

道半ばの大手邦銀の収益力回復

主席研究員 鈴木博

2004 年 3 月期の大手銀行の決算では、不良債権処理損失や株式償却の増加等によって大幅赤字となった前期に比べて、大半の銀行で最終損益が黒字に転化した。また、全体として不良債権比率の低下や自己資本に占める繰延税金資産計上額の減少などバランスシートの改善も進んだ。このように銀行の収益力や財務内容はようやくトンネルを脱した感があるが、最終損益が黒字に転化した銀行では、不良債権処理額の減少や株価上昇の効果が大きく、本業の収益力を示す業務純益（一般貸倒引当金繰入前）は減少したところが多い。

本業の収益が伸びなかったのは、投資信託や保険商品の窓販増加等によって役務取引等利益は増加したものの、柱となる資金利益が減少したことによるものである。資金利益の減少は貸出残高の減少とともに、利鞘の改善があまり進んでいないことに起因している。

大手 7 金融グループ（都銀 信託を中心とする金融グループ、新生銀行とあおぞら銀行は除く）についてみると、2004 年 3 月期は、全体で預金が前期比 8 兆円増加したが、総資産の過半を占める貸出金が 14 兆円減少し、国債を中心とする有価証券の増加（21 兆円）でこれらを埋め合わせた形となった。利鞘については、単体 11 行（国内業務）ペースで、預貸金利鞘が拡大したのが 4 行で縮小したのが 7 行である。有価証券も含めた総資金利鞘では、5 行が拡大し 5 行が縮小（横這いが 1 行）となるなど、全体として改善ペースは鈍い。

邦銀の貸出利鞘は、欧米の銀行に比べて小さいことが以前から指摘されており、各行ともこれまで利鞘の拡大に取り組んできた。内部格付制度に基づく貸出先の格付に応じた貸出金利の適用や、利鞘の大きい中小企業向け貸出や個人向け住宅ローン貸出の増加などを推進してきた。中小企業向け貸出については、スコアリングモデルなどの新たな審査手法のもとで、無担保・第三者保証不要の小口ローンの貸出などを推進している。住宅ローンについては、2004 年 3 月期に 7 グループ全体で貸出残高が前期比 4 兆円近く増加している。また、メガバンクでは、大手消費者金融会社との資本提携を進め、これらの会社が保有している消費者信用分野での審査ノウハウ等を活用しようとする動きなどもでている。

景気回復を背景に設備投資が増加傾向となり、企業のリストラも進んで銀行の不良債権処理額もピークアウトしてきていることなどから、既往貸出金の減少にも歯止めがかかってこよう。これに加えて、中小企業向けローンや個人向けローンなどが伸びていけば、大手行の貸出金が増加に転じる時期もそう遠くはないと思われる。

金利上昇による保有債券の価格下落リスクはあるが、前記のような貸出内容の改善やリストラの進展等によって大手行の収益力は今後次第に強化されてこよう。収益力が増してくると、既存事業の強化や新たなビジネスチャンスの開拓などを行う余地が広がる。90 年代以降金融のグローバル化が進展するなかで、円の国際化や東京金融資本市場の地位向上などが叫ばれたものの、日本の金融市場や金融業は停滞を余儀なくされてきた。それは、市場拡大の尖兵となるべき金融機関が不良債権処理などに追われて、前向きな事業展開に取り組むことが十分にできなかったことに一因がある。大手行の収益力回復を契機に、日本の金融資本市場が再び輝きを取り戻すことが望まれる。

情勢判断

国内経済金融

景気上昇と物価安定化の観測から長期金利は高止まり

渡部 喜智

(要旨)

当面の景気上昇と消費者物価の安定化の観測から長期金利は高止まりが予想される。更なる上ブレ・リスクも残るが、一定の物価(=ゼロ・フラット化)や景気上昇の条件を織り込んで来たと考えられる。

株式相場は二桁経常増益など好ファンダメンタルズから堅調推移を予想するが、上値には慎重な見方を継続する。

為替は米国の金利上昇や米国景気の堅調からドル安圧力は緩んでいるが、米国の貿易赤字増大などドル安リスクも残る。当面は小康を予想するが、大統領選後の米次期政権の政策スタッフや通貨政策スタンスに徐々に視点を移していくことも重要だろう。

表 1 金利・為替・株価の予想水準

(単位:円、%,円/ドル)

項目	年度/月	2004年度				2005年度
		6月23日 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	05年3月 (予想)	05年6月 (予想)
無担コ-ル翌日物		0.0010	0.001~0.01	0.001~0.01	0.001~0.01	0.005
TIBORコ-ロ円(3ヶ月)		0.0792	0.10±0.02	0.10±0.02	0.10±0.02	0.10±0.02
短期プライムレ-ト		1.3750	1.375	1.375	1.375	1.375
新発10年国債利回		1.8800	1.85±0.25	1.75±0.25	1.75±0.20	1.70±0.15
為替相場	円/ドル	108.71	105.0~110.0	107.5~112.5	105.0~110.0	105.0~110.0
	ユーロ/円	132.14	130~135	135.0~140.0	130.0~135.0	130.0~135.0
日経平均株価		11580.56	11,750±750	11,750±500	11,750±500	12,000±1,000

(月末値。実績は日経新聞社およびBloomberg社調べ。)

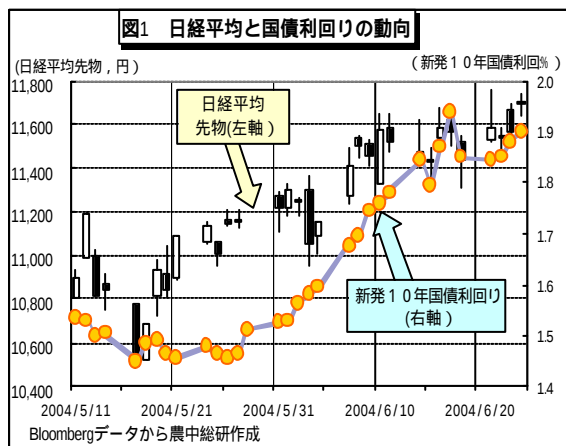
ここ1ヶ月程度の金融市場概況

景気が上昇基調を継続するとともに、商品市況高からの転嫁を受け、消費者物価も安定化するのではないかという期待から、量的緩和政策の早期解除への思惑が浮上した。

その思惑は、金利先物の利回り上昇に端的に現れた。6月初めまで0.15%程度で推移していたユーロ円3ヶ月金利先物(中心限月:05年3月限)の利回りは、出来高を伴って6月9日には0.2%台に上昇し、15日には0.36%まで跳ね上がった。

この結果、債券利回り上昇が短期から中期、さらには長期ゾーンへ波及。また、金融機関による、スワップを含めたヘッジ・ツール利用の増大が国債相場下落に拍車をかけた。

福井日銀総裁は6月16日の会見で、長期金利上昇の「足取りが少し速い」としながらも長い目でみると将来の経済や物価に対する



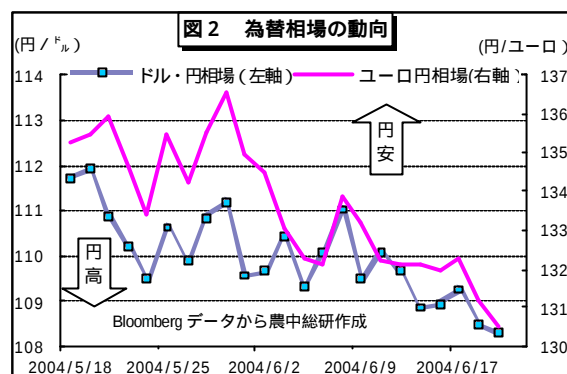
人々の見方を反映」とコメント。長期金利上昇に一定の寛容姿勢を示したと受け止められたことから、同日に長期金利は一段上昇。17日には新発10年国債利回りは1.94%をつけた。ただし、その後は小幅低下している。

一方、株式相場は戻り基調をたどった。日経平均が5月17日に10,505円05銭をつけた後、信用買いの損切り一巡や海外投資家の売り越しが止まったこと、および経済指標の好調や米国株式相場の反転につれ、6月8日には11,500円台を回復した。しかし、内外金利上昇に伴う資金シフト懸念やデジタル関連の先行き需給悪化観測もあり、上値の重い展開となっている(以上、図1)。

為替相場においては、米国の金利上昇観測に伴うドル還流などから5月中旬にドル円相場で円が114円台に下落。その後、米国の利上げペースが慎重なものになる見通しとなったことや、米国の地政学的リスクおよび貿易赤字がドル安要因として意識され、円は緩やかに上昇基調をたどった。

同様に、ユーロ円相場ではユーロ圏経済の成長が米、日に比べ相対的に劣ることがユーロ安材料となり、円は上昇をたどった(図2)。

ニューヨーク原油先物(WTI)は6月1日に



1バレル=42ドル台に上昇後、3日のOPECの増産決定から反落。穀物や綿花・コーヒー、銅など他の国際商品市況も概ね、米国の金融政策転換を睨みながら反落状態にある。ただ、原油先物が37ドル/バレル台にとどまるなど、高値水準にとどまっている産品も多い。

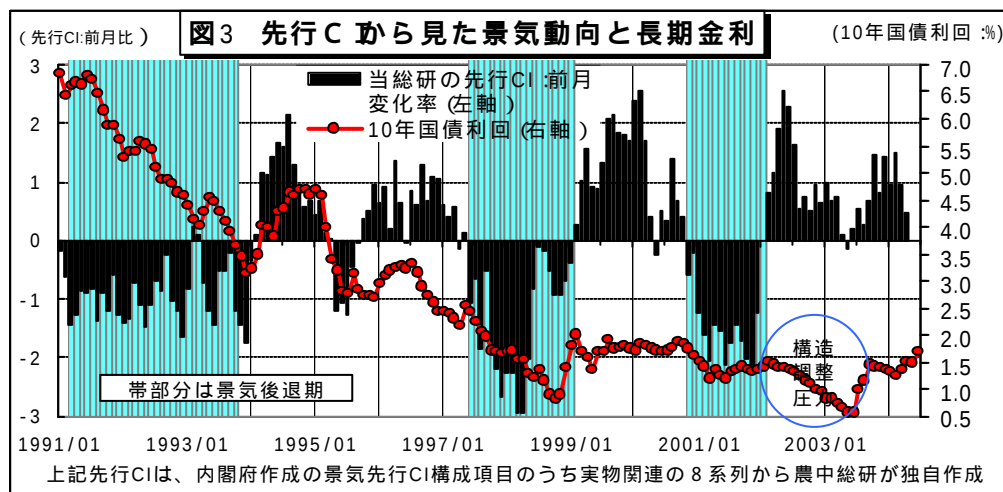
金融市場の見通しと注目点

債券相場

= 長期金利には当面上昇リスク

改めて、ゼロ金利政策の基底をなす消費者物価(生鮮食品を除く総合、以下同じ)と名目長期金利(新発10年国債利回り)の関係を確認しておこう。

新発10年国債利回り - 消費者物価の変化率」の差 = 実質長期金利は、デフレが深まった90年代後半以降、平均1.8%程度。標準偏差=0.4%である。



まず、物価についてであるが、筆者は需給ギャップ残存や国際商品市況の上昇一服などから、今後大幅な円安進行でも無い限り、転嫁圧力がさらに強まり、最終製品・サービスの値上げが目白押しとなる可能性は小さいと考える。家電等耐久財やトイレットリー用品などの値下がり傾向の継続に加え、03年の米価上昇、タバコ税引き上げなどの一時的物価押し上げ要因の剥落もあることから、今年度中に消費者物価の前年比が安定的にプラス圏で推移するようになるとは見ておらず、むしろマイナス局面の局面が残るだろう。

しかし、需給ギャップ縮小のもと、原油等市況高に伴うコスト転嫁が多くの商品・サービスの値上げの後押し要因になるのではと、市場参加者が意識するのは否定しがたいところである。よって、金利予想上は消費者物価のゼロ・フラット化を前提とするのが妥当だろう。

また、実質金利の変動（ボラティリティ）は名目金利のそれに比べ小さいが、金利の乱高下期には、どうしても変動幅が大きくなる。

景気上昇局面では中・長期ゾーンのスプレッド拡大などにより長期金利が上昇しやすい。景気先行指標の動きから見て、わが国の景気は秋口までは上昇感を維持する公算が大きい。（図3）。

よって、当面の新発10年国債利回りは、消費者物価の前年比・ゼロ％を前提に、景気上昇過程での上ブレ圧力を考慮、前述の実質長期金利の平均水準から逆算して1.8％±0.2％を中心レンジと予想する。

なお、市場参加者には、今秋10月発表の、日銀・政策委員による「経済・物価情勢の展望」において、05年度消費者物価見通しがプラス圏予想になり、ゼロ政策解除の観測が一段と強まる懸念があると思われる。

確かに日本経済の構造調整圧力が後退していることに異論はないが、デフレ脱却から本格的リフレ・ション（緩やかな物価上昇）へ移行するにはまだ時間を要するだろう。消費者物価が安定的にプラス圏の状況になった後、「インフレ参照値」導入などにより、日銀が現状のままの量的緩和・ゼロ金利政策を継続するかは不透明だが、日銀はデフレへの後戻りリスクや景気循環上の先行き下降を見極めた慎重な政策判断がおこなうと考える。

株式相場

= 上値については慎重な見方

04年度の成長持続および前年比二桁の経常増益など好ファンダメンタルズ評価に沿った堅調な相場予想を引き続き基本シナリオとする。

しかし、「逆金融相場」には至らないとしても、内外金利上昇の落ち着きどころが見えないなかで資金流入への不安はつきまとう。また、05年度の増益予想を織り込むことも今年末年始までは基本的に難しい。世界景気の好調に支えられ、デジタル家電・情報機器、デバイスの需要増加について年内は不透明感が台頭する可能性は小さいだろうが、ハイテク関連の中期的な過剰供給・需給の緩み懸念は弱気筋から取り沙汰されるだろう。

