と弁護士、司法書士、大学教師等外部の人的ネットワークによるところが大きい。

相談者はフリーダイアルを通じてアポを取り、来店してもらう。面談はおよそ1時間半程度で、状況に応じて弁護士等に依頼し、債務圧縮した上で労金の救済融資が可能なら利用する仕組みである。当労金の救済融資のレートは6～7%で、無担保で500万円まで可能である。

勝又室長によると、多重債務問題はどのようなものでも解決可能であるが、事後の相談にも対処しないと高い確率で再び多重債務に陥いる可能性があるという。また、「日本の多重債務者は全世帯約4,300万のうち150万世帯位あり、誰でも年収の1/3借りたら多重債務者になってしまう。単にサラ金、クレジット問題ではなく、高利貸しを容認している日本の現状は異常」と指摘する。

労働者の生活支援を目的に生まれた労金にとり、多重債務者支援は地味で収益性は望めなくとも、福祉金融機関としての原点と責務を再認識させ、また他の金融機関との差別化の柱になりえる取組みといえよう。　　（室屋　有宏）

(参考文献)静岡県労働金庫「会員とともに三十年」、1983年

わが国における住宅ローン証券化市場の現状と展望－3

要　　旨

住宅ローンにおいて証券化が容易になったことで、異業種参入も含め、機能分化や効率化が促進されることが期待されるが、わが国 RMBS 市場の発展にとって、様々な制約要因も無視できない。低金利長期化の中で規模拡大している RMBS 市場だが、金利変動拡大や個人の信用リスクの高まりの中でも、順調に発展できるかどうか、未知数の部分も大きい。（全 3 回の 3）

本稿では、わが国RMBS市場の今後の展望、及び証券化が住宅ローン業務に与える影響について考えてみたい。

証券化が金融の機能分化を促進

わが国の金融システムは、規制緩和の進展により、業態別の住み分けやいわゆる「護送船団」体制が崩壊し、競争激化の中で大規模な再編過程にある。この過程で、各金融機関はそれぞれに、比較優位性のある「機能」中心に、経営のリストラクチャリングを進めることになり、金融システム全体も機能別分業の色彩を強めていくことになろう。機能別分化が進む中では、異業種からの金融業への参入も活発化することが予想され、それらを含めて、より効率的な金融システムが形成されてくることが期待されている。

「証券化」は、従来銀行が一体として行ってきた資金調達と運用（預金・貸出）を分離し、預金によらないファンディング形態をもたらしており、その意味では、金融システムの機能別分化・再編を促進する役割を果たすものである。

また住宅金融に関しては、公的主体が直接に長期固定低利の住宅ローンを提供するという体制は、財政負担や金利機能への悪影響を考えれば維持することはできず、住宅金融公庫の直接融資見直しも、効率的な金融システム構築に向かう動きの一環として位置付けられる。民間が代替的に提供する超長期固定金利ローンにおいて、証券化は最も有力なリスクヘッジ手段である。

つまり証券化は、効率的な金融システム構築への動きを促進する役割を果たすものであり、今後ともその重要性は高まることになると考えられる。金融機関サイドも、顧客ニーズへの対応や多様な商品構成の一環として、（自ら証券化を行うかどうかは別にして）ローンの売却に対応できるような審査システム構築等は、備えておくべきインフラの一つとなろう。

わが国RMBS市場拡大の制約要因

しかし、わが国のRMBS市場が、米国のように国債に次ぐ巨大な市場になるかといえば、以下のような点から疑問符がつけられる。

超低金利長期化

まず第一に、超低金利長期化という経済環境によって、現状では債務者は金利上昇リスクのヘッジニーズを低下させており、民間で提供・保有可能な変動金利ローンや、3～5年程度の固定金利期間選択型ローンへの需要を高めていることである。実際住宅公庫融資枠の削減ペース以上に、住宅公庫の融資額の鈍化ペースは速い。将来的に金利上昇リスクが高まる局面では、リスクヘッジのために超長期固定金利を選択する債務者は増えるだろうが、当面は、証券化によるリスクヘッジが必要な超長期固定金利ローン自体が伸び悩み、従って、証券化のニーズも緩やかな拡大にとどまるとみられる。

