

金融市場

2004.5

潮流

債券バブルの行方 1

情勢判断

国内経済金融

前向きの循環が続く当面の間、長期金利には上昇圧力 ... 2

伸び率が鈍化する日本銀行券 7

地価をどう見る10

海外経済金融

転換に一步近づいたFRBの超低金利政策 ...12

気になる指標

「鉱工業指数」その214

今月の情勢

～経済・金融の動向～15

今月の焦点

個人生命保険市場の変化とJA共済19

ドイツにおける地方公共団体の借入と融資機関 ...23

海外の話題

「イギリス（人）は変わったか？－その4」27

農林中金総合研究所

潮流

債券バブルの行方

金融市場は過剰流動性に振り回されるのが常である。過剰流動性が跋扈しているときは、債券市場であれ、株式市場であれ、あるいは、不動産市場や国際商品市場も、“行き過ぎ”だと思いつつも、マーケットは一方向に大きく傾いていく。

1980年代の後半もそうだった。多くの日本企業がロンドン市場やスイス市場で外債を発行し、低利・多額の資金調達を行った。ときには、スワップレートや先物為替レートの関係で調達コストがマイナスになるという異常な事態も生じていた。そのような形で調達された資金が有用な設備投資に回っていれば問題は少なかった。しかし、安易に調達された、過剰な低利資金は不動産、株、非効率な設備に投資され、不動産バブル、株式バブルを発生させる一因となった。

デフレ圧力下にある日本は、今また、過剰流動性に振り回されている。日本だけではない。米国、ドイツ、英国などの先進国も、程度の差こそあれ、似た状況に置かれている。これは、市場経済が、先進国の周辺部に外延的に拡大するなかで、先進国の需要を上回る形でグローバルな規模で供給力が拡大したために、先進国が押しなべてデフレ圧力を受けるようになったためである。そのために、各国とも低金利政策が長期化し、その結果、グローバルな規模で過剰流動性が発生している。

英国や米国の不動産価格が高騰している一因はそこにある。国際商品市況の高騰の一因も世界的な規模での過剰流動性にあり、中国等急成長国の需要増加に加えて、巨額の運用資金を抱えた投機筋の動きが高騰を助長している。

日本の場合、バブル崩壊の痛手の深さ、中国・アジアへの生産移転の加速、長期にわたる金融システム不安、期待成長率の低下などの要因が重なり、運用資金は、つい最近までは株や不動産には向かわず、債券市場に集中した。長期にわたるゼロ金利政策も債券市場への資金流入を加速させた。80年代後半が“不動産バブル、株バブル”の時代であったとすれば、今は、“債券バブル”の時代であるといえる。

問題は、この債券バブルの行方である。現在の景気回復の過程で、このバブルは“はじける”のか、否かである。結論を急げば、このバブルははじけそうで、はじけにくい、今の枠組みが変わらないまま、推移すると考える。すなわち、景気回復局面にあっても企業の借入ニーズは極めて限定的であり、金融機関等の投資の選択肢も限られる。デフレ解消期待とゼロ金利政策の転換時期の先読みから、国債が一時的に売られることがあっても、ほかに有力な投資手段がないなかでは、債券市場は若干の金利水準調整をする程度で、一定の均衡点に収束していくであろう。需給ギャップの残存と日本の潜在成長率の水準（1～2%）を考慮すれば、金利が大幅に高騰することは考えにくい。また、事実上、国債大量発行の受け皿のひとつとなっている日銀の国債買い入れも、債券市場の暴落を阻止する役割を果たそう。運用担当者は、まだ当面、はじけそうで、はじけない債券バブルと付き合う忍耐力を求められている。

（取締役調査第二部長 鈴木 利徳）

情勢判断

国内経済金融

前向きの循環が続く当面の間、長期金利には上昇圧力

要 旨

前向きの景気拡大の循環が続くと見られる当面の間は、長期金利に上昇圧力がかかろう。しかし、消費者物価の前年比がマイナスにとどまり、ゼロ金利政策の時間軸は残る。需給面でも消去法的な機関投資家の長期国債投資は続くだろう。よって、長期金利の上放れは想定しない。ただし、景気シナリオの上下両面の可能性があることには注意したい。

株価は二桁経常増益を織り込むなかで、年央の一段高を予想する。ただし、年後半に景気の加速感が持続するか、製品安・売値安による交易条件悪化に伴う業績修正リスクなどについては、十分に留意したい。

為替は当面、ドル安圧力が継続すると予想。しかし、米国の金利上昇や輸出増加などで一時的にドル安が緩和する局面があると見ている。また、新政権の通貨政策の布陣にも注目。

表1 金利・為替・株価の予想

(単位：円、%、円ドル)

項目	年度／月	2003年度	2004年度			
		04年3月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	05年3月 (予想)
無担コール 翌日物		0.005	0.001~0.01	0.001~0.01	0.001~0.01	0.001~0.01
TIBORユーロ円(3ヶ月)		0.0983	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年国債利回り		1.435	1.55±0.15	1.50±0.20	1.45±0.15	1.30±0.20
為替相場	円ドル	104.300	102.5~107.5	102.5~107.5	105.0~110.0	105.0~110.0
	ユーロ円	128.360	125.0~130.0	127.5~132.5	127.5~132.5	130.0~135.0
日経平均株価		11,715.39	12,750±750	12,000±500	11,500±500	11,500±500

(月末値。実績は日経新聞社およびBloomberg社調べ)

ここ1ヶ月程度の金融市場概況

景気の拡大期待や景況感改善及び商品市況高から、株高・債券安の相場基調となった。

米国の3月雇用統計は非農業部門雇用者が前月比：30.8万人の大幅増加。代表的企業センチメント指数で市場への影響力を持つISM景況感指数も製造業、非製造業ともに上昇し、減税効

果が薄れる年央以降の米国景気への安心感をもたらした。

日本でも2月小売売上や家計消費指標に強い数字が目立った。閏年による底上げもあるが、消費の先行きに期待を強める内容であった。

さらに4月1日に発表された日銀「短期経済観測」では業況判断DIが事前予想の上限レベルに上昇。先行き見通しは横ばい圏内にとどまり慎重な見方であったが、企業の業況感は広がりをついて改善していると受け止められた。

このような内外景気の拡大期待を背景に、円高進行にもかかわらず、株式相場は高水準の出来高を伴いながら、先高観の強い展開が続いた。外国人投資家の日本株買い継続も需給面の好材料となった。日経平均は4月6日に12,000円台回復し、東証一部株価指数も1,200ポイント台に乗せた。その後は4月13日に一時12,170円をつけたものの、ディーリング相場の反動から、利

図1 日経平均と国債相場の動向

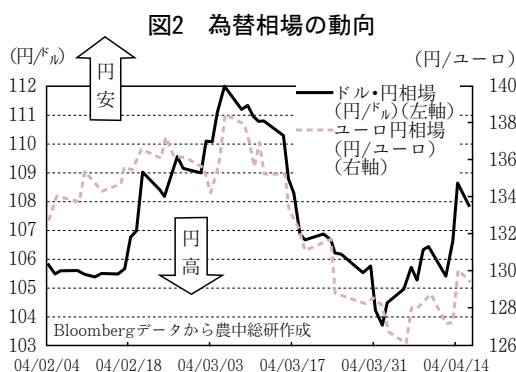


Bloombergデータから農中総研作成

食い売りが出ると買いの手仕舞い売りを誘って反落。さらに、一部大手行の追加引当報道が下落材料となっている。

一方、国債相場は、国内の景況改善、株価上昇などに加え、内外商品市況高⇒価格転嫁の連想でデフレが緩和してくるだろうとの予想から、下落（利回り上昇）をたどった。

新発10年国債利回りは4月14日には1.55%まで上昇。この間、利回り上昇を受け表面利率が引き上げられて実施された中長期の国債入札では各々、市場予想よりも強めの応札で、投資家の買い需要が確かめられたが、内外の好調な経済指標を睨みながら、債券相場は神経質な展開となっている（以上、図1）。



為替市場は、わが国の景気回復もあり、これまでのような巨額介入が出来にくくなるのではという思惑から、円高が進行。前述のような

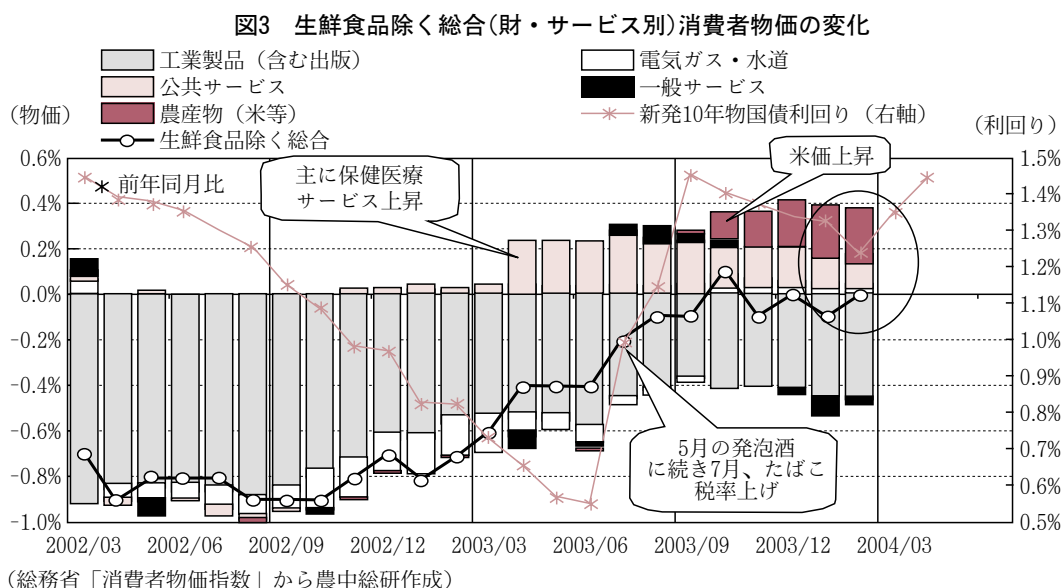
景況感改善が示された短観発表日の4月1日には、ドル円相場が103円台に突入した。しかし、押し留めの為の介入がおこなわれる一方、米国の相次ぐ強い経済指標発表がドル買い材料となり、ドル高へ切り返した。本邦機関投資家の年度初めのドル資産投資に伴うドル買い観測に加え、米国消費者物価が4ヶ月連続で上昇し急速に利上げ予想が高まったことを受けてドルが上昇。円は一時109円台まで下落した（図2）。（なお、市場や経済指標の解説などについては、当総研HP：「Weekly 金融市場」も参照されたい。）

金融市場の見通しと注目点

債券相場＝前向きな循環が続く当面の間、長期金利には上昇圧力

米国では、国際商品市況の上昇にドル安が加わり、輸入物価が上がり始めた。また、景気拡大の継続から製品需給も改善し、物価上昇を示唆する指標が散見される。たとえば、前述の「ISM製造業・景況感指数」の中の「仕入れ価格」判断項目は、2000年前半のITバブル期を上回る高水準になっている。

米国の消費者物価は、エネルギーや食料を除くコア部分で広く上昇し始めており、全体指数は上昇率低下の底を打ったと云って良いだろう。FRB内ではデフレ懸念の払拭を見極めてからでも利上げは遅くないという考え方があ一方、4月20日にグリーンズパン議長は「もはやデフ



レは問題ではない」と上院で証言した。

FRBが性急な連続的利上げをおこなう可能性は低いことには変わりはないが、市場は神経質にならざるを得ない。米国の物価上昇⇒利上げ観測⇒長期金利上昇への影響は、わが国の債券相場への影響要因として無視できない。ちなみに、米国・10年国債利回りは3月中旬に3.7%割れだったのが、直近では4.4%まで上昇した。

わが国でも景気回復観測に従う前向きな循環が続くと見た方が良さそう。株価の一段上昇予想も国債相場にとっては悪材料だ。

ただし、04年の消費者物価（除く生鮮食品）下落率が水面下の動きが続くと予測（注1）している。商品市況高から、3月の企業物価は前年比で3年8ヶ月ぶりにプラス（+0.2%）になったが、消費者物価の段階までの波及には、まだ国内の需給改善が十分でない。当社のGDP需給ギャップ試算でもギャップ率の縮小（4%台後半から1%台半ばへ低下）しているが、依然、小売・最終段階の値上げは容易ではないようだ。03年に生じた政策的・一時的な押し上げ要因（0.4%以上）が順次、消滅していくことが、市況高による物価上昇要因を打ち消すような形で、消費者物価の前年比をマイナスにとどめよう。

