潮　流

デフレ脱却とその後の金融政策

理事研究員　荒巻浩明

今春以降、世界の金融環境はデフレ懸念の超低金利からインフレ予防の緩やかな上昇へと局面を一変した。米連邦準備理事会（FRB）は順調な経済拡大を背景に、6 月末、4 年ぶりの利上げに転じたが、8 月も追加利上げの公算が大きく、その後も緩やかな利上げ継続が予想されている。欧州中銀（ECB）も域内経済の回復とインフレ懸念から年前半の利下げを見送り、年内の利上げ時期を模索する方向に転じている。

こうしたなかで、90 年代、「世界的な高成長」の埒外に置かれていたわが国も、漸く停滞を脱し、新たな局面を迎えている。国内経済が自律的回復へと歩みを進め、世界経済の好調から原油など海外商品市況が上昇して企業物価が反転しており、90 年代後半から続いてきたデフレ脱却が視野に入ってきた。これを反映して「量的緩和」といわれる超緩和の金融政策の出口が模索されるとの観測から、春先まで1.3～1.4%で推移していた長期金利がデフレ脱却後の政策への思惑から1.7～1.8%台へと上昇している。

こうして 10 月に示される日銀の「展望レポート」で 05 年度の消費者物価がプラスとなった場合の金融市場の動揺を避けるため、量的緩和解除後の新たなコミットメントを求める声も強まっている。その１つは、一部政策委員の提案している「インフレ参照値（目標）」の公表である。ただインフレ参照値については、物価目標を公表している英国で物価が目標値を下回っていたため利上げが遅れ、不動産価格上昇からより大幅な利上げを余儀なくされるという最近の経験に照らし、「適切なコミット」とはならないとの意見も根強い。

福井総裁は最近の講演で量的緩和政策解除について、「過大に供給していた流動性の吸収とゼロ金利を解除して金利機能を活用した政策に入るという二つのプロセスがある」とし、「これを合体して考える」とした。現在のコミットメントである「消費者物価が安定的にゼロを上回る」までの間、内外経済の持続的な回復を確認し、地域金融機関を含めた金融システムを健全化する要がある。その後、過大に供給されている 30 兆円超の流動性を吸収することとなろうが、これを一挙に行なうことは難しい。こう考えると、プラス金利への移行には相当の時間を要すると考えざるを得ない。その間、ゼロ金利が続くこととなろうが、その過程で長期金利の上振れや部分的な資産価格上昇を招く可能性は否定できない。

過去における不測の長期金利上昇の経験に対処して、財政金融当局は国債管理の面で期間構成や個人向けなど消化先の多様化、流通市場の整備に努めてきているが、海外消化を含め更なる努力が求められる。

そして、米ＦＲＢグリンスパン議長は政府に財政赤字削減ルールの復活を求めているが、わが国こそ①累積した多額の公的債務（国債の発行残高は今年度末 483 兆円、国と地方を合わせた公的債務残高は約 700 兆円）、②人口高齢化に伴う家計部門の資金余剰幅縮小（GDP 比 95 年度 6.9→02 年 1.3%）を考えると、国と地方、特殊法人を含めた公的債務の本格的削減に向けたルール策定とそのための地道な努力が喫緊の課題である。

情勢判断

国内経済金融

債券相場、株式相場、それぞれ懸念材料に神経質な地合

渡 部　喜 智

要 旨）

債券相場は原材料コスト転嫁による消費者物価のゼロ・フラット化や景況改善を織り込んで来たと考えられるが、長期金利には物価や景気による上ブレ・リスクが残る。一方、株式相場は04年度の二桁経常増益など好ファンダメンタルズを織り込みつつある一方、先行きの増益モメンタム鈍化の懸念も浮上しており、上値には慎重な見方を継続する。

為替相場ではドル安圧力が緩んでおり、当面小康推移を予想するが、米次期政権の通貨政策スタンス、特に民主党政権の場合のドル安リスクにも目配りをする必要があろう。

表１ 金利・為替・株価の予想水準　（単位：円，％，円／ドル）

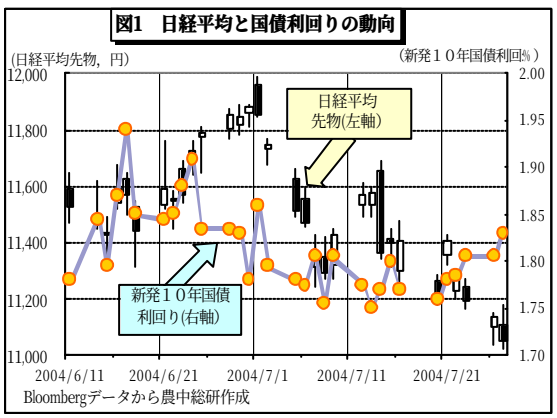
項目＼年度／月		2004年度 7月23日（実績）	9月（予想）	12月（予想）	05年 3月（予想）	2005年度 05年6月（予想）
無担コール　翌日物		0.0010	0.001～0.01	0.001～0.01	0.001～0.01	0.005
TIBORユーロ円(３ヶ月)		0.0833	0.10±0.02	0.10±0.02	0.10±0.02	0.10±0.02
短期プライムレート		1.3750	1.375	1.375	1.375	1.375
新発１０年国債利回		1.8000	1.95±0.20	1.85±0.25	1.75±0.20	1.75±0.15
為替相場	円ドル	109.89	105.0～110.0	107.5～112.5	105.0～110.0	105.0～110.0
	ユーロ円	134.36	130～135	135.0～140.0	130.0～135.0	130.0～135.0
日経平均株価		11187.33	11,750±750	11,750±500	11,500±500	11,250±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

６月中旬以降広がりを見せた量的緩和(ゼロ金利)政策の解除への思惑＝「出口」論議が、引続き債券市場にとって主要な相場テーマであった。

7月 1 日に発表された日銀の６月 短期経済観測」(短観)調査の業況判断ＤＩ(企業の業況が良い－悪いの差)は市場予想を上回る伸びとなり、足元の景況改善を確認するものとなった。



しかし、７月に入り相次いで発表された米国の経済指標の多くが、雇用、小売、生産・投資関連ともに米国の景気加速期待を弱めるものであったことから、ニューヨーク株式市場の主要株価指数は軟調。

その影響を受け、日経平均株価は参議院選後も１１，０００円台前半に低迷した。三菱東京FGとUFJ の経営統合発表などの好材料にもかかわらず、電機、素材関連などを中心に株価は伸び悩んだ。

この株価低迷が、金利先高観が強かった債券相場を下支え長期金利の上昇を抑制し

た。新発１０年国債利回りは短観発表の７月１日に1．８６%に上昇したが、その後は1．７５～1．８5%のレンジで推移している（以上、図 1)。

為替相場においては、参議院選（自民党苦戦の過大視）や米国利上げペース（前述のように米国経済指標が弱かった半面、グリーンスパンＦＲＢ議長など連銀首脳は米国景気に強気・インフレ警戒のコメント）、外国人投資家の日本株買いをめぐる観測を材料にしながら、ドル円相場は１０８円～１１０円のレンジのなかで概ね推移した。

なお、ニューヨーク原油先物（ＷＴＩ）が再び１ﾊﾞﾚﾙ＝４０ﾄﾞﾙを超す高値に戻しているが、他の国際商品市況は、これまで高値にとどまっていた工業用金属などでも上昇一服感が強まりつつある。（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。）

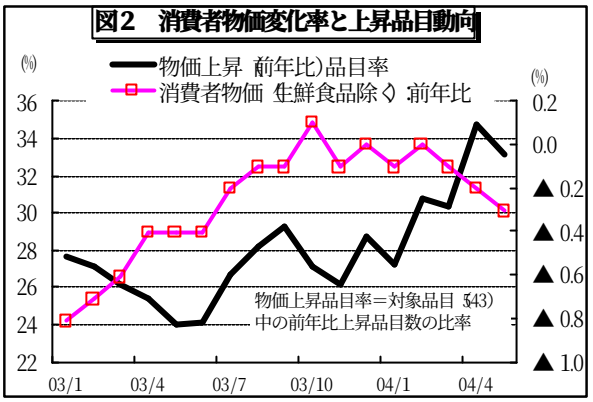
金融市場の見通しと注目点

債券相場＝長期金利の上ブレ・リスクには注意

日銀は、4月の「経済・物価情勢の展望」(以下、「展望」)の７月中間評価で、04年度消費者物価見通し（4月見通しでは▲０．2%下落と予想）の小幅の下落基調という見方を変更しなかった。

日銀（７月１４日付け金融経済調査月報）が、「企業は生産性の上昇や人件費の抑制で原材料コストの吸収を図るとみられ、消費財全体としては商品市況上昇の影響はさほど大きくない」と指摘しているように、消費者物価が上昇基調に入るほどの値上がりの広がりはない。前年比の上昇品目は増加してきたが、家電等耐久財やトイレタリー用品・医薬品、家賃、一部家事サービスなどの値下がりの継続があり、上昇品目は全体の３割台前半にとどまっている（図2）。また、米価上昇、タバコ税引き上げ(０3年7月)などの０３年度の物価押し上げ要因の剥落が今後見込まれる。

図2　消費者物価変化率と上昇品目動向



しかし、政策決定会合での複数の審議委員の発言にあるように、原油高のコスト転嫁圧力⇒消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下同じ）への当面の波及効果を債券市場参加者は強く意識している。

また、今秋１０月２９日発表の日銀「展望」レポートの０５年度消費者物価見通しがプラス予想になる観測をめぐって、ゼロ政策解除の改めて見方が強まり、投機売り圧力もありえる。

よって、金利予想上は消費者物価のゼロ・フラットを前提とし、実質長期金利の平均水準[注1]から逆算して、当面の新発１０年国債利回りは引き続き1．８%±0．2%を中心レンジと予想するが、前述のような材料による上ブレ・リスクがあり、一時的な跳ね上がりを想定している。

なお、日銀・政策決定会合では、「インフレ

注1　**デフレが深まった９０年代後半以降、現在までの実質長期金利（＝新発１０年国債利回り－消費者物価前年同月比）は平均１．８%程度。標準偏差(σ)＝０．４%である。**

参照値」導入の議論はあるものの、導入意見は少数派にとどまっている。「二段階論」など手法上のバリエーションを含め、量的緩和政策継続の基準が消費者物価の前年同月比ゼロ%から変わる可能性は不透明である。

株式相場
＝上値について慎重な見方継続

日本と米国など先進国の株式投資指標を比較した場合、日本株への投資価値が一様に認められるとは言えない（表2）。

また、景気・増益のモメンタムが今後、後退する可能性も想定しなければなるまい。

米国の金利上昇・流動性低下および景気・企業増益のピークアウトへの懸念は、米国の株式ファンドへの資金流入を細め、米国株価だけでなく世界的にも株式相場に悪影響をもたらす。エコノミストによる米国のGDP成長率予想は05年年明けから3%台に低下。増益率も4～6月期の2割増から年末には10%台前半に低下する予想となっている。

わが国株式市場の米国をはじめとする外国人投資家に支えられた構造を考える時、海外からの資金流入低下は、今後の株式相場へのマイナス材料として注意を要する。

また、デジタル家電関連の過剰供給や中国需要の緩みが取り沙汰されるようになっており、足元の好調に比べ年度後半の増益ペースの鈍化も視野に置くべきと考える。

よって、上値は引き続き慎重に見ている。景気の天井の先取りする株価の動きには改めて注意が必要だろう。

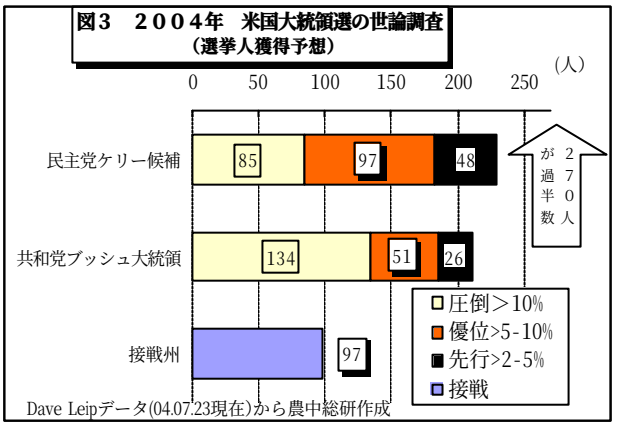
表2　世界主要国の株式指標比較　04.07.22現在

国名＼指標	PER（予想）（倍）	一株利益成長率（%）	配当利回り（実績）（倍）	イールド・ギャップ（%）
日本（TOPIX）	17.6	31.1	1.00	▲ 3.9
米国（S&P500）	15.9	13.1	1.84	▲ 1.7
英国（FT100）	16.9	11.1	3.73	▲ 1.4
独国（DAX100）	13.4	33.0	2.01	▲ 3.3

（注）①PER予想＝株価指数÷12ヶ月先一株利益予想
②一株利益増益率＝先行き12ヶ月先予想
③イールド・ギャップ＝各国10年国債利回り－益利回り（PERの逆数）（I/B/E/Sデータから農中総研作成）

為替相場
＝次期政権の為替政策も視野に

金利上昇観測や米国経済の足元での堅調がドル下落（円高）の抑制要因となっている。また、従来、大統領選前には為替相場の変動幅が縮小する傾向があることから、今後しばらくはレンジ相場の動きを続けることを基本的な見方としている。



しかし、大統領選の先行きは不透明ながら、ケリー・エドワーズ民主党陣営の優勢に傾いていく(図3)とすれば、同陣営の現時点での主張から見て、通商強硬・国内産業保護のスタンスが為替相場にはドル安政策として受け止められる可能性があろう。