よって、上値は慎重に見ている。また、景気モメンタム（上向き感）停滞・景気の天井の先取りする、株価の動きにも注意することが必要だろう。

為替相場

= 当面小康か、ドル安リスク残る

図4はシカゴIMM市場でのファンドなど非業者等のドル円ポジションである。強弱材料

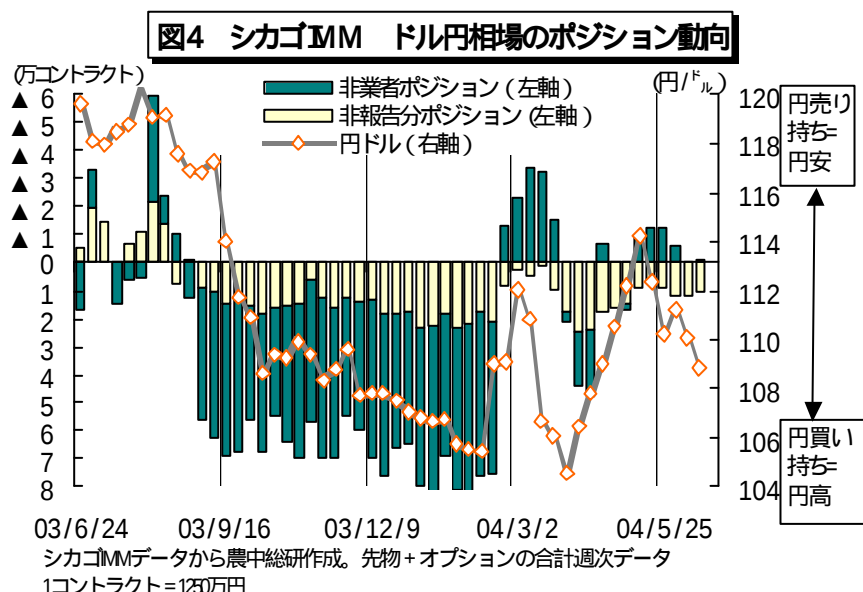
が交錯するなかでは、市場参加者も為替ポジションを一方向に傾けにくくなっている現状を示している。

米国の金利上昇はドル下落の抑制要因となっており、大統領選挙が視界に入ってくるなかで米国経済が4%台のGDP成長を継続、企業業績も2割台の増益予想であることから、産業界からのドル安圧力も以前に比べ後退している。

その半面で、米国の好景気は貿易赤字の拡大＝ドルの供給過剰に歯止めをかけにくくしている。また、テロ不安やイラク等中東情勢悪化などの地政学的リスクも無視できない。これらのドル安材料には今後も用心する必要があり、ドル安・円高リスクは残るが、前述のような強弱材料の綱引きから、しばらくはレンジ相場の動きが続くだろう。

今年末には米次期政権の経済・通貨スタフがほぼ決まるのが通例である。その主流が産業界出身者か、金融・学会出身者か、どのような政策を指向しそうか、中期的な為替政策を考える上でも注視することが重要だろう。

(なお、金融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。)



(04.06.23)

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	償先 10年物 期近 価格	償先物 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 ユーロ円 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・ ドル 終値仲値	ロンドン ユーロ・ ドル 仲値	東京 ユーロ・円 17:00	日経平均 (225種)	TOPIX 終値	NYダウ 工業株 30種 平均	S & P 500	ナスダック 総合	米国 財務省 証券 10年物 国債利回	ドイツ 連邦債 10年物 利回り	NY金 先物・ 期近	WTI ・期近
04/5/10	1.505	138.00	1.594	0.72	0.001	0.0792	0.0475	0.0983	113.18	112.60	113.95	1.1850	1.186	134.04	10.884.70	1.085.54	9.990.02	1.087.12	1896.07	4.790	4.280	378.7	38.93
04/5/11	1.535	137.69	1.620	0.75	0.001	0.0792	0.0475	0.0983	113.32	113.50	113.20	1.1870	1.181	134.60	10.907.18	1.088.89	10.019.47	1.095.45	1931.35	4.740	4.290	377.2	40.06
04/5/12	1.530	137.69	1.620	0.75	0.001	0.0792	0.0475	0.0983	112.57	112.65	113.00	1.1900	1.190	133.60	11.153.58	1.122.31	10.045.16	1.097.28	1925.59	4.810	4.320	377.7	40.77
04/5/13	1.500	138.10	1.585	0.72	0.001	0.0792	0.0475	0.0983	113.85	114.00	114.55	1.1820	1.184	135.03	10.825.10	1.095.93	10.010.74	1.096.44	1926.03	4.860	4.350	374.9	41.08
04/5/14	1.505	138.06	1.589	0.73	0.001	0.0792	0.0475	0.0983	114.66	114.40	114.25	1.1885	1.186	135.38	10.849.63	1.091.51	10.012.87	1.095.70	1904.25	4.760	4.300	377.1	41.38
04/5/17	1.450	138.74	1.532	0.68	0.001	0.0792	0.0488	0.0983	113.44	113.70	114.35	1.2030	1.201	136.68	10.505.05	1.053.77	9.906.91	1.084.10	1876.64	4.690	4.270	379.6	41.55
04/5/18	1.485	138.31	1.568	0.72	0.001	0.0792	0.0488	0.0983	113.76	114.30	114.25	1.1955	1.196	136.61	10.711.09	1.076.21	9.968.51	1.091.49	1897.82	4.730	4.290	375.9	40.54
04/5/19	1.490	138.30	1.569	0.72	▲ 0.003	0.0792	0.0475	0.0983	112.83	113.25	113.15	1.2005	1.204	135.57	10.967.74	1.106.16	9.937.71	1.088.68	1898.17	4.770	4.340	383.0	41.50
04/5/20	1.465	138.56	1.547	0.70	0.001	0.0792	0.0475	0.0983	113.47	113.25	112.80	1.1970	1.193	135.40	10.862.04	1.104.89	9.937.64	1.089.19	1896.59	4.700	4.320	378.5	40.92
04/5/21	1.455	138.61	1.543	0.70	0.001	0.0792	0.0475	0.0983	111.97	112.75	112.20	1.1985	1.202	134.52	11.070.25	1.125.21	9.966.74	1.093.56	1912.09	4.750	4.330	384.9	39.93
04/5/24	1.480	138.49	1.553	0.71	0.001	0.0792	0.0475	0.0983	112.53	112.50	112.90	1.2005	1.196	134.57	11.101.64	1.130.89	9.958.43	1.095.41	1922.98	4.730	4.320	385.7	41.72
04/5/25	1.465	138.69	1.536	0.70	0.001	0.0792	0.0475	0.0983	112.76	113.05	111.70	1.2110	1.211	135.76	10.962.93	1.115.66	10.117.62	1.113.05	1964.65	4.720	4.310	388.4	41.14
04/5/26	1.455	138.67	1.538	0.70	0.001	0.0792	0.0475	0.0983	111.50	111.75	111.75	1.2110	1.210	135.28	11.152.09	1.127.24	10.109.89	1.114.94	1976.15	4.650	4.320	388.3	40.70
04/5/27	1.465	138.64	1.540	0.71	0.001	0.0792	0.0475	0.0983	111.41	111.40	110.85	1.2260	1.226	135.31	11.166.03	1.126.64	10.205.20	1.121.28	1984.50	4.600	4.270	394.9	39.44
04/5/28	1.510	138.07	1.588	0.74	0.001	0.0792	0.0488	0.0983	110.44	110.50	110.20	1.2215	1.222	135.69	11.309.57	1.142.38	10.188.45	1.120.68	1986.74	4.640	4.310	394.9	39.88
04/5/31	1.525	137.97	1.596	0.75	0.002	0.0792		0.0983	109.56	109.50				133.89	11.236.37	1.139.94				0.000	0.000		
04/6/1	1.530	137.62	1.626	0.77	0.001	0.0792	0.0500	0.0983	109.35	109.75	110.65	1.2245	1.222	133.71	11.296.76	1.144.27	10.202.65	1.121.20	1990.77	4.700	4.360	395.5	42.33
04/6/2	1.565	137.76	1.614	0.77	0.001	0.0792	0.0488	0.0983	110.64	110.80	110.10	1.2210	1.227	135.83	11.242.34	1.136.87	10.262.97	1.124.99	1988.98	4.740	4.380	392.5	39.96
04/6/3	1.580	137.75	1.615	0.78	0.001	0.0792	0.0488	0.0983	110.75	110.70	110.80	1.2230	1.225	135.02	11.027.05	1.119.56	10.195.91	1.116.64	1960.26	4.710	4.370	388.9	39.28
04/6/4	1.595	137.55	1.632	0.79	0.001	0.0792	0.0488	0.0983	111.06	111.07	111.05	1.2285	1.224	135.48	11.128.05	1.124.97	10.242.82	1.122.50	1978.62	4.770	4.390	391.7	38.49
04/6/7	1.675	136.75	1.700	0.86	0.001	0.0792	0.0488	0.0983	110.10	110.15	109.60	1.2320	1.231	135.64	11.439.92	1.151.67	10.391.08	1.140.42	2020.62	4.760	4.360	394.5	38.66
04/6/8	1.695	136.54	1.718	0.90	0.001	0.0792	0.0488	0.0983	109.67	109.70	109.65	1.2270	1.227	135.32	11.521.93	1.157.92	10.432.52	1.142.18	2023.53	4.760	4.350	391.8	37.28
04/6/9	1.745	135.86	1.776	0.96	0.000	0.0792	0.0488	0.0983	108.73	109.40	110.45	1.2050	1.210	132.92	11.449.74	1.152.77	10.368.44	1.131.33	1990.61	4.800	4.390	385.2	37.54
04/6/10	1.760	135.64	1.795	1.00	0.001	0.0792	0.0488	0.0983	110.15	109.95	109.30	1.2105	1.210	132.85	11.575.97	1.162.06	10.410.10	1.136.47	1999.87	4.800	4.390	386.6	38.45
04/6/11	1.780	134.63	1.884	0.98	0.001	0.0792	0.0488	0.0983	110.22	110.00	110.10	1.2005	1.202	132.14	11.526.82	1.160.30					4.430		
04/6/14	1.845	133.95	1.944	1.06	0.001	0.0792	0.0488	0.0992	110.89	110.90	111.10	1.2055	1.208	132.77	11.491.66	1.158.54	10.334.73	1.125.29	1969.99	4.870	4.420	384.2	37.59
04/6/15	1.795	134.47	1.898	1.00	0.000	0.0792	0.0513	0.0992	110.94	110.87	109.45	1.2160	1.208	133.68	11.387.70	1.151.30	10.380.43	1.132.01	1995.60	4.680	4.310	388.7	37.19
04/6/16	1.870	133.90	1.949	1.04	0.001	0.0792	0.0500	0.0983	109.65	109.45	110.05	1.2005	1.200	133.13	11.641.72	1.167.09	10.379.58	1.133.56	1998.23	4.720	4.360	385.2	37.32
04/6/17	1.940	133.43	1.991	1.08	0.001	0.0792	0.0513	0.0983	109.64	110.05	109.60	1.2060	1.204	132.13	11.607.90	1.166.78	10.377.52	1.132.05	1983.67	4.680	4.370	389.5	38.46
04/6/18	1.850	133.71	1.966	1.05	0.001	0.0792	0.0513	0.0983	109.53	109.50	108.85	1.2140	1.213	131.40	11.382.08	1.149.88	10.416.41	1.135.02	1986.73	4.710	4.340	395.7	38.75
04/6/21	1.845	133.95	1.944	1.03	0.001	0.0792	0.0525	0.0983	108.72	108.50	108.90	1.2115	1.209	131.53	11.600.16	1.165.25	10.371.47	1.130.30	1974.38	4.680	4.320	394.5	37.63
04/6/22	1.850	133.90	1.949	1.03	0.001	0.0792	0.0525	0.0983	108.49	108.60	109.25	1.2105	1.209	131.16	11.581.27	1.162.31	10.395.07	1.134.41	1994.15	4.720	4.350	395.5	38.11
04/6/23	1.880	133.80	1.958	1.05	0.001	0.0792	0.0513	0.0983	108.71	108.75	108.60	1.2095	1.209	132.14	11.580.56	1.156.16	10.479.57	1.144.06	2020.98	4.690	4.350	395.5	37.57

(日経NEEDS F Q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。)

2004 年 7 月号

農林中金総合研究所

最近の長期金利上昇を考える

南 武志

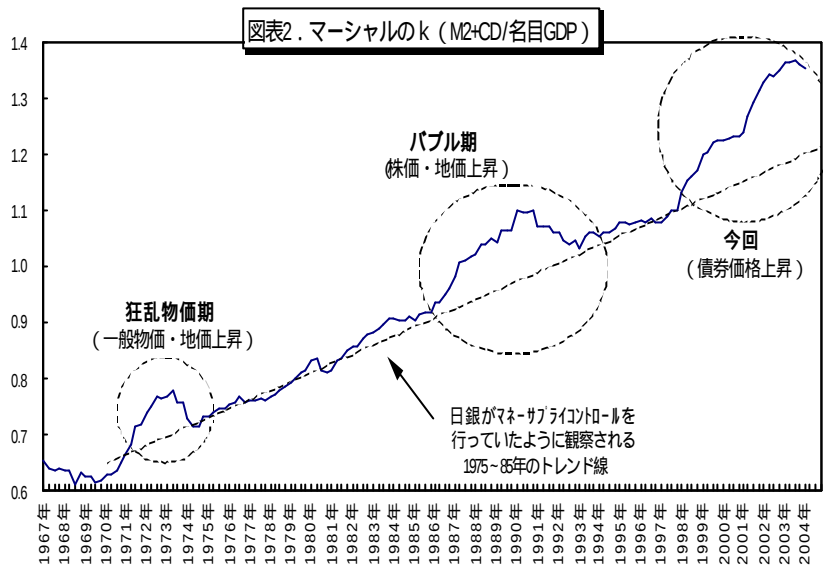
2003 年夏に続き、長期金利の急上昇が起きている。この背景には、世界経済の成長進展やイラク情勢の混迷などによって原材料価格高騰が引き起こされ、それが中間投入財価格にまで波及したことから、世界的に金融緩和スタンスが修正される動きが始まっていることが根底にあると見られる。国内でも現状の量的緩和政策にコミットされている消費者物価(全国コア)の前年比上昇率が若干マイナスながらもほぼゼロ近傍で推移し始めている。これを受けて、マーケットではデフレ脱却と金融政策の転換時期を探る動きの一環として、時間軸効果が徐々に剥落し、イールドカーブがスティープニングした。以下では、長期金利の変動要因についての現状分析を行いたい。

1980 年代以降に整備された日本の国債市場にとって、短期間のうちに金利水準が大幅に上昇した局面としては、1987 年 5～10 月(この間の上昇幅は約 370 bp 以下同じ)、89 年 12 月～90 年 9 月(約 330 bp)、94 年 1～10 月(約 180 bp)、98 年 11 月～99 年 2 月(約 170 bp)、03 年 6 月～(足許の金利上昇を 03 年から継続した動きとすれば約 150 bp)の計 5 回ある。それぞれの局面における上昇要因は多少異なるが、景気回復、金融政策の変更(もしくは思惑の高まり)、政府(なかでも大蔵省資金運用部(現・財政融資資金特別会計))・日銀の国債マーケットに対する姿勢、などが挙げられるだろう。なお、のバブル崩壊期における金利上昇を除いては、「上昇に転じる直前まで緩やかに金利が低下した」という現象が見られている。事後的に見れ