（注1）04年4月からの消費税総額表示は値下げも多かった模様。ガソリンなどの石油製品は値上りしているが、耐久財は足元で約▲4%下落が継続。

今後、中期的に見れば、ゼロ金利政策の見直し＝出口論議は重要なテーマだが、物価下落のもとでゼロ金利政策の時間軸は残ると考える。なお、本誌の刊行時には既に発表されているが、4月28日発表の日銀政策委員による「経済・物価の将来展望」での04年度GDP成長率や消費者物価見通しに注目したい。

また、需給面では、大手銀行の長期債投資が03年前半と違って手控えられる傾向があるが、全体として金融機関、年金等の機関投資家の長期国債投資は継続されるだろう。なお、ファンダメンタルズの実態と乖離し、市場が長期金利上昇へ過度に反応する場合は、地域金融機関の業績への波及も大きいことから、日銀による金利安定化へのシグナル（注2）も予想される。

（注2）日本銀行は保有国債を市場参加者に対し一時的かつ補完的に供給する「品質し」制度の導入を04月9日に決定

よって、長期金利が大きく上放れる可能性は小さいと見ている。しかし、当面は景気回復動向や商品市況の上昇などにより債券相場の下落（利回り上昇）リスクが持続する可能性が大きいことから、長期金利見通しを小幅引き上げる。本稿は年度後半に景気加速感が鈍化することを基本シナリオとしているが、04年度後半の景気には景気回復の長期化・強まりとピークアウト顕在化の両方の可能性が並存する。当面の金利上昇リスクを慎重に見るとともに、その先の景気については上昇持続と下降の両方の可能性を両睨みしていくことが、しばらく必要である。

株式相場＝景気加速感の見極めが重要に

足元の上場会社の04年度業績予想は上方修正傾向を維持している（表2）。東洋経済新報社「四季報」による予想では、日経平均構成銘柄（除く銀行・金融）で15%程度の経常増益、最終利益で3割程度の増益の見通しである。この増益予想が織り込まれていくなかで、年央に向けての株価指数の上昇を予想する。

表2 四季報データによる日経平均銘柄業績予想（前年比）

区分 項目	年度 予想時点	03年度	04年度	
		04/4/16	04/1/21	04/4/16
増収率 前年度比	銀行除く日経 平均構成銘柄	0.3	2.8	3.6
	うち製造業	1.3	3.0	4.3
経常増益率 前年度比	銀行除く日経 平均構成銘柄	22.7	10.5	15.9
	うち製造業	21.4	12.2	13.6

（東洋経済「四季報」データから農中総研作成）

なお、05年度の今年度比二桁最終利益の予想が出ているが、相場材料として織り込むには、まだ不確実性が高過ぎる。また、中期的利益成長を買い材料するほどの確りした相場テーマや先行き見通しが、現状、あるとは云えない。

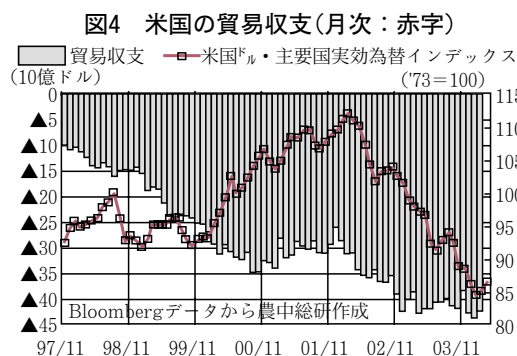
むしろ、一段高の後、年央以降の相場展開においては、景気の天井を先取りする動きに注意したい。さらに、為替の円高や原料高・製品安が続けば、収益圧迫⇒業績下方修正の懸念もある。

株価は、実物経済面の景気の山に数ヶ月先行する。年央以降は、景気加速感が持続しているのか、見極めが一層、重要になる。

為替相場＝一旦はドル安圧力が緩むだろうが、新政権の為替政策がより重要

景気回復基調のもと、為替介入の見直し論議は今後も続くだろう。また、米国の年間5,000億ドルペースを上回る貿易赤字によるドル安圧力は残る。よって、04年前半に100円に接近する円高に振れる局面があることを想定している。

しかし、ドル下落が価格競争力のアップを通じ米国の輸出増加に寄与し始め、貿易赤字拡大ペースも鈍化する兆候が出ている。04年半ば以降、経常赤字の拡大も鈍化することが予想される（図4）。



また、早期に米国で政策金利の引き上げがおこなわれるかは別として、市場金利の上昇はドルを支える要因である。

また、大統領選挙の帰趨が見えてくるにつれ、

国内政策としてのドル安政策も相場材料として弱まっていくと見ている。

よって、04年後半にはドル安が一旦は緩和に向かうと予想する。

ただ、次期政権でも緩やかなドル安政策が継続される可能性も捨て切れない。米大統領選後、04年末～05年年始に明らかになる米国の通貨政策に関係する布陣によってはドル安政策が続くこともありうる。ブッシュ政権では、リンゼー経済担当補佐官とオニール財務長官がともに閣外に去り、オニール財務長官に代って以降、ドルが主要通貨に対し▲13%下落している（表3）。通貨政策者の考え方は重要なファクターである。

一方、ユーロは、欧州中銀がどのような金利政策を採るのか、利下げに踏み切るか、の観測で揺れたが、仮に利下げがおこなわれても大幅な利下げにはならないだろう。それよりも、欧州経済の成長率の低さがユーロ買いを抑制する材料になるかもしれない。アテネ五輪に向け心理好転が欧州経済の成長加速の要因になる可能性も大きい。テロ等の地政学リスクもある。1€ = 1.20ドル割れて大きくユーロ安に進む可能性は小さいと見る一方、ユーロ高⇒ユーロ円相場での円安にもあまり期待は出来ないだろう

(04.04.19現在 渡部 喜智)

表3 歴代財務長官と為替変動(1973～)

氏名	任期	在任日数(日)	実効レート 変動(%)	大統領	経歴
G.Schultz	72/06/12 - 74/05/08	695	73/1～▲8	Nixon	シカゴ大教授、CEAスタッフ
W.Simon	74/05/08 - 74/08/09	93	7.0	Nixon	Salomon出身
	74/08/09 - 77/01/20	895		Ford	
W.Blumenthal	77/01/23 - 79/04/04	801	▲12	Carter	通商交渉副代表や大手メーカーCEO
G.Miller	79/08/07 - 81/01/20	532	2	Carter	大手コングロTextronCEO, FRB総裁
D.Regan	81/01/22 - 85/01/01	1,440	39	Reagan	メリルCEO出身
J.Baker. III	85/02/04 - 88/08/17	1,290	▲30	Reagan	弁護士、商務次官
N.Brady	88/09/15 - 89/01/19	126	▲3	Reagan	Dillon Read会長
	89/01/20 - 93/01/17	1,458		G.H.W.Bush	
L.Bentsen	93/01/20 - 94/12/22	701	▲4	Clinton	上院金融財政委員長
R.Rubin	95/01/11 - 99/07/02	1,633	13	Clinton	Goldman Sachs共同会長
L.Summers	99/07/02 - 01/01/20	568	4	Clinton	Harvard大教授
P.O'Neill	01/01/20 - 02/12/31	710	▲2	Bush Jr.	OMB局次長、アルコア会長
J.Snow	03/02/03 - 04/04/19	441	▲13	Bush Jr.	大手運輸会社CSX CEO

(FRBおよび米財務省資料から農中総研作成)

※実効レートはFRB主要国実効為替レート・インデックスの月次データ、▲はドル下落を示す

※Bush父子を区別するため、現大統領には便宜的にJr.を付す

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)	JASDAQ 指数	NYダウ 工業株 30種 平均	S&P 500	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	WTI ・期近
04/03/04	1.410	138.63	1.541	0.66	0.001	0.0883	0.0513	0.0892	110.16	110.15	111.10	1.2200	1.221	134.37	11,401.79	77.26	10,588.00	1,154.88	2055.11	4.010	4.080	393.2	36.64
04/03/05	1.435	138.30	1.569	0.69	0.001	0.0883	0.0525	0.0892	111.17	111.20	112.10	1.2365	1.241	135.53	11,537.29	77.71	10,595.55	1,156.86	2047.63	3.850	3.980	401.6	37.26
04/03/08	1.365	138.85	1.523	0.66	0.001	0.0883	0.0513	0.0892	112.19	112.12	111.20	1.2410	1.236	138.52	11,502.86	78.24	10,529.48	1,147.20	2008.78	3.770	3.920	400.9	36.57
04/03/09	1.360	139.14	1.499	0.63	0.001	0.0883	0.0525	0.0892	111.21	111.12	111.20	1.2325	1.241	138.25	11,532.04	79.25	10,456.96	1,140.58	1995.16	3.720	3.910	404.5	36.28
04/03/10	1.325	139.50	1.469	0.59	0.001	0.0883	0.0513	0.0892	111.39	111.25	110.85	1.2235	1.222	136.74	11,433.24	80.24	10,296.89	1,123.89	1964.15	3.730	3.910	400.3	36.10
04/03/11	1.285	139.92	1.435	0.58	0.001	0.0883	0.0513	0.0900	110.74	110.80	110.75	1.2355	1.225	135.11	11,297.04	80.67	10,128.38	1,106.78	1943.89	3.690	3.910	401.0	36.78
04/03/12	1.260	139.44	1.474	0.56	0.001	0.0892	0.0513	0.0900	111.36	111.10	110.95	1.2195	1.219	136.74	11,162.75	80.19	10,240.08	1,120.57	1984.73	3.770	3.900	395.6	36.19
04/03/15	1.290	139.10	1.502	0.59	0.001	0.0892	0.0513	0.0900	110.83	110.85	110.30	1.2270	1.223	135.96	11,317.90	81.35	10,102.89	1,104.49	1939.20	3.760	3.890	399.6	37.44
04/03/16	1.285	139.23	1.491	0.58	0.001	0.0892	0.0513	0.0900	109.62	110.15	108.80	1.2275	1.232	135.10	11,242.29	81.56	10,184.67	1,110.70	1943.09	3.680	3.920	402.6	37.48
04/03/17	1.310	139.03	1.508	0.60	0.000	0.0892	0.0525	0.0900	108.27	108.25	108.25	1.2235	1.220	132.53	11,436.86	82.13	10,300.30	1,123.75	1976.76	3.700	3.890	407.1	38.18
04/03/18	1.330	138.85	1.523	0.62	0.001	0.0892	0.0525	0.0900	107.08	107.20	106.75	1.2390	1.238	131.44	11,484.28	81.69	10,295.78	1,122.32	1962.44	3.750	3.880	411.3	37.93
04/03/19	1.390	138.25	1.573	0.66	0.001	0.0892	0.0525	0.0900	106.81	107.20	106.75	1.2285	1.234	132.21	11,418.51	81.99	10,186.60	1,109.78	1940.47	3.770	3.890	412.7	38.08
04/03/22	1.370	138.45	1.556	0.66	0.001	0.0892	0.0525	0.0900	106.97	107.35	106.85	1.2325	1.238	131.29	11,318.51	82.84	10,064.75	1,095.40	1909.90	3.710	3.870	417.6	37.11
04/03/23	1.330	138.79	1.528	0.63	0.001	0.0892	0.0513	0.0900	106.76	106.74	106.75	1.2335	1.230	131.97	11,281.09	82.89	10,063.64	1,093.95	1901.80	3.690	3.880	420.0	37.45
04/03/24	1.310	138.96	1.514	0.61	-0.002	0.0892	0.0506	0.0900	106.73	106.72	106.25	1.2135	1.221	131.30	11,364.99	83.56	10,048.23	1,091.33	1909.48	3.710	3.850	417.4	37.01
04/03/25	1.310	139.04	1.507	0.61	0.001	0.0892	0.0513	0.0900	105.96	106.05	106.15	1.2130	1.218	128.46	11,530.91	83.47	10,218.82	1,109.19	1967.17	3.740	3.830	416.9	35.51
04/03/26	1.400	138.00	1.594	0.68	0.001	0.0892	0.0513	0.0900	105.69	106.10	105.95	1.2125	1.210	127.68	11,770.65	84.02	10,212.97	1,108.06	1960.02	3.830	3.880	422.2	35.73
04/03/29	1.485	137.00	1.678	0.77	0.001	0.0892	0.0525	0.0900	105.65	105.60	105.50	1.2155	1.216	127.65	11,718.24	85.27	10,329.63	1,122.47	1992.57	3.890	3.940	417.1	35.45
04/03/30	1.455	137.48	1.638	0.73	0.001	0.0825	0.0525	0.0983	105.77	105.60	105.70	1.2175	1.217	129.10	11,693.68	86.36	10,381.70	1,127.00	2000.63	3.890	3.930	421.7	36.25
04/03/31	1.435	137.55	1.632	0.72	0.005	0.0792	0.0488	0.0983	103.95	104.30	104.25	1.2315	1.229	127.23	11,715.39	88.23	10,357.70	1,126.21	1994.22	3.830	3.920	428.3	35.76
04/04/01	1.420	137.80	1.611	0.70	0.001	0.0792	0.0500	0.0983	104.13	104.03	103.70	1.2365	1.223	127.80	11,683.42	91.64	10,373.33	1,132.17	2015.01	3.870	3.930	433.0	34.27
04/04/02	1.430	137.81	1.610	0.70	0.001	0.0792	0.0488	0.0983	104.18	104.15	104.50	1.2125	1.216	128.44	11,815.95	93.74	10,470.59	1,141.81	2057.17	4.140	4.090	422.5	34.39
04/04/05	1.485	137.10	1.670	0.77	-0.001	0.0792	0.0488	0.0983	104.79	104.30	104.90	1.2020	1.200	126.91	11,958.32	95.74	10,558.37	1,150.57	2079.12	4.200	4.100	416.3	34.38
04/04/06	1.525	136.87	1.689	0.79	0.001	0.0792	0.0488	0.0983	106.00	105.50	105.75	1.2115	1.206	127.63	12,079.70	94.54	10,570.81	1,148.16	2059.90	4.150	4.080	419.8	34.97
04/04/07	1.495	137.20	1.661	0.76	-0.001	0.0792	0.0488	0.0983	105.58	105.60	105.25	1.2175	1.217	127.61	12,019.62	94.47	10,480.15	1,140.53	2050.24	4.150	4.050	423.7	36.15
04/04/08	1.490	137.25	1.657	0.76	0.002	0.0792	0.0475	0.0983	105.84	105.60	106.25	1.2085	1.211	128.82	12,092.59	96.22	10,442.03	1,139.32	2052.88	4.190	4.060	420.7	37.14
04/04/09	1.485	137.43	1.642	0.74	0.001	0.0792		0.0983	106.42	106.50	106.45	1.2095		128.75	11,897.51	94.26							
04/04/12	1.525	137.00	1.678	0.77	0.001	0.0792		0.0983	106.27	106.43	105.40	1.2075		128.33	12,042.70	97.28	10,515.56	1,145.20	2065.48	4.230		420.9	37.84
04/04/13	1.480	137.40	1.644	0.74	-0.004	0.0792	0.0469	0.0983	105.65	105.20	106.55	1.1945	1.192	126.68	12,127.82	98.99	10,381.28	1,129.44	2030.08	4.340	4.140	407.7	37.21
04/04/14	1.550	136.90	1.687	0.78	0.001	0.0792	0.0475	0.0983	107.22	107.00	108.65	1.1945	1.193	127.99	12,098.18	100.17	10,377.95	1,128.17	2024.85	4.360	4.160	400.5	36.72
04/04/15	1.510	137.48	1.638	0.74	0.001	0.0792	0.0471	0.0983	108.54	108.55	108.25	1.1985	1.194	129.95	11,800.40	99.31	10,397.46	1,128.84	2002.17	4.400	4.140	398.3	37.57
04/04/16	1.495	137.51	1.635	0.73	0.001	0.0792	0.0471	0.0983	108.38	108.65	107.75	1.1990	1.204	129.95	11,824.56	100.02	10,451.97	1,134.61	1995.74	4.340	4.110	401.6	37.74
04/04/19	1.495	137.65	1.623	0.71	-0.006	0.0792	0.0469	0.0983	107.90	107.95	108.45	1.2020	1.203	130.02	11,764.21	98.98	10,437.85	1,135.82	2020.43	4.380	4.110	401.2	37.42
04/04/20	1.530	137.30	1.653	0.74	0.001	0.0792	0.0463	0.0983	107.97	108.20	108.75	1.1865	1.191	128.96	11,952.26	99.20	10,314.50	1,118.15	1978.63	4.450	4.130	398.3	37.60