米国経済の先行き鈍化懸念が、雇用低迷などに端的に現れるならば、早期にドル安・円高に動くことも警戒しなければならない。（04.07.27）

内外金融市場データ

農中総研　調査第二部　国内経済金融班作成）

日付	長期金利				短期金利					外国為替			内外株価指数				海外金利			その他		
	新発10年国債利回	債先10年物期近価格	みずほコーポ新発5年金融債利回	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	金利先物(利回り)中心限月	円ドル・スポットレート東京17:00現在	ユーロ・ドル・スポットレート	ユーロ円スポットレート東京17:00現在	日経平均(225種)	TOPIX終値	NYダウ工業株30種平均	ナスダック総合	米国財務省証券10年物国債利回	LIBORドル3ヵ月	独国10年物国債利回	NY金先物・期近	WTI期近	OPECバスケット価格
04/06/02	1.565	136.54	0.831	0.774	0.001	0.0792	0.049	0.098	0.155	110.64	1.222	134.23	11,242.34	1,136.87	10,262.97	1,988.98	4.738	1.34	4.383	391.60	39.96	36.80
04/06/03	1.580	136.51	0.827	0.781	0.001	0.0792	0.049	0.098	0.155	110.75	1.223	135.51	11,027.05	1,119.56	10,195.91	1,960.26	4.710	1.36	4.387	388.10	39.28	35.86
04/06/04	1.595	136.28	0.848	0.794	0.001	0.0792	0.049	0.098	0.150	111.06	1.228	136.55	11,128.05	1,124.97	10,242.82	1,978.62	4.772	1.37	4.395	390.90	38.49	34.94
04/06/07	1.675	135.48	0.917	0.862	0.001	0.0792	0.049	0.098	0.150	110.10	1.232	134.96	11,439.92	1,151.67	10,391.08	2,020.62	4.760	1.40	4.383	393.70	38.66	34.64
04/06/08	1.695	135.17	0.959	0.899	0.001	0.0792	0.049	0.098	0.155	109.67	1.227	134.51	11,521.93	1,157.92	10,432.52	2,023.53	4.762	1.41	4.365	391.00	37.28	34.45
04/06/09	1.745	134.65	1.023	0.957	0.000	0.0792	0.049	0.098	0.215	108.73	1.205	133.04	11,449.74	1,152.77	10,368.44	1,990.61	4.805	1.43	4.396	384.50	37.54	33.91
04/06/10	1.760	134.50	1.052	0.999	0.001	0.0792	0.049	0.098	0.265	110.15	1.211	132.28	11,575.97	1,162.06	10,410.10	1,999.87	4.793	1.47	4.403	385.90	38.45	34.59
04/06/11	1.780	134.63	1.035	0.976	0.001	0.0792	0.049	0.098	0.235	110.22	1.201	132.13	11,526.82	1,160.30	休場	休場	4.799	1.52	4.426	休場	休場	34.59
04/06/14	1.845	133.95	1.108	1.056	0.001	0.0792	0.049	0.099	0.290	110.89	1.206	133.87	11,491.66	1,158.54	10,334.73	1,969.99	4.870	1.54	4.423	383.60	37.59	34.29
04/06/15	1.795	134.47	1.047	0.998	0.000	0.0792	0.051	0.099	0.360	110.94	1.216	133.17	11,387.70	1,151.30	10,380.43	1,995.60	4.676	1.56	4.346	388.10	37.19	33.72
04/06/16	1.870	133.90	1.092	1.041	0.001	0.0792	0.050	0.098	0.360	109.65	1.201	132.21	11,641.72	1,167.09	10,379.58	1,998.23	4.722	1.53	4.373	384.60	37.32	33.93
04/06/17	1.940	133.43	1.125	1.075	0.001	0.0792	0.051	0.098	0.375	109.64	1.205	132.14	11,607.90	1,166.78	10,377.52	1,983.67	4.678	1.55	4.385	388.90	38.46	34.69
04/06/18	1.850	133.71	1.088	1.051	0.001	0.0792	0.051	0.098	0.360	109.53	1.214	132.14	11,382.08	1,149.88	10,416.41	1,986.73	4.710	1.55	4.353	395.10	38.75	35.19
04/06/21	1.845	133.95	1.058	1.029	0.001	0.0792	0.053	0.098	0.345	108.72	1.211	131.95	11,600.16	1,165.25	10,371.47	1,974.38	4.684	1.56	4.342	394.00	37.63	34.65
04/06/22	1.850	133.90	1.065	1.030	0.001	0.0792	0.053	0.098	0.345	108.49	1.211	132.30	11,581.27	1,162.31	10,395.07	1,994.15	4.717	1.56	4.362	395.00	38.11	34.36
04/06/23	1.880	133.80	1.075	1.049	0.001	0.0792	0.051	0.098	0.350	108.71	1.209	131.21	11,580.56	1,156.16	10,479.57	2,020.98	4.696	1.57	4.363	395.00	37.44	34.24
04/06/24	1.910	133.70	1.074	1.051	0.002	0.0792	0.051	0.098	0.340	107.97	1.217	130.36	11,744.15	1,168.96	10,443.81	2,015.57	4.644	1.59	4.299	403.10	37.80	34.10
04/06/25	1.835	134.45	0.999	0.981	0.001	0.0792	0.051	0.098	0.310	107.70	1.218	131.00	11,780.40	1,172.44	10,371.84	2,025.47	4.646	1.58	4.325	402.90	37.42	33.95
04/06/28	1.835	134.33	1.022	0.999	0.001	0.0792	0.051	0.098	0.315	107.77	1.219	131.51	11,884.06	1,186.60	10,357.09	2,019.82	4.735	1.59	4.370	401.00	36.24	33.07
04/06/29	1.830	134.55	1.001	0.976	0.001	0.0908	0.053	0.104	0.295	108.61	1.208	130.76	11,860.81	1,187.01	10,413.43	2,034.93	4.686	1.60	4.371	392.80	35.66	32.50
04/06/30	1.780	135.10	0.995	0.929	0.002	0.0908	0.053	0.104	0.285	108.69	1.220	132.67	11,858.87	1,189.60	10,435.48	2,047.79	4.581	1.61	4.318	393.00	37.05	32.68
04/07/01	1.860	134.50	0.947	0.980	0.001	0.0900	0.053	0.105	0.305	108.07	1.216	131.83	11,896.01	1,188.42	10,334.16	2,015.55	4.563	1.60	4.320	396.40	38.74	34.00
04/07/02	1.795	135.30	0.990	0.905	0.002	0.0900	0.053	0.105	0.270	109.02	1.232	133.43	11,721.49	1,173.55	10,282.83	2,006.66	4.459	1.60	4.262	398.70	38.39	34.75
04/07/05	1.780	135.25	0.918	0.910	0.001	0.0900	0.051	0.105	0.255	108.70	1.229	134.03	11,541.71	1,156.53	休場	休場	4.455	1.58	4.259	休場	休場	34.88
04/07/06	1.775	135.45	0.925	0.896	######	0.0900	0.051	0.105	0.245	109.40	1.228	134.51	11,475.27	1,148.99	10,219.34	1,963.43	4.474	1.58	4.259	393.00	39.65	35.58
04/07/07	1.805	135.32	0.906	0.909	######	0.0900	0.053	0.105	0.255	108.65	1.237	134.39	11,384.86	1,139.88	10,240.29	1,966.08	4.474	1.58	4.236	402.70	39.08	35.47
04/07/08	1.755	135.49	0.890	0.900	0.002	0.0900	0.051	0.105	0.255	108.89	1.239	134.99	11,322.23	1,135.00	10,171.56	1,935.32	4.470	1.59	4.232	408.20	40.33	35.91
04/07/09	1.805	134.97	0.885	0.933	0.002	0.0900	0.051	0.105	0.265	108.27	1.242	134.30	11,423.53	1,146.92	10,213.22	1,946.33	4.456	1.59	4.235	407.90	39.96	36.05
04/07/12	1.775	135.30	0.885	0.913	0.002	0.0900	0.051	0.105	0.260	107.73	1.241	134.35	11,582.28	1,161.68	10,238.22	1,936.92	4.445	1.60	4.220	408.40	39.50	35.83
04/07/13	1.750	135.50	0.885	0.903	0.002	0.0900	0.051	0.105	0.260	108.53	1.233	133.95	11,608.62	1,166.47	10,247.59	1,931.66	4.470	1.60	4.267	402.30	39.44	35.13
04/07/14	1.770	135.32	0.885	0.929	######	0.0900	0.051	0.105	0.270	109.26	1.238	135.17	11,356.65	1,151.49	10,208.80	1,914.88	4.480	1.61	4.258	405.60	40.97	35.79
04/07/15	1.800	135.09	0.885	0.948	0.001	0.0900	0.051	0.105	0.285	109.58	1.236	135.65	11,409.14	1,151.12	10,163.16	1,912.71	4.480	1.62	4.258	404.40	40.77	36.58
04/07/16	1.770	135.49	0.885	0.920	0.001	0.0900	0.050	0.105	0.270	109.62	1.245	135.33	11,436.00	1,151.16	10,139.78	1,883.15	4.349	1.63	4.197	406.80	41.25	36.81
04/07/19	休場	休場	休場	休場	休場	休場	0.051	休場	休場	休場	1.244	休場	休場	休場	10,094.06	1,883.83	4.351	1.63	4.196	405.80	41.64	36.89
04/07/20	1.760	135.76	0.885	0.900	0.002	0.0900	0.051	0.105	0.260	108.44	1.233	134.01	11,258.37	1,139.53	10,149.07	1,917.07	4.444	1.63	4.214	402.10	40.86	36.49
04/07/21	1.780	135.39	0.885	0.937	######	0.0900	0.051	0.105	0.270	108.61	1.226	134.60	11,433.86	1,153.76	10,046.13	1,874.37	4.466	1.65	4.283	397.30	40.73	36.16
04/07/22	1.785	135.47	0.885	0.939	0.001	0.0900	0.053	0.105	0.275	109.67	1.226	134.55	11,285.04	1,144.31	10,050.33	1,889.06	4.444	1.66	4.251	395.30	41.46	36.60
04/07/23	1.805	135.10	0.885	0.973	0.001	0.0900	0.053	0.105	0.290	109.89	1.209	133.23	11,187.33	1,135.29	9,962.22	1,849.09	4.430	1.66	4.247	390.50	41.76	36.96
04/07/26	1.805	135.10	0.885	0.971	0.000	0.0900	0.053	0.105	0.300	109.64	1.214	133.52	11,159.55	1,126.93	9,961.92	1,839.02	4.485	1.66	4.270	390.30	41.44	N.A.
04/07/27	1.835	134.74		1.004		0.0900		0.105	0.305	109.83	1.213	133.25	11,031.54	1,114.39			4.489		4.279			N.A.

（Bloomberg データから作成）　　最終日(為替レート）は15：30現在。

情勢判断

国内経済金融

ようやく止まった製造業資本設備の老朽化

南　武志

本誌 2004 年 6 月号の拙稿「設備投資環境の変化」では、企業経営者の景況感、資本収益率、国内需要・公的需要・輸出等といった他のマクロ変数との因果性、といった観点から最近の設備投資行動が変化している状況を考察した。本号では、それに関連して設備年齢（ビンテージ）に注目して設備投資動向を考察してみたい。

90 年代以降ビンテージは上昇

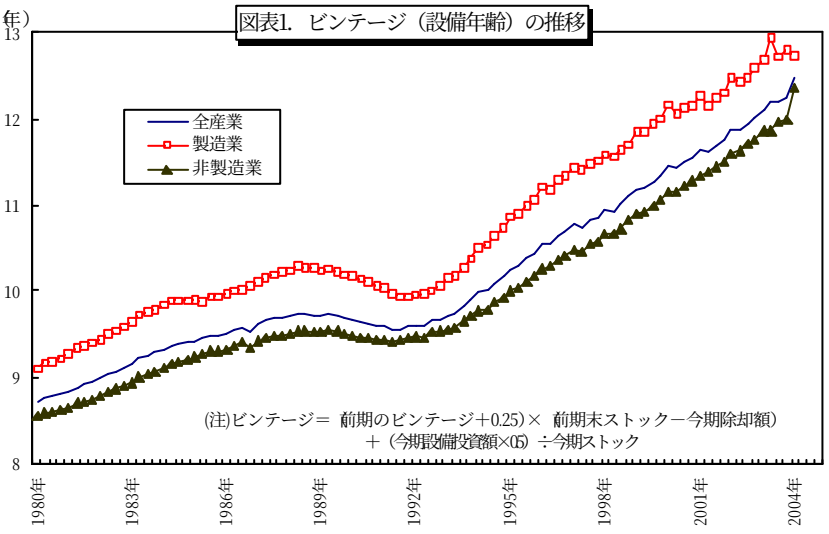
基本的に民間企業設備投資には二面性があるとされている。これは、当初投資財（資本財や建設財）への需要増加としてカウントされるが、それが設置された後には供給能力増大としてサプライサイドに転じることに起因している。その後も一定期間はサプライサイドに残るが、年数経過するにつれて生産能力は低下し、最後には除却される。

そこで、国内の民間企業部門における資本設備の年齢（ビンテージ）を推計してみよう(注1)。バブル崩壊後、つまり 1990 年代以降の日本経済では企業の設備投資行動が変化した可能性が高いことは、6 月号拙稿で既に述べた。その結果生じたことは、民間企業の保有する資本設備の老朽化が大きく進行したことである。図表 1 によれば、1991 年までは企業の設備投資活動が非常に旺盛だったこともあり、全般的にビンテージは低下していた。しかし、99～2000 年のＩＴバブル時に製造業部門でやや上昇スピードが低下したことを除けば、92 年以降ほぼ一貫して上昇傾向が見られ、約 10 年間で 1.3 倍ほどビンテージが上昇している。