不動産価格下落、個人の信用リスクの高まり

第二に、不動産価格低下、個人の信用リスクの高まりといった、住宅ローン証券化商品のクレジットの質の劣化をもたらす要因が、中長期

的に続くとみられることがある。

もともと証券化商品に組み入れる住宅ローン債権は、格付け取得のためにも、一定の条件を満たした、ある程度均質なものであることが求められる。米国ではLTV（担保価値に対する融資額の比率）8割、個人の信用スコア（fico score等が一般的に利用されているといわれる）が一定水準以上であること、等が求められる（政府支援機関が証券化する場合）。(注21)

わが国の場合も、既に証券化の対象になっている住宅公庫の場合は、融資基準として、債務返済額が年収の2割を超えないことや、年収に応じて担保評価の8割ないし5割までの融資額等といった条件が課せられている。民間で証券化を行っている例でも、今のところはLTV8割までという制限のあるものが多い。

それに対し、オリジネータが自らの資産として保有する場合は、もう少しリスクをとって、「担保評価の100%までの融資可能」、あるいは借り換え層を対象にした「担保不足でも融資可能」といった商品や、年収次第で、高い返済負担率（DTI）でも融資可能等といったローンが増えているのが現状である。不動産価格低下を背景に、わが国金融機関は、独自に個人の返済能力を判断するスコアリングシステム等を整備し、担保不足の顧客や、返済負担率の高い顧客に対しても対応力を高め、それが融資額の増加に結びついている。(注22)

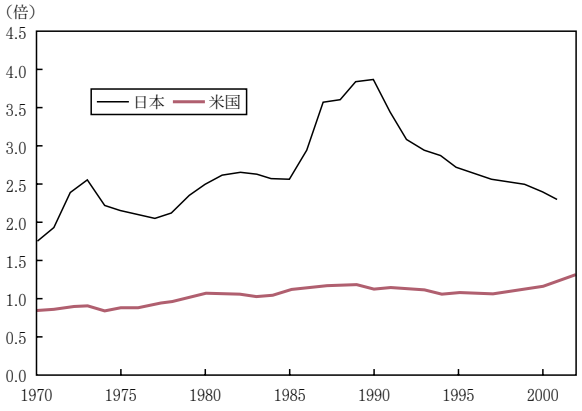
融資機関が独自にリスクをとって債務者を評価する場合と、個別の債務者に対して何の情報も持たない投資家が投資する場合では、信用リスクに対する評価は当然異なってくる。金融機関が信用リスクをとってローンを保有する場合には、LTVやDTIの点で多少問題があっても、個別案件ごとに多様な情報も活用（例えば、債務者の勤務先の信用度が高い等）して、優良顧客向けとさほど変わらない金利設定が可能な場合もある。しかしローンプールの証券化したものを投資家が購入する場合、個別ローン債権の事情は考慮せず（考慮しなくて良いのが証券化のメリット）、いくつかの観点（住宅ローンではLTVやDTI等）からみたローンプールの均質さと、大数法則によるリスク分散、統計的に予想されるリスク量、それに応じて設けられる信用補完、等を信頼して、価格付けすることになる。投資家が判断しているのは、住宅ローン債権の「集合体」に対する、統計的に予想される信用リスク（ないしそれを判定して信用補完率を決めている格付け機関の能力）だから、質が一定で、統計的な信用リスク把握に適合的なローンの方が高く評価されることになる。

もちろん、担保評価を上回る額の住宅ローンや、返済負担率が高い住宅ローンでも、証券化ができないというわけではない。しかし、それらは信用補完率が高くなる等、コスト高になってしまい、結果的に、証券化によるファンディングでは、提供できるローン金利も割高なものになる可能性が高く、顧客ニーズに応えられるかという問題がある。

最終的には顧客ニーズにかなった商品のシェアが高まるのは当然だから、現状のような、不動産価格低下、個人の信用リスクの高まりの中では、ある程度質の良いローン債権を対象としやすい、証券化を通じたローン商品は、それだけ拡大が限定されるとみられる。

米国では、過去半世紀にわたり、家計保有の不動産価値は一貫して上昇傾向にあり、かつそれが、わが国に比べれば、経済の名目成長とさほど乖離していない（不動産価格のバブル部分が相対的には小さい）という、資産としての不動産価格の安定性がある（第3図）。