(日経NEEDS FQから農中総研作成。 当社ホームページ上の「weekly 金融市場」で更新されます。空欄は基本的に休場を示します。)

伸び率が鈍化する日本銀行券

このところ日本銀行券の増加率が鈍化する傾向にある。その背景を分析してみた。

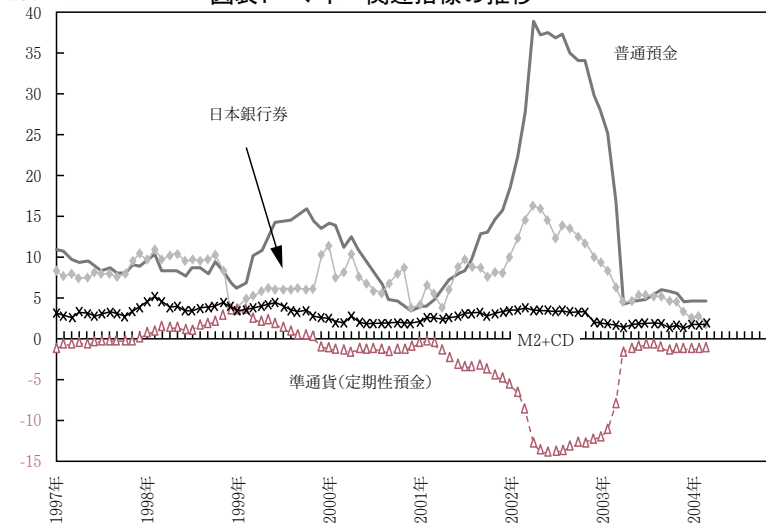
最近のマネー動向

マネーサプライとは通貨保有主体（非金融機関）が保有する通貨量の残高であるが、流動性が高い順にM1、M2、・・・、と範囲が区分されており、日本では代表的指標としてM2+CDや広義流動性を用いることが多い。3月のマネーサプライ統計によれば、M2+CDは前年比1.9%と3ヶ月連続して伸び率がやや加速しているが、広義流動性は同0.7%とこのところ伸び率が鈍化する傾向にある（簡易保険福祉事業団の要因を除けば同2.9%まで高まるが、それでも伸び率の鈍化傾向は変わらない）。

現金通貨である日本銀行券は最も流動性が高い金融資産であり、基本的にM1に分類されている（ただし、M1には通貨発行主体である金融機関保有分は含まれないため、日銀券発行残高とは乖離がある）。なお、3月の日銀券発行残

(前年比%)

図表1 マネー関連指標の推移



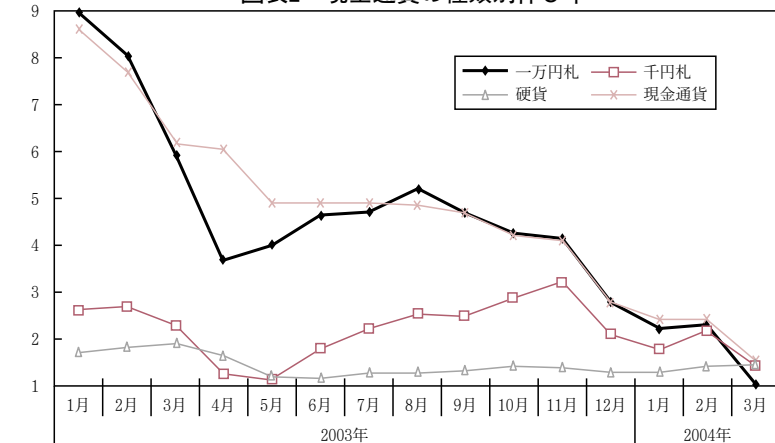
(資料) 日本銀行

高は前年比1.7%であり、2002年中に見られたような二桁増の伸びからは大きく鈍化している。

一方、日銀券の券面別内訳を見ると、高い伸びが続いていた一万円札が急速に伸び率を鈍化させていることが分かる。消費が底堅く推移している中で、足許では消費生活等に密接な関係がある千円札や硬貨の増加率よりも下回っており、いわゆるタンス預金と呼ばれる保蔵目的での一万円札への需要が収束しつつあることを示唆している。ただし、それが銀行預金にシフトしているという状況でもないようだ。

(%前年比)

図表2 現金通貨の種類別伸び率



(資料) 日本銀行

日銀券需要の諸要因

一般的に、現金などの流動性保有動機としては、①取引需要、②投機的動機、③予備的動機、に分けることができる。このうち、①は家計や企業などが消費・投資行動をするために手元に保有する分であり、②は株式や債券などの資産取引をするための保有分である。

一方、③は現時点では明確な使途はないものの、将来考えるリスク発生に備えて保有する目的である。具体的には、金融システム不安の高まりは現金保有ニーズを高めることが知られているが、本論ではそうした保有動機を想定している。

日銀券需要関数の推計

以下では、上述した流動性需要動機を考慮した日銀券需要関数について推計を行う。被説明変数を日本銀行券の平均残高、説明変数を①名目消費支出、②東証株価指数、③銀行業株価指数、④消費者物価、とした（いずれも対数値を使用）。なお、デフレの原因として、日銀による日銀券供給努力が足りないからだとの指摘もあり、仮に日銀が日銀券供給をコントロールできるのであれば供給サイドの要因も考慮すべきであるが、ここでは単純に需要サイドの要因のみを取り上げている。また、推計期間は1987年第1四半期から2003年第4四半期の68サンプルと

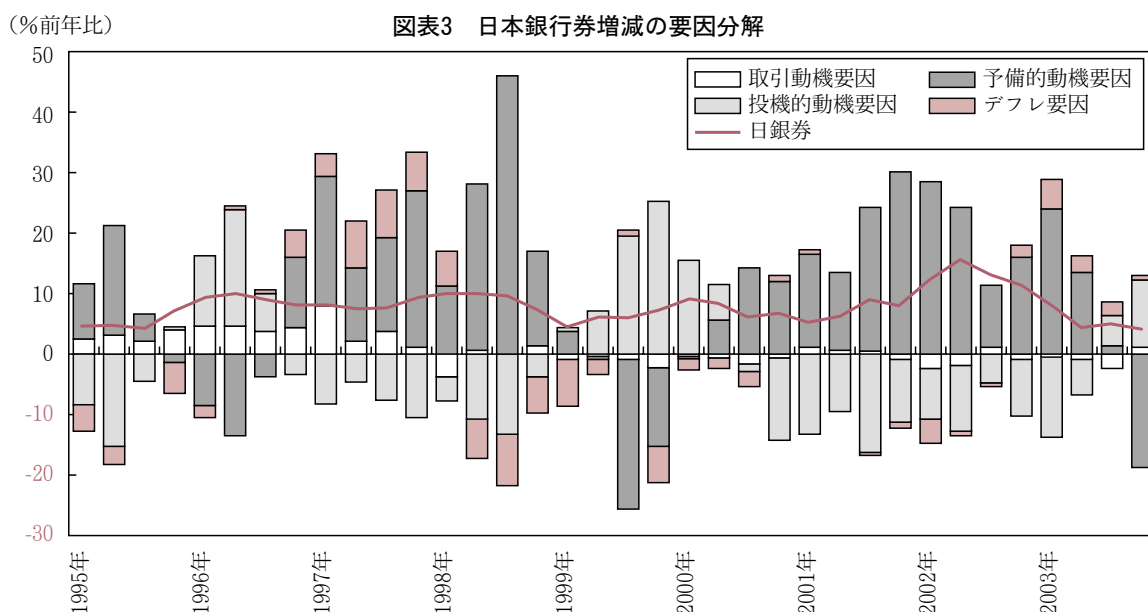
している。推計結果と、それを基にした各要因による寄与度分解は、図表3に示す通りである（推計結果を見ると、各説明変数の符号条件は満たされ、かつ推計式全体もまずまずの状態となっている）。

金融不安が高まった「97年後半から98年にかけて」と「2000年から03年前半まで」は予備的動機に伴う日銀券需要が大きく高まっているのに対し、ITバブル期や最近の株価上昇局面では投機的動機の側面が強まる。なお、最近の日銀券増加率鈍化の原因は、銀行株の堅調さの背景にある予備的動機に伴う日銀券保有志向が一巡した影響が大きいことが示されている。

今後の動向

端的に言えば、現状は景気回復や株価の戻り基調を背景に、金融システムに対する不安感が解消され、極度に高まっていた流動性需要は落ち着きを取り戻しつつある、と判断できる。

マネーサプライ統計を用いて民間非金融部門



(資料) 内閣府、総務省、日本銀行、東証のデータより農中総研が作成

(注) 日銀券需要関数は以下の通り（パラメータの下に括弧内の数値はt値）。

$$\text{Log(日銀券)} = -1.720 + 1.880 * \log(\text{名目消費}) - 0.518 * \log(\text{銀行株価指数}) + 0.488 * \log(\text{TOPIX}) - 1.987 * \log(\text{CPI})$$

(-1.864) (7.462) (-23.44) (10.26) (-3.141)