この背景は、バブル崩壊後の企業財務悪化に対応してその建て直しを余儀なくされたこと、90 年代の企業の期待成長率が大きく低下し「過剰設備」が発生したこと、などが挙げられるだろう。

ただし、特に製造業について業種別に見ると、主力業種である機械工業など加工組立型業種と、「構造不況業種」と評されてきた化学、鉄鋼などの素材型業種とではその動きに違いが見られる。電気機械工業などは比較的設備投資が行われてきたため、ビンテージに上昇が見られず、むしろ緩やかな低下が見られている。一方で、素材型業種では大きくビンテ

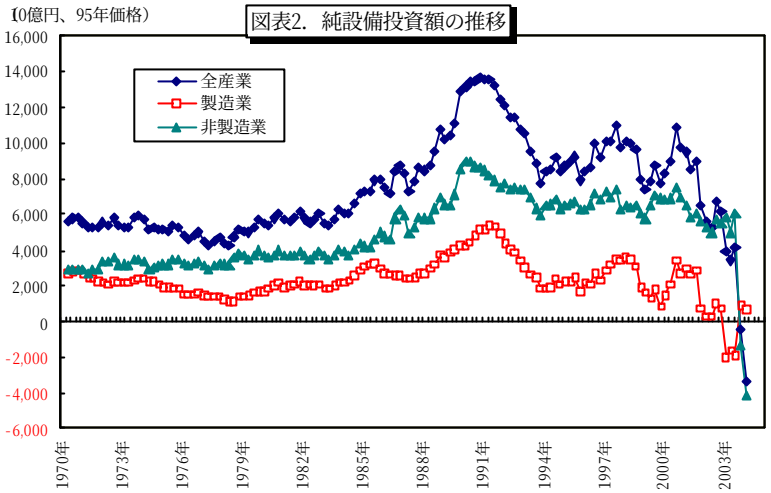
図表1. ビンテージ（設備年齢）の推移



資料）内閣府資料を用いて農中総研推計

ージが上昇している。

なお、最近になって製造業部門でビンテージの上昇に歯止めが掛かっていることも注目すべきであろう。この背景には、海外経済の好調さ、特に東アジア経済圏との相乗効果によって素材型業種も含めて設備投資需要が活性化し始めた（図表 2）[注 2] ことに加え、同時に老朽化資本設備の滅却も行っていること[注 3]や、これ以上設備の老朽化が進行すれば世界的な競争上不利になるとの判断が働いた可能性が挙げられるだろう。ただし、かなり設備投資が盛り上がっている割にビンテージが明確に低下しているわけではないのも事実である。ビンテージを低下させるためには設備投資を更に増やすか、老朽化した設備の廃棄を積極的に推し進めるしか方法はない。



（資料）内閣府経済社会研究所「民間企業資本ストック統計」
（注）純設備投資額＝（粗）設備投資額－除却額

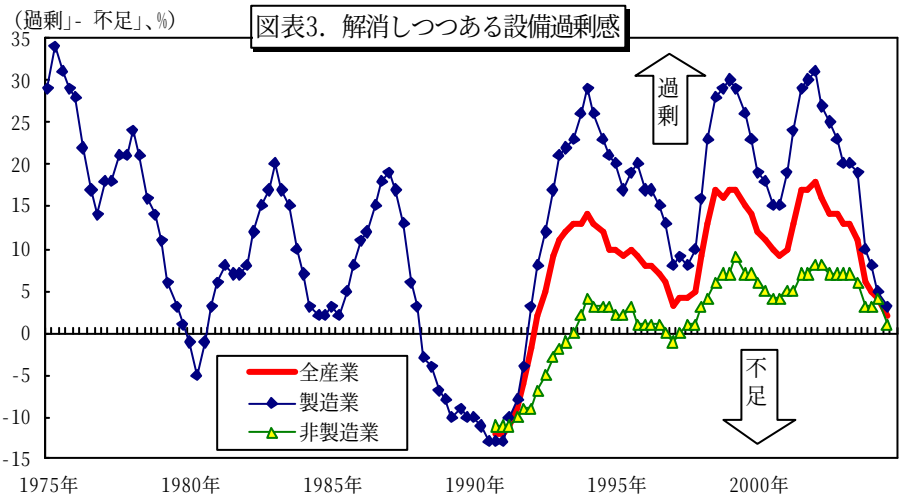
（注 1）本誌 6 月号拙稿で触れたように、日本の資本ストック統計での除却率は過少である可能性が高いため、年齢そのものに意味があるというよりは、傾向を掴むための参考値として捉えるべきかもしれない。

（注 2）図表 2 では 04 年 1～3 月期の非製造業純設備投資額がマイナスになっているが、これは一部通信業における大規模な資本設備除却の影響を受けているものと考えられる。

（注 3）鉱工業統計の生産能力指数は、1997 年 11 月をピークに、足許で既に 10.7%低下した。

設備過剰感の解消

90 年代以降は設備投資意欲が弱い状況が続いていたが、ここで企業経営者の設備過剰感の動向を確認しよう。図表 3 は、日銀短観の全規模ベースでの「生産・営業用設備判断 DI」の推移を示している。これによると、製造業は 90 年代以降、設備過剰感がかなり高い状態が続いたのに対して、非製造業は数値そのものが相対



資料）日本銀行

的に低いばかりか、過剰感が高まったのは90年代末期になってからである。なお、最近はいずれの業種も急速に設備過剰感が薄れてきている。これも足許の設備投資が活性化している一因として考えられる。ただし、このことは以下に述べるように「過剰資本設備」が解消されたことを意味するものではない。

資本設備は過剰だが、設備投資は不足

一国経済が物理的な面である程度「過剰」資本設備を抱えるのは生産活動をスムージングさせるためには必然であり、不可避である。例えば、米国を見ると景気が好調だった2000年時点でも製造業設備稼働率は83%台、日本もバブル末期の1990年で設備稼働率は85%台（筆者試算）であり、その水準から更に2割程度の生産余力が残っているのが通常である。これを現時点に当てはめると、日本の製造業部門だけで70兆円近い過剰設備は景気が好調な状況であっても存在する、ということにある。また、現状の景気水準から推測される設備稼働率ギャップを考慮すれば、更に30兆円超の不稼動設備が存在している（もちろん、業種ごとの違いは存在する）。

一方で、設備年齢が上昇傾向を辿ってきたことから分かるように、90年代以降の設備投資額は日本経済の規模から比較すると不足気味であったともいえる。つまり、現状の日本は「資本設備は一部業種で過剰であるが、全体として設備投資は不足している」という一見矛盾するような難しい状況である、と考えられる。こうした状況への政策対応としては、依然としてスクラップ・アンド・ビルドをセットにした投資減税が依然として有効であると考えられる。ただし、それは例えばＩＴ関連業種であったり、介護・福祉業種であったりといった、政府が有望と考える産業だけに絞ったものにすべきではなく、資源の最適配分機能を生かした市場メカニズムに任せるべきであろう。

最後に、もう一つの重要な生産要素である労働力を見た場合、90年代後半から持続する若年齢層の高失業率、いわゆるフリーター化現象（更には最近ではニート化(注4)も進行中とされる）は、確実に人的資本の毀損につながっており、将来の経済成長にとって抑制要因になる可能性が高い。景気悪化時でのサプライサイド強化策は更なる景気悪化を招きかねないとの批判もあり、難しい。しかし、現在は景気回復が進行中であり、構造調整政策のもたらす「痛み」はある程度緩和される状況である。そのため、資本・労働といったサプライサイドの抱える諸問題に取り組む必要があるだろう。

（注4）Not in Employment, Education and Training（学校に行かず、就職もせず、職業訓練も受けない無業の若者を総称）の略。

情勢判断

国内金融

上場企業の財務改善は着実に進行

～ まだ残る過重債務企業、財務改善圧力は依然強し～

渡部　喜智

金融機関の不良債権問題は、企業の過重債務や資産減損および収益低迷など財務悪化から生じる債務償還能力の低下と表裏をなし、企業側から見れば「信用リスク」問題という捉え方が出来る。

２００１年後半から０２年にかけ、有象無象の信用リスク問題が取り沙汰されたことは記憶に新しい。通常であれば信用リスクが意識されることのないような企業の社債発行や借入までもが阻害され、財務改善圧力への対応は急務となった。財務リストラ推進のもと、多くの企業で強力なコスト削減、資産圧縮がおこなわれた。

また、内外の景気回復に伴い、トップラインの売上をめぐる環境も大きく好転している。

上場企業の財務改善は、03年度決算でどこまで進んで来ただろうか。

収益性指標では、会計上の操作余地が小さく、より収益実態を示すと云われる営業キャッシュフロー（CF）が２年連続の二桁増益。営業ＣＦ・売上高比率は、2年間で1.4%上昇し8.1%となった。

また、負債圧縮の結果、純有利子負債・株主資本倍率は0.87倍から０３年度には0.67倍に低下。また、利益との関係の償還能力を示す営業ＣＦ・純有利子負債比率は２８%から３６%へ上昇しており、財務安全性指標も大きく改善している(表1)。

それでは、上場企業の財務改善は終着点に近づいているのだろうか。

個別企業の純有利子負債・株主資本倍率分布を例にとれば、2000年度から０３年度の間に純有利子負債のマイナス企業が全体の約４割に増えるとともに、低倍率ランクへのシフトが見られる（図1）。

表1　東証第一部上場企業の財務改善　(%、倍)

財務比率＼年度	2000	2001	2002	2003
営業キャッシュ・フロー（CF）増益率	7.4	▲27	17.1	10.0
営業CF/売上高比率	6.9	6.7	7.7	8.1
純有利子負債　変化率	6.2	0.0	▲5.8	▲11.1
純有利子負債/株主資本倍率	0.87	0.87	0.82	0.67
営業CF/純有利子負債比率	22.7	28.2	34.9	36.1

（各社財務データから農中総研作成）

多くの上場企業の財務安全性が高まったことは間違い無いが、同倍率が４倍を超す過重債務企業も5%程度残っている。これらの企業を含め、相当数の企業にとって、財務改善は未だ途上である。

また、財務優良企業でも海外同業企業と比べれば、収益性指標を中心に劣る指標が少なくない。

金融機関にとっては引き続き借入返済圧力を受けることになるが、財務優良企業を含め、証券化・流動化など財務改善への積極的対応が重要だろう。

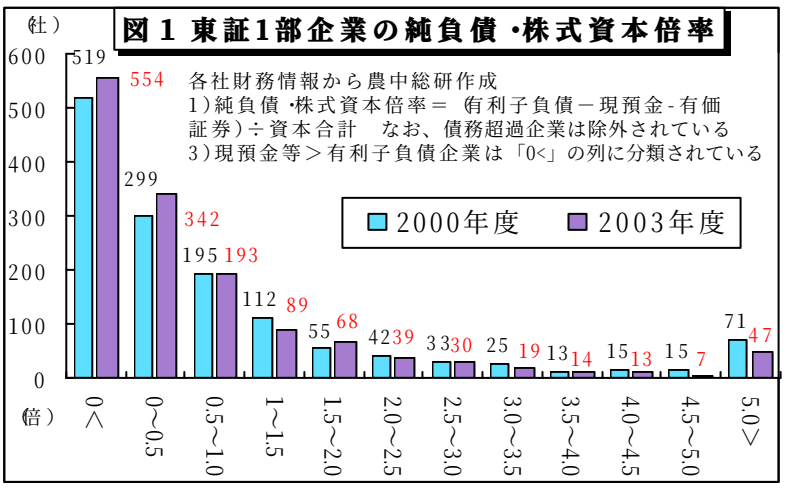


図１ 東証1部企業の純負債・株式資本倍率

各社財務情報から農中総研作成
1）純負債・株式資本倍率＝（有利子負債－現預金-有価証券）÷資本合計　なお、債務超過企業は除外されている
3）現預金等＞有利子負債企業は「0<」の列に分類されている

情勢判断

国内経済金融

地域別住宅ローン需要を探る

田口　さつき

新設住宅着工戸数全体の動向

バブル崩壊後の新設住宅着工件数は、消費税引上げの駆け込み需要があった１９９６年度に一時的に高まったものの、その後は経済の低迷とともに、一層低水準に落ち込んだ。

２００３年の新設住宅着工戸数は、１１７．４万戸と３年連続で１１０万戸台に低迷している。

このように全国的には新設住宅着工戸数が低迷を続ける一方で、都心回帰という現象が起こっている。

従来から都市と地方の間では、建設される住宅の構成が異なっており、住宅ローン需要も地域にあわせた対応が必要と思われる。そこで本稿では、住宅ローン需要の概要を把握するために、新設住宅着工戸数を分析した。

都市・地方の動向

まず、地域ごとの特性を把握するために新設住宅着工戸数を東京都区部、政令指定都市、政令指定都市を除いた市部（以下、市部とする）、町村部に分けてみた（表１）。新設住宅着工戸数は、東京都区部が９%、政令指定都市が１９%、市部が５７%、町村部が１５%となっている（各都道府県の状況については、別表１に掲載）。

利用関係別にみると、「自家用一戸建て住宅」である持家の６０%が市部で着工されているとともに、町村部も２７%と比較的大きな割合を占める。

一方、アパートなどの貸家の着工については、市部が５８%、政令指定都市が２１%を占めている。マンションや一戸建てなど分譲用の住宅の建設でも市部が約半分を占めている。また、政令指定都市が２８%、東京都区部が１７%も占めている。