過去の金利上昇局面を振り返る



(資料) 日経NEEDS Financial QUEST (注) 10年物国債の指標銘柄より作成



(資料) 内閣府、日本銀行資料より作成 (注) 1979年までは68SNA、それ以降は93SNAでデータは不連続。

ば、いずれの金利低下も不自然な動きであり、「行き過ぎた金利低下からの反動」という側面もあるようにも思われる。

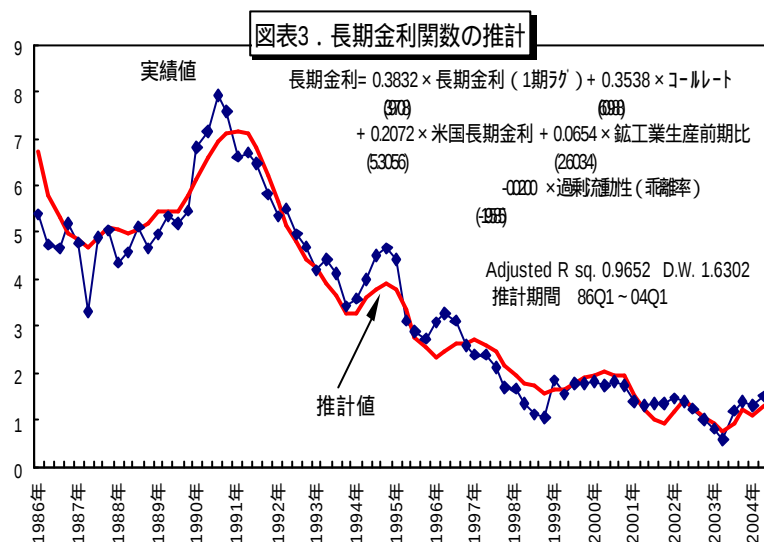
また、政府・日銀による国債(管理)政策が転機になったケースもある。では資金運用部による売りオペ再開、では同じく資金運用部による買い切りオペ停止の発表や当時の速水日銀総裁が日銀資産に占める中長期国債偏重姿勢を修正する旨の発言をしたこと等が長期金利上昇を引き起こした面は否定できない。中央銀行は「短期金利と異なり、長期金利はコントロールできない」というのが定説であるが、影響を与えることは十分可能と考えられる。しかしながら、政府ともどもマーケットとの対話の必要性を過小評価したために、結果的にマーケットからの圧力に屈する格好となり、その後は信頼回復に向けてマーケット・フレンドリーな政策への転換を行い、現在に至っている。

長期金利の決定要因

以下では、長期金利水準に影響を与える要因を考えてみる。一般的に、マクロ経済環境、金融政策、財政赤字、海外金利動向、などを挙げる事ができる。

若干補足すると、マクロ経済環境としては経済成長のスピードを挙げる事ができるだ

ろう。景気拡大は将来の金利上昇を予想させ、逆に景気悪化は金利低下を意識させる。また、金融政策として政策金利水準や金余りの状況が挙げられる。金余りの指標としては「マーシャルのk(=マネーサプライ/名目GDP)」が代表的であるが、過去にマーシャルのkが上方乖離した際には、いずれも何かしらの価格上昇が起きており、現状では債券価格上昇につながっていると考えられる(図表2)。財政赤字要因は国債の供給圧力と考えられるが、90年代後半以降の日本を振り返ってみると、折にふれて消化懸念などが顕在化することもあるが、常に財政赤字の累増が金利上昇圧力として作用しているようには見えない。海外金利動向要因の採用は、国際的な資金フローが金利裁定を考慮していることを示唆するものであるが、経験的に先進国の長期金利変動は一致する傾向があることが知られている。



(資料) 内閣府、経済産業省、日本銀行、米国財務省などの資料より農中総研推計

以上の要因を考慮して長期金利関数の推計を行ってみたい。被説明変数は長期金利(10年物国債利回り)であるが、説明変数を、長期金利自身の1期ラグ、鉱工業生産(前期比、景気の代理変数)、無担保コールレート(金融政策の代理変数)、米国長期金利(10年物米国財務省証券利回り、海外金利動向の代理変数)、「マーシャルのk」のトレンド(注1)からの乖離率(金余り要因の代理変数)、を考えた(注2)。この結果は、図表3に示す通り(注3)であり、他の経済変数との整合性を重視したアプローチからの長期金利水準が示される。

参考までに5月に公表した当社の「2004、05年度経済見通し」を用いて外挿シミュレーションを行うと、04年度中の長期金利水準は1.6~1.7%を中心レートとするような結果が得られる。

(注1) マーシャルのkのトレンド線は1975~85年の比較的安定している時期に適用している。

(注2) 財政要因はあまり有意な結果が得られなかったため、説明変数から外している。

(注3) 推計結果(パラメーターの符号条件や各種統計量)はほぼ有意であり、推計値も概ね実績値に近い

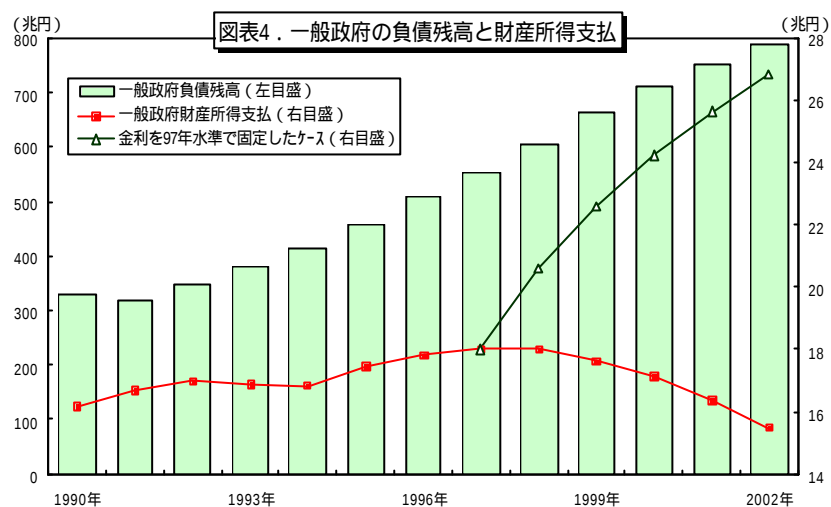
値をとっていると判断できる。

長期金利上昇の影響

デフレ脱却が実現する前に、長期金利が上昇してしまうことで、様々な弊害が出るのが予想される。例えば、膨大な財政赤字を抱える公的部門は利払い費抑制という形で低金利の恩恵を享受してきたが、税の自然増収が得られる前に利払い費が増加すれば、

財政破綻リスクが顕在化し、それが国債の消化懸念を一層高める、といった悪循環に陥る可能性もある。ここで日本経済が低金利状態に突入した1997年以降、金利低下によって一般政府の財産所得支払(保有する金融負債に対する支払)がどのくらい圧縮できたかを簡単に試算してみよう。図表4では、実際の財産所得支払と、1997年時点での借入れ金利水準が継続したと仮定した場合の財産所得支払推計額を比較したものであるが、その差は2002年時点で約11兆円となっており、実際の支払額に対して7割強の「節約」ができています。長期金利の上昇が起きれば、その「節約」は消滅し、国民負担が増加し、最終的には将来の増税によって賄われることが予想される。

また、バブル期・バブル崩壊期の90年前後と比較すると、金融機関の資産に占める国債保有ウェイトも大きく上昇しており、金利変動リスクを大きく抱える格好となっている。確かに、平時においては景気回復に応じて金利水準が上昇しても、債券の評価損を相殺するだけの代替的収益源が確保されているかもしれないが、貸出額の減少傾向が続く中では、そうし



(資料) 内閣府経済社会総合研究所

た役割を担える代替資産は限定される。かつては株式がその役割を果たしてきたが、BIS規制や金融システム健全化、金融商品の時価会計などの面から、金融機関が株式保有を増額するインセンティブは極めて乏しい。

非金融法人部門にしても、一部企業を除けばさほど景気回復の恩恵が十分波及しているわけではなく、調整が遅れている面も見受けられる。こうした状況で実質金利が上昇すれば、企業行動への悪影響は避けられないだろう。

一方、家計や一部金融機関などにとってむしろ金利上昇は望ましい、との指摘もある。確かに、超低金利の結果、家計の利子所得は大きく落ち込み、消費低迷の一因になった可能性は否定できないし、長期資金を扱う金融機関では持続する超低金利状態がもたらす逆ざや現象が経営悪化につながったとの認識もある。また、年金財政も低金利の影響を少なからず受けているだろう。しかし、総合的に見れば、家計もまた雇用維持という面から超低金利のメリットを受けていたことも考慮する必要があるだろう。

過度の長期金利変動を避けるには

金融変数の持つ特徴として、価格上昇(金利低下)の時のスピードはまちまちであるが、価格下落(金利上昇)のスピードはかなり速いということが指摘できる。この背景には、金融機関のリスク管理が強化された結果、相場下落時にはそれを一段と加速させるよう

な動きが出やすいということが知られている。加えて、低金利下でありそもそもインカムゲインが小さく、キャピタルロスがそれを容易に上回ることができるという状況も長期金利上昇への警戒感が強い要因となっている。

金融政策の面からは、03年度後半の「緩やかな景気回復」といふ景気判断の下でさえも、断続的に追加的な量的緩和政策を実施してきたことから推察できるように、現行の金融政策は単なる景気刺激やその結果としてのデフレ脱却だけに割り当てられているのではなく、金融システム不安の顕在化やマーケットの変動を大量の資金供給で無理やり抑え込んでいる面も担っているように思われる。特に前者は信用秩序維持政策が未整備であったためにそうなったことであるが、信用秩序制度が徐々に整備されつつあるとはいえ、量的緩和の役割を軽視するのは危険であろう。また、後者に関しても、現状の日銀の姿勢は、マーケットとの対話が順調であるとはいえず、むしろ日銀のスタンスを試している面もないわけではない。

なお、国際商品市況はすでにピークアウトしており、過熱気味だった中国経済がやや減速

する可能性が高いことと合わせて考えると、今後物価上昇が加速していく状況にはない。また、05 年度から予定されているペイオフの全面解禁、今後予想される景気拡大モメンタムの低下 (= 景気回復のスローダウン) を考慮すれば、05 年度の早い段階での量的緩和政策からの転換は困難に近いと思われる。

ただし、真にデフレから脱却できるのであれば、長期金利水準は上昇しても不自然ではない。しかしながら、デフレ脱却への道のりは実際にはまだ遠い、と思われる。例えば、物価指数の持つ上方バイアスを考慮すると、ゼロインフレは脱デフレの条件にはなりにくい、ということである。10 月末に予定されている次回展望レポートで、05 年度の消費者物価 (コア) 見通しがゼロを上回り、それがマーケット参加者の持つ物価見通しとあまり違和感がなければ、量的緩和政策が持っている時間軸効果は即座かつ完全に剥落するだろう。その結果、デフレ脱却が実現する前に長期金利だけが上昇し、実質金利上昇が景気回復を阻害する懸念も指摘できる。現状では政策委員の間にも導入の必要なしとする意見が大勢を占めているが、現行の金融政策の枠組みを変更すべき、真のデフレ脱却のハードルは何に設定するか」という問題については、十分検討し、公表すべきである^(注4)。そうしたプロセスを通じて再び時間軸効果は強化され、その結果デフレ脱却に向けた実態経済の動きを金融政策がサポートするという姿が継続されるだろう。長期金利水準についても再び落ち着きを取り戻す可能性は高いと考えられる。

(注4) 先進 7 ヶ国 (G7) の中央銀行で、インフレとデフレの判断基準をゼロインフレ率に設定している (ように受け取られかねない表記をしている) のは日本銀行だけである。

賃金と物価についての考察

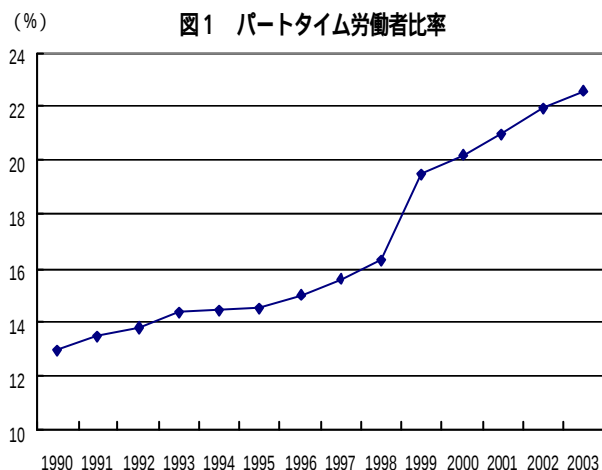
田口さつき

企業が人件費の削減に強力に取り組んでいることにより、1998年度から現金給与額は前年比マイナスが続いている。

現金給与額減少の主因は、賞与の削減であるが、それだけにとどまらず時給が正社員に比べて半分以上ですむパートタイマーの活用(図1)や、正社員の基本給自体を削減するなど、雇用体系や賃金制度の変更にまで踏み込んだ改革が進んでいる。

このような企業の人件費抑制姿勢は、物価、特に消費者物価にどのような影響を与えるのだろうか。

図1 パートタイム労働者比率



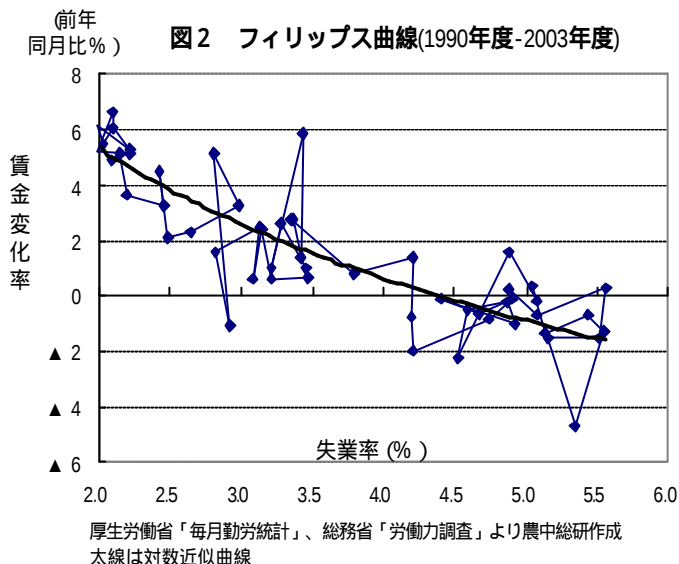
厚生労働省「毎月勤労統計調査」より農中総研作成

図2は、失業率と賃金の関係を示すフィリップス曲線であるが、負の相関が成り立っているようだ。また、労使が賃金交渉する際に物価変動に対し、賃金水準を調整する道具として消費者物価が用いられている。

これらの賃金(名目ベースの労働者一人当たりの時間給)、消費者物価指数(生鮮食品を除く)、失業率の3変数について、各変数が他の変数に対し本当に影響を及ぼしたのか、どうかを統計的に検定するグレンジャー因果性テストを行った結果、図3のようになった。

グレンジャー因果性テストから、賃金と失業率、賃

図2 フィリップス曲線(1990年度-2003年度)