Adjusted R-Squared 0.982 F-statistic 883.0 D.W. 1.554

の現金・預金比率を計算すると、03年11月をピークに低下に転じている様子を観察することができる（図表4）。このことは、90年代初頭以降下がりが続けてきた信用乗数が足許で下げ止まる要因として働いている。マネタリーベースやマネーサプライの構成項目の一部である日銀券に対する需要低下は直接的にはマネーの伸びに対するマイナス効果がある。しかし、中期的に見れば信用乗数の下げ止まりや上昇をもたらすため、マネー全体にとっては好ましい効果を持つ可能性が高い。

なお、景気回復や堅調な株価に支えられて金融システムへの疑念や不安感が払拭されたかに見えるが、それ自体、銀行経営や金融システムが依然として株価変動の影響を受けやすい体質があるということでもあり、素直に前向きな評価を与えることは難しい。小泉内閣は04年度末

時点での不良債権問題の解決を目指しているが、不良債権問題の解決とは、不良債権比率を単に半減にすることではなくて、常に発生する可能性を秘めている不良債権に大きな影響を受けない金融機関経営のビジネスモデルや金融システムの構築がゴールであると思われる。メガバンクでは不良債権の処理が進捗し、一部では過去に注入された公的資金を返済する動きも見られる。しかしながら、メガバンクですら本源的自己資本は過少状態である。ましてや、地域金融機関の多くは地方経済の不振もあって、不良債権の処理そのものが遅れている。未だ金融システム健全化への道は途中であり、それが達成されないまま景気後退が始まった際には、再び金融システム不安が高まる可能性もあるのではないだろうか。

（南 武志）



（資料）日本銀行

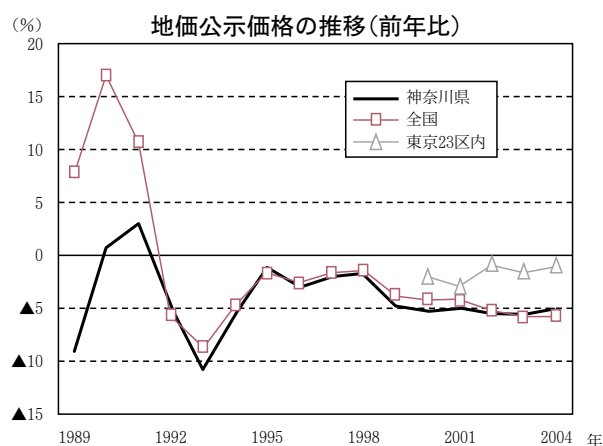
地価をどう見る

土地の価格は「一物四価」あるいは「一物五価」などと言われ、実際の取引価格である「時価」のほかに、①国土交通省が実施し公的な指標となる「地価公示価格」、②相続税などの評価に用いられる「路線価」、③固定資産税の評価の基となる「固定資産税評価額」、④地価公示価格とならび公的指標として用いられる「基準地価」の4種類がある（表1）。

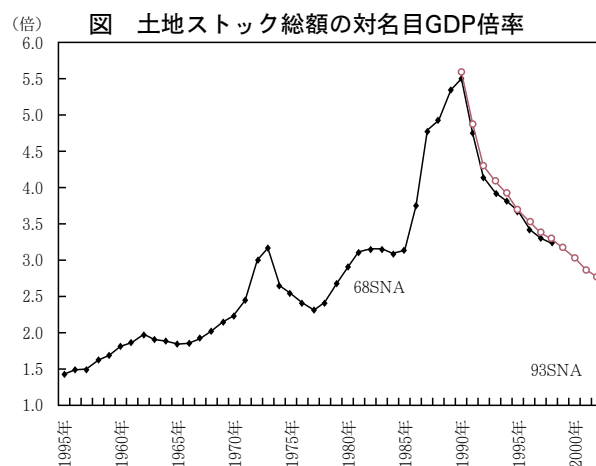
土地は、道路一本へだてただけでも価格が変わってしまうなど物件ごとに条件が異なるため、価格の同じ物はない。これらの4種類の地価について、東京都中央区銀座8丁目6番（資生堂本社近く）（2003年現在、1㎡当たり）を例にとり比較してみると、公示価格：8130千円、基準地価：7860千円、路線価：5900千円とそれぞれ異なる。

2004年の全国の地価公示価格は前年比で▲5.7%下落し、1992年から13年間連続して前年を下回って推移し、その水準はバブルがおこる直前の1987年とほぼ同じとなった（図1）。

内閣府「国民経済計算」に基づいて地価下落の度合いを把握してみよう。わが国の土地総額はピーク時の1990年末には名目国内総生産（GDP）の5.5倍あったが、2002年末には2.7倍にまで低下した（図2）。02年までの過去10年間を見ると、毎年平均69.4兆円の土地資産額が目減りしている。バブル崩壊が始まった90年以来、日本経済の資産デフレはいまだに続いているのである。ただし、土地総額の対名目国内総生産



国土交通省「地価公示」より農林中金総合研究所作成



(資料) 内閣府

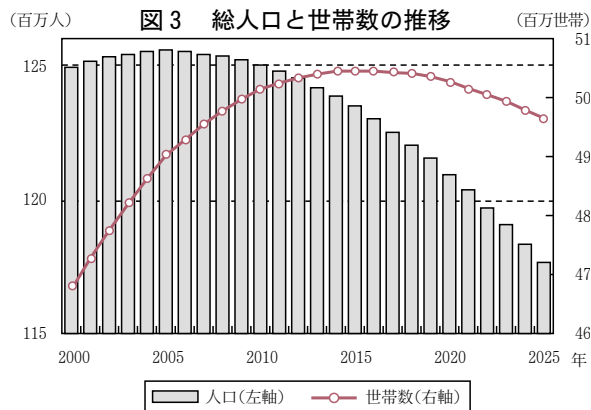
比率が1980年代の水準に戻ってきており、バブル期の地価高騰の調整がかなり進展してきた。

今後の地価について注目される点を2つ指摘

表1 地下のおもな種類

	①地下公示価格	②路線価	③固定資産税評価額	④基準地価
評価基準日	毎年1月1日	毎年1月1日	3年ごとの1月1日 現在の評価基準は平成15年	毎年7月1日
発表時期	(3月下旬)	(8月中旬)	(4月初旬)	(9月下旬)
主体	国土交通省	国税庁	市町村	都道府県
特徴	- 取引事情や収益性なども加味され、土地取引の公的な指標 - 相続税評価、固定資産税評価の算定基準にも使われる。	- 相続税、贈与税などの評価に用いられる。 - 路線価方式をとらない地域では、固定資産税評価額に一定倍率を乗じて算出。 - 税務署で閲覧可能。	- 国の「固定資産評価基準」に基づき計算。 - 公示価格の70%が目安。 - 固定資産税、都市計画税、不動産取得税、登録免許税の算定に利用。	- 土地取引の公的な指標 - 地下公示価格と違い、都市計画区域外の林地なども含む。

したい。第1に、少子高齢化である。少子化が進んでいることにより、住宅や宅地に対する需要は頭打ちになる可能性があるのは、今後においても地価下落要因である。人口は2006年から、世帯数は2016年から減少する見通しである（図3）。



国立社会保障・人口問題研究所「日本の世帯数の将来推計」2003年10月

第2に地価の動向は、今まで以上に個々の土地の特性を反映したものとなると予想される。近年、利便性の良い地域において地価の下落から値ごろ感が増し、「都心回帰」と呼ばれる現象が起きている。全国的にみて、東京、名古屋、大阪周辺や福岡、北海道など大都市を抱える地

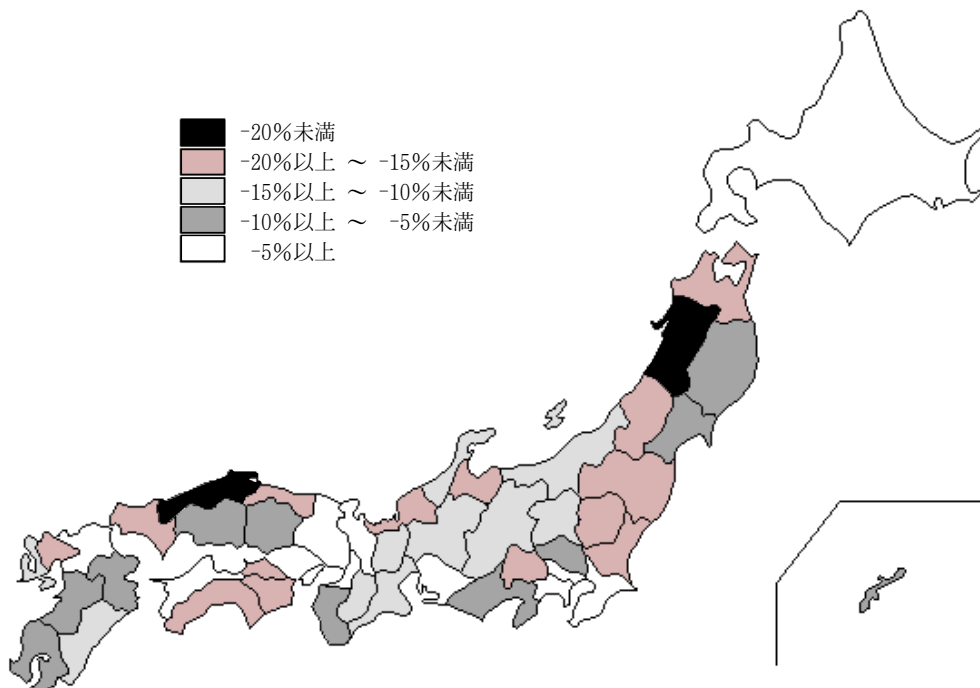
域で地価下落幅が小幅になっている。このような都心回帰の動きは住宅需要における構造変化の兆しとも考えられ、利便性の悪い地域の地価下落を招く可能性もあることから、今後の動向を注視していく必要がある。

過去には、土地神話により土地であればどのような土地であれ、将来値上がり期待されていた。しかし、最近では「収益還元法」といって、その土地が将来にわたって生み出すであろう収益を現時点の価値に割り戻して土地の価値を評価する方法が導入されつつある。この方法を用いたREIT（不動産投資信託証券）という商品が登場し、金融商品として注目された。このような新たな不動産投資の動きが地価の下げ止まりを抑制する可能性も考えられる。

また定期借地権の創設や、企業が保有する固定資産の時価評価が導入されるなどの動きも、土地の所有形態を見直すきっかけとなる可能性もある。

個別の土地の収益性や利便性をより重視した土地の価格形成の考え方が広がれば、土地の有効利用の度合いが地価決定に大きな影響を持つようになるであろう。（木村、田口）

図4 地価公示 商業地最高価格2004年変動率(2003年比)



海外経済金融・米国

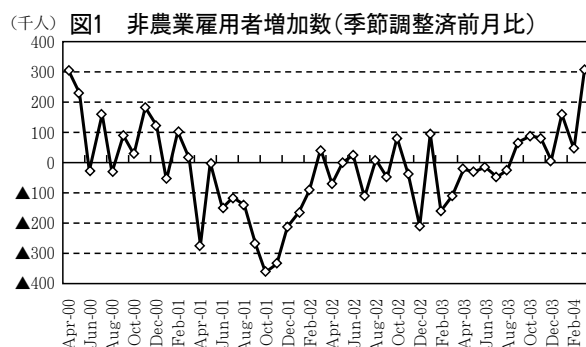
転換に一步近づいたFRBの超低金利政策

要 旨

- ・2004年3月には、経済指標の大きな動きが二つあった。非農業雇用者数が大幅に増加したこと、コア消費者物価上昇率が明確に上向いたことである。
- ・所得増加に加え、最近では借入金増加も消費拡大の原動力になっている。
- ・製品や資材・原材料取引に関する需給が、改善に向かっている。
- ・これに伴って、FRBが利上げに踏み切るための環境も整いつつある。但し、雇用の改善をもう少しばかり見極めてから超低金利政策を転換するという可能性も考えられる。

景気・物価ともに上向き

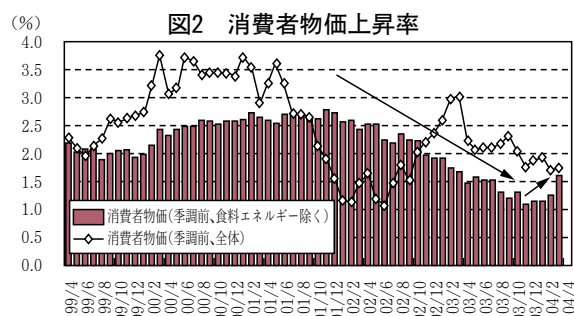
米国の3月の経済指標では、大きな動きが二つあった。一つ目は雇用統計である（図1）。3月の非農業雇用者数（季調済）は30万8千人増加した。また1月及び2月の増加数が合わせて8万7千人の上方改訂となった。建設業・小売業・医療保険業等の雇用者数が伸びたことに加え、製造業の雇用者数の減少が止まった。