住宅建設の構成を見ると、市部は分譲住宅や貸家の割合が高く、持家は低い。大都市になるほどこの傾向は顕著となる。これらの地域は、一定の需要が見込めることから、土地所有者の賃貸住宅投資や業者の分譲住宅の建設が行われていることがその要因として考えられる。一方、町村部では新設住宅着工戸数の約６割が持家建設である。

２０００年からの始まる３年間と１９９７年から始まる３年間を比較すると（表２）、東京都区部

表１　地域別国住宅着工戸数（1997～2002年の平均）

単位：千戸　　%は全国比

	新設住宅着工戸数		持家（自家用一戸建て）		貸家		給与住宅		分譲住宅	
		構成比		構成比		構成比		構成比		構成比
東京都区部	112	9.1%	15	3.5%	42	9.2%	2	11.5%	54	16.5%
政令指定都市	229	18.7%	42	9.7%	95	21.0%	2	13.9%	90	27.7%
市部（除く政令指定都市）	696	56.8%	261	60.4%	264	58.2%	8	55.2%	164	50.2%
町村部	189	15.3%	114	26.5%	53	11.6%	3	19.4%	18	5.7%
全国	1,226	100.0%	432	100.0%	454	100.0%	14	100.0%	326	100.0%

表２　地域別国住宅着工戸数の増減（2000～2002年の平均/1997～1999年の平均）

単位：%

	新設住宅着工戸数	持家（自家用一戸建て）	貸家	給与住宅	分譲住宅
東京都区部	13.1	-9.4	13.9	-47.7	22.2
政令指定都市	-2.9	-14.2	-9.3	-47.1	11.9
市部（除く政令指定都市）	-7.9	-10.8	-9.9	-43.8	2.7
町村部	-15.4	-17.4	-5.4	-35.1	-26.2
全国	-6.5	-12.9	-7.3	-43.1	6.2

表1・表2ともに国土交通省「住宅着工統計」より農林総研作成

を除いた地域で前３ヵ年平均を下回っており、特に町村部のマイナス幅が大きくなっている。

また、都心回帰は貸家、分譲住宅の増加とともにおこっていることが明らかとなった。利便性のいい土地に住宅建設が進む現象は都区部のみにとどまらず、政令指定都市、市部でもマンション建設とみられる分譲住宅が増加している。

住宅ローンという点では、大都市部ではマンションや建売の購入という形で住宅を取得する場合が多いので、分譲業者と関係の深い金融機関でローンが組まれるケースが多いようである。一方、町村部においては、個人で住宅を建設するのが主である。一般的に持家建設は、分譲住宅取得と比べて建て主のローン選択の幅が広いといわれているが、建て主の取引のある銀行を中心にローン選択がおこっていると見られる。

地域別住宅ローン需要

ここで地域ごとの住宅ローン需要を把握する基礎データとして持家を例にとり分析していこう。特に持家着工戸数の７割を占める政令指定都市及び市部について状況を把握する（図１）。

まず規模であるが、持家着工戸数は年平均１千戸未満の市が全体の９割を占め、平均では一市当たり４６０戸であった。着工戸数が多いのは県庁所在地が多く、特に年平均２千戸を超える地域は、もっぱら①首都圏、東海地方、近畿地方の中核都市または郊外②政令指定都市という特徴がある。

１千戸以上２千戸未満では、宇都宮市、新潟市、長野市のような地方圏の中核都市か、藤沢市、大津市などの大都市郊外が多い。

次に変動係数（注）により住宅ローン需要の年々の安定感をみると、首都圏や東海地方で変動係数が小さく、安定していた。

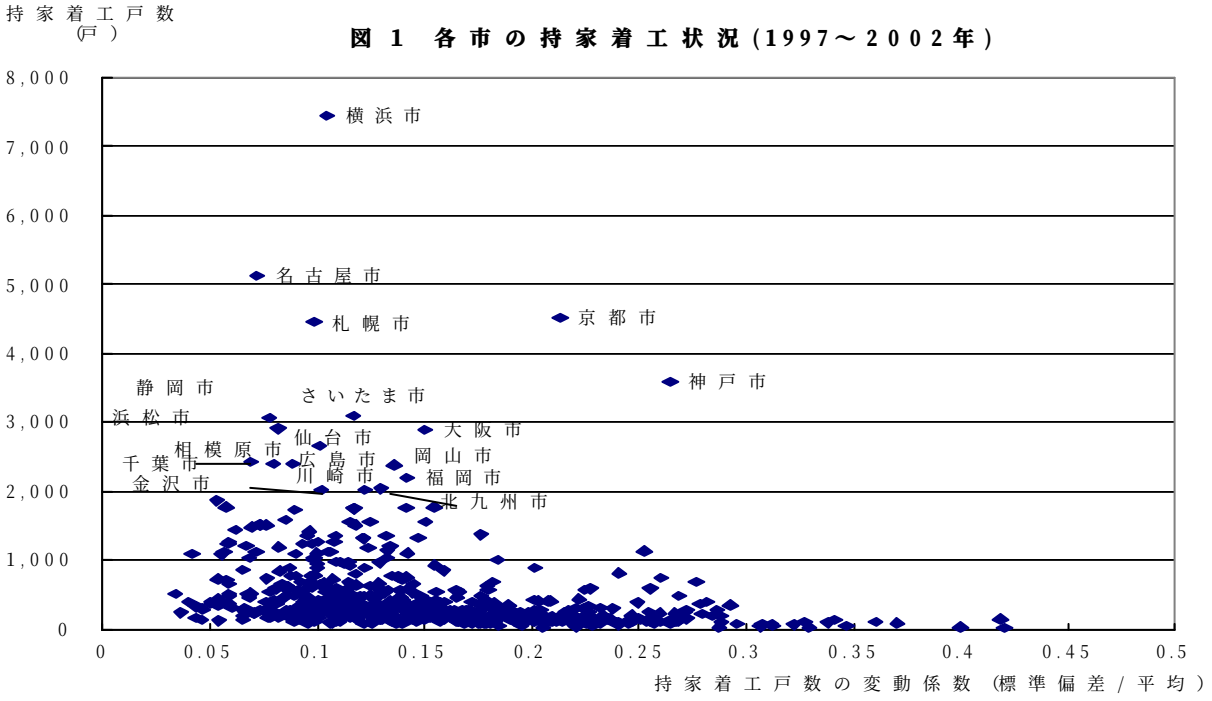
一方、変動係数の大きい地域は、大部分が大幅な減少傾向にある地域であり、主産業が下降局面にあった。地域の産業の安定性が持家着工戸数の動向に影響を与えていると考えられる。

総括すると、首都圏、東海地方に規模が大きく、安定的な持家住宅ローン需要がある。また、地方の中核都市の中に一定の需要が着実に見込まれる地域がある。

その一方で、地方圏ではもともとの規模が小さいうえに大幅に減少している市部が多く見られた。地方経済の本格的な立ち直りがなければ、持家住宅ローン需要は一部地域を除いて細っていく可能性が高いと類推される。

（注）各市における期間内の変動の大きさを比較するために、持家着工戸数の標準偏差を平均値で割ったもの。数値が大きいほど変動が大きい。

図１　各市の持家着工状況（1997～2002年）



国土交通省「住宅着工統計」から農中総研作成
（注）神戸市は、神戸・淡路大震災という特殊要因があったとみられる

別表１

都道府県別住宅着工戸数（1997～2002年の平均）

単位：戸

	政令指定都市（東京都は都区部）	市部（除く政令指定都市）	町村部	合計
北海道	19,709	21,744	9,473	50,926
青森県		9,367	2,641	12,007
岩手県		7,964	3,744	11,708
宮城県	13,185	4,619	5,556	23,359
秋田県		6,319	2,640	8,959
山形県		7,880	1,479	9,359
福島県		12,335	4,078	16,414
茨城県		16,271	9,457	25,728
栃木県		13,454	5,665	19,118
群馬県		12,357	6,547	18,904
埼玉県		58,813	7,698	66,511
千葉県	9,901	45,310	5,215	60,426
東京都	111,848	46,357	667	158,872
神奈川県	58,085	37,920	3,319	99,324
新潟県		13,455	4,559	18,014
富山県		6,408	2,424	8,833
石川県		7,498	2,943	10,441
福井県		4,743	1,651	6,394
山梨県		3,448	4,863	8,311
長野県		13,767	6,832	20,599
岐阜県		12,472	5,100	17,572
静岡県		30,740	7,161	37,902
愛知県	25,440	37,110	10,740	73,290
三重県		12,218	4,190	16,407
滋賀県		10,102	5,174	15,276
京都府	15,418	7,460	2,429	25,307
大阪府	32,106	56,354	1,677	90,137
兵庫県	17,649	33,833	5,556	57,038
奈良県		8,370	2,443	10,814
和歌山県		5,023	2,578	7,601
鳥取県		3,992	1,078	5,070
島根県		3,703	1,559	5,262
岡山県		13,011	2,768	15,779
広島県	11,142	9,225	3,322	23,689
山口県		9,766	1,798	11,564
徳島県		3,657	2,435	6,092
香川県		5,710	3,350	9,059
愛媛県		9,028	2,245	11,273
高知県		5,169	1,415	6,584
福岡県	26,732	13,670	8,110	48,512
佐賀県		3,799	2,330	6,129
長崎県		7,417	2,828	10,246
熊本県		9,886	4,016	13,902
大分県		8,395	2,189	10,584
宮崎県		6,915	2,455	9,370
鹿児島県		9,735	4,791	14,527
沖縄県		9,080	3,504	12,584
合計	341,215	695,869	188,688	1,225,771

国土交通省「住宅着工統計」より農中総研作成

情勢判断

海外経済金融

拡大の持続力が試される米国景気

永井　敏彦

要旨

・ 6 月の経済指標には、消費関連指標を中心に弱い内容のものが多かった。主な理由は、天候不順とガソリン価格上昇である。
・ グリーンスパン議長は議会証言で、超金融緩和政策がますます不要になってきており、これを慎重に解除するのであれば経済にそれほど大きな影響を及ぼさないと明言した。足下での低調な経済指標は一時的である、との見方が示された。
・ こうした景気楽観論に対する懐疑的な見方もある。
・ 緩やかな金利上昇という環境のもと、景気がどこまで拡大力を持続するか注意深く見守る必要がある。

比較的弱い経済指標が相次いだ 6 月

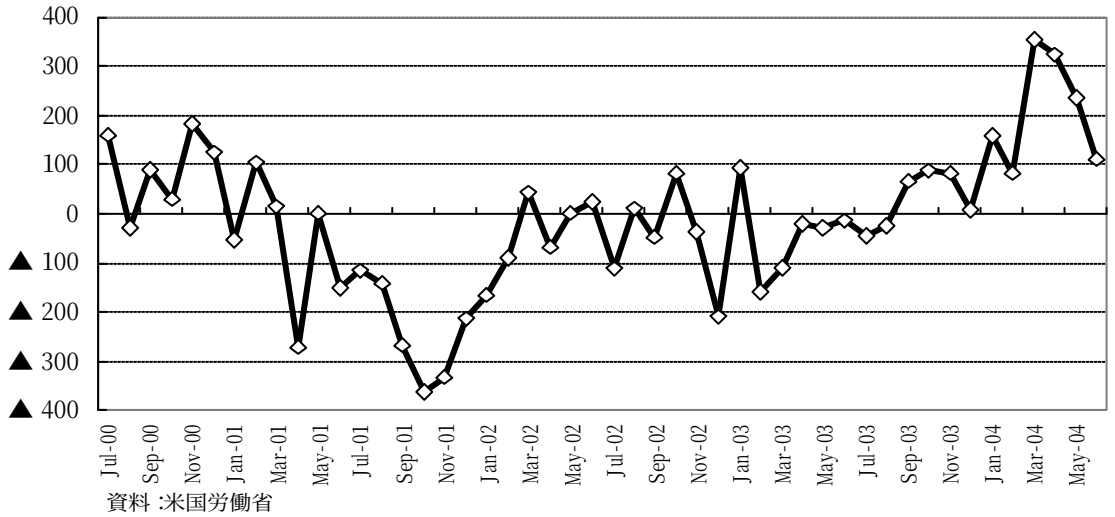
7 月に発表となった 6 月の経済指標には、景気拡大力が弱まったかのような内容のものが多かった。6 月の雇用統計によれば、非農業雇用者増加数は季調済前月比で 11 万 2 千人となり、3～5 月の増加数と比較して明らかに少なくなった（図1）。6 月の自動車販売台数（年率換算値）は1,540万台と低迷した。6月の小売売上高は、季調済前月比で▲1.1%と減少した。また 6 月の鉱工業生産指数は、季調済前月比で▲1.1%と低下した。

消費関連の指標が低調であった理由は主に次の二点である。第一に、天候不順である。特に 6 月後半に気温が低く、エアコン等季節商品の販売状況がかなり悪かった模様である。第二にガソリン価格高騰である。この他、減税効果が剥落しつつある可能性も考えられる。

金利上昇に対する抵抗力の強さを強調するグリーンスパン議長証言

7 月 20 日に FRB のグリーンスパン議長は議会証言を行った。証言内容によれば、議長は「2001 年以降の超金融緩和政策はますます

（千人）　図１　非農業雇用者増加数（季節調整済前月比）



資料：米国労働省

不要になってきている」と明言していた。また証言の最後のところで 短期的には様々な要因がインフレに影響しうるが、忘れてはならないのは、長期的にインフレは金融現象だということである。」、また「物価安定があってこそ、家計も企業も長期的経済成長を促進するための最適な意思決定ができる。」と、中央銀行としての金融政策の原則論ともいえる考え方をあえて示していた。つまり議長は、6 月 30 日の FOMC で示された、 慎重に状況をみながら緩和的な金融政策を解除していく。そして物価を取り巻く状況の不透明さに鑑み、情勢変化に対して適切な対応をとる」という考え方を踏襲しつつ、コアインフレ率上昇の足取りにより注目し、超金融緩和政策の解除に対する意欲を表明した。