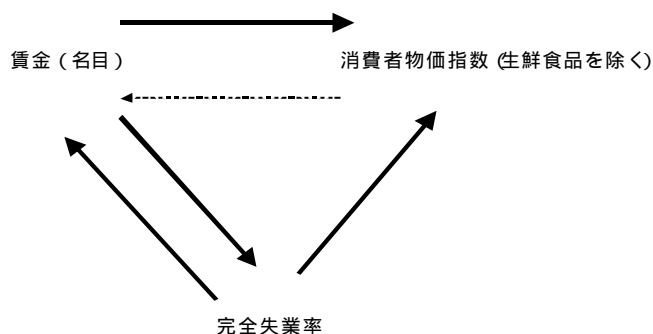


厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」より農中総研作成
太線は対数近似曲線

金と消費者物価は相互関係があることがわかった。また、失業率は消費者物価指数に影響を及ぼすものの、消費者物価指数は失業率に影響を及ぼしていない。つまり、消費者物価については、賃金と失業率という2つの経路があるという結果となった。

これら2つの経路を回帰分析により把握したのが、表1、2である。

図3 グレンジャー因果性テストの結果



太線は1%有意、細線は5%有意
(注) 推計に用いたデータは四半期ベース。推計期間は1998年4～6月期から2004年1～3月期。これらのデータは非定常系列であることがADF検定で棄却されたため、前期差を取った。

これによると、賃金の上昇(低下)は消費者物価指数の上昇(低下)につながることを示される。賃金(時給)の100円の上昇で消費者物価指数を前年同期

比で約0.06%引上げさせる。一方、失業率についてはその影響の方向は一樣には定まっていないうである。

足元では企業収益の改善から、製造業を中心に賞与を上げる動きがあり、今後、賃金の上昇が消費者物価指数の上昇に結びつく可能性は否定できない。

しかし、景気が堅調に推移している現在も企業は人件費を抑制する姿勢を変更していない。企業によるパートタイマーの活用が進展し続けている。正社員数は依然として前年比を下回っている一方で、2004年1～3月期の求人に占めるパートタイマーの比率は3割と高く、労働者の4人に1人がパートタイマーという状況である。そのため、労働者一人当たりの賃金(時給)は伸び悩もう。

また、会社あるいは個人の業績に連動させた給与体系に変更する企業が増えているため、景気の上昇局面でも過去に比べ一律に賃金が増える状況にはない。そのため、賃金が消費者物価を上昇させるとしてもその寄与は限定的であろう。

表1

定数項	賃金	R ²	DW	RSS
-0.1049(-2.32)	0.0006(7.16)	0.6996	1.78	1.0809

賃金については、賃金が同期の消費者物価指数に影響があった(瞬時的因果関係が成立していたため、同期で回帰した。

表2

定数項	失業率(-1)	失業率(-2)	失業率(-3)	失業率(-4)	R ²	DW	RSS
-0.0905(-1.13)	1.0796(3.44)	-0.4421(-1.39)	0.3015(0.90)	-0.9618(2.94)	0.568	2.07	1.3014

表1, 2とも 内は t値

FRBの利上げ速度に影響する物価動向

永井 敏彦

要旨

- ・ FRBの利上げがほぼ確実な情勢となり、現在議論の焦点は、今後の利上げの速度がどのくらいになるかに移っている。これまでの原油等原材料を中心とした物価上昇が今後他品目にどれだけ浸透するかが、今後のFRBの金融政策に影響を及ぼすとみられる。
- ・ 現状把握できる経済指標をみる限り、物価上昇圧力は明らかに高まっているが、その度合いと拡がりはずしも顕著なものではない。今後のFRBの利上げは、景気拡大を腰折れさせない配慮をしながらの、緩やかかつ段階的なものとなる可能性が高い。

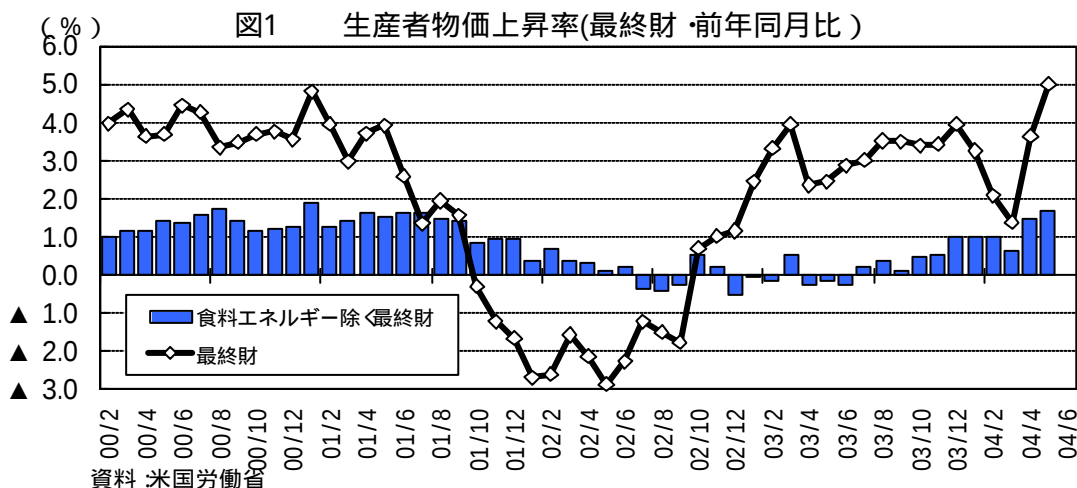
現時点での利上げシナリオに関する大方の見方

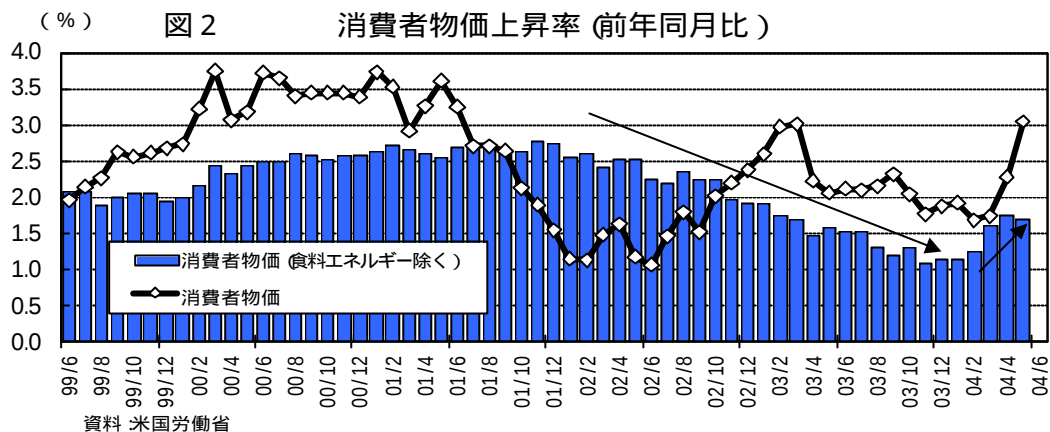
FRBは5月4日に発表したFOMC声明文で、今後の金融政策の方向性について、「緩和的な金融政策が慎重なペースで解除に向かうことは可能である」と表現した。その後順調な雇用拡大(6月の非農業雇用者数は対前月で24万8千人増加)と物価上昇率の高まり(6月の生産者物価最終財の前年同月上昇率は5.0%、消費者物価前年同月上昇率は3.1%、図1、2を参照)を示す経済指標の発表を受けて、FRBが6月29/30日のFOMCで

Fレート誘導水準を引き上げることが、ほぼ確実視されている。

グリーンズパン議長は6月15日の議会証言で、緩やかで段階的な利上げがメインシナリオであると強調したため、年内に四回、合計1%の利上げが実施されるとの見方が強まった。但し議長は、物価動向も勘案しつつ利上げペースを速めるサブシナリオについても言及した。従って、それぞれのシナリオがどのくらいの確率になるかは、今後の物価動向次第である。

これまでの原油価格上昇と金融政策





足下の生産者物価・消費者物価を押し上げている最大の要因はエネルギー価格高騰である。その根本となる原油価格 (WTI) は現在 38 ドル/バレル前後で推移しており、前回景気拡大ピークであった 00 年の水準を上回っている。

原油価格が高騰した際に、FRBはインフレ圧力の抑制と景気後退回避を両立させるという難題を突きつけられる。73～74 年の第一次石油危機後には、景気後退回避のために拡張的な財政政策と金融緩和が実施された。FFレート誘導水準は74年中旬に 11%であったが、76 年初頭には 4.75%まで引き下げられた。この景気刺激策はインフレという火に油を注ぐことになった。この教訓からFRBは、79 年の第二次石油危機後に大幅な金融引締めを行い、FFレート誘導水準は 81 年中旬には 19%にまで達した。そして、これが深刻な景気後退を導いた。

これら過去の事例は、エネルギー価格高騰時の金融政策には、景気・物価の両にらみが必要であることを示している。現在の原油価格高騰の特徴は、イラクの原油輸出再開が遅れている、そしてサウジアラビアなど有力産油国も含めテロ再発の可能性が否定できないという、供給制約要因が織り込まれていることである。価格高騰の主要因が米国内の需要過

熱でないとすれば (中国など外国での需要増加は顕著だが)、金利引上げの先走りや行き過ぎは景気拡大を腰折れさせるリスクを高める。それを回避するために、FRBは物価上昇の性格、具体的には原油やその他原材料の価格高騰が他品目にどの程度浸透するかを、入念にみていくであろう。

現状の物価上昇圧力は必ずしも全面的な展開をみせていない

直近の生産者物価・消費者物価統計から確認できる最近の物価上昇の特徴は、次の三点である。

第一に、価格上昇が著しい品目とそうでない品目が比較的明確に分かれていることである。価格上昇率を前年同月比でみると、前者は燃料 (ガソリン・灯油・輸送機器用燃料等)、金属 (鉄・銅・アルミ等、スクラップも含む)、木材 (丸太・合板等)、畜産物 (BSEの影響を受けた肉類・乳製品等)、穀物 (大豆・トウモロコシ・小麦等) である。それ以外の品目の価格上昇率はさほど高いものではなく、コンピュータ・中古車・野菜・皮革・通信サービスの価格は逆に、引き続き下落している。

第二に、食料・エネルギーを除いたコア物価指数上昇率が若干高まったことの説明となるが、従来価格下落の代表格であった新車の前年同月比マイナス幅が縮小し、衣料品が前

年同月比でプラスに転じたことである。これは、ドル安に伴う輸入競合品の価格上昇と関連していると思われる。

第三に、原材料価格上昇の最終財への転嫁の進捗はまちまち、ということである。FRBが6月16日に発表したBeige Book(地区連銀景況報告)によれば、全米12地区中ちょうど半分の6地区から、企業が原材料価格上昇を最終財価格に転嫁できているとの報告があった。また特に運輸関連企業は、燃料費や職員の健康保険コストの増加分を、サービス価格値上げによってカバーできているということであった。

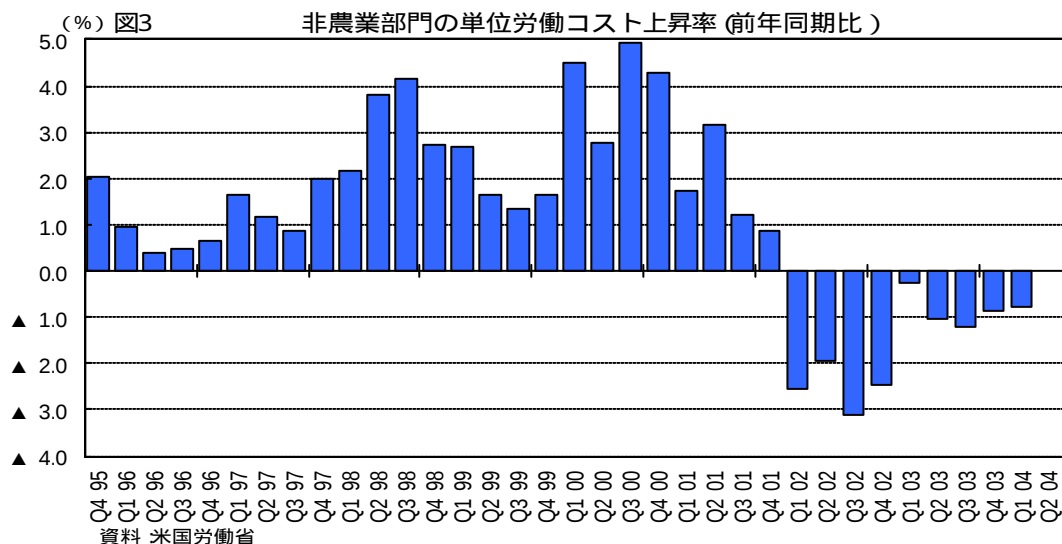
以上を整理すると、物価上昇力は明らかに高まっているが、経済が物価上昇を全面的に受け入れる地合いになっていない。輸入物価を押し上げるドル安も一方的に進行しているわけではない。しかも、前年同月比で高い上昇率を示した品目でも、最近上昇力を弱めているものが少なくない。5月の生産者物価統計によれば、金属スクラップ(鉄・銅・アルミ)、木材・穀物(トウモロコシ)等一部原材料の価格が対前月で下落に転じている(季節調整前の数字なので、対前月での比較は厳密には不正確であるが)。CRB穀物価格指数をみると、今年4月をピークとした下落傾向が明確で

ある。こうした原材料価格の下落は、ある程度のタイムラグを経た後に、最終財価格にも及ぶと考えられる。

限定的かつ業種による跛行性がみられる賃金上昇圧力

5月の時間当たり賃金上昇率は前年同月比で2.2%となり、ボトムの04年2月(1.6%)よりは上向いたが、この水準は依然として87年4月以来17年ぶりの低さである。失業率は昨年12月以降半年にわたり5.6%か5.7%でほぼ横ばいを続けている。雇用者数が増加しているのに失業率が下がらないのは、雇用悪化時にあきらめた求職活動を再開した人々が多いためである。つまり、労働市場では供給余力が十分にあり、需給が逼迫していないのである。

それでも賃金上昇率が底入れしたのは、受注が大幅に増加して労働力が不足気味の運輸・倉庫など一部サービス業の賃金上昇率が高まったためである。しかし業種による跛行性がみられ、ビジネス・サービス(主に雇用派遣)や娯楽サービス(主に飲食サービス)では、雇用者数が大幅に増加しているものの、賃金上昇率が低迷している。つまり求職者数が多いため、買い手としての企業に有利な状況が続いている。



一方製造業をみると、賃金上昇率が比較的高まった業種は電気機械・飲料タバコ・石油くらいで、製造業全体での賃金上昇率が高まったかどうかは、必ずしも明確ではない。

もともと製造業においては、設備稼働率が低かったため、稼働率を上げることで生産を増加させる余地が残されていた。その意味で、雇用者数をさほど増加させずに生産を拡大するという形で労働生産性が上昇している。

そして非農業部門全体でみても、労働生産性上昇率が高く、時間当り報酬上昇率を上回っている。このため単位労働コストは 2002 年以降継続して前年比マイナスで、今のところ物価上昇圧力にはなっていない(図3)。