資料：米国労働省

二つ目は消費者物価統計である（図2）。3月のコア消費者物価指数（食料・エネルギーを除いた指数）は前年同月比1.6%上昇となり、2月以前の上昇率と比較してひときわ高い上昇力を示した。その原因の一つは、ドル安の影響もあり衣料品価格があまり下がらなくなったことである。衣料品価格は、2月まで前年同月比▲2%前後のペースで下落を続けてきたが、3月は▲0.1%であった。一方全体指数は前年同月比1.7%上昇と、一見上昇力がそれほど高まっていないように見える。しかし、ちょうど一年前の2003年3月時点では、イラク戦争に伴うエネ

ルギー価格高騰により物価指数が底上げされていた。従って、足下での実勢としての物価上昇率はもう少し高いとみてよいだろう。一頃話題になっていたデフレ懸念、あるいは好ましくない物価上昇率低下に対する懸念は、表舞台には現れなくなった。



資料：米国労働省 （注）季節調整前年同月比

一方2003年以降、家計調査ベースの就業者数（自営業者を含む）は着実に増加しており、これに伴って名目個人所得額は安定的に伸びている。これに加えて2004年に入ってから、前年7～8月と同様に減税効果が比較的明確に現れたため、可処分所得の増加に弾みがついた。ガソリン価格高騰が家計消費全般を押し下げるのではないかとの懸念も出ている。しかしこれまでの統計でみる限り、物価上昇率調整後の実質可処分所得は増加を維持している（季調済前月比で1月は+0.6%、2月は+0.2%）。このように所得環境が概ね良好ということもあり、3月の小売売上高は季調済前月比で+1.8%と一年ぶりの高い増加率を示した。なかでも、低金利持続に伴う住宅建設の好調を受け、建築資材売上が

+10.6%と大幅に増加した。

個人消費好調のもう一つの要因として見逃せないのは、消費者信用残高が2004年に入り顕著な増加を示していることである。これまでは住宅投資ブームで住宅ローン債務が急激に増加したが、最近では消費者ローン債務の増加が復活している。

さらに最近の景気の特徴は、ここ数年にわたりずっと弱かった製品や企業間で取引される原材料・資材の需給が改善に向かっていることである。設備稼働率はボトムであった2003年4月の74.2%から着実に上昇し、直近の2004年3月には76.5%となった。また企業の景況感を示すISM指数の内訳項目である製造業の入荷納期遅延指数は、ここ数ヶ月の間連続上昇していたが、2月の62.1から3月の67.9へと急上昇した。

整いつつある利上げ環境

表は、FFレートが引下げ後の底から本格的引き上げに転じた94年2月と99年6月時点と直近時点の、主要経済指標の水準と方向性を比較したものである。「金融市場」2004年3月号でも同様の表を掲載したが、そのときと比較して指標の水準は全般に高くなっている。特にFRBが注目している非農業雇用者とコア消費者物価が上向いたインパクトは大きい。ISM指数は3ヶ月

前と比較して低下したが、そもそも水準が過去二回の利上げへの転換点と比較してはるかに高い。また消費者物価上昇率は3ヶ月前と比較して鈍化しているが、これは前述のとおり、ちょうど一年前に物価指数が底上げされていたという特殊要因が反映されているものである。

現時点でFRBに利上げを逡巡させる要因があるとしたら、それは雇用が回復しつつあるもののまだ強さとしては十分ではない、という認識であろう。企業調査をベースとした非農業雇用者数は2004年1月以降急回復した形になっているが、家計調査をベースとした就業者数(自営業者を含む)は、なだらかな上昇を継続しているに過ぎない。3月には失業率(季調済)が5.7%と対前月で0.1ポイント上昇しており、賃金上昇率は依然として低く、労働需給まだ改善に向かっているとはいえない。11月の大統領選を控え、FRBとしても利上げが雇用回復の芽を摘むようなことだけは、避けたいところである。FRBが雇用者数の増加持続をあと数ヶ月確認したいと考えても不思議ではない。

次回5月4日のFOMCで、FRBがどのようなアクションをとるのか、経済情勢をどのように認識し、景気・物価が内包するリスクをみているのかが注目される。

(永井 敏彦)

表 過去のFFレート誘導水準引き上げ時及び直近の経済指標

		過去のFFレート誘導水準引き上げへの転換点				直近	
		1994年2月		1999年6月		2004年3月	
FFレート誘導水準		3.00%→3.25%(+0.25%)		4.75%→5.00%(+0.25%)		1.00%(変更なし)	
各々の時点で公表されている最新の指標		水準	方向	水準	方向	水準	方向
景気	非農業雇用者増加率(前年比：%)	2.5	↗	2.3	↘	0.5	↗
	ISM指数	56.0	↗	54.3	↗	62.5	↘
需給	失業率(%) (矢印は上下逆向き)	6.6	↗	4.2	↗	5.7	→
	設備稼働率(%)	82.4	↗	82.3	↗	76.5	↗
物価	消費者物価上昇率(前年比：%)	2.5	↘	2.1	↗	1.7	↘
	コア消費者物価上昇率(前年比：%)	2.9	↘	2.1	↘	1.6	↗

資料：米労働省、FRB、供給管理協会

(注)方向とは、3ヶ月前の水準と比較して上昇・横ばい・低下のいずれの状態かを示したもの。失業率の矢印については、低下が改善、上昇が悪化となるため、矢印の方向を上下逆向きにしている。

気になる指標

「鉱工業指数」 その2

在庫循環の4つの局面

前回に引き続き経済産業省が毎月作成・公表している「鉱工業指数」について解説する。鉱工業指数には生産、出荷、在庫などの指数があることを前回紹介したが、今回は出荷と在庫の2つの指数を用いて景気変動を分析する「在庫循環図」について見てみたい。

一般的に企業は、将来の需要予測に基づき生産量を決定し、在庫を増やしたり、減らしたりする。別の見方をすれば、在庫は生産した分から出荷した分と自家消費した分を差し引いたものと考えることができる。

以下では在庫循環の仕組みについて説明する。図1は、出荷量と在庫残高を縦軸・横軸にとり、その関係を示したものである。それぞれ45度線を斜めに引くと、4つの局面に分けて考えることができる。

①景気回復の初期段階においては、企業の抱える在庫はまだ低い水準にあることが多い。景気が回復し需要が増えると、当初は生産が追いつかないため在庫が減少する「意図せざる在庫減」が発生する（図1のa）。

②景気回復がさらに進むと、企業は需要増を

見込んで在庫を増やす「在庫積み増し」の局面を迎える（同b）。

③しかし景気の山を過ぎると、実際の需要が企業予測よりも下回ることになり、在庫が増えてしまう「意図せざる在庫増」に陥る（同c）。

④企業は積みあがった在庫を減らすため、減産するなどして「在庫調整」を行う（同d）。この調整局面では景気後退がさらに進み、やがて景気の谷を迎えることになる。そして景気が回復すると新たな在庫循環に入るのである。

在庫循環から見ると景気回復は継続

図2は、上記の考え方にに基づき、鉱工業指数（原指数）の出荷・在庫の前年同月比を2軸に配置して描いた「在庫循環図」である。現在までの動向を見てみると、2001年2月から景気後退が始まり、02年4月に景気の谷を過ぎ、足下では「在庫積み増し」局面にある。

在庫循環は通常約40カ月とされており、01年1月から数えるとすでに04年2月で38カ月を経過した。景気回復（在庫積み増し局面）がもうしばらく続くのかどうか注目される。

＝次号に続く

（木村 俊文）

図1 在庫循環の概念図

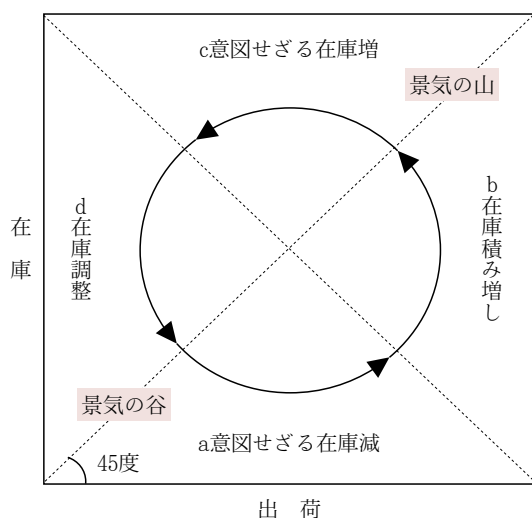
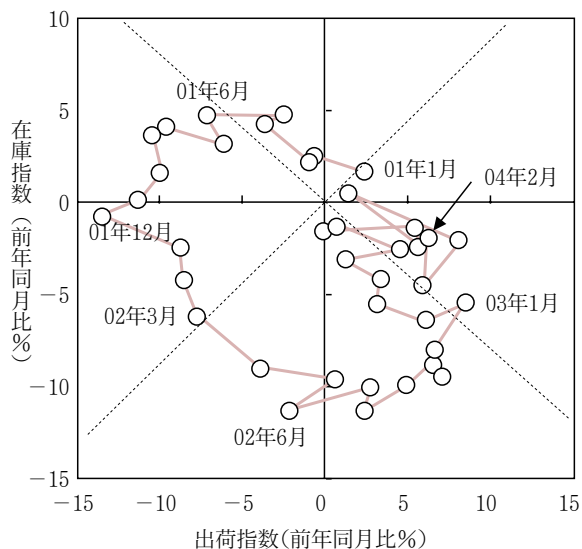


図2 鉱工業出荷と在庫の変化

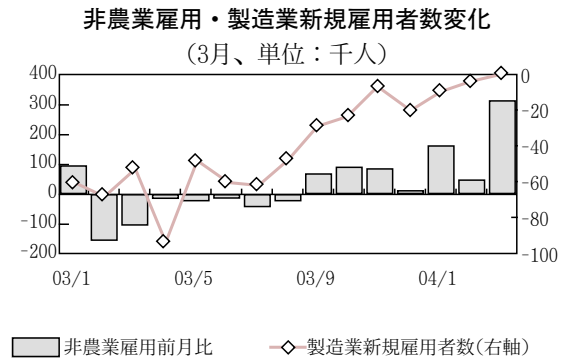
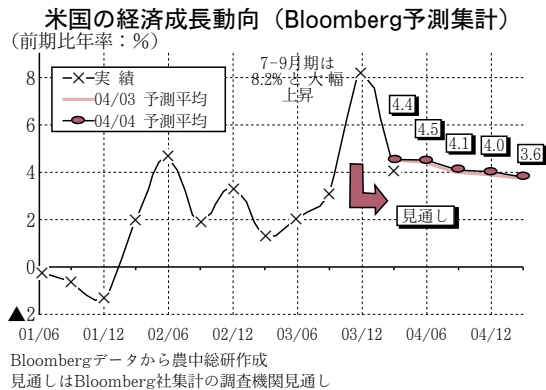


経済産業省「鉱工業生産・出荷・在庫統計」より作成

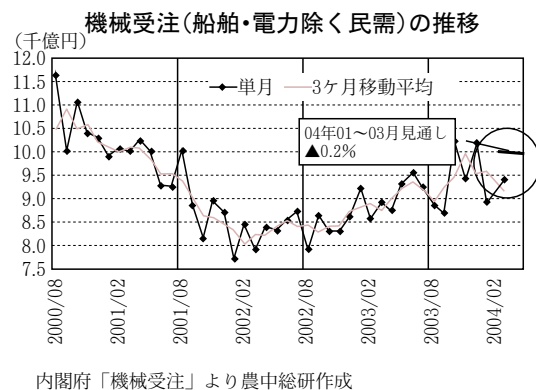
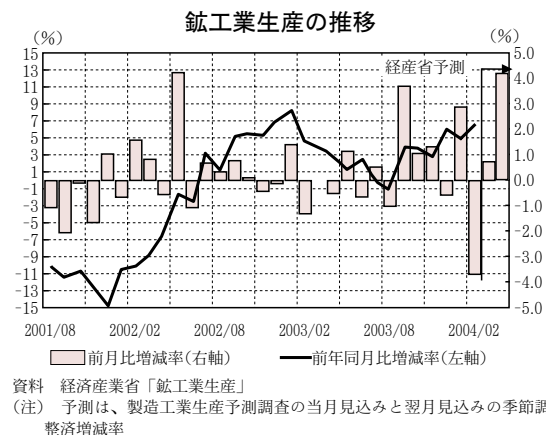
今月の情勢 ～経済・金融の動向～