そして、緩和的金融政策解除に伴う市場金利の上昇が、経済にそれほど大きな影響を及ぼさない理由をいくつかあげていた。第一に、銀行貸出が上向くなど経済の拡大が自律的なものになっており、雇用拡大から所得増加という連鎖が起きている。第二に、前述した 6 月の弱い経済指標や、エネルギー価格上昇による可処分所得伸び悩みは一時的な現象であり、その後好転するとみている。第三に、企業も家計も債務を低利の長期固定金利物に切り替えているため、市場金利の上昇が即座に企業や家計に対して直接的な影響を及ぼさない。

この議長証言を受けて、8 月の 0.25％利上げはほぼ確実、年内に合計で 0.75～1.00％の利上げが実施されるとの見方が強まった。

先行き楽観論に懐疑的な見方も

しかし、この議長証言の内容は景気見通し楽観派に属しているものであり、この楽観論に対する懐疑的な見方も少なくない。

7 月に入り下落傾向にある株価は、議長証言後も下げ止まっていない。原油価格の再上昇に加え、主要企業の 4-6 月期決算において、収益が予想を下回ったものが多かったためである。

ハイテク企業の中には、直近の決算内容が好調でも、今後の生産に関する弱気見通しを示したところがあった。個人消費に鈍化の兆しがみられ、受注を見込んでいた顧客との契約が実現しなかったケースが相次いだためである。

家計債務残高の大きさが消費に及ぼす影響を懸念する向きもある。04 年 3 月末時点での家計負債元利金返済額の可処分所得に対する比率は13.0％とほぼ過去最高水準にあるが、利上げによりクレジットカード金利や変動金利住宅ローンの金利等が上昇すれば、この比率はさらに高まるかもしれない。

注視する必要がある金利上昇が経済に及ぼす影響

前述の議長証言は、金利上昇に対する経済の抵抗力の強さを主張する一方で、金利上昇が経済にマイナスの影響を及ぼす可能性についても、次のとおり触れていた。 政策スタンスをより中立的な位置に戻す過程で、少なくとも、過去数年にわたる金利低下局面での借入金リファイナンスに伴うキャピタルゲイン享受という動きが逆行することは、不可避である」。

家計や企業の債務の相当部分に低水準の長期固定金利が適用されているが、最近の市場金利上昇は程なく、家計や企業の所得により大きな負担をかけることになろう。確かに、ここ数年の間に比較的長期低利の証券を購入した金融機関は、金利上昇に伴うキャピタルロスを被るであろう」。

この指摘のとおり、実際に大手銀行の中に

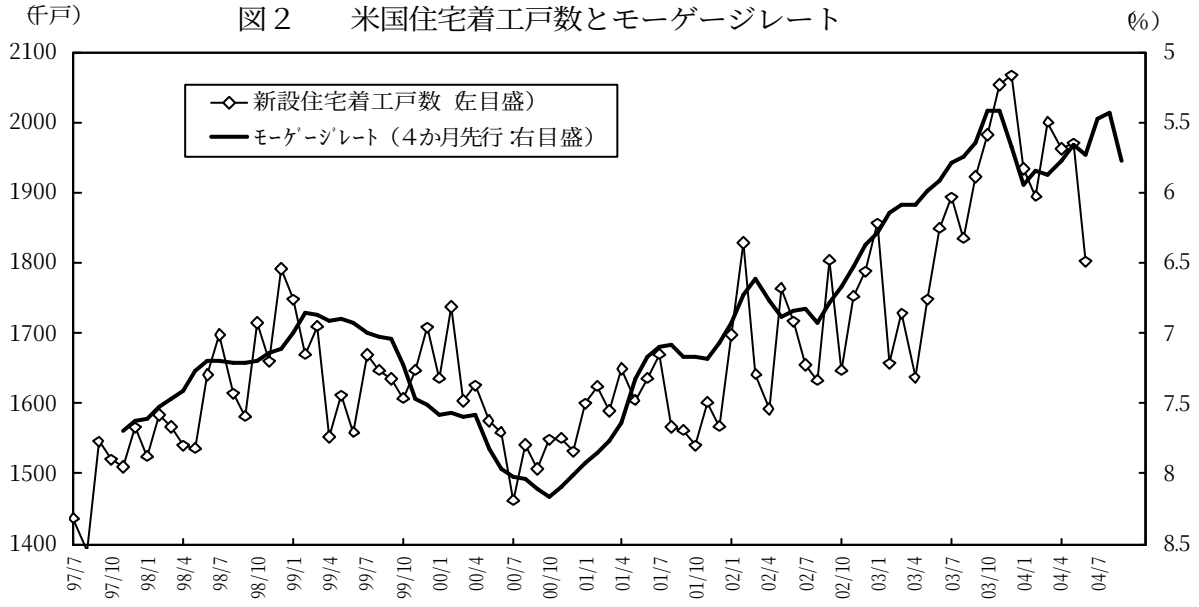
は既に、長期金利上昇に伴う債券の価値目減りをにらんで、保有債券の入れ替えを実施し、債券売却で損失を被ったところもある。

長期金利上昇のマクロ経済への影響は既に現われている。6 月の住宅着工件数は季調済前月比で▲8.5%の 180 万 2 千件と大幅に減少した。モーゲージレート（住宅ローン金利）と住宅着工件数の逆相関関係は比較的明瞭であり、最近の金利上昇は明らかに住宅着工件数を落ち込ませている（図2）。

FRB の利上げが緩やかなペースであれば、それが直ちに景気拡大にブレーキをかけることはないであろうが、利上げの影響がボディーブローのように効いてくることは考えられる。

過去数年間に金利低下、減税措置がいかに経済を支えてきたかを思い起こす必要がある。今後財政面での追加的措置が期待しがたく、金利が緩やかとはいえ上昇する環境のもとで、景気がどこまで拡大力を持続するか、注意深く見守る必要がある。

図２　　米国住宅着工戸数とモーゲージレート



資料　米国商務省、ＦＲＢ　（注）モーゲージレートは、４か月先行させている。 右軸は目盛りを逆転させて表示。

気になる指標

「鉱工業指数」その４

木村俊文

在庫と出荷の組み合わせ=在庫率指数

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、景気動向や鉱工業製品の需給動向を把握する上で利用されている「生産者製品在庫率指数」（以下、在庫率指数）について見てみたい。

在庫率指数とは、在庫と出荷の動きを関連づけて見ることにより、鉱工業製品の需給状況が引き締まってきているのか、あるいは緩んできているのかを端的に表そうとするものである。

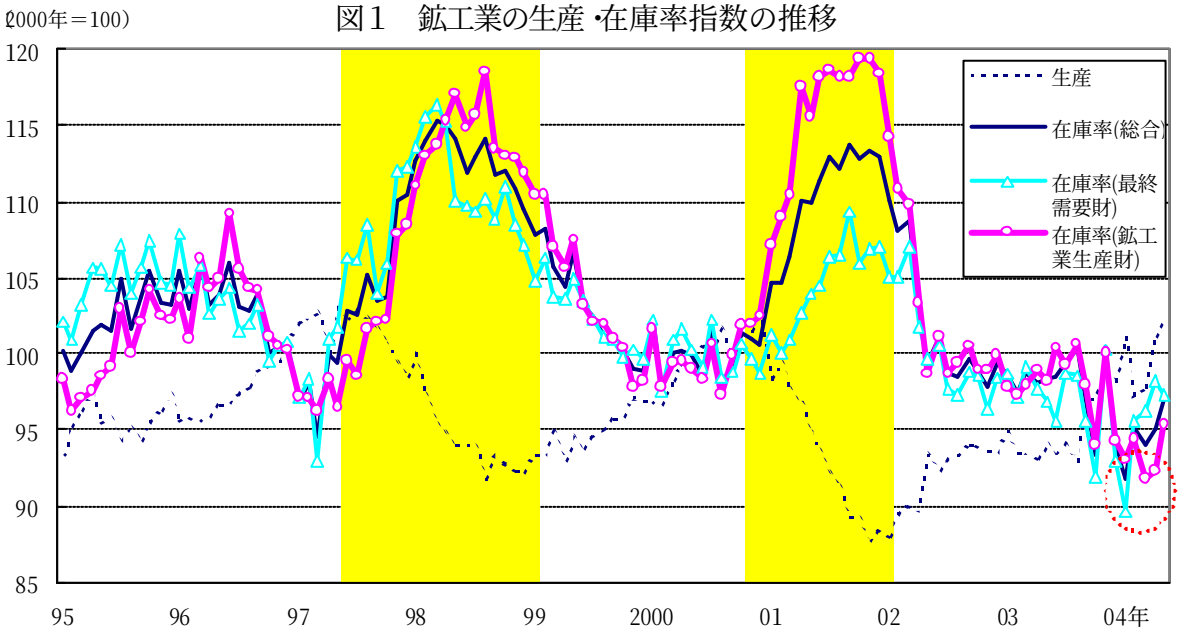
一般に在庫の増加は、企業が需要増を見込んで意図的に増産した場合（在庫積み増し）か、もしくは実際の需要が落ちてモノが売れなくなり、出荷が減少した場合（意図せざる在庫増）に起きる。したがって需給動向を把握するには、在庫の増減だけでなく、在庫と出荷を組み合わせて見る必要がある。

景気と反対方向に変動

在庫率指数の求め方は、鉱工業指数で採用されている 521 品目のうち 349 品目について、個別に在庫率（＝在庫数量÷出荷数量）を求め、これを個別指数として、基準年次の固定ウエイトで加重平均する方法を用いている。基準年次の平均を 100 として指数化する点では、生産指数や出荷指数など他の鉱工業指数と同じである。

ただし在庫率指数は、生産指数や出荷指数とは動きが異なり、景気の転換点に先がけて反対方向に変動する。すなわち景気上昇時には指数が低下し、逆に景気後退期には上昇することになる（図１）。

図１　鉱工業の生産・在庫率指数の推移



経済産業省「鉱工業指数」より農中総研作成　　（注）シャドー部分は景気後退期を示す

先行指標として活用

在庫率指数は、需要の変動により、在庫と出荷が変化すると、敏感に反応する。在庫率指数が低下した場合は、需要が拡大していることを意味し、先行きの景気が予想以上に回復する可能性があることを示す。逆に在庫率指数が上昇した場合は、先行きの景気が予想に反して悪化する可能性があることを示す。

このように在庫率指数は景気に対して先行的に動く性質があるため、景気動向を見る上で重要視され、内閣府の景気動向指数では、先行系列１２指標のうち、「最終需要財の在庫率指数」と「鉱工業生産財の在庫率指数」の２指標が採用されている。なお、鉱工業指数における財別分類は、表１のとおりである。また財別のほか、業種別や品目別にも指数を見ることができる。

表１ 鉱工業指数の財別分類

分　類	定　義
最終需要財	鉱工業または他の産業に原材料等として投入されない製品。ただし、建設財を含み、企業消費財を除く。
投資財	資本財と建設財の合計。
資本財	家計以外で購入される製品で、原則として想定耐用年数が１年以上で、比較的購入価格が高いもの。
建設財	建築用と土木用の合計。
消費財	家計で消費される製品 耐久消費財と非耐久消費財の合計)。
耐久消費財	原則として想定耐用年数が１年以上で、比較的購入価格が高いもの。
非耐久消費財	原則として想定耐用年数が１年未満、または比較的購入価格が低いもの。
生産財	鉱工業または他の産業に原材料等として投入される製品。ただし、消費財を含み、建設財を除く。
鉱工業生産財	鉱工業の生産工程に原材料、燃料、部品、容器、消耗品、工具等として再投入されるもの。
その他用生産財	非鉱工業用の原材料、燃料、容器、消耗品および企業消費財。

経済産業省「2000年基準鉱工業指数の解説」より抜粋

ただし財によって動きが異なる

内閣府採用の在庫率指数２種と在庫率指数（総合）について、それぞれの動きを見てみると、いずれも先行的な動きを示すものの、やや異なることが分かる。前回および前々回の景気後退局面においては、３つの在庫指数がともに景気基準日よりも２ヶ月早く反応した（ピークを迎えた）のに対して、景気上昇局面においては、在庫率（総合）および在庫率（最終需要財）が在庫率（鉱工業生産財）よりも前回では２ヶ月、前々回では５ヶ月早く反応している（図１）。このように先行性のある在庫率指数であっても、財によって動きが異なることには留意する必要がある。

在庫率の先行きに注意

０４年５月の鉱工業指数確報（2000 年＝100、季節調整済み）では、生産指数が前月比 0.8%増と３ヶ月連続の上昇となった一方、在庫率指数が同 2.0%増と２ヶ月連続して上昇した。同月の在庫率指数は 96.9 と、昨年１１月の 100.4 以来となる高い水準となった。前述の在庫率指数３種もすでにピークを迎えたかのように見える。

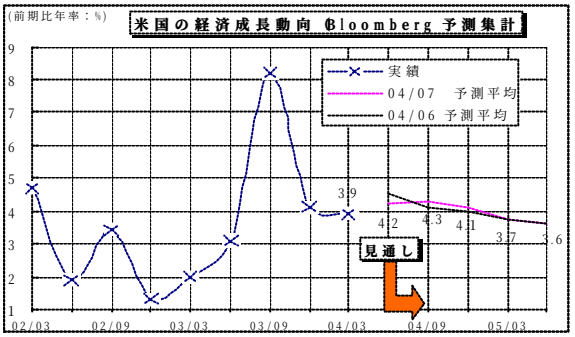
景気回復が続いているものの、在庫率指数から見ると、景気の先行きに注意信号が出始めた可能性もあるため、しばらくは予断を許さない状況が続くと思われる。