第３図 日米の家計保有の土地･固定資産額対GDP倍率



資料　日米とも、国民所得統計

中古不動産の流動性も、わが国に比べれば10倍以上も高く、不動産の価格が常時市場売買を通じてチェックされているために、適切な時価評価も可能である。(注23)

また、ficoスコア等の個人の信用リスクスコアリングは、social security number（社会保

また、ficoスコア等の個人の信用リスクスコアリングは、social security number（社会保障番号）による個人一元管理によって、個人のローン返済やクレジットカード利用状況、公共料金、家賃支払い等の履歴から、職歴その他まで、個人の網羅的情報を全米的に収集して統計処理されて算出されたスコアであり、投資家の信頼度を高めるものになっていると考えられる。以上のような米国の状況は、住宅ローンの元利金回収のリスクに対する投資家の懸念を弱めるものであり、RMBSに対する信頼性向上、投資額の増加につながる。

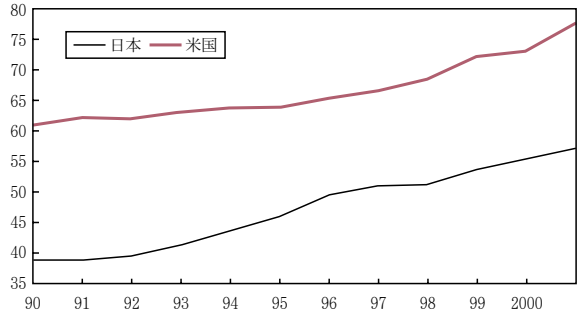
逆にわが国では、不動産価格の落ち着きどころがいまだ見出せず、個人の信用リスクに関しても雇用安定を重視してきた企業経営が維持できなくなりつつあるという転換点にある一方で、個人の信用履歴等に関する一元的データベース化も進んでいない。そのような状況では、住宅ローン債権のクレジットの質について、投資家の目も厳しいものになると予想され、証券化対象になるローン債権の量も限られたものになると予想される。

住宅ローン自体の規模の限界

第三に、そもそもわが国の住宅ローン融資額が米国に比べて相対的に小さく、かつ今後の増加にも限界があることが挙げられる。住宅ストックの充足、少子・高齢化を考えれば、わが国の新設住宅着工戸数に、大きく伸びる余地が少ない(地震等による住宅ストックの滅失を除けば)ことはほぼ明らかだろう。住宅着工が頭打ち傾向を続ける中で、わが国の住宅ローン債務残高が増加してきたのは、債務者一人あたりの債務額が増加してきたためである（低金利を前提にした調達可能額の増加や、金融機関の審査基準緩和等が影響しているとみられる）。

わが国の住宅ローン債務総額のマクロの可処分所得に対する比率は、米国に比べていまだ低い（第4図）ものの、わが国の場合は、住宅ローン保有世帯の比率（住宅ローン保有世帯数／全世帯数）が3割台半ばで、米国（2001年調査で44.6%）に比べれば、相対的に限定された層が高い負債を負っているのが実体である。(注24)

第４図 日米家計の住宅ローン負債対可処分所得比率



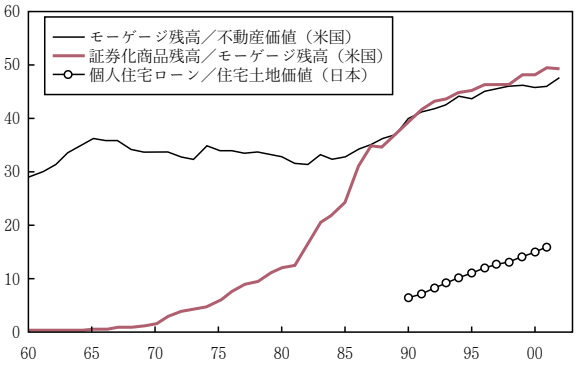
資料　日本は、内閣府「国民所得統計」、日銀「資金循環勘定」
米国は商務省のNIPA、FRB FROW OF FUNDS