最近の経済・金融情勢

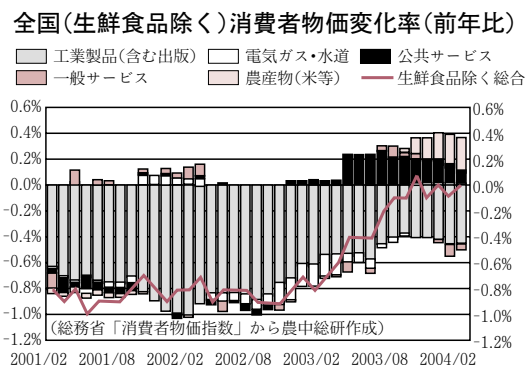
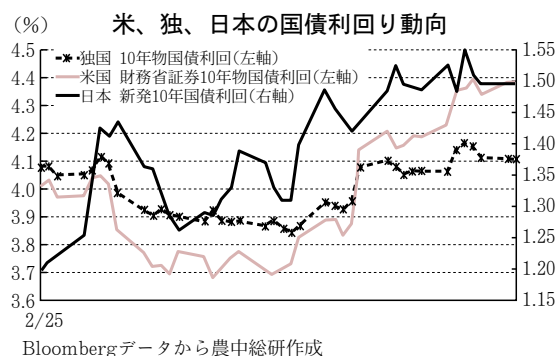
・米国では04年前半には減税効果が薄れるが、低金利効果等が残るとともに雇用改善に伴う消費の自立的増加が期待される。加えて企業の業績改善を背景に更新需要を含め情報関連機器を中心に設備投資が牽引すること等から、年後半やや鈍化するものの、4%程度の成長が続く予想となっている。米国の雇用統計は3月に大幅改善を示したが、本格回復を確認するには今しばらく様子を見る必要があらう。



・政府は4月の景気の基調判断を据え置いたものの、「企業部門の改善に広がり」が見られるとし、景気回復に広がりが出てきたと強調した。また日銀は、3月「短期経済観測調査」の業況判断DIが予想を上回る改善を示したことを受け、4月の金融経済月報で景気判断を4カ月ぶりに上方修正した。生産動向は、堅調に推移しており、電子部品・デバイス等ハイテク関連業種が輸出に牽引される形で増加する見通しである。消費者関連指標も年明けから回復傾向を示すものが増えている。また企業業績の改善を背景に設備投資は増加している。



・長期金利は、米国の利上げ観測などを背景に国債利回りが上昇、神経質な展開が続いている。国内企業物価は、世界的な景気拡大にともない商品市況や素材市況の上昇により前年比プラスとなった。一方、消費者物価は、下落率が縮小する動きが続いてきたが、その動きは足元では止まっている。



最近の主な出来事

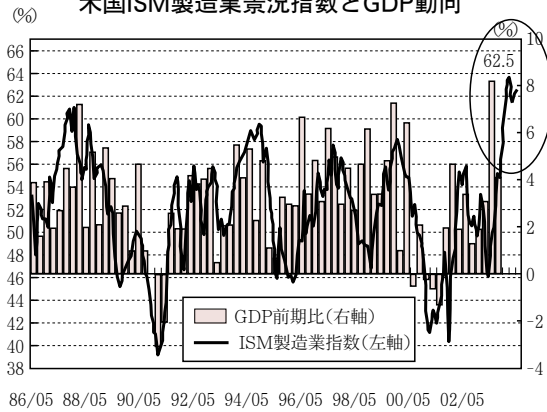
月日	政治・財政	経済・金融	海外・その他
3月19日(金)	・政府、「規制改革・民間開放推進3カ年計画」(04～06年度)を閣議決定		・台湾の陳総統、遊説中に銃撃され負傷
3月20日(土)			・台湾総統選、陳水扁氏が再選
3月22日(月)	・公示地価が発表、13年連続の前年割れ	・ブリヂストン、国内市販用タイヤの出荷価格を5～6%値下げすると発表	・イスラエル、イスラム原理主義組織ハマスの創始者アハマド・ヤシン師をミサイル攻撃で殺害
3月24日(水)	・沖縄県警、尖閣諸島の釣魚島に上陸した中国人7人を入国法違反で逮捕		
3月26日(金)	・2004年度政府予算、一般会計総額82兆円1109億円などの予算案が参院本会議で可決、成立		・スノー米財務長官、中国人民銀行に人民元の変動幅を拡大するよう要請
3月29日(月)			・ブルガリア、ルーマニアなどの中・東欧7カ国、北大西洋条約機構(NATO)の加盟国となる
3月31日(水)	・金融審議会、保険商品の銀行窓口販売について、05年に段階的解禁、07年に全面解禁を了承		・OPEC総会、4月から原油を減産(生産枠100万バレル下げ)することで合意
4月1日(木)	・消費税の総額表示が始まる	・東京都が出資した「新銀行東京」が発足	・欧州中央銀行(ECB)、定例政策委員会で政策金利の据え置きを決定
4月4日(日)			・イラク中部で、連合軍がシーア派指導者サドル師支持者のデモ隊と衝突、発砲
4月7日(水)			・米軍、イラク中部のフェルージャにあるモスク(イスラム教礼拝堂)にミサイル攻撃
4月8日(木)			・自衛隊のイラク撤退を求め、イラクの武装集団が日本人3人を拘束
4月9日(金)	・日銀、金融政策決定会合で、当座預金残高目標を「30～35兆円程度」に据え置き決定。また国債の「品貸し」制度の導入も決定		
4月12日(月)	・小泉首相、米日したチェイニー米副大統領と会談、イラクでの邦人人質解放へ協力要請		
4月14日(水)			・イラクで邦人2人が新たに拘束
4月15日(木)	・イラクで武装集団に拘束されていた日本人人質3人が解放	・凸版印刷とソニー、紙素材を使った大容量の光ディスクの開発に成功したと発表	・中国1～3月期実質GDP成長率は前年同期比＋9.7%
4月17日(金)	・バグダッド郊外で消息を絶っていた2人の日本人が無事に保護される		

政府と日銀の景況判断

年	月		政府月例報告		日銀金融経済月報
2003年	4月	➡	おおむね横ばいとなっているが、不透明感がみられる	➡	横ばいの動きを続けている。設備投資の判断を「持ち直しつつある」と上方修正
	5月	➡	おおむね横ばいとなっているが、引き続き不透明感がみられる	↘	全体として横ばいの動きを続けているが、先行き不透明感が強まっている
	6月	↘	おおむね横ばいとなっているが、このところ一部に弱い動きがみられる	➡	横ばい圏内の動きを続けている。輸出にやや弱さがみられる
	7月	➡	おおむね横ばいとなっているが、このところ一部に弱い動きがみられる	↗	横ばい圏内の動きを続けている。設備投資は緩やかな持ち直しを基調
	8月	↗	おおむね横ばいとなっているが、景気を巡る環境に変化の兆しがみられる	➡	横ばい圏内の動きを続けている。輸出が近いうちに増勢基調を取り戻す
	9月	↗	景気は、持ち直しに向けた動きがみられる	↗	横ばい圏内の動きを続けている。輸出環境などに改善の兆しがみられる
	10月	➡	景気は、持ち直しに向けた動きがみられる	↗	緩やかな景気回復への基盤が整いつつある
	11月	↗	景気は持ち直している	↗	緩やかに回復しつつある
	12月	➡	景気は持ち直している	↗	緩やかに回復している
2004年	1月	↗	設備投資と輸出に支えられ、着実に回復している	➡	緩やかに回復している
	2月	➡	設備投資と輸出に支えられ、着実に回復している	➡	緩やかに回復している
	3月	➡	設備投資と輸出に支えられ、着実な回復を続けている	➡	緩やかに回復している
	4月	↗	企業部門の改善に広がりが見られ、着実な回復を続けている	↗	緩やかな回復を続けており、国内需要も底堅さを増している

内外の経済金融データ

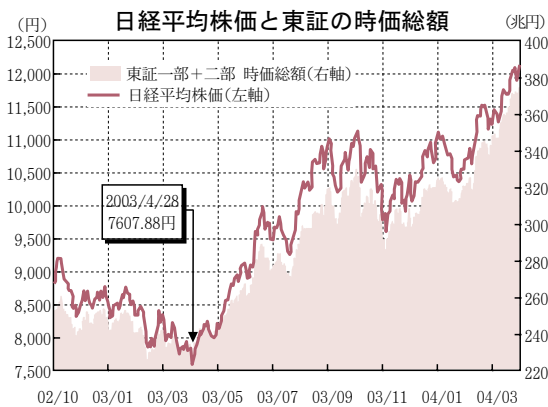
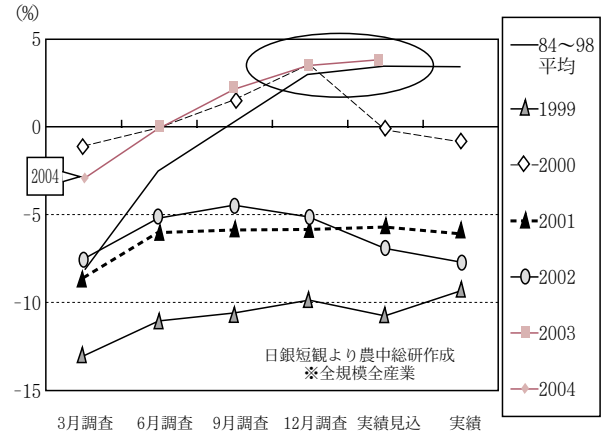
米国ISM製造業景況指数とGDP動向



Bloombergデータから農中総研作成 ISM（米供給管理協会指数）を3ヶ月先行

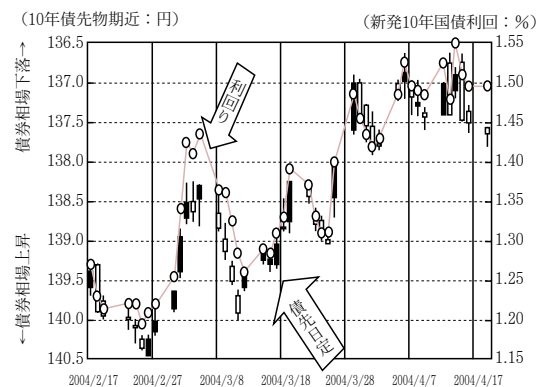
(注)90年代後半の米国GDPの平均成長率は3.7%

短観の設備投資計画前年度比の推移



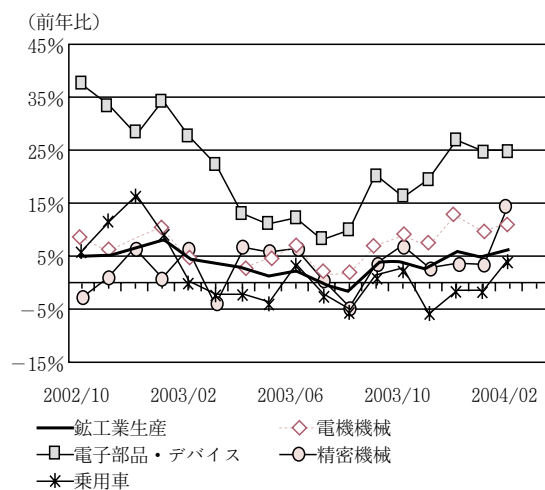
Bloombergから農中総研作成

国債相場の動向



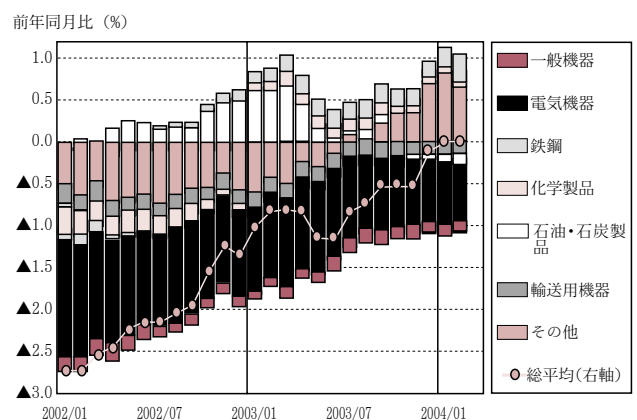
Bloombergデータから農中総研作成

鉱工業生産と電機・精密の生産動向



経産省「鉱工業生産」から農中総研作成

国内企業物価指数の推移と要因分解



今後の内外中期スケジュール

区分 時期		国 内		海 外
		政 治	経済・金融	
04年度 (H16)	4～9月	5月 自民党・党宣言発表 7月 参議院通常選挙	1月～配偶者特別控除廃止 4月：消費税総額表示義務化、 外形標準課税の導入、証券仲介 業制度の創設・証券会社にラッ プ口座解禁 9月 「銀行株式保有制限法」 で銀行は保有株式を基本的自己 資本以内へ	5月 露大統領任期満了（3月選挙） 5月 米国でサミット財務相会合 6月 イラクで主権移譲（目途） 米国でG8サミット 8月 アテネ夏季五輪
	10～3月		10月 年金保険料引き上げ（予 定） 千円、五千円、一万円の各紙幣 改刷 1月 自動車リサイクル法施行 04年度末：「金融再生プログラ ム」の不良債権比率半減の達成 期限	11月 米国大統領選・連邦議会選 挙 11月 チリで APEC 首脳会議 1月1日迄に、WTO 新ラウンド交 渉終結
05年度 (H17)			4月：ペイオフ解禁（除く決済 性預貯金） 郵政3事業の民営化方針 固定資産の減損会計完全実施 3～9月：愛知万博 デフレ脱却時期目標：05年度以 降	PS 等次世代ゲーム機相次いで投 入との観測 Windows XP後継バージョンを 市場投入 英国でG8サミット EU上場企業による IASB の国際 財務報告基準（IFRS）
06年度 (H18)		9月 自民党総裁任期切れ	新BIS規制開始	ロシアでG8サミット 2月 イタリア・トリノ冬季五輪 ドイツでFIFAワールドカップ