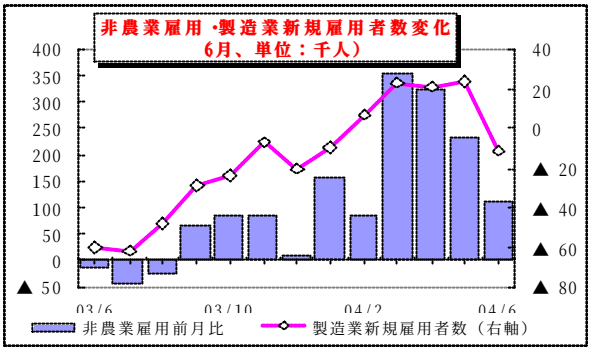
今月の情勢　～経済・金融の動向～

最近の経済・金融情勢

・　米国では、消費の自律的増加や情報関連機器を中心とする設備投資が牽引役となり、０４年後半も４％程度の成長が続く予想である。しかし、６月非農業部門雇用者の増加が事前予想を下回り雇用拡大期待が後退するなど、7月に発表された経済指標の多くは期待倒れで、先行き成長鈍化の懸念を生じている。

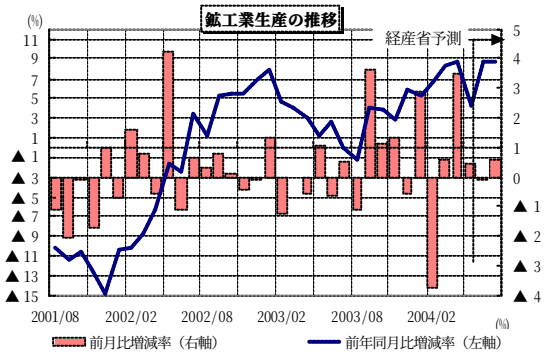
・　米国の政策金利は6月末に0．25%引き上げられたが、グリーンスパンＦＲＢ議長など連銀首脳の発言にはインフレ警戒感が滲む。８月の連邦公開市場委員会での利上げ可否など、今後は利上げペースが注目ポイント。



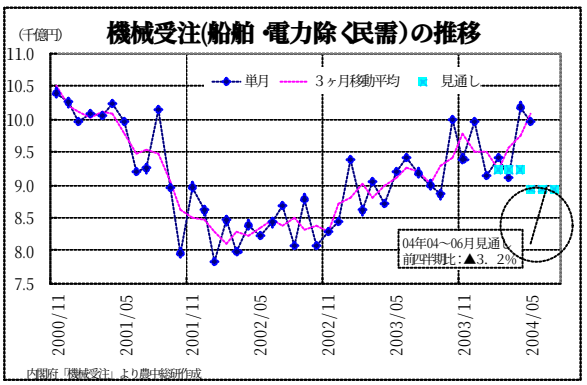


Bloomberg ﾃﾞｰﾀから農中総研作成
見通しはBloomberg社集計の調査機関見通し

・　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してきたが、足下では伸びの鈍化傾向が見られる。また、日銀「短期経済観測」の設備投資計画は上方修正され、当面の設備投資は増加基調をたどると思われる。しかし、内外景気動向に加え、一部デジタル関連では供給過剰懸念も浮上しており、注意が必要だろう。

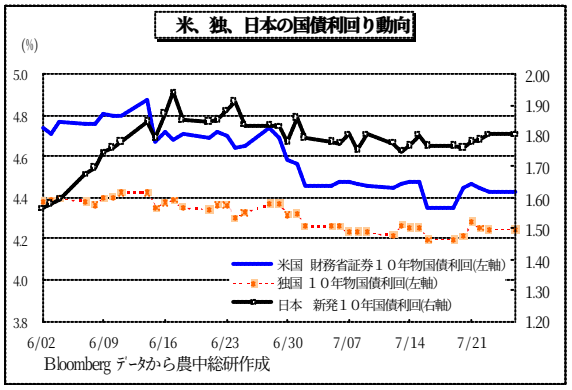


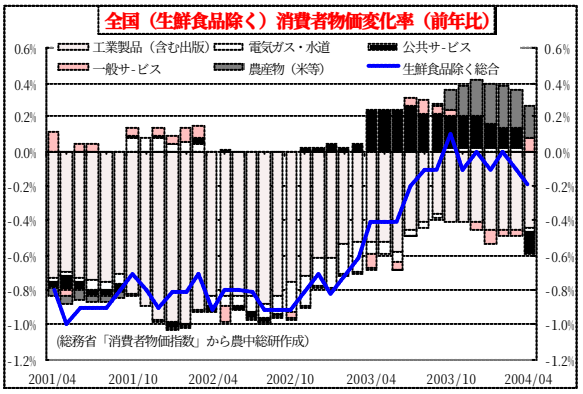
資料　経済産業省「鉱工業生産」
(注)　予測は、製造工業生産予測調査の当月見込みと翌月見込みの季節調整済増減率



内閣府「機械受注」より農中総研作成

・　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%まで一時上昇したが、その後は狭いレンジで推移。消費者物価は原油など商品市況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。





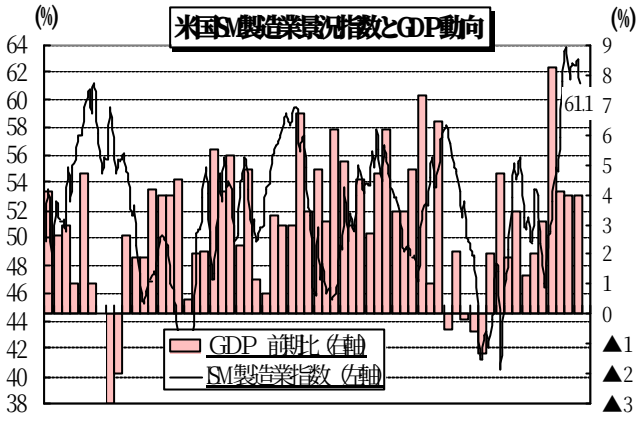
最近の主な出来事

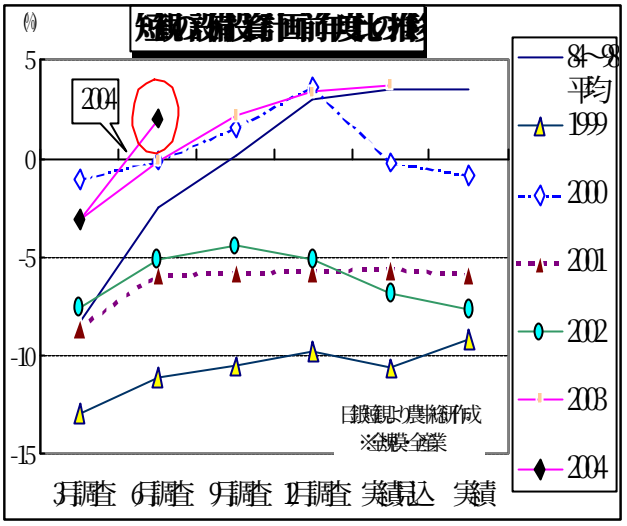
月日	政治・財政	経済・金融	海外・その他
6月18日（金）	・政府、イラク復興支援特別措置法の施行令改正と、自衛隊派遣の基本計画の変更を閣議決定	・金融庁、UFJグループに4件の業務改善命令を発動	
6月21日（月）	・経済財政諮問会議、「日本経済21世紀ビジョン」の策定のため専門調査会を設置することで合意	・三井住友フィナンシャルグループ、消費者金融大手プロミスを傘下に収め、資本・業務提携で合意 ・米投資会社大手カーライル・グループと京セラ、PHS国内最大手のDDIポケットを買収	
6月25日（金）	・日銀、政策委・金融政策決定会合で当座預金残高目標を現行の30兆～35兆円程度に据え置き決定		
6月26日（土）	・北朝鮮の核問題を巡る6カ国協議、核凍結へ向け早期に措置をとるとの議長声明を発表し閉幕		・中央銀行総裁会議、国際決済銀行（BIS）規制の抜本改正案（バーゼル2）を承認
6月28日（月）			・イラクを占領統治してきたCPA(連合国暫定当局)、イラク暫定政府への主権移譲完了
6月29日（火）		・薄型テレビの2003年出荷額が初めてブラウン管テレビを上回る（電子情報技術産業協会）	
6月30日（水）		・インターネット関連会社のライブドア、プロ野球・近鉄バファローズ」を買収する意向であることを発表 ・サントリー、青いバラの開発に世界で初めて成功	・米FRB、FF金利の誘導目標を0.25ポイント引き上げ、1.25%に決定
7月01日（木）			・ECB(欧州中央銀行)、定例理事会で政策金利を年2.0%のまま据え置き決定
7月05日（月）			・ロシア石油大手ユコス、外国の債権銀行団から10億ドル（約1090億円）の債務不履行を通告される
7月06日（火）			・米民主党の大統領候補ケリー氏、副大統領候補にエドワーズ氏を指名
7月09日（金）	・拉致被害者の曽我ひとみさん、インドネシアの首都ジャカルタで家族と再会		
7月11日（日）	・参議院議員選挙、民主が大幅躍進し50議席を獲得、自民は改選議席割れの49議席		
7月13日（火）	・公正取引委員会、米マイクロソフトに対し、独占禁止法違反（不公正な取引方法）で排除勧告 ・日銀、展望リポート（4月分）の物価見通し変更せず		・米インテル4-6月期の決算、売上高は前年同期比+18%増。市場予想、会社予想を下回る。
7月15日（木）			・OPEC、8月から日量50万バレルの増産を決定
7月16日（金）		・三菱東京FGとUFJホールディングス、共同持株会社による経営統合を正式発表	
7月18日（日）	・インドネシアで再会した拉致被害者曽我ひとみさん一家が帰国		
7月20日（火）	・三宅島のある東京都三宅村の村長、来年2月に避難指示を解除する方針を発表		・グリーンスパン米FRB議長、議会証言で、緩やかな利上げペースを強調 ・米マイクロソフト、今後4年間で最大750億ドル（約8．1兆円）規模の株主還元策を実施すると発表
7月21日（水）	・内閣府、実質経済成長率を1.8%と見込んだ2004年度の政府経済見通しを3.5%に上方修正 ・日韓首脳会談	・鉄鋼各社、電機・家電向け表面処理鋼板など薄板鋼板を10月出荷分から1トン当たり平均7000円前後、10%程度値上げへ	
7月22日（木）			・米同時テロ独立調査委員会、ブッシュ、クリントン新旧両政府の対策を批判する最終報告書を発表

政府と日銀の景況判断

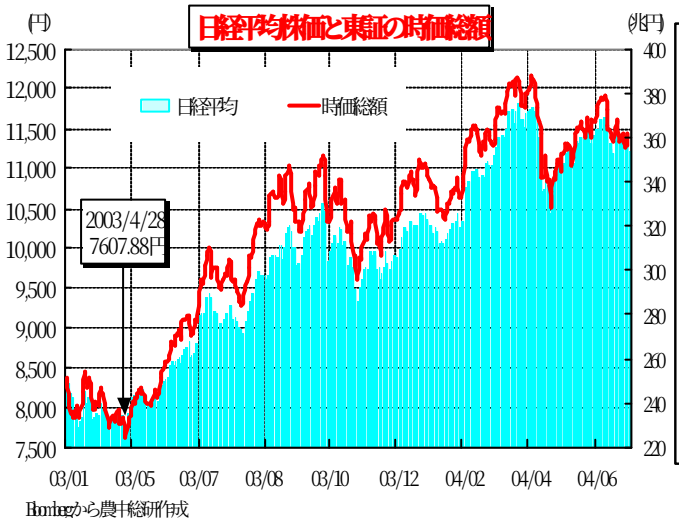
年	月	政府月例報告		日銀金融経済月報	
2003年	7月	→	おおむね横ばいとなっているが、このところ一部に弱い動きがみられる	↗	横這い圏内の動きを続けている。設備投資は緩やかな持ち直し基調
	8月	↗	おおむね横ばいとなっているが、景気を巡る環境に変化の兆しがみられる	→	横這い圏内の動きを続けている。輸出が近いうちに増勢基調を取り戻す
	9月	↗	景気は、持ち直しに向けた動きがみられる	↗	横這い圏内の動きを続けている。輸出環境などに改善の兆しがみられる
	10月	→	景気は持ち直しに向けた動きがみられる	↗	緩やかな景気回復への基盤が整いつつある
	11月	↗	景気は持ち直している	↗	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みられ、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
	5月	→	企業部門の改善に広がりがみられ、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みられ、着実な回復を続けている	↗	回復を続けている
	7月	↗	企業部門の改善が家計部門に広がり見せ、堅調に回復を続けている	→	回復を続けている