今後の金融政策には景気拡大腰折れ回避のための目配りも必要

以上の物価動向を勘案すれば、利上げペースを速めるシナリオの可能性が高まることは、なかなか考えにくい。

今後の金融政策を見通すにあたり、もう一つ留意点がある。それは家計の負債残高が過去最高水準にあり、家計のバランスシートが金利上昇に対して非常に脆弱なことである。この脆弱さがこれまで表面化しなかった理由は、住宅価格上昇による資産効果と金利低下局面での住宅ローン借換に伴う余剰資金が生じていたことであった。しかし金利低下局面の終焉により、状況は大きく変わった。

米国抵当金融協会によれば、住宅ローン借入に占める変動金利型のシェアが今年になり 30%を超え、過去最高水準となった。今後金利上昇が見込まれる現局面で変動金利型が選好されることは意外であるが、この理由は、現在の変動金利型の当初適用金利が固定金利型より 2%ほど低いことである。多くの住宅ローン借入人は、将来の金利上昇リスクよりも

当面の金利負担軽減に高い関心をもっている(注)。しかし、金利上昇局面での変動金利型住宅ローンの延滞急増は、歴史が示しているものである。

また調査会社カードウェブ・ドットコムによると、米国でカード利用の請求を毎月全額払う人は 39%だけである。一方家計のカード債務残高は平均 9,205 ドル(約 100 万円)であり、多くの人は一部だけ返済し、残りを金利がかかる借金にして消費を繰り返している(注)。

F R B が急速で大幅な利上げに踏み切れば、このような借入金に依存してきた住宅投資や個人消費を冷え込ませることになる。これもまた、緩やかで段階的な利上げシナリオをサポートする材料である。

なお参考までに、金融政策を取り巻く環境について、英国と米国を比較してみたい。英国では政策金利(レポレート)は 03 年 11 月以降 4 回累計 1%引き上げられ、現在 4.5%である。イングランド銀行はインフレ目標政策を採用しており、足下の消費者物価上昇率は 1%台とインフレ目標値(2.0%)を下回っている。それでも度重なる利上げを実施した理由は、不動産市況の過熱であった。5 月の住宅価格上昇率は前年同月比 20%であり、勢いが衰える気配は今のところみえない。これに対して米国の 04 年 1-3 月期住宅価格上昇率は前年同期比 7.7%と、03 年 10-12 月期の 8.1%よりも鈍化しており、英国よりもはるかに落ち着いた動きを示している。F R B は今後、経済全体に大きな影響を及ぼす住宅価格下落を回避するため、緩やかな利上げによる住宅市況のソフトランディングを目指すであろう。

(注)日本経済新聞(04 年 6 月 16 日)「安定成長探る 米景気 下」から抜粋している。

米国の利上げを試算すると・・・

～FRBは慎重な利上げペースを実施するだろうが～

渡部 喜智

本誌刊行時点では既に判明しているが、6月末の米国・連邦公開市場委員会ではフェデラルファンド・レート(以下FFレート)引き上げの公算が大であり、0.25%の利上げが予想コンセンサスとなっている。

それを前に「ソフト・ニュース」と称される、グリーンズパンFRB議長をはじめとする連銀首脳の発言に関心が集まった。

グリーンズパン議長は6月15日の米上院銀行委員会・指名承認公聴会で、米景気拡大の強さを指摘する一方、物価の上昇圧力は深刻ではないとして、

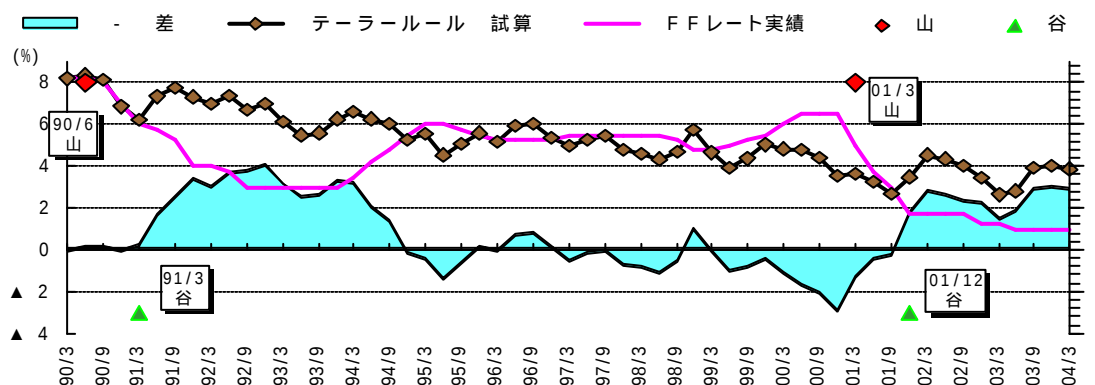
「政策金利引き上げは今後数か月にわたり慎重に行われる」とコメント。他の連銀首脳も同様に緩やかなペースで利上げを実施すべきだとの考えを示している。

それでは、「ハードニュース」と呼ばれる経済指標の面から利上げのペースはどのように考えられようか。

先ず、経済調査機関の予想(平均)では、04年後半にかけても米国経済は4%程度のGDP成長率継続の見通しである。

また、物価も上昇率の底打ちが明確化。製品出荷段階の価格である生産

図1 米国FFレートとテラー・ルール試算の関係



「テラー・ルール」

FF金利誘導水準

= 「均衡実質金利(2%)」+ 「期待インフレ率(2%)」+ 0.5 × 「現実インフレ率 - インフレ目標(2%)」
+ 0.5 × 「現実のGDP成長率 - 潜在成長率」

・潜在成長率は、セントルイス連銀が試算する潜在GDPの成長率を使用

・インフレ率は、コア消費者物価指数の24半期移動平均の前期比年率

者物価指数は国際商品市況の大幅上昇を受け、04年5月には前年比 :+ 5.0% に大幅上昇。エネルギーや食料を除いたコア・ベース指数も04年5月に前年比 :+ 1.7% の上昇となっており、価格上昇が広く波及している状況を物語っている。

政策決定の最も重要な要素である消費者物価も、5月まで前月比で6ヶ月連続のプラスとなっており、年率では2%以上の上昇を見せている。

このような経済ファンダメンタルズから利上げペースを測る道具として、テーラー・米・財務次官がスタンフォード大学教授時代の93年に提唱した定式 = 「テーラー・ルール」を使ってみよう(注)。

(注) 93年当時と米国の経済構造が変化していること、潜在成長率や期待インフレ率の前提およびインフレ期待と現実上昇率との調整速度の設定の恣意性は指摘されよう

図1のように、「テーラールール」に基づくFFレートは足元で4%程度と試算される。これに比べ、現状の1%というFFレートは極めて低いという印象を受けよう。

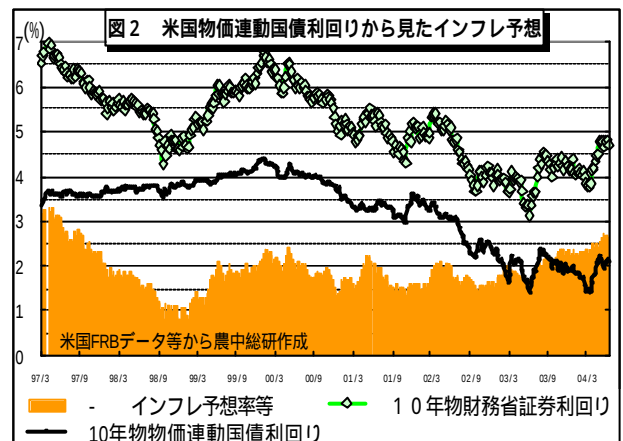
この格差については、01年初めからの利下げがデフレ・リスクに対応した緊急避難的なものであったとことが上げられる。

それと同時に、過去の利上げ過程のスタート時点では、テーラールールによる試算値が実際のFFレートを大きく上回っていることも事実である。

例えば、90年代初頭の景気後退の底打ちは91年3月。しかし、利下げは92年9月まで継続し、それ以後も94年2

月まで1年半近く利上げは行われなかった。その利上げスタート時点の94年1~3月期においては、「テーラールール試算値 - 実際のFFレート」= 3%の差があったが、その後2年近くかけて、両方がほぼ均等水準となったのである。

連銀首脳の発言から見て、当面利上げペースは慎重におこなわれるだろう。しかし、債券市場参加者のインフレ(消費者物価上昇)予想は既に2.7%まで上昇している(図2)。



過去の利上げ過程を見れば、景気上昇の持続性と相まって、利上げも継続的なものになりやすいことに注意すべきだろう。仮に3.5%成長+2%の物価上昇の安定的な経済ファンダメンタルズの組み合わせのもとにおいては3%のFFレートは決して意外なものではないのである。

「鉱工業指数」その3

木村 俊文

生産活動の先行きを占う予測指数題

引き続き経済産業省の「鉱工業指数」について解説する。今回は生産活動の先行きを判断する上で利用されている「製造工業生産予測指数」(以下、予測指数)について見てみたい。

予測指数とは、鉱工業生産指数の対象品目(521品目)の中から主要品目(181品目)を選び、企業から聴取した前月の生産実績と先行き2カ月分の生産見込みを集計して指数化したもの(2000年平均を100として表示)であり、生産指数とは別系列の指標である。

予測指数には、対象品目数が生産指数のほぼ3分の1にとどまるためカバレッジが劣る、聴取する企業も主要大企業を中心に絞

り込まれるためバイアスがかかるなど、生産指数と比較して異なる特徴があることに注意する必要がある。

たとえば、生産指数と予測指数について、業種別のウェイトを比較すると、予測指数ではウェイトの小さい業種が「その他工業」に括られるなど、業種数とウェイトが異なっている(表1)。

予測指数の3系列

予測指数には、発表月を基準とした「前月実績」、「当月見込み」、「翌月見込み」の3系列があり、生産指数(速報)と同時期の毎月27日頃に一緒に発表される。

予測指数の3系列は、いずれも2001年12

月をボトムに上昇基調が続いている。04年5月調査では、前月実績の107.4に対し、当月見込みが111.2、また翌月見込みが109.5との見通しとなっている(図2)。

また予測指数は、鉄鋼業、非鉄金属工業など製造工業の内訳11業種別に発表されるため、業種別の分析を行うことが可能となる。ただし、前述のとお

表1 生産指数と予測指数とのウェイト差

業種分類(2000年基準)	生産指数	予測指数	生産指数との差
製造工業	10,000	10,000	0
鉄鋼業	441	981	539
非鉄金属工業	198	222	24
金属製品工業	569	575	6
一般機械工業	1,273	1,117	▲ 155
電気機械工業	567	503	▲ 64
情報通信機械工業	484	825	341
電子部品・デバイス工業	1,143	1,468	325
輸送機械工業	1,231	1,455	224
精密機械工業	83	-	-
窯業・土石製品工業	433	-	-
化学工業	1,176	987	▲ 188
石油・石炭製品工業	85	-	-
プラスチック製品工業	440	-	-
パルプ・紙・紙加工品工業	317	539	222
繊維工業	337	-	-
食料品・たばこ工業	783	-	-
その他工業	441	1,329	888

経済産業省「鉱工業指数」

(注)生産指数のウェイトは、製造工業を10,000として表示。

り全品目を対象としていないため、業種別に見る場合には留意する必要がある。

拡大局面の初期では修正率が上方修正

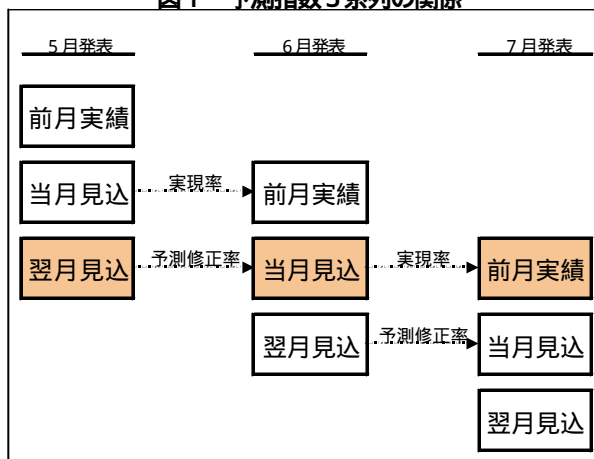
経済産業省では予測指数の3系列のほか、同指数をもとに「実現率」および「予測修正率」も公表している。

実現率とは、前回に予測した当月の数値が1カ月経過して実績値となった場合に「どの程度実現されたのか」を見るものである。

一方、予測修正率とは、前回予測した翌月の数値が1カ月経過して今回の予測数値となった時に「どれだけ修正されたのか」を見るものである。いずれもゼロよりも大きければ、上方修正されたことを意味する(図1)。

図2を見ながら実現率および予測修正率の特徴を整理してみると、実現率はマイナスとなることが多く、前月に予測した当月見込みより

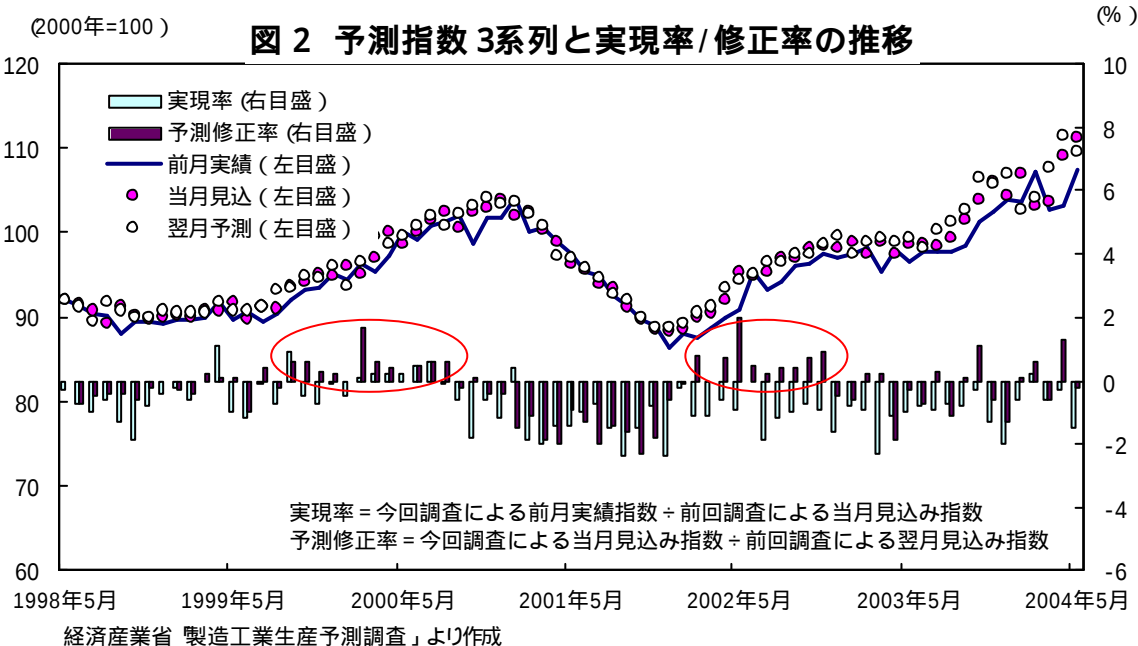
図1 予測指数3系列の関係



筆者作成

りも実績値は下回ることが多い。予測修正率は生産が拡大局面の初期、すなわち「意図せざる在庫減」の局面において上方修正される傾向がある。生産縮小局面においては、実現率・予測修正率ともに下方修正される傾向がある。