（国内経済金融班：木村）

今月の焦点

個人生命保険市場の変化とJA共済

要 旨

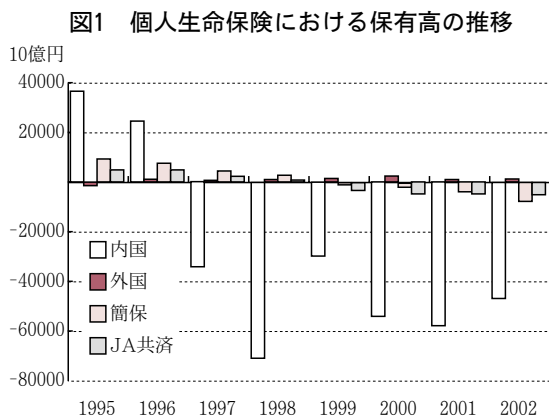
個人生命保険市場では、大量の営業職員を抱えるという従来型の販売方法から、近年多様なチャネルを活用した保険販売が進展し、さらに銀行窓口という大きなチャネルも加わることが明らかになった。JA共済は、その組織上の特徴を最大限に活かした販売活動を行ってきたと言えるが、保険商品への消費者ニーズの変化、簡保の民営化など、保険市場を取り巻く環境の急速な変化への対応が強く求められていると言える。

保険市場は近年大きな転換期を迎えている。3年後の全ての生保商品に対する銀行窓販の解禁が明らかになったなか、本年の秋には簡保の民営化議論に具体的な姿が示されることになっている。他方で、死亡保障から生存保障、保険料の安い掛け捨て型へといった消費者のニーズ変化は著しく、保険会社を取り巻く環境は非常に厳しい。

本稿では、民間生保会社、簡保とも比較しながら、JA共済の保険市場における位置づけ、特性を検証する。

保険市場の概況

個人生命保険分野^{注)}の近年の動向を、生保、簡保、JA共済の各主体別に保有金額で概観すると図1のようになる。



国内生保が97年度に減少に転じ、その後、2年遅れて簡保及びJA共済が減少することになった。減少幅は国内生保が最も大きく、続いてJA共済、簡保の順となっている。一方で外国生保は保有金額を増大させている。保険一件あたりの保有金額についてみると、最も大きい主体はJA共済（13.5百万円）であり、国内生保（13.2百万円）、簡保（2.7百万円）、外国生保（1百万円）という順で続く。JA共済および国内生保と簡保および外国生保とでは、提供する保険の商品性に大きな差があることは周知であろう。

注) 全労災などのJA共済以外の共済については含んでいないため、現実の個人生命保険市場のシェアとは異なる。

主体別に物理的なチャネルである店舗とスタッフの状況を紹介しますと表1のようになります。店舗数では、簡保が最も多く、生保、JA共済が続く。スタッフ数で見た場合、大手国内生保は伝統的に「生保レディ」に代表される営業担当職員によって販売が行われてきたこともあり、最も多いスタッフを抱えている。

個人生命保険市場において、保有金額で6割強を占める大手国内生保（10社）は、件数では3割強というシェアであり、大型の保険を23万人超（保険市場におけるスタッフの7割強を占

表1 平成13年度末における保有契約とチャネル

	保有契約額(兆円)	保有件数(万件)	店舗数	スタッフ数
民間生保	1256	11085	16510	262028
うち大手10社	1084	6862	12765	232358
うち外国会社	19	1897	225	2955
簡保	202	7695	23627	44282
JA共済	235	1743	14346	33838
計	1692	20524	54483	340148
上記合計に対するシェア(%)				
民間生保	74.2	54.0	30.3	77.0
うち大手10社	64.1	33.4	23.4	68.3
うち外国会社	1.1	9.2	0.4	0.9
簡保	11.9	37.5	43.4	13.0
JA共済	13.9	8.5	26.3	9.9

注1) 大手10社とは、第一、富国、日本、朝日、安田、明治、大同、三井、住友、太陽の合計

注2) 外国会社とは、アリコジャパン、アメリカンファミリー、チューリッヒ、カーディフの合計。保険研究所「インシュランス生命保険統計号」の統計上の区分を使用。

注3) 民間生保のスタッフ数は実働数、JA共済は部門別職員数の共済合計数（平成12年度末時点）。

注4) 簡保の店舗は簡易保険取扱郵便局数。JA共済の店舗数は信用店舗数で代替。

資料)保険研究所「インシュランス生命保険統計号」平成14年版、農協共済総合研究所「農協共済関連主要データブック」平成14年版、簡保ホームページ (<http://www.kampo.japanpost.jp>)

める)の営業職員によって販売してきた。一方で、簡保は保有金額では1割強でありながら、4割に迫る件数を有し、保有する店舗数のシェアは4割を超える。JA共済は、大手国内生保対比でスタッフ数では1/7、店舗数では若干上回るものの、簡保の店舗数およびスタッフ数に比べると相当下回っている。しかし、金額では簡保を上回り、大手国内生保の1/4に迫る金額を保有している。外国生保は金額では1%強であるが、件数で1割に迫り、店舗や人といった物理的チャネルではなく、郵送、電話、インターネット、テレビコマーシャルなどを利用して保険料の低額な商品を大量に販売している。

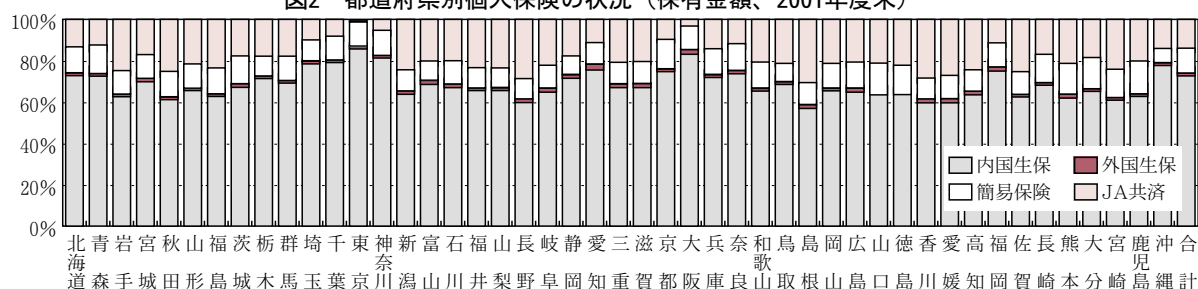
近年急速に伸びている外資系生保会社の主要チャネルは郵送、電話、インターネット、テレビコマーシャルなどであり、大手国内生保、JA共済、簡保とは大きく異なる。また、本稿では触れていないが、地域的には急速に保有件数を増大させている県民共済は、地域の金融機関の窓口に応し込み用紙付パンフレットを置いたり、折り込み広告による宣伝活動によって、

郵送による手続きで完了させるという方式をとっており、人員と店舗のような物理的チャネルによる販売活動を主力にはしていない。

都道府県別にみた動向

個人生命保険市場を都道府県別に、各主体のシェアをみると、図2のようになる。保有金額で見た場合、JA共済は、東京、大阪などでは非常にシェアが小さいが、長野、島根、香川では3割弱のシェアを占める。ちなみに、JA共済の保険一件あたりの保有金額をみると、上位3地区は静岡、兵庫、北海道である。外国会社は全国では1%強であるが、富山（2.3%）や静岡（1.7%）では比較的シェアが大きい。簡保は、シェアにおいて地域的にあまり大きな差はないものの、鹿児島で15%を占め、静岡、沖縄、鳥取では1割に満たない状況となっている。

図2 都道府県別個人保険の状況（保有金額、2001年度末）



注）JA共済は、養老生命、こども共済、終身共済の保有高。

資料）保険研究所「インシュランス生命保険統計号」

保険契約とチャネルとの関係

次に各主体の保有契約とチャネルとの関係に注目し、都道府県別データを利用して検証した（図3参照、詳細は「生保・簡保・JA共済の業務運営の特色」農林金融4月号参照のこと）。結果だけ要約すると、JA共済において、保有件数に最も影響が大きいと言える指標は正組合員数（個人）と共済従事者合計であった。これら2つの指標と比べると、店舗の影響は小さいと言える。スタッフとの関係についてみると、共済専従者のみの場合よりも共済従事者合計との相関が高いという結果がでた。

JA共済は、基本的に組合員という特定者を

対象としたものであり、協同組合という組織上の特殊性から、正組合員数という指標と関係がみられたのも当然と言えよう。また、「一斉推進」という独特な販売活動も影響していると考えられる。大手国内生保10社や簡保についてみた場合、人や店舗（簡保については簡易保険を取り扱っている郵便局数）といった物理的チャネル数に対して相関がみられた。JA共済と比較すると生保や簡保の店舗数等との相関は低いといえた。

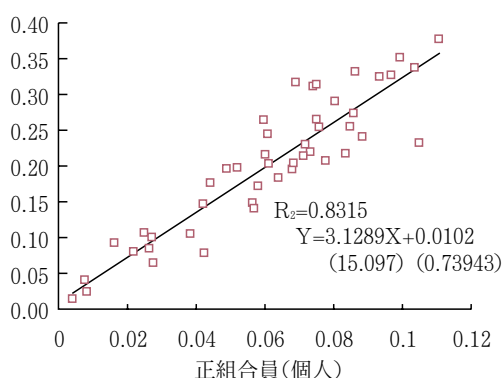
さらに、現在、JA共済の長期共済保有高に占める割合（39.1%、2001年度末）が最も大きい「建物更生共済」についても同様に検証したところ、共済従事者および正組合員戸数と強い正の相関が見られた。

このように、JA共済と他の主体との保有契約の特性は大きく異なり、協同組合組織という特殊性が、保険市場においても顕著に示されている。

おわりに

保険販売では、チャネルの果たす役割は大きいと言われているが、営業職員チャネルに依存する大手国内生保と、郵送、ネット等のチャネルを活用する外国生保では、近年の契約件数の増減が顕著に分かれている。この背景には、消

図3 保有契約件数と正組合員（個人）



資料）農協共済総合研究所「農協共済関連主要データハンドブック」から農中総研作成

注）各データ（都道府県の保険保有件数、組合員数等）は、住民基本台帳人口で除し、都道府県間の規模の違いを控除している。

費者の欲する保険商品の変化が指摘されている。掛け捨て型の保険料の安い商品の販売増は続いており、このような商品は、コストの高い営業職員を活用することは難しく、消費者ニーズの変化、多様化に対応した商品、チャネルの提供が大きな課題となっている。さらに、将来的な保険販売のチャネルとして、金融審議会金融分科会第二部会で、銀行窓販や法人代理店というチャネルの拡大に関する議題が検討されてきた。3年後を目処とした全面的な銀行窓販解禁は、従来から保険と貯金を同じ店舗で提供してきたJAおよび郵便局にとっても大きな環境の変化となる。

JA共済は、保険契約に協同組合としての強みを顕著に反映させ、また生損保兼営という優

位性から、現在の中核商品の1つと言える「建更」にみられるような提供商品の幅も広い。財務内容も、その他の生保会社と比較して健全と評価されている^{注)}。しかし、規制緩和の流れの中では、チャネルや提供商品などで持っていた既存の強みは薄れていくと考えられ、簡保の民営化議論や銀行窓販の進展によって、保険市場における競争はより激しさを増している。さらに、協同組合組織として農業者人口の減少、高齢化など内部環境も急速に変化しており、将来展望をどう描いていくのかが大きな課題であろう。

(丹羽 由夏)

注) 日本経済研究センター「民間生命保険及びJA共済の検証」

『日本金融研究9』2003.10

ドイツにおける地方公共団体の借入と融資機関

要 旨

ドイツの地方公共団体の借入手段は、銀行からの借入が中心であり、州においても債券発行による資金調達に2割程度を占めるのみである。借入先の中心は、貯蓄銀行グループと抵当銀行グループであり、両者の資金調達手段である公共ファンドブリーフ債は、ドイツ債券市場において約1/4のシェアを占めている。