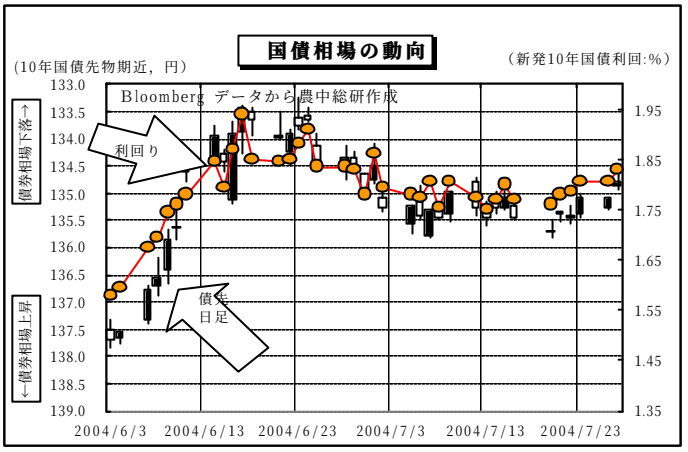
内外の経済金融データ

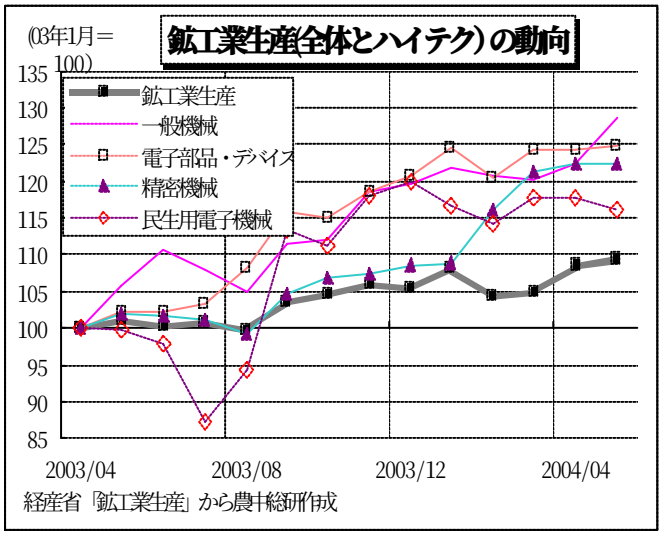


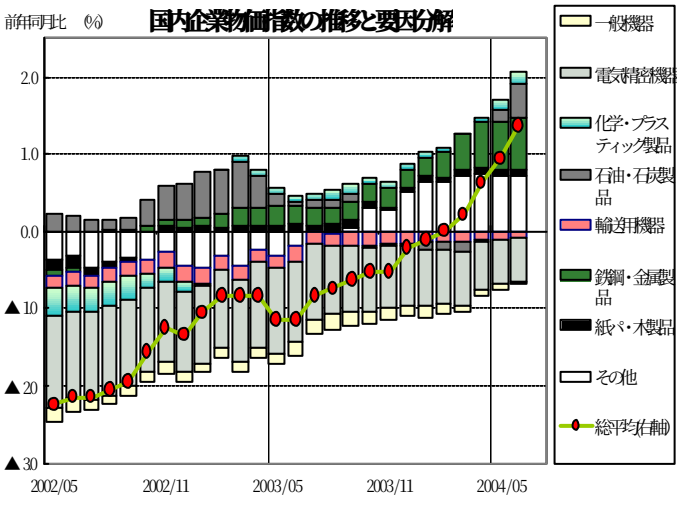


(注) 90年代後半の米国GDPの平均成長率は3.7%









今後の内外中期スケジュール

区分 / 時期		国内 政治	国内 経済・金融	海外
04年度(H16)	4～9月	7月　参議院通常選挙 7月　臨時国会	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	8月　アテネ夏季五輪
	10～3月	9月　内閣改造・自民党役員人事 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　ASEAN首脳会議（ビエンチャン） 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) 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 10月末　TOPIX浮動株比率の段階的な調整開始 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）採用
06年度(H18)		9月自民党総裁任期切れ	１２月末　新BIS規制適用開始 (先進的手法については7年末か	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

今月の焦点

国内経済金融

地方債市場の中期見通し

～市場公募債拡大の背景と今後の課題～

丹羽　由夏

要旨

地方債市場における市場公募債の発行が急増している。今後も政府資金の縮小、借換債の拡大、公募団体の増加などの要因で、市場公募債の発行額は増大していくことが予想される。このように増大する地方債の円滑な消化のためには、投資家層の拡大に資する環境整備、情報提供が重要となり、地方公共団体にも中央政府の国債管理政策と同様、地方債管理政策が必要となってこよう。

地方債は公的資金（政府資金と公営企業金融公庫資金）と民間資金によって引受けられている。民間向け地方債は、地元金融機関などに引受けられる銀行等引受債（証券形式と証書形態の２つがある）、機関投資家などが購入する市場公募債、地元住民など個人向けのミニ公募債に分けられるが、2003 年度以降、市場公募債の発行額が急増している。

本稿では、地方債市場の中期見通しとして市場公募債に注目し、発行額拡大の要因を整理、今後の動向を考察する。さらに円滑な消化のために必要な環境整備について検討する。

地方債計画にみる市場公募債

近年、地方債計画において政府資金が縮小し、市場公募債を含む民間資金の引受額が急増している。市場公募債の額は過去４年間で倍増しており（表 1 参照）、併行して市場公募債の発行市場には大きな変化が起こっている。従来、全公募団体が同一の発行条件を設定していたが注）、2002 年度よりツーテーブル方式、2003 年度には共同発行債が導入され、本年度からは東京都と横浜市が個別条件決定方式に移行した。

注）地方債市場の変化」金融市場 03 年５月号参照。

表 1　地方債計画の資金別推移

	2004年度計画額		2003年度計画額		2002年度計画額		2001年度計画額	
区　分	億円	構成比%	億円	構成比%	億円	構成比%	億円	構成比%
政府資金	56,000	32	76,900	41.6	76,000	46	78,100	47.3
財政融資資金	37,000	21.2	50,700	27.4	50,300	30.5	51,800	31.4
郵貯資金	7,000	4	10,000	?5.4	9,800	5.9	10,000	6
簡保資金	12,000	?6.9	16,200	?8.8	15,900	9.6	16,300	9.9
公営公庫資金	16,140	9.2	17,800	9.6	19,000	11.5	19,600	11.9
民間等資金	102,703	58.7	90,145	48.8	70,239	42.5	67,298	40.8
市場公募	31,600	18.1	24,000	13	19,400	11.7	16,900	10.2
銀行等引受	71,103	40.7	66,145	35.8	50,839	30.8	50,298	30.5
合　計	174,843	100	184,845	100	164,239	100	164,998	100

資料）総務省ホームページ

今後の市場公募債拡大要因

今後も市場公募債は急速に拡大していくことが予想される。この要因として以下の5点があげられよう。

① 政府資金の縮小
② 借換債の増大
③ 公募団体の増加
④ 銀行等引受債からのシフト
⑤ 新規発行額の増大

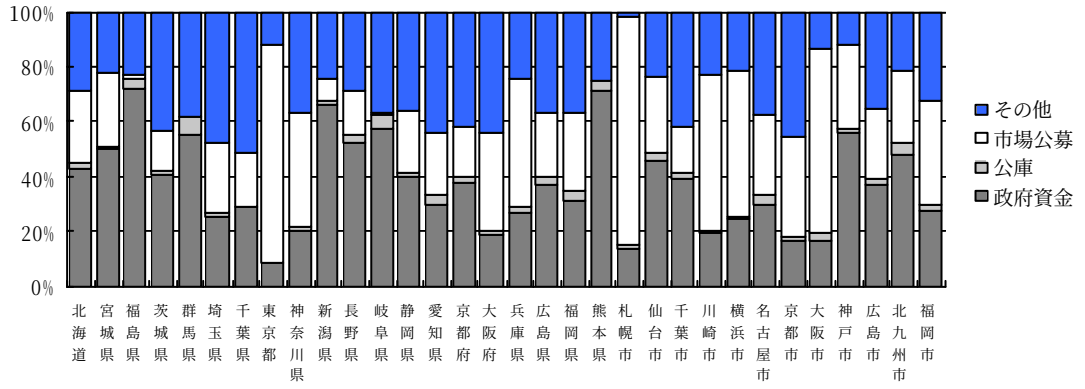
①は、財投改革の下、財投資金の規模が急速に縮小していることが原因であるが、財政制度等審議会財政投融資分科会の2003年度における議論において、財投改革の方針に沿って、地方公共団体の財政運営の自立性を高める観点から、資金調達能力のある都道府県、および政令指定都市が起債する地方債への公的資金の充当は妥当か」という論点が示され、政府資金の縮小ペースも団体間で大きな違いが出てくると考えられる。つまり、限られた公的資金は市町村レベルへ重点的に配分され、公募債発行による資金調達が可能な団体は、より民間資金で調達する方向に進んでいくことになる。

2002年度における公募団体の地方債資金別割合（一般会計債、許可額ベース）をみると図1のようになり、現行の公募団体全体で3割強を政府資金によって調達していることがわかる。個別にみると、札幌市は市場公募債の割合が82.7%と最も高く、ついで東京都の78.9%となる（全会計債では、上位2団体は、東京都71%、札幌市57%となる）。一方で、市場公募債での調達割合が低い団体は、2002年当時非公募団体であった4県（群馬、岐阜、福島、熊本）を除けば、新潟県であり（一般会計債8.1%、全会計債11.7%）、政府資金による調達が過半（同67.6%、54.1%）を占め、今後の資金調達の変化が予想される団体である。

現公募団体の新規地方債発行額が将来的に同額であったとしても、政府資金調達分（1.5兆円）の大半は、漸次民間資金にシフトせざるを得ず、市場公募債を軸として民間資金での調達額の大きな拡大要因となろう。

ちなみに、公募団体および非公募県について政府資金の縮小動向をみてみると表2のようになる。

図1 公募団体の地方債資金別割合（一般会計債、許可額ベース）



資料）地方債統計年報

表 2 地方債発行額に占める政府資金の割合

（%）

	許可額	発行額	
	2002	2002	2003
公募団体	29.1	24.6	17.8
非公募県	52.2	51.8	52.1

注) 地方債月報の発行額は４月から翌３月までの年度期間内発行額。NTT 無利子貸付を除く。許可額は全会計債。

資料）地方債月報、地方債統計年報

前述の許可額における資金別内訳のデータは、現時点では 2002 年度までしかないため、2003 年度の動向を地方債月報より把握した。前年度分の地方債発行が出納整理期間に集中するなどの理由で、地方公共団体の会計年度区分の数値（許可額）とは異なるが、2003 年度中の地方債発行額における政府資金の割合は、公募団体で対前年度 7 パーセントポイントも縮小している。

2004 年度は、「地方債許可方針の運用について」などにも都道府県及び政令指定都市の民間資金による調達を一層推進することが述べられており、公募団体の中には、予算ベースで本年度の政府資金の割合が 1 割以下に急減している団体が少なくない。

②の借換債は、民間資金で調達された地方債にのみ発生するもので、銀行等引受債と市場公募債発行分に借換需要が存在する注 1)。償還期間 30 年を前提にすると、10 年債であれば 2 回、5 年債であれば 5 回借換えが行われる。全額が借換えられるのではなく、減債基金に償還のための積立が行われ 10 年後の満期到達時に一定額が償還され、残額が借換えられる。例えば 20 年償還を前提にしている団体では、10 年満期一括債で調達した場合、10 年後に元本の 42%が償還され、58%分は借換債が発行される注 2)。

注 1）公債費負担対策下の公営公庫分などを除く。

注 2）20 年償還を前提に、3 年据置きで元本の 6%を 7 年間積み立てた場合の 10 年後のケース。他に 30 年償還を前提にして 3.7%を積み立てるケースなど、団体により異なる。

国債は 60 年償還ルールがあるが、地方債の場合はより短い償還期間が想定されている。10 年後に借換えを行わず全額償還することも財政状況によっては可能であるが、近年の厳しい財政状況では借換債発行を行う団体が一般的である。2001 年度からは 5 年債というより短い償還期間の公募債が発行され、発行額も過去 4 年間で 3 倍に近い額に増大している（表 3）。このため今後も借換需要は大きいと考えられる。

しかし、地方債の場合、借換債発行額の全体像を事前に把握することは非常に難しい。国債であれば、毎年末、翌年度の借換債も含めた国債発行計画が公表され、1 月には「国債整理会計の資金繰り状況等についての仮定計算」の公表により中期的にみた借換債需要をある程度見通すことが出来る（04 年 1 月時点では 2017 年度まで公表）。地方公共団体の予算上、借換債発行額は一般会計に計上されないケースが多く、特別会計（公債管理特別会計など）によって対応されている注)。

注）借換債を歳入と歳出（公債費）の両建てて計上する団体もある。

後述する各団体の値を積み上げていく方法を別とすれば、公表資料として、総務省が 3 月に公表する「市場公募債発行予定額」（表 3 の B 値）や地方債計画の市場公募債発行額（同 A 値）などのデータが存在する。B の数値は借換分も含む市場公募債の発行額であることから、当該年度の新発債分である A の値との差が借換分と推察できそうであるが、表 2 と同様に出納整理期間中の問題がある（表 3 の注を参照）。

表 3 市場公募債の発行額 （億円）

	A 地方債計画（最終）の市場公募債	決算（純計）の市場公募債	B 市場公募債発行額	内訳 5年	10年	20年超	B-A 差額
1992	8,700	6,660	11,135		11,135		2,435
1993	10,600	8,580	13,710		13,710		3,110
1994	14,500	12,437	15,840		15,840		1,340
1995	14,880	12,915	19,740		19,740		4,860
1996	14,400	12,407	19,222		19,222		4,822
1997	14,400	12,549	18,510		18,510		4,110
1998	13,900	12,165	17,540		17,540		3,640
1999	15,600	13,856	20,610		20,610		5,010
2000	17,000	14,799	22,690		22,690		5,690
2001	16,900	14,116	22,240	4,300	17,940		5,340
2002	19,400	19,191	26,730	6,150	20,580		7,330
2003	24,000		43,230	10,350	31,980	900	19,230
2004	31,600		51,710	11,930	38,430	1,350	20,110