これには、不動産価格が相対的に高いことや、住宅に流動性が乏しく、買い替えに伴うコスト（評価損の顕在化も含む）が大きいこと等もあって、年齢や所得、家族構成に応じた柔軟な住宅取得・債務形成というよりも、資金調達可能額に沿った住宅取得・債務形成という側面が強いことも影響していよう。

わが国において、住宅ローン負債保有世帯の比率は世帯主の年齢構成では40歳台が最も高く、40歳台の人口は当面は増加局面にあるとはいえ、今後の金利低下余地が乏しいことと、雇用不安の高まる中では、家計の住宅ローン残高も増加余地は限定的なものになると考えられる。

住宅資産に対する負債という観点では、米国が住宅資産額に対して5割以上のモーゲージが設定されており、わが国ではいまだ2割以下である（第5図）ために、今後の拡大余地もあるようにみられるが、実際には、わが国の住宅資産は時価評価が適切にされているとは限らないという事情や、日米不動産の流動性の相違を考慮する必要がある。

第５図 日米の家計不動産価値と関連負債残高の比率



資料　日米とも、国民所得統計、資金循環勘定(マネーフロー表)による
(注)日本は、住宅ローン残高を資金循環勘定からとっているため、データ期間が限られる

わが国の住宅ローンは、住宅の更新需要等に対応する一定の実行額は維持されようが、残高が大幅に増加していく状況では無いとみられる。2002年の米国の年間モーゲージ増加額が7200億ドル（1ドル＝120円換算で86.4兆円）、モーゲージ残高が6兆ドル（702兆円）、証券化されたモーゲージ残高が3兆ドル（同360兆円）に対し、わが国の住宅ローン実行額は、24.5兆円、住宅ローン残高172兆円にとどまる。この点からも、わが国のRMBS市場規模は米国に比べれば、相当程度限定的なものになるのは明らかだろう。

RMBS市場の流動性不足

第四に、RMBS市場の流動性不足といった問題がある。現時点では、最も発行量の多い住宅公庫RMBSでさえ、流動的な市場とは言い難いのが実体のようである。生保等、有利な長期資産運用先を求める投資家ニーズによって、いまのところ発行環境は良好とみられるものの、中長期的には、市場での流動性が高まって、多様な投資家が参加する厚みのある市場にならないと、適正かつ効率的な価格形成の面で問題が出てくる可能性もある。住宅公庫RMBSの流動性改善のために、様々な施策が既に行われているが、制度面での整備(注25)とともに、期限前償還に関する情報公開や蓄積を通じ、市場で成立している価格（金利）に対して、一定のコンセンサスが形成されるまでになるのが重要とみられる。

（注21）米国の住宅ローンの現状については、永井敏彦「米国住宅金融証券化の概要」、室屋有宏「米国の住宅ローン市場の現状と将来像」（両稿とも『農林金融』2003年3月号所収）を参照。

（注22）最近のわが国金融機関の住宅ローンへの取り組み実態に関しては、鈴木利徳、小野沢康晴「都銀・地銀の住宅ローン戦略」『農林金融』2003年2月号参照。

（注23）日米の不動産の流動性については、拙稿「資産負債残高を中心にみたわが国家計」『金融市場』2002年6月号、参照。

（注24）日米家計の負債分布等についても、同上拙稿参照。

（注25）住宅公庫RMBSの流動性改善のための諸施策については、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、メリルリンチ日本証券、小関広洋、羽仁千夏「公庫MBSの流通市場整備について」p.10～14を参照した。

証券化普及による住宅ローン業務への影響

次に、証券化がわが国の住宅ローン業務にどう影響するかという点について考える。

証券化の進展により預金や社債、CP以外でのファンディング手段が用意される結果、ノンバンクの住宅ローン進出は促進されるとみられる。既にいくつかのノンバンクが、証券化によるファンディングを定例化して、住宅ローン提供を開始している。大手金融機関の住宅ローンは、新規の場合、大半が建設・不動産会社経由の紹介案件であるから、建設、不動産会社の方が最初に顧客との接点を持っており、顧客との接点を収益化するために、ある程度の顧客セグメントを設けた上で、貸金業に進出すること等は十分あり得るだろう。消費者にとっては、より多様な住宅ローン商品が提供されることになろうが、オリジネータ間の競争は異業種も巻き込んで激化しよう。