本稿ではドイツにおける地方公共団体（以下、地公体）の長期借入の状況を概観し、後半で地公体の借入に大きな役割を果たしている金融機関（共同発行的機能をもつとされる金融機関）を紹介する^{注)}。日本でも公営企業金融公庫の改組議論があり、借入規模の小さい地公体への共同発行機関を創設しようという意見は多い。現在、地公体融資を行っている民間金融機関にとっても参考となる事例であろう。

注) 詳細は、総研レポート「地方債発行の将来～地方債の信用力と諸外国の地方債発行」参照。

地公体の借入に係る諸制度

ドイツでは憲法第109条に連邦と州は相互に依存しないという規定があり、州は州債の発行にあたり、連邦政府の制約を受けることはない^{注1)}。州債発行に関する諸規定は、州憲法や州法で定められており、州債の発行額は原則投資支出の範囲内と規定されている^{注2)}。

注1) 例外的に連邦政府はマクロ経済攪乱防止のため、借入の上限を設定することができる。これは、「経済安定化及び経済成長の促進に関する法律」による。この措置は、過去において一度だけ、1970年代前半に行われたことがある。

注2) 「全経済的均衡を乱すことを防止するためにのみ、赤字公債の発行が認められている」（Clair Report173、26頁）。

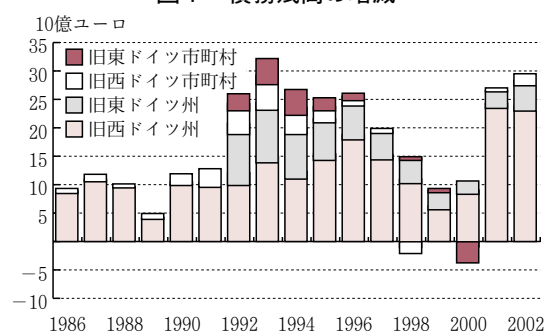
市町村の地方債発行は州法に従い、通常、州による包括許可が必要とされる。地方債以外に資金調達の手段が無い時や、経済的にその他の資金調達手段では非効率な場合に、起債が認め

られる。金融危機の際は、州政府の命令により承認が否認されることもある。償還条件は原則自由であるが、長期資産の形成には長期の借入で対応することが推奨されている。ただし、償還期間を延長するようなリスケジュールは認められていない。地公体が地方債を償還する際は、元金償還分の資金を経常会計から資本会計に移し、元金償還は資本会計で、利払いは経常会計で処理することが決められている。

資金調達の状況

図1は、地公体の債務残高について年度末時点の増減を見たものである。

図1 債務残高の増減

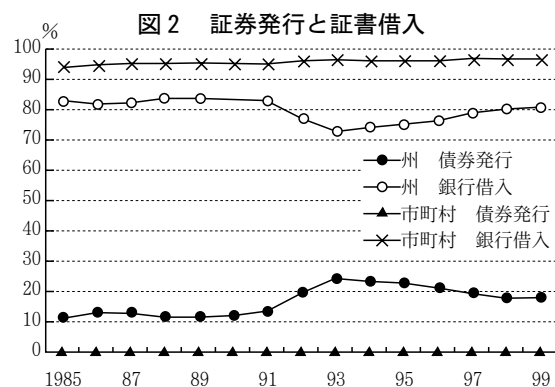


資料) BundesBank, "Monthly Report"

ドイツ統一により、途中から旧東ドイツの州と市町村が統計に加わったが、統一直後の旧東ドイツ地域の債務増加額は非常に大きかった。90年代後半には、歳出削減努力と歳入増（税収増や民営化による一時的収入）により債務の増加幅の縮小が見られたが、2000年以降債務残高

は急増し、特に旧西ドイツ州の増加が顕著である。2002年の債務残高増加分のうち約8割が旧西ドイツ州による。

ドイツ地公体の中心となる借入手段は、金融機関からの証書借入である。州の全資金調達額に占める証書借入の割合は82%で、残りが州債の発行による（図2参照）。市町村では、99%が証書借入である。債券発行による調達を行っている市町村は限られ、ミュンヘン市、ドレスデン市、ライプツィヒ市に代表される大きな市のみである。ミュンヘン市一つで、市町村の債券発行額の過半を占めている。



資料) 財団法人 日本証券経済研究所「ヨーロッパの証券市場 2000年版」

地公体が資金を借り入れる場合、主たる調達先は貯蓄銀行グループと抵当銀行グループである。

貯蓄銀行グループ

貯蓄銀行グループとは、地公体が出資した公的金融機関のグループであり、地域の貯蓄銀行（全国で510行、2003年5月）、州単位のランデスバンク（州内の貯蓄銀行の中央機関としての役割をもつ、12行）、全国の中央機関であるDekaBank（＝DGZ-DekaBank Deutsche Kommunalbank、中央振替銀行・ドイツ自治体銀行^{注)}）の3つの段階からなる組織である。同グループの資産は、国内金融機関の総資産規模に対して36%（2003年3月末時点）を占め、

貸出でみても国内総貸出額の36.7%（同上）を占める。ドイツ国内に約1.8万（ランデスバンク616支店、貯蓄銀行17,025支店）の店舗をもち、同国で最大の銀行グループである。

注) 様々な邦訳があるが、本稿では戸原四郎・加藤榮一「現代ドイツ経済」1992年による。

貯蓄銀行は、低所得者層、中小企業、地公体へ資金融資を行うことを主業務として発展してきた。貯蓄銀行の調達手段は、預金受け入れが中心である（負債に占める割合63.4%、2001年度）。

ランデスバンクは、州内の貯蓄銀行の中央機関として、流動性準備資金を保有し、振替決済業務を行う。また、自らは債券発行で資金調達を行い、公的部門に融資を実施している。貯蓄銀行から受け入れた資金の市場運用も行っている。州政府および州内の地公体のメインバンクとして、出納事務も行う。さらに、国際展開も行っており、民間の大手銀行と業務内容は同じである。調達の内訳についてみると、金融機関からの預金が34.7%、債券発行による調達（主にファンドブリーフ債の発行）が30.8%を占めている（2001年度）。

中央機関であるDekabank（＝DGZ-DekaBank Deutsche Kommunalbank）は1918年に設立された。戦後1950年にデュッセルドルフで営業を再開し、1965年に本店をフランクフルトに移した。Dekabankは、全国中央機関としてランデスバンク間の資金調整を行うとともに、自らも金融債の発行と貸出業務を行っている。同行の全貸出（2002年、505億ユーロ）に占める、国内公的金融機関向け貸出の割合は43.3%、連邦政府及び州、市町村向け貸出の割合は25%である^{注)}。

注) Dekabank, “Annual Report 2002”

貯蓄銀行の出資者は地公体であり、ランデスバンクは当該地域の貯蓄銀行協会と州が出資母体である。ランデスバンク同士で相互に出資す

る場合も見られる。

貯蓄銀行グループの業務内容は、民間金融機関と同じにもかかわらず、公的保証の存在から民間金融機関よりも競争上有利であり、民間金融機関から不満があがっていた。これらをうけ、EU競争委員会とドイツ連邦政府の合意により、2001年7月19日から2005年7月18日の4年間の移行期間を経て、段階的に公的保証^{注1)}が廃止され、2005年7月19日以降の発行債券は、完全に公的保証がなくなることになった。ランデスバンク発行の公共ファンドブリーフ債の仕組みは、民間抵当銀行が発行している公共ファンドブリーフ債の仕組みに統一されることになる^{注2)}。

注1) 「維持責任」と「保証責任」がある。

注2) Helmut Seitz (1998) によれば、現在の公共ファンドブリーフ債の流通価格は、抵当銀行グループ発行のファンドブリーフ債よりも、公的保証の付与されているランデスバンク発行のファンドブリーフ債の方が高いという分析結果が出ている。

抵当銀行グループ

抵当銀行グループは、抵当銀行法に基づく民間の抵当銀行（民間抵当銀行及び民間船舶抵当銀行）と公的抵当銀行（公法上の土地金融公社）からなる専門銀行グループである。民間抵当銀行は専門抵当銀行（17行）、ユニバーサル業務を行う混合抵当銀行（3行）、船舶抵当銀行（2行）に分けられる。国内金融機関の総資産額に占める抵当銀行グループの資産割合は13.5%（2003年3月）、貸出額でも、同グループは国内総貸出額の14.2%（同）を占めている。

2002年9月時点で、抵当銀行グループの公共部門貸付額は、202億ユーロ存在し、内訳は連邦政府向けが18%、州向けが71%、市町村向けが11%となっている。抵当銀行にとって、州政府が貸出先の中心と言える。また、抵当銀行は、地公体に直接融資する（＝地公体が発行する“Schuldscheine^{注)}”を直接購入する）だけでな

く、州債や市債を市場から購入することも行っている。

注) 債務証券、ドイツ特有の債券類似の機能をもつ譲渡性のある金銭貸借証券。資本市場において重要な長期資金調達手段である（財団法人国際金融情報センター「世界の金融・資本市場」159頁）。証券上に譲渡についての条項が盛り込まれており、一般的に第3者への転売が一定の回数まで可能とされる。通常、公的セクターと金融機関が発行し、購入者は銀行、保険、企業年金基金など。

ドイツ抵当銀行法の改正により2002年7月から、公共部門貸出先として、米国、カナダ、日本、スイスの中央および地方政府、中東欧のOECD加盟国であるポーランド、チェコ、ハンガリー、スロバキアの中央政府も認められるようになった。

以上のように地公体融資を行っている貯蓄銀行グループおよび抵当銀行グループは、貸出資金の調達手段としてファンドブリーフ債を発行している。同債の発行ができる銀行は、法律によって定められており、公法上の金融機関、「抵当銀行法」に基づく民間抵当銀行および民間船舶抵当銀行である。

ファンドブリーフ債は、BIS基準でリスクウェイト10%と設定されており（通常の金融債は20%）、欧州中央銀行からは短期資金を貸し出すレポ取引の際の適格債としても認められている。抵当銀行は融資先（公的部門）に対し、貸付供与日から最長10年間は期限前返済をしない旨を契約で規定する権利を有しており、繰上げ償還を認める場合、経済的損害に相応の賠償が条件となる。ファンドブリーフ債の期限前償還は認められていない。

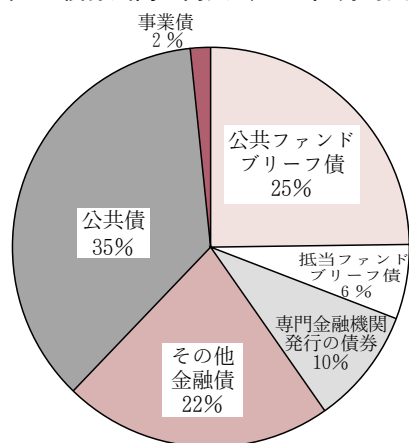
抵当銀行法により、公共ファンドブリーフ債の発行額は、担保となっている公共部門融資額に一致していなければならない。

ファンドブリーフ債には、地公体向け融資が担保となった公共ファンドブリーフ債のほかに、不動産が担保になった抵当ファンドブリーフ債

がある。2001年時点でファンドブリーフ債の発行残高は1.1兆ユーロあり、そのうち公共ファンドブリーフ債が76.8%を占めていた。また、公共ファンドブリーフ債に占める抵当銀行グループの発行割合は55%、ランデスバンクおよびDekabankの発行割合は37.7%である。

公共ファンドブリーフ債は、ドイツの債券市場において、全債券残高の1/4を占めている（図3参照）。

図3 債券残高の内訳（2003年3月時点）



資料) Bundesbank, “Monthly Report”

おわりに

ドイツの地公体は証書形式での借入（銀行からの借入）が中心であり、特に市町村レベルの地公体であれば、9割以上を銀行から借り入れ、債券発行での調達が少ない。

日本とドイツの大きな違いの一つは、地公体の借入先である金融機関の資金調達手段であろう。日本の場合、公営企業金融公庫を除けば、預金によって資金調達を行っている金融機関が大半である。

現在、地公体の借入において大きな役割を果たしていた政府資金が急速に縮小しており、公的資金依存から脱却し、どのように民間資金を円滑に調達していくかということは地公体にとって最も大きな課題である。しかし、一方で地公体融資を行う民間金融機関にも自らのALMを考慮に入れた地公体の長期資金ニーズに対応できる資金調達方法を模索・提案していくことが求められているのかもしれない。公営企業金公庫の改組が検討されるのも、地公体側だけの事情ではなく、民間金融機関側にも依然として改革の余地があることを意味しているともいえる。

（丹羽 由夏）