注）A は当該会計年度分であるが、B は当該期間内の発行額であるため、繰越分や特に出納整理期中の扱い、例えば 2003 年 4 月の 2002 年度分の発行額は A では 2002 年度、B では 2003 年度に含まれるなどの違いがある。B の 2003 年度は改訂後の発行計画値である。2004 年度も現時点での発行計画であることから、年度後半になるにつれ改訂される可能性は高い。
資料）地方債統計年報、地方財政白書により作成

また、総務省が公募債年間発行計画の公表を始めたのは 2002 年度からであり、それ以前は実績値（B 値）のみである。将来の見通しが出来るような公表資料、つまり国債整理会計の資金繰りに見られるような地方債全体での借換分の将来試算値は存在していない。

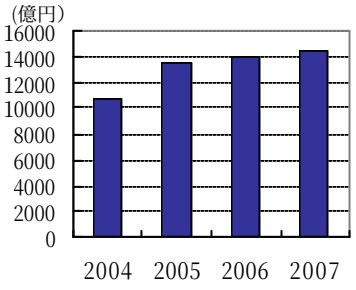
ここで、各団体の HP 公表資料、IR 資料や各団体への問い合わせにより借換分の把握を試みた（表 4 参照）。一般会計債分であるが、公募団体全体ですでに借換債の発行額は、新発債の 5 割近くに達しようとしている。東京都や神奈川県のように新発債に匹敵する借換需要のある団体もある。

現在の国債をみてみると、新発債 36.6 兆円に対し、借換債 84.5 兆円（2004 年度）という巨額の資金調達が必要とされる状況で、国債管理政策が重要視されているが、地方債に関しても借換債の管理は大きな課題の一つと言える。

さらに、近年民間資金での調達額が増えている状況では、借換債は将来的に急増していくと推測される。図 2 では、現時点（2004 年 7 月）で借換分の将来試算値を IR 活動の中で公表している 16 団体（29 団体中）の見通しを示した。

2005 年度以降 3 年間分の額であるが、借換需要が拡大していることがわかる。東京都など資金調達規模の大きな団体が公表していないため、全体像の把握は難しいが、借換分の資金調達額は、今後の市場公募債の拡大の大きな要因の一つとなると言えよう。

図 2 公募 16 団体の借換需要の動向



注）現時点での試算値合計であり、今後変動あり。

③の公募団体の増加は、平成 15 年度 地方債に関する調査研究委員会」報告書 地方債に関する総合的な管理と商品性の向上」地方債月報 2004 年 4 月号)で 将来的に全ての都道府県及び政令指定都市が全国型市場公募債を発行することを視野におきつつ、人口 財政規模の点で、現在の市場公募団体に準ずる資金調達能力を有すると考えられる大規模な県においては、早急に市場公募化に取り組むことが必要である」と述べられていることからも、市場公募債拡大の大きな要因となることがわかる。

実際に本年度より4県 福島 200 億円、群馬 80 億円、岐阜および熊本 100 億円)が公募団体に加わった。非公募県の地方債の政府資金引受け分は 2002 年度許可額ベースで 52%全会計債、図 3 参照)、1.7 兆円であり、これは将来的に漸次民間資金にシフトし、市場公募債に加わってくると考えられる。

④の民間資金内での銀行等引受債から公募債へのシフトは、銀行等引受の発行条件が公募債に比して割安である団体が存在し、地元金融機関との関係から銀行等引受を重視する団体もあり、非常に地域差があると言える。しかし、従来の指定金融機関と地方公共団体との密接な関係が変化している状況や、一部には銀行等引受分の借換を市場公募債にシフトする団体も出てきていることから、地域的には拡大要因であると言える。

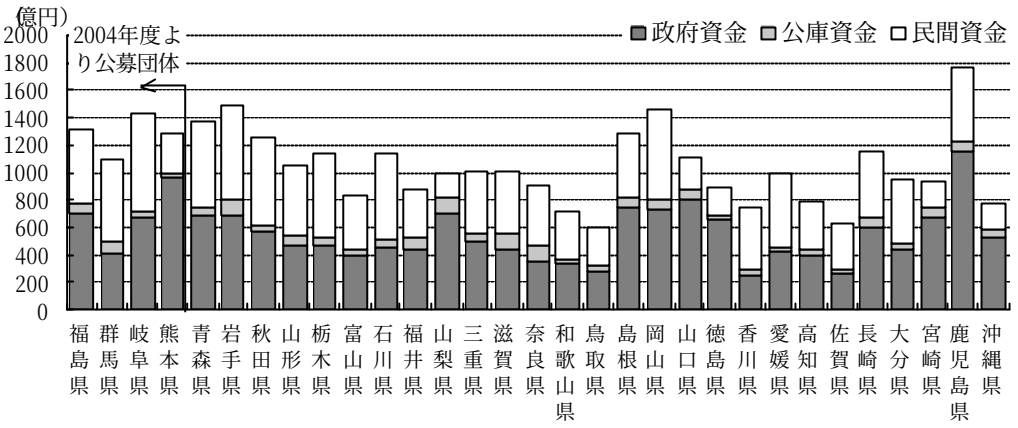
⑤の新発債の拡大については、全国的に投資的経費が縮小傾向にあるものの、現在進行中の三位一体の改革の動向、臨財債や退職手当債などの状況から注視する要因であるだろう。

表 4 公募団体の地方債発行額

		新発分 (億円)	借換分 (億円)	合計 (億円)	新発債に対する借換債 (%)
北海道	2003	4,545	913	5,458	20.1
	2004	4,291	1,400	5,691	32.6
宮城県	2003	1,049	248	1,297	23.6
	2004	1,078	480	1,558	44.5
茨城県	2003	1,794	41	1,834	2.3
	2004	1,499	41	1,540	2.7
埼玉県	2003	2,647	640	3,287	24.2
	2004	2,205	959	3,164	43.5
千葉県	2003	2,265	523	2,788	23.1
	2004	2,002	1,033	3,035	51.6
東京都	2003	5,378	5,505	10,883	102.4
	2004	4,829	3,983	8,812	82.5
神奈川県	2003	2,599	1,763	4,362	67.8
	2004	2,250	2,558	4,808	113.7
新潟県	2003	1,844	361	2,204	19.6
	2004	1,700	295	1,995	17.3
長野県	2003	1,073	393	1,466	36.6
	2004	951	433	1,384	45.5
静岡県	2003	1,680	885	2,565	52.7
	2004	1,512	788	2,300	52.1
愛知県	2003	3,640	1,477	5,117	40.6
	2004	3,507	1,723	5,230	49.1
京都府	2003	1,247	433	1,680	34.7
	2004	1,130	475	1,604	42.0
大阪府	2003	3,340	2,285	5,625	68.4
	2004	2,971	2,993	5,964	100.7
兵庫県	2003	3,164	789	3,953	24.9
	2004	2,789	1,030	3,819	36.9
広島県	2003	1,674	80	1,754	4.8
	2004	1,548	139	1,687	9.0
札幌市	2003	919	118	1,037	12.9
	2004	788	248	1,036	31.5
仙台市	2003	596	193	789	32.4
	2004	536	307	844	57.2
さいたま市	2003	639	0	639	0.0
	2004	492	246	737	49.9
千葉市	2003	577	*166*	-	*28.7*
	2004	650	*392*	-	*60.3*
川崎市	2003	1,103	162	1,266	14.7
	2004	653	371	1,023	56.8
横浜市	2003	1,544	788	2,332	51.1
	2004	1,456	1,129	2,586	77.5
名古屋市	2003	1,431	499	1,930	34.9
	2004	1,301	549	1,850	42.2
京都市	2003	924	*433*	-	*46.9*
	2004	852	*461*	-	*54.2*
大阪市	2003	2,280	*1,139*	-	*50.0*
	2004	2,175	*1,500*	-	*68.9*
神戸市	2003	584	216	800	37.0
	2004	612	392	1,005	64.0
広島市	2003	679	286	965	42.1
	2004	511	387	898	75.7
北九州市	2003	635	198	833	31.2
	2004	610	411	1,020	67.4
福岡市	2003	898	325	1,223	36.2
	2004	819	239	1,058	29.1
合計	2003	50,747	20,861	-	41.1
	2004	45,716	24,959	-	54.6

注1）福岡県含まず。
注2）さいたま市の借換え債は減税補填債の分で、政府資金での借換が決定している。
注3）千葉市、京都市、大阪市の借換分は全会計分。一般会計の括りは団体によって異なる。

図 3　非公募県における資金別地方債発行額（2002 年度、許可額ベース、全会計）



資料）地方債統計年報より作成

地方債保有の動向

ここで、地方債の保有者構造をみてみると、表 5 のようになる。2 年前の 2001 年度末時点では、簡保が第 2 位の地方債保有主体であったが、現在は共済の保有額が超え、共済が第 2 位となっている。共済は JA 共済の保有額（2002 年度末値で 7.4 兆円）が 9 割以上を占めている。

表 5　2003 年度末の地方債保有状況

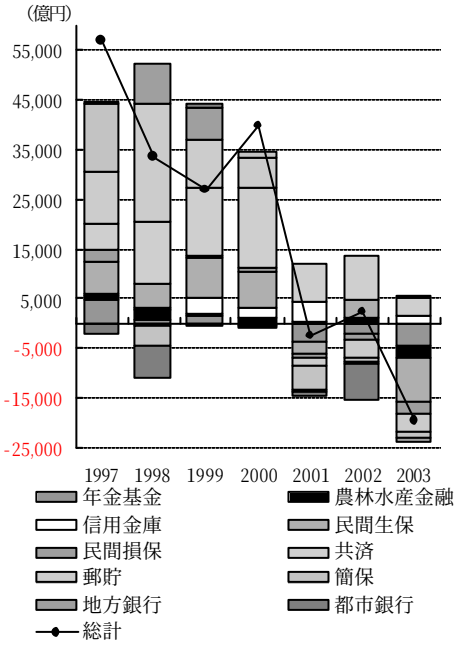
	期末残高	シェア
	億円	%
郵貯	97156	16.3
共済	83234	14.0
簡保	73640	12.4
地方銀行	66389	11.4
民間生保	55585	9.4
信用金庫	26753	4.6
社会保障基金	19952	3.4
農林水産金融	19012	3.2
年金基金	16955	2.9
都市銀行	12796	2.2
家計	11927	2.0
総計	594354	100

注）地方銀行、信金、都市銀行の期末残高は簿価。その他は時価であり、シェアは時価での試算値。地方債には、公募債、銀行等引受の証券などを含む。

資料）日銀「金融経済統計月報」「資金循環」より作成

近年の動向を期末残高の増減額でみると（図 4 参照）、過去 3 年間、郵貯と簡保は一貫して保有額を減少させている。2003 年度においては共済と信用金庫の増大、民間生保の減少が顕著である。農林水産金融機関は全体では減少させているものの、農協の保有額は増大していると報告されている。

図 4　主要機関別にみた期末残高の増減額



資料）表 5 に同じ

今後急速に拡大する市場公募債の円滑な消化のためには投資家層の拡大は喫緊の課題である。地方債投資家の中では、民営化を控えた郵貯・簡保の動向を今後も注視しておかなければならない。郵貯・簡保が近年見られるように将来的にも地方債保有を減少させるようであれば、あるいは郵貯・簡保が新勘定と旧勘定を区別し、旧勘定の運用部分が定額貯金の満期と併行して消滅するだけの勘定となれば資金運用の短期化など、その運用スタンスは地方債市場にとってより大きな変動要因となろう。また、地方債市場は満期保有を目的とした投資家が多いと指摘されているが、負債の期間が長い生保は地方債投資家として最も期待される主体の一つであり、2003 年度の民間生保の保有額の大幅な減少は注意が必要である。

おわりに

以上見てきた通り、地方債市場、特に市場公募債発行額は今後急速に拡大していくと予想される。本稿で示した市場公募債の拡大要因（①から③）は、従来の財政悪化による地方債増発ではなく、財政状況の良好な団体であっても直面せざるをえない問題である。現公募団体に限らず全ての団体で、より市場を意識した行動が要求されるであろう。現在、発行市場の整備（条件決定方式の変更など）が最も大きな課題であることは間違いないが、他方で、地方公共団体には地方債管理という新たな政策が必要とされている。

国においては国債管理政策の下、借換債も含めた発行額の管理、国債市場懇談会、国債投資家懇談会（地方債投資家懇談会も存在するが議事録などの公表はされていない）などによる市場との対話、今年度はプライマリーディーラー制度の導入や、専門家の登用など様々な施策を試みている。

地方債においては、情報提供という点だけをとっても、IR 活動がやっと始まったばかりであり、前述のように借換需要などに見られる中長期的な資金調達計画に関する情報の整備は依然として不十分である。さらに、現在の起債許可制度の下では、事前に資金別調達額を把握することは難しく、出納期間中の銀行等引受債発行の集中などは、地元の金融機関からみても課題が大きいと言える。

情報提供の重要性は「地方債に関する調査研究会」でも指摘されているが、現行でも十分な情報提供をしていると考える団体があるであろう。しかし、地方財政情報が地方公共団体の予算管理上の視点や総務省の管理上の視点から発生してきている情報であることは否めず、より投資家の視点にたった数値の整備、即時性が求められる。

市場公募債の急増は、地方債市場の現在の環境を大きく変容させる圧力となる。さらに、今後市町村レベルでの民間資金の調達方法が検討されていく過程で、兵庫県内で見られたような共同発行の仕組みが活用される方向で進むなら、地方債市場の拡大はより加速されるだろう。しかし、地方債の投資家をみると、郵貯、簡保、民間生保などの主要投資家が保有額を縮小させており、今後の安定的な消化のためには、より一層の投資家層の拡大が必要とされる。地方公共団体は地方債だけにみられる発行慣行や提供情報を、一市場参加者という視点から早急に見直す時期に来ているといえる。