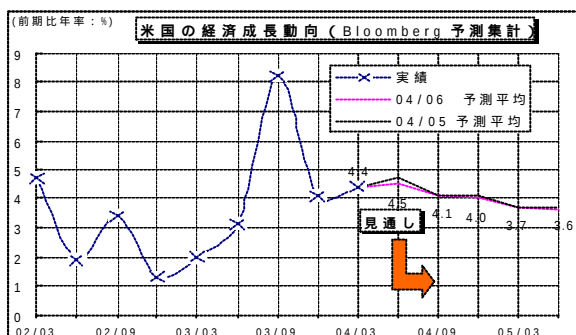
生産動向の先行き判断には、予測指数の水準や増減だけでなく、実現率および予測修正率にも注意することが肝要であろう。



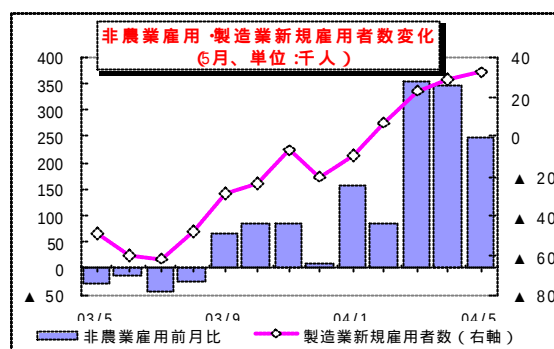
今月の情勢 ～ 経済 金融の動向 ～

最近の経済 金融情勢

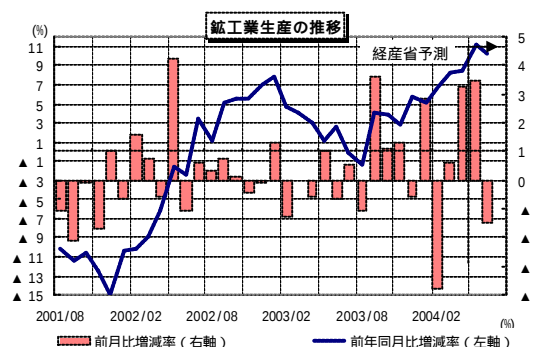
- 米国では非農業部門雇用者数が3カ月連続で20万人超となり増加基調が強まるとともに、物価の反転が明らかになり、6月利上げが濃厚。今後は利上げペースが重要事項。04年前半には減税効果が薄れるが、消費の自律的増加や情報関連機器を中心に設備投資が牽引すること等から、年後半伸びが鈍化するものの、4%程度の成長が続く予想となっている。



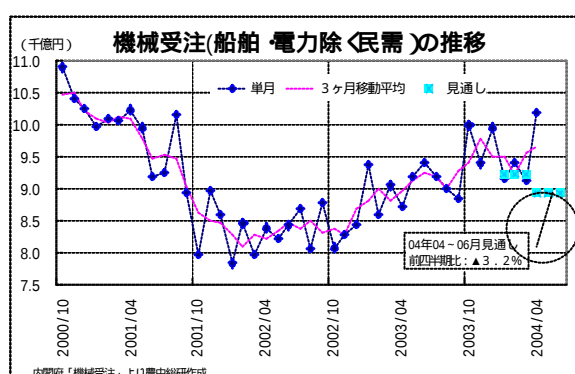
Bloomberg データから農中総研作成
見通しはBloomberg社集計の調査機関見通し



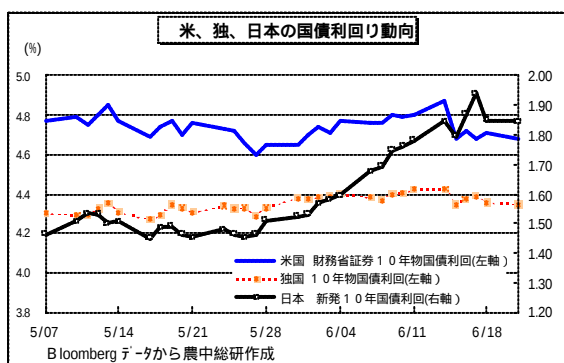
- わが国の生産動向は、堅調に推移しており、電子部品・デバイス等ハイテク関連業種が輸出に牽引される形で増加する見通しである。消費者関連指標も回復傾向を示すものが増えており、雇用不安の後退から消費者マインドは上向いている。また企業業績の改善を背景に設備投資は増加している。しかし設備投資の先行指標となる機械受注は、1～3月期実績の▲5.6%に続き、4～6月期見通しも▲3.2%で一時的に減速予測も出たが、4月の前月比大幅増加から、一転、増加予想も現れている。7月1日発表の日銀短観が注目される。



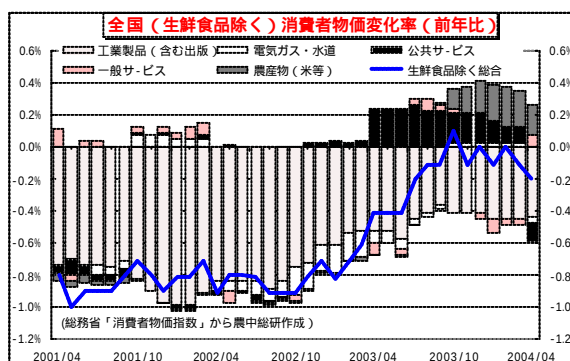
資料 経済産業省「鉱工業生産」
(注) 予測は、製造工業生産予測調査の当月見込みと翌月見込みの季節調整済増減率



- 当面の景気上昇と物価安定化の期待から量的緩和政策解除への思惑が浮上。これを受け新発10年国債利回りは、6月17日に1.94%まで一時上昇した。国内企業物価は、商品市況の上昇により前年比1%超のプラス。一方、消費者物価は、商品市況の上昇を背景に価格転嫁もある程度予想されるが、一時的・政策的な要因の剥落もあり下落が続くと予想される。



Bloomberg データから農中総研作成



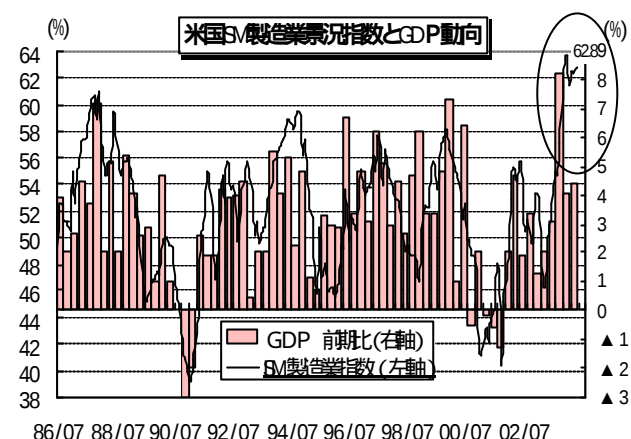
(総務省「消費者物価指数」から農中総研作成)

月日	政治・財政	経済・金融	海外・その他
5月21日(金)		・UFJ信託銀行と住友信託銀行が経営統合すると正式発表	
5月22日(土)	・小泉首相が平壤を訪問し、北朝鮮の金正日総書記と首脳会談。拉致被害者の家族5人と帰国。		
5月23日(日)			・サミット財務相会合(G8)、原油価格の高騰に懸念を示し、原産国に増産を求める声明を採択して閉幕
5月25日(火)	・企業不祥事を告発した従業員を解雇などから守る公益通報者保護法案が衆院本会議で可決	・コスモ石油など石油元売り大手、6月からガソリン卸売価格を1リットルあたり平均で3円70銭引き上げ	
5月26日(水)			・ロシアのプーチン大統領、10年以内に国内経済規模を倍増するとの国家目標を表明
5月27日(木)		・米カーライル・グループ、京セラと組んでDDIポケットを買収へ ・ソフトバンクと米リップルウッド・ホールディングス、日本テレコムを買収すると発表	
6月1日(火)		・三菱化学など石油化学メーカー大手、ポリエチレンなどの合成樹脂を7月出荷分から値上げへ	・イラク暫定政権が発足
6月2日(水)	・道路公団民営化法案が参院本会議で可決・成立		
6月3日(木)	・胃太の方針2004が閣議決定 ・特定船舶入港禁止特措法案が衆院本会議で可決	・三菱自動車、新たに10車種・41万6000台をリコール	・石油輸出機構(OPEC)総会、2段階で日量250万バレルの増産を決定
6月5日(土)	・今国会の焦点である年金制度改革法案が参院本会議で可決・成立	・UFJホールディングス、アブラスを売却する方針	・米国の第40代大統領(1981年～89年)ロナルド・レーガン氏が死去
6月7日(月)			・韓国の盧武鉉(ノムヒョン)大統領、今年は5%台、その後任期中は6%以上の経済成長見通しを表明
6月8日(火)	・小泉首相、日米首脳会談で、イラク主権移譲後も引き続き自衛隊を駐留させる意向を表明	・独ダイムラー・クライスラー、三菱ふそう株の株式売買契約に基づいて、三菱自動車に補償請求	・シーアイランド・サミットが開幕(10日まで) ・国連安保理、イラクへの主権移譲に向けた新決議を全会一致で採択
6月9日(水)		・三井住友フィナンシャルグループ、消費者金融大手のプロミスを傘下に収める方向で最終調整	
6月10日(木)		・エルピーダメモリ、広島県に世界最大級のDRAM工場の建設を開始	・英中央銀行、政策金利を0.25%引き上げて4.5%とすることを決定
6月13日(日)		・近畿日本鉄道の山口社長、近鉄球団とオリックス球団を合併させることで基本合意	
6月14日(月)	・有事関連7法案、特定船舶入港禁止特別措置法案などが参院本会議で可決・成立	・三菱ふそう、リコール実施しなかった案件43件を新たに発表	
6月16日(水)	・第159回通常国会、150日間の会期を終え閉幕 ・竹中金融・経済財政担当相、自民党の比例代表候補として出馬することが決定	・今夏のボーナスは前年比3.3%増の平均84万6343円(日本経団連の中間集計)	

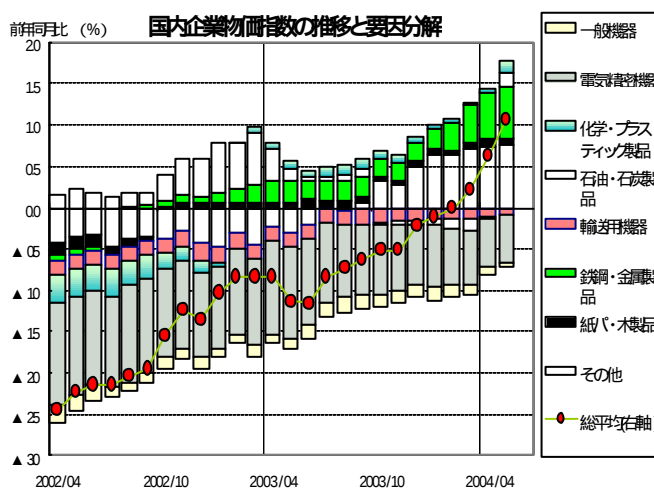
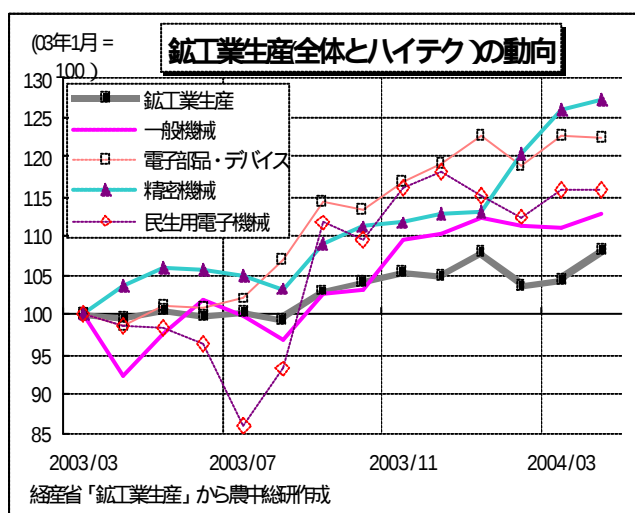
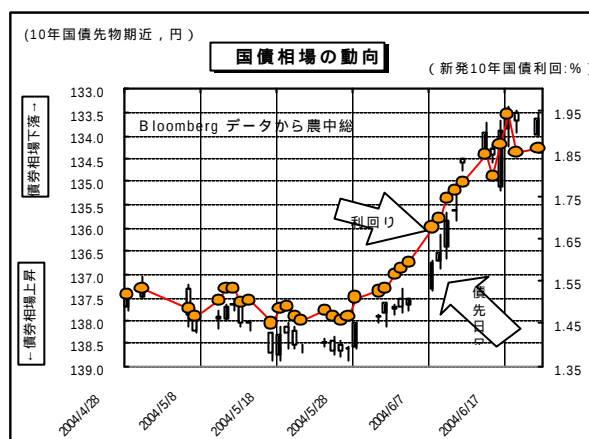
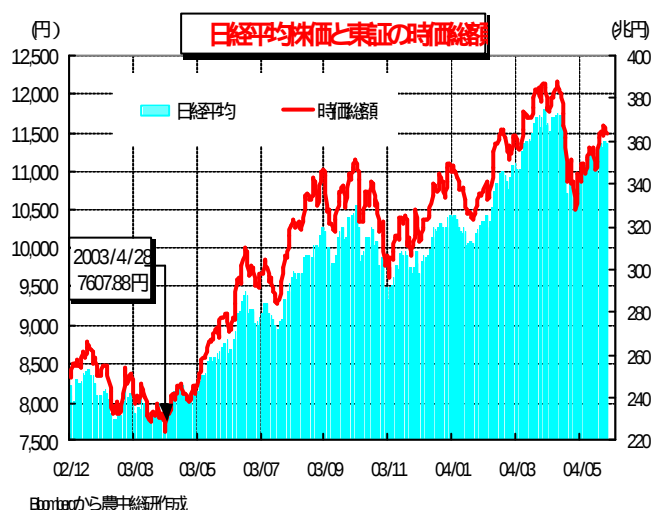
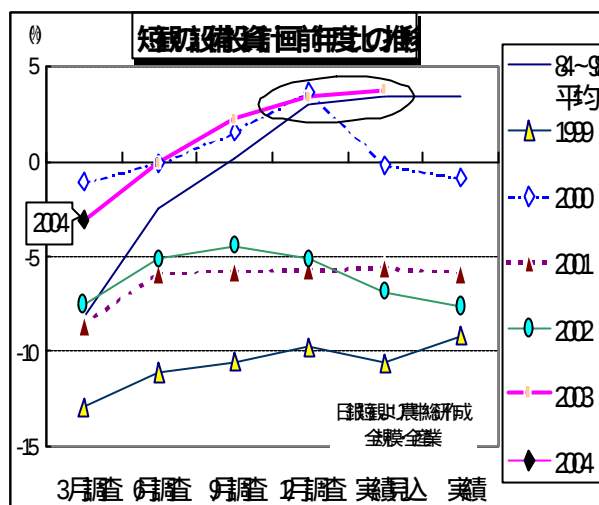
政府と日銀の景況判断