これまで住宅ローンの商品設計から実行、事後管理まで一切を行っていた金融機関の内部から、証券化を前提に、特定業務に特化して巨大化する、米国のモーゲージ・バンクのような企業があらわれてくるのだろうか。

この点に関しては、前述のような、証券化の対象になりにくい顧客層が相当程度存在していること等、証券化を前提にした住宅ローンが当面は緩やかな拡大にとどまるとみられることに加え、地域金融機関中心に、顧客とのリレーションシップで独自にリスク・テイクできる余地もあること等、金融機関内部からのアンバンドリングの動きは、当面は小幅な進展にとどまるだろうと思われる。

米国では､モーゲージ･バンクの台頭以前は、住宅ローン業務が地方ごとに分断された中で、貯蓄貸付組合（Ｓ＆Ｌ）が寡占的に住宅ローンを提供する体制だった。証券化によって多様な資金が住宅ローン市場に投資された（地域的な資金過不足の調整がなされる）のに加え、ファンディングを証券化に頼るノンバンクの参入増加が、住宅ローンの業務の効率化につながり、

そのことが、消費者に支持されたという事情がある。

わが国では、S&Lに相当するような住宅ローンに特化した民間金融機関は無く、地方においても、地銀、第二地銀、信金、信組、労金、農協系統等が、それぞれにその業務の一部として住宅ローンビジネスに関わってきた。近年では都銀も含め各業態とも個人リテールに資源をシフトさせており、競争激化の中でスプレッドも縮小してきており、米国のように「寡占体制→競争による効率化」という図式は描きにくい状況である。わが国の場合、債務者との関係を維持するために証券化してもサービサー業務はオリジネータが引き続き受託することが通例だが、現実には、専門のサービサーを使うとそれがファンディングのコストに上乗せされ、結果的に顧客に対して（他機関比で）割高な住宅ローンになってしまうという事情もあるという。

証券化業務における官と民

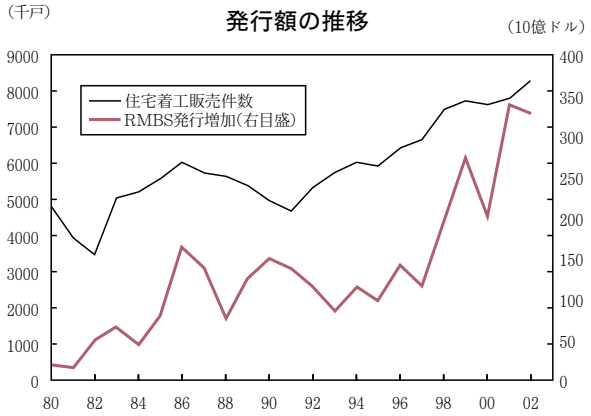
住宅ローンにおける官と民の関係については、住宅公庫の直接融資の漸減と平成19年3月末までの廃止、住宅公庫の権利義務を継承し証券化支援業務等を行う独立行政法人の設置という改革方向が明確になっており、公的な役割は直接融資から、融資債権の買取や保証等の間接的機能に再編されることになっている。この再編は、米国の住宅金融システムをモデルとして意識したものといえるが、当の米国において、RMBS市場が実は公的セクターによって相当程度支えられており、「証券化は、本来公的関与の度合いを低下させるはずであったにもかかわらず･･･政府の直接貸付は必ずしも縮小しなかった。またモーゲージ担保証券に対する保証を含めると、公的金融の市場カバレッジはさらに上昇し、･･･間接的な公的金融形態が民間金融の「補完」を徹し、財政負担が軽いという主張は、今日では必ずしも当てはまらない」(注26)とする見方もあるように、官と民の間で、「民主導、官補完」という分業関係が、将来的に必ずしも明確になるかどうかには疑問も残る。

これは、住宅金融自体が、社会政策としての住宅政策の影響を受けざるを得ないという面に加え、資本市場でのRMBS発行によるファンディングが、経済環境次第で一時的にはかなり不安定（市場流動性の低下やスプレッド高騰等）になるリスクが高いことが影響しているとみられる。