年 月	政府 月例報告		日銀 金融経済月報	
2003年	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基調
	8月	おおむね横ばいとなっているが、 <u>景気を巡る環境</u> 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、 <u>持ち直しに向けた動き</u> 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		<u>緩やかな景気回復への基盤</u> が整いつつある
	11月	景気は <u>持ち直ししている</u>		<u>緩やかに回復しつつある</u>
	12月	景気は持ち直ししている		緩やかに <u>回復している</u>
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、 <u>国内需要も底堅さを増している</u>
	5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、国内需要も底固さを増している
	6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		<u>回復を続けている</u>

内外の経済金融データ



86/07 88/07 90/07 92/07 94/07 96/07 98/07 00/07 02/07
 Bloombergデータから農中総研作成 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%



今後の内外中期スケジュール

区分		国 内		海 外
04年度 (H16)	4～9月	7月参議院通常選挙	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	6月 イラクで主権移譲 米国でG8サミット 8月 アテネ夏季五輪
	10～3月	1月 通常国会	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	10月 G7財務相・中央銀行総裁会議、IMF・世銀総会 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)	PS等次世代ゲーム機相次いで投入との観測
			住民税分の配偶者特別控除の廃止 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	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)採用
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

政府系金融機関における資金調達の変化

(丹羽 由夏)

(要旨)

政府系金融機関の改革は、2004 年度まで民間金融機関の不良債権集中処理期間と位置づけられていることから、あまり進んではない。しかし、将来的にはその縮小・廃止が予定されており、2001 年度から始まった財投改革の中では、資金調達方法に変革を求められている。財投改革後の 3 年間を振り返ると、組織の最終的な姿が見えないままの資金調達方法の変更は、限界があるばかりか弊害も大きく今後の本格的な改革論議が望まれる。

本年度まで民間金融機関の不良債権集中処理期間と位置づけられているため、政府系金融機関は、そのセーフティーネットとしての役割が重視され、事業規模の縮小・廃止などの議論はあまり進んでいない。しかし、2001 年度から開始された財投改革の下で、財投機関の資金調達方法は大きく変化することが求められている。特に自らの責任で発行する財投機関債は、財投改革の大きな柱の一つであった。

2005 年から 2007 年度までに将来の姿が議論され、2008 年度以降に新体制に移行する予定となっている政府系金融機関であるが、本稿では、財投改革下での特に資金調達に注目して、政府系金融機関の改革の進捗状況を検討し、財政制度等審議会財政投融资分科会（以下、分科会）の議論を紹介しながら機関債の問題点について検討する。

政府系金融機関の資金調達

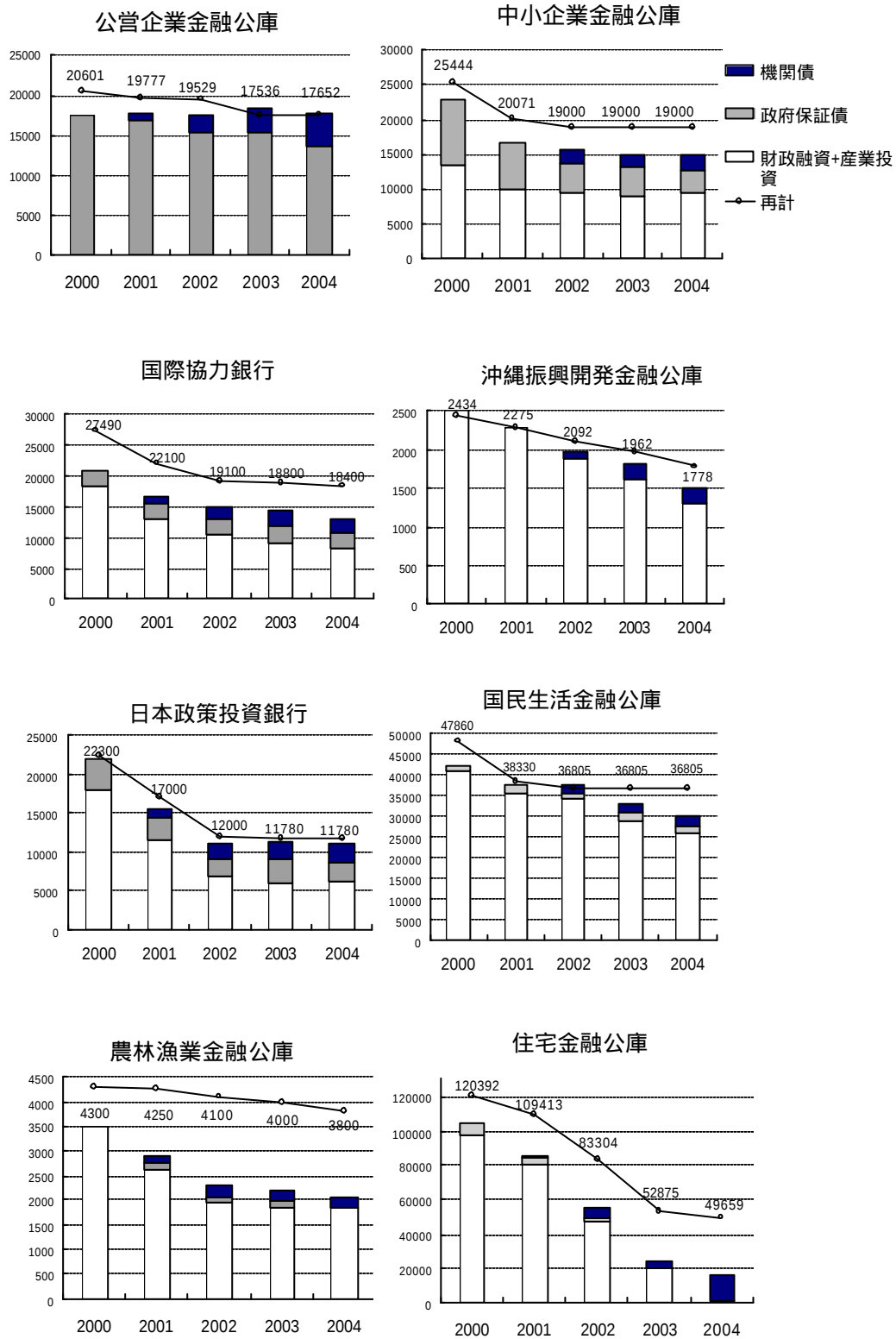
財政投融资計画による財投改革後の政府系金融機関の資金調達の状況は、図 1 のとおりである。「再計」というのは、自己資金を含めた当該年度の事業規模に等しい。この事業規模をみると、先行して廃止（2007 年度より新しく設立される独立行政法人に継承される）が決まった住宅金融公庫の縮小が顕著に

見て取れるが、その他の政府系金融機関はゆるやかな減少にとどまっている。本年度は全ての機関が対前年度で横ばいという状況である。

財投改革後の資金調達方法は、財投機関債、財政融資からの借入（財投債）、政府保証債および自己資金であり、特に財投機関債の発行が中心となることが求められている。2003 年度においては、日本政策投資銀行および国民生活金融公庫の政府保証債が増大した。財政融資からの借入の部分が若干シフトした状況となったのだが、これは ALM 上の観点からと説明されている。2001 年度以降、3 年間で財投機関債は全ての政府系金融機関で導入されたが、依然として資金調達の中心とはなっていない。住宅金融公庫を除く 7 つの機関の中で最も発行額の大きい公営企業金融公庫でも、資金調達額の 2 割強に留まっている（2004 年度）。

ちなみに本年度、住宅金融公庫は財政融資からの借入が 1456 億円と対前年度比 92.7%の減少となった。しかし、これは繰上償還などにより多額の自己資金が滞留し、財政融資への要求が急減したという特殊な要因があり、前述の通り、事業規模で縮小したわけではない。

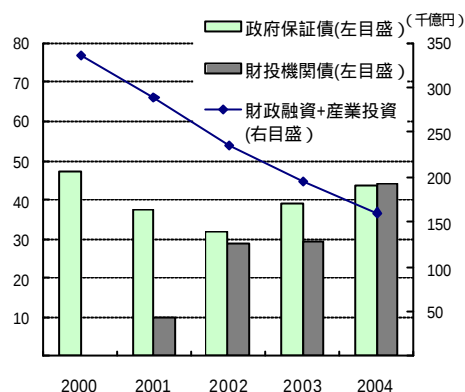
図1 政府系金融機関の資金調達状況 (商中は除く)



資料 財務省ホームページより作成

ここで、財投機関全体での原資調達額の状況を見た場合、図 2 のようになる。

図 2 財投機関の原資調達額の推移



資料 図 1 に同じ

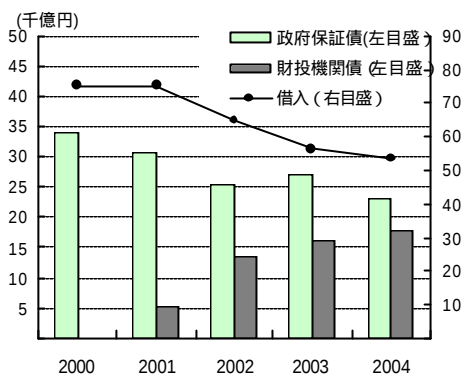
各財投機関が財政融資資金特別会計等からの借入によって調達する額は、急速に減少しているのが見て取れ、財投機関債も発行額は増大し、政府保証債を上回る額に達している。しかし、政府保証債に関しては、2001 年度および 2002 年度は減少したものの、2003 年度からは逆に増大しており、財投改革前に近づきつつある。

政府保証債が増大している要因の一つは、道路系公団の資金調達額における政府保証債の発行が急増しているからである。これは、組織の民営化が予定されていることから、財政融資資金法上、財政融資からの借入が出来なくなるという理由もあり、その分が政府保証債にシフトしている。この点は過度期の措置として分科会でも説明されている。

ちなみに、政府系金融機関（図 1 の住公を除く 7 機関）全体での動きをみたものは図 3 である。財投借入が減少し、ゆるやかながら財投機関債の発行へシフトしているのがわかる。図 2 の財投全体に対する政府系金融機関のシェアは、過去 4 年間あまり変化が無く、借入では 3 割程度、機関債発行

では、3 割から 4 割程度で推移してきた。

図 3 政府系金融機関全体での動き



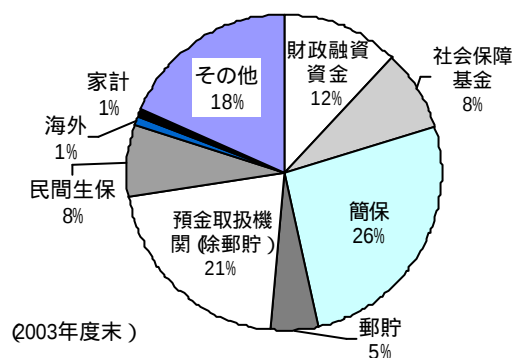
資料 図 1 に同じ

保有者構造

ここで、財投機関債および政府保証債の保有者構造についてみてみたい。利用できるデータの制約から、財投機関債および政府保証債が含まれる政府関係機関債注の保有構造で紹介する。

注 資金循環統計の政府関係機関債には、「公的機関等の法人が国内で発行した債券のことをさす（財投機関債もここに含まれる）」（日本銀行 資金循環統計の解説 2002 年 1 月）

図 4 政府関係機関債の保有者

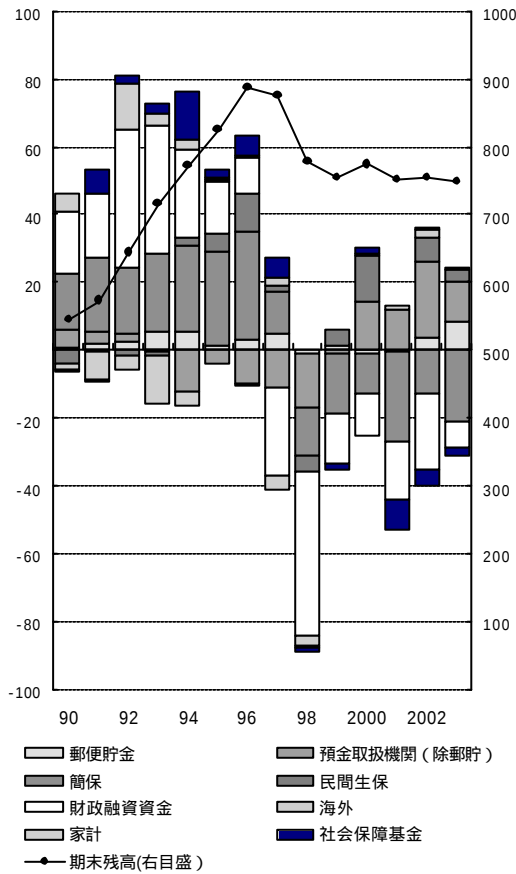


資料 日銀「資金循環」より作成

2003 年 3 月時点の残高ベースで見た場合、最大保有者は簡易保険であり、これに財

政融資資金、社会保障基金、郵貯を合計すると5割をこえる額が公的部門で保有されている。しかし、近年の動向をみると、図5のように、簡保、財政融資資金、社会保障基金という郵貯以外の公的部門は残高を減少させており、民間生保、郵貯を含めた預金取扱金融機関の残高が増大していることがわかる。

図5 保有主体別にみた増減額



資料)図4に同じ

2002年6月25日の分科会では、財投機関債の保有者について、「初年度は地方の機関投資家のウエートが高く2002年度以降は中央の生保、年金等の機関投資家のウエートが増えてきた」と報告されている。

財投機関債の評価

これまで、財投改革後の政府系金融機関の資金調達の動向と債券の保有者層(投資家層)についてみてきた。以下では、財投機関債のリスクと金利との関係について検討する。

表1は財投機関債に対する格付けを見たものである。S&Pおよびムーディーズは政府系金融機関間に差をつけてはいない。分科会では、どの格付け機関も財務などを反映した発行体自身の債務履行能力ではなく、中央政府との距離(補助金、政策上の役割など)という視点を格付けに強く反映させていると指摘している。

表1 格付け一覧

	R&I	S&P	MDY
公営企業金融公庫	AAA	AA-	
中小企業金融公庫	AA+		A2
日本政策投資銀行	AAA	AA-	A2
国際協力銀行	AAA	AA-	A2
国民生活金融公庫	AA+		
沖縄振興開発金融公庫	AA+		
農林漁業金融公庫	AA		

資料)各社ホームページより農中総研作成

表2は過去1年間における各機関の財投機関債発行時の条件を対国債スプレッドでみたものである。

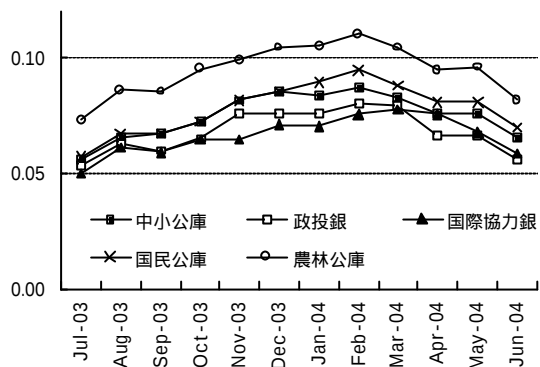
表2 発行時の対国債スプレッド

(単位:b.p.)

	格付け(R&I)	2003年						2004年				
		7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月
公営企業金融公庫	AAA		10(10年)						10(10年)		8(10年)	
日本政策投資銀行	AAA	5(6年)			12(10年)						8(10年)	
国際協力銀行	AAA								11(6年)		8(10年)	
中小企業金融公庫	AA+	5(6年)			10(6年)							8(5年)
国民生活金融公庫	AA+		5(6年)		8(5年)						8(6年)	
沖縄振興開発金融公庫	AA+			15(10年)								12(10年)
農林漁業金融公庫	AA										14(10年)	

図6は流通市場における動向を5機関(残存期間4年以上5年未満)について見たものである。

図6 対国債スプレッドの推移



資料)日本証券業協会公表値より作成

政府系金融機関間での発行量の差が大きく(中銀と農林は他機関の1/10程度)、それに伴う流動性等の影響もあるが、概して格付けに影響されたスプレッドが付与されていると考えられている。政策投資銀行と国際協力銀行では、民間に競合相手が存在しない国際協力銀行の方がスプレッドが小さいという指摘もある。

このようなスプレッドでの格差がマーケットでの一つの評価といえるが、この現状をどのように理解したらよいのか。分科会での議論をみると、市場が規律づけするというのが財投機関債導入の目的であったが、その目的の達成に対しては、導入以降一貫して否定的意見が多い。財投機関の財務効率へのプレッシャーを期待して導入したものの、投資家、格付け機関は暗黙の政府保証が付与されていると機関債を評価しているという意見である。昨年末12月23日の分科会の議事録では、市場の洗礼をうけるはずの財投機関債が暗黙の政府保証という形で低いコストで発行できているが、それでも政府保証債との間に中

途半端な形でスプレッドがあり、これは発行体の負担増となっている、これをどのように考えたらよいのか」という問題が提示され、今年度の大きな議題と位置づけられている。

おわりに

特殊法人改革としての政府系金融機関の改革は、本年度末まで金融円滑化のためのセーフティネットとしての役割が政策金融に期待され、その改革は2005年度以降に先送りされている。財投改革の下で、資金調達手段のみ変革を求められている状況である。その動向は、非常にゆるやかではあるが、資金調達手段を機関債にシフトさせているといえる。さらにそのシフトによって、当該機関の資金調達コストが上昇していることも間違いないであろう。しかし、市場では暗黙の政府保証を評価し、財投改革で当初期待されたような財投機関の事業に対する規律づけという目的は果たされていない。前述の通り、分科会では財投機関債そのものの是非などを問題提起する意見すらあるが、現実にはすでに4年目の発行となり、本年度は全体で約4.4兆円(うち7政府系金融機関の発行額は約1.8兆円)を超える額が発行される。

マーケットからの規律づけが働くというのは、各機関の最終的な姿、債務の責任の所在の明確化、あるいはデフォルト等の法整備といった前提条件が必要なのは明らかである。財投機関債を当初の目的に資するように、早急な環境整備が望まれよう。

減損会計適用と企業の対応

古江 晋也

本稿では、減損会計における導入の意義と処理プロセスを概観し、2004年3月期に早期適用を行った企業を検討する。減損会計は、減損損失を特別損失として計上するため、企業の配当政策に大きな影響を与える。しかし、早期導入企業の中には、無配に転落しても株価が上昇するケースもみられ、会計制度改革における早期対応と積極的なディスクロージャーが如何に重要であるかということを示しているといえる。これは、すべての事業体にも当てはまるといえ、今後の金融・会計制度改革において、いかなるスタンスで望むべきか、ということを示唆しているといえよう。

はじめに

固定資産の減損に係る会計基準（以下、減損会計）の強制適用は2005年4月以降であるが、今年3月期から早期適用が認められ、新日本石油、伊勢丹、新日鐵、東京瓦斯等は固定資産の減損処理を行った。減損会計を早期適用した企業は、負の資産を一掃することで財務体質の健全化を図ることができ、「勝ち組」企業であるとさえいわれている。

減損会計については、新聞、雑誌等によって盛んに議論が行われてきたが、本稿では、これらの議論をもう一度まとめ直し、減損会計における導入の背景と処理プロセス、早期適用を行った企業を検討する。

減損会計導入の背景とその意義

日本において企業会計について定めのある代表的な法は、商法、税法、証券取引法であるが、これらの法に企業会計についての具体的な定めのない場合は「一般に公正妥当と認められたもの」が適用される。では、「一般に公正妥当と認められたもの」とは何か。それは企業会計審議会が設定した企業会計原則や様々な会計基準である。

2002年8月、企業会計審議会は「固定資産の減損に係る会計基準の設定に関する意見書」（以下、意見書）「固定資産の減損に係る会計基準」（以下、基準）「固定資産の減損に係る会計基準注解」（以下、注解）を公表した。

さらに意見書は、「本基準を実務に適用する場合の具体的な指針等については、…企業会計基準委員会において適切に措置していくことが適当である」（意見書五2.）とし、これを受けて企業会計基準委員会は、2003年10月、企業会計基準適用指針第6号「固定資産の減損に係る会計基準の適用指針」（以下、指針）を公表した。

減損会計導入の背景は、昨今の固定資産の価格や収益性が著しく低下している状況において帳簿価額が過大に評価されていれば、社会的信頼を損なうという危機感や会計基準の国際的な調和を図るという目的等がある（意見書二）。事実、米国会計基準を適用しているソニーやイトーヨーカ堂等がすでに減損会計を適用していることを考慮すれば、減損会計の導入はグローバルに事業展開をしていく上で重要な要件であるといえる。

また、1995 年以降、大蔵省 (当時) はディスクロージャー改革の一環 (いわゆる、会計ブックバン) として連結財務諸表、キャッシュ・フロー計算書、税効果会計、研究開発費会計、退職給付会計、金融商品会計を導入したが、減損会計は、その総仕上げに位置するとされ、さらに透明性の高い企業会計制度の構築が期待される。

減損会計の処理プロセス

減損会計は、建物、土地、福利厚生施設などの有形固定資産、のれん、ソフトウェア (市場販売目的のソフトウェアは除く) などの無形固定資産や投資その他の資産といった固定資産が対象となり、当該資産の市場価額の著しい下落等が生じた場合、一連の手続きを経て減損処理することを目的としている。

減損会計の適用は、当該資産をグルーピング化した後、減損の兆候の有無、減損損失の認識、減損損失の測定という手順によって行われる。それでは、この手順をもとに減損処理プロセスを見てみよう。

減損会計の適用については、まず始めに資産のグルーピングが行われる。資産のグルーピングとは、キャッシュ・フローを生み出す最小単位を基礎として当該資産をグループ化することである。指針によれば、継続的に収支の把握がなされている単位を識別し、キャッシュ・フローの観点からその単位が、他の単位と相互補完的であれば、それらの単位でグルーピングを行うという見解を示している (指針 7)。実務的には、管理会計上の区分や投資の意思決定がグルーピングを決定すると思われる (意見書四.2.⑥)。同業種であっても、管理会計上の区分によって構成資産の異なるグルーピングが行われることになる。

資産のグルーピングが行われれば、次に減損の兆候があるかどうかの識別を行う。減損の兆候としては、営業活動から生ずる損益又はキャッシュ・フローが継続してマイナスの場合、経営環境の著しい悪化の場合、市場価格の著しい下落の場合などが考えられ (指針 11~17)、当該資産にこれらの兆候が該当すれば、減損の兆候にあるとみなされる。

減損の兆候があれば、減損損失の認識の判定が行われる。判定は減損の兆候のある資産 (または資産グループ) の割引前将来キャッシュ・フローの総額と帳簿価額を比較し、割引前将来キャッシュ・フローの総額が帳簿価額を下回る場合 (割引前将来キャッシュ・フローの総額 < 帳簿価額)、減損損失が認識され、減損損失の測定が行われることとなる (基準二 2.④)。なお、この時の割引前将来キャッシュ・フローの見積期間は、資産の経済的残存使用年数 (資産グループの場合はグループ中の主要な資産の経済的残存使用年数) と 20 年のいずれか短い方となる。ただし、経済的残存使用年数が 20 年を超える場合は、20 年経過時点の回収可能価額を算定し、20 年目までの割引前キャッシュ・フローに加算するとしている (注解 (注 4))。

減損損失を認識すべきであると判定された資産 (または資産グループ) は、減損損失の測定が行われる。減損損失の測定は、帳簿価額を回収可能価額まで減額し、当該減少額を減損損失として当期の特別損失に計上する (基準二 3.)。ここでいう回収可能価額とは、正味売却価額 (時価 - 処分費用見込額) と使用価値 (将来キャッシュ・フローの現在価値) の高いほうの金額を表している (注解 (注 1))。

減損処理後、減損処理を行った資産は、減

表 1. 2004年3月期に減損会計の早期適用を行った主な企業

企業名	減損処理を行った資産等の内容と金額
大成建設	グループの資産効率向上とバランスシートの健全化の一環として減損会計を早期適用。大成建設本体に加え、ゴルフ場子会社(4社)、商業施設保有会社(1社)等、525億円を計上。
新日本製鐵	連結財務体質の一層の健全化を図るため減損会計を早期適用。固定資産減損損失を約600億円計上。遊休資産、賃貸資産、事業資産(株)スペースワールドなどの減損処理を行った。
新日本石油	含み損を抱えている土地については30%程度の下落を目安に減損の兆候を判断し、損失額を算出。サービスステーション、工場、不動産事業、遊休資産等、合計1,715億円を計上。
東京瓦斯	財務の健全性を高める目的から、減損会計の早期適用。減損損失は土地・施設等について連結で33億2100万円、単独で16億5100万円を計上。
伊藤忠商事	一層の資産の健全化を推進するため減損会計の早期適用を実施。貸ビル等595億円(連結、以下同じ)、社宅等共用資産271億円、運営施設366億円、合計1,233億円を計上。
伊勢丹	減損会計の早期適用を行い、連結で63億3300万円の減損損失を計上する。内訳は、吉祥寺店13億7900万円、松戸店2億600万円、相模原店38億2200万円、府中店5億4900万円、その他3億4900万円であり、建物や借地権などの減損処理を行った。

資料)各社のIR情報(プレスリリース、平成16年度3月期決算短信)を基に農中総研作成。

損損失を控除した帳簿価額に基づき減価償却を行う(基準三1.)とし、減損損失を控除した帳簿価額と残存価額、残存耐用年数に基づき、企業が採用している減価償却の方法に従い減価償却することとなる(指針135)。

加えて、減損会計は、本社建物、試験研究施設などの共用資産やのれんも減損処理の適用対象となっている。

減損会計と早期適用企業の対応

減損会計とは、貸借対照表に計上された固定資産の帳簿価額を減額し、特別損失に計上するため、新たな資金負担を伴うわけではない。ちなみに、減価償却の場合は、工場・設備等であれば売上原価、本社建物、営業所等であれば販売及び一般管理費に計上されるため、本業の経営成績を示す営業利益や経常利益に大きな影響を与えるが、減損会計は、

特別損失に計上されるため営業利益や経常利益に影響を及ぼさない(ただし、臨時償却の場合は、特別損失に計上される)。

また、減損処理を行うことで、次年度以降の減価償却負担は減少し、営業利益や経常利益が向上することとなる。今年3月期に早期導入を行った伊勢丹は2005年3月期に約130億円の最終黒字と過去最高益を更新する見込であるという^{注1)}。従って、減損会計を早期適用した各企業は、固定資産の含み損が一掃されると共に当該資産の減価償却負担が軽減される。このことはROAが向上することを意味し、財務の健全性が高まったことをステークホルダーにアピールできる。

表1は、2004年3月期に減損会計の早期導入を行った主な企業と処理金額等をIR情報等からまとめたものである。この表から、各企業は財務の健全化を図るために遊休資産、営業

店舗、製造設備など多岐にわたる資産を減損処理したことが伺える。

だが、減損会計は、企業経営に重大な影響を与えることも考慮しなければならない。その影響の一つは、配当可能利益を減少させることである。伊藤忠商事は、2004 年 3 月期の連結決算で減損損失を合計 1,233 億円計上し、約 320 億円の最終赤字になり、無配となる予定である^{注2)}。しかし、伊藤忠商事の減損会計の早期適用を市場は評価し、株価は上昇したため、無配をキャピタルゲインがカバーしたともいえる。

ただし、これは早期適用を行った企業の評価である。したがって、2005 年 4 月以降、減損会計を適用した企業が無配に転落しても株価が上昇するという保証はない。

加えて、減損会計対策が遅れた企業の中には、債務超過に陥るところもあるかもしれない。そのため、減損会計対策は、債務超過回避をも視野に入れた対策が迫られることになるといえる。

注1)『日本経済新聞』2004 年 4 月 14 日付。

注2)伊藤忠商事は米国会計基準における減損会計をすでに適用済みであるが、日米の減損会計基準の相違が今回の減損処理となっている。

おわりに

本稿では、減損会計における導入の背景と処理プロセスを概観し、2004 年 3 月期に早期適用を行った企業を検討した。

1990 年代中頃から盛んに議論されてきた一連の会計ビックバンは、企業に巨額の損失を計上させたため、困難な道のりであったといえる。とりわけ、減損会計は、導入延期論が叫ばれるなど大きな議論を呼んだ会計制度改革

の一つであった。

減損会計の早期適用を行った企業は、概ね財務体質を含めて体力のある企業であるといわれている。しかし、減損会計の早期導入を行った背景には、会計制度変更における早期対応と積極的なディスクロージャーを推進してきた点にも注目しなければならない。

伊藤忠商事は無配に転落する予定であるが、株価の上昇は、投資家が減損会計の早期適用を評価した結果であるといえる。また、財務における更なる健全化を志向していることも投資家が評価した点であることを考慮すれば、会計制度改革における早期対応と積極的なディスクロージャーが如何に重要であるかということを示しているといえる。これは、農業協同組合を含めたすべての事業体にも当てはまるといえ、各事業体は今後の金融・会計制度改革において、いかなるスタンスで臨むべきか、ということを示唆しているといえる。