RMBSのリスクの中心は、第2回でみた通り、期限前償還行動の予測が難しいことにあり、その影響は、金利変動幅が拡大した時に特に大きくなる。米国では期限前償還に関して、過去のデータ公開を含め膨大な分析の蓄積があるにも関わらず、金利の変動幅が大きくなると、金利安定期には有効であった期限前償還のモデルが大幅に修正されるのが通例のようである。Bykhovskyは、「期限前償還のモデルは、92－93年の期限前償還増加を過小予測し、期限前償還行動が効率化したとしてモデルが作り変えられたが、その改善されたモデルが、今度は96－97年の期限前償還ペースの鈍化予測に失敗、その結果を取り込んで更に改善されたモデルは、98－99年の期限前償還拡大を過小予測する結果に終わった」としている。(注27)

期限前償還は、RMBSの価格やスプレッドに決定的な影響を与えるが、その予想の難しさのために、予測と大幅に異なる事態になると、RMBS市場の流動性不足やスプレッド拡大、市場規模の縮小等の事態が生じるようである。実際にも、例えば1987～88年においては、住宅建設、販売戸数は、比較的高水準を維持したものの、証券化商品の発行量は急減している（第6図）。

第６図 米国の住宅着工販売権数とRMBS発行額の推移



資料　米国は商務省、FRB
（注）　住宅着工販売件数は、住宅着工戸数、新設住宅販売戸数、中古住宅販売戸数の合計。RMBS発行増加額は、FROW OF FUNDSのモーゲージプールのフローの額で代替。

この背景には、RMBS市場での投機の失敗と極端なリスク回避姿勢台頭があるとされ(注28)、このような局面では、政府管理下にあるGSE等が市場取引を支える役割を果たしつつ、RMBS市場における存在感を高めてきたのが実体のようである。

全国銀行協会が15年2月に出した「住宅金融市場の改革について」という提言の中でも、住宅金融公庫の証券化支援事業に関して、証券化を前提とした住宅ローン普及のためには、住宅公庫の直接融資見直しが不可欠という点とともに、「近年、米国において、ファニーメイ（FNMA、連邦抵当金庫）等の政府支援企業の肥大化が問題とされている。こうした点に留意し、証券化支援事業についてもあくまで市場の『揺籃期』に限定することとし、市場の自律的発展が見られてからは、市場に委ねる不断の見直しが必要である」としているが、米国の事例を考えれば、わが国においても、RMBS市場の拡大発展と、公的な関与のあり方には、今後とも紆余曲折があるものと考えられる。

住宅ローン証券化の導入と普及は、効率的な住宅ローン提供システムへの動きを促進する潜在力を持つといえるが、それが金利変動の幅が大きくなった時にも、適正なリスク配分を通して、円滑に資金需要を満たせるものになるのかどうか、未知数の部分も依然として大きいといえよう。

（小野沢　康晴）

（注26）井村進哉著、前掲書p.4

（注27）F.J.FABOZZI編著“THE HANDBOOK OF MORTGAGE-BACKED SECURITIES、fifth edition McGraw Hill 2001、p.365-366

（注28）井村進哉著、前掲書、p.4。

（本稿は、本誌5月号、6月号に続く、連載の3回目であり、図表や（注）の番号はそれらと連続している。）

＜参考文献（文中引用したものを除く）＞

- 大和證券経済研究所編、川村雄介・下井雅裕著『金融の証券化　米・欧・日のセキュリタイゼーション』東洋経済新報社、1986年。
- 新井誠著『信託法』有斐閣、2002年
- 河本一郎、大武泰南著『証券取引法読本』第5版、有斐閣、2002年
- 大橋和彦著『証券化の知識』日本経済新聞社、2001年
- 松井和夫著『セキュリタイゼーション』東洋経済新報社、1986年
- 債券市場研究会編著『米国債券投資戦略のすべて－グローバル運用への活用』金融財政事情研究会、1998年
- 大野克人著『日本の金融技術は遅れていない』東洋経済新報社、2000年

本稿作成に関しては、オリジネータ、アレンジャー、投資家等、何人かの方から、RMBSの現状について、貴重なお話を伺った。筆者の誤解等に伴う累が及ぶのを避けるため、あえて名前を記さないが、ご協力に対し、この場を借りて謝意を表したい。