金融市場

1999.5

潮 流

自律的景気回復の道 ・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・1

情勢判断

国内金融

過剰流動性相場の続く金融・証券市場・・・・2

国内景気

底ばい圏続く国内景気・・・・・・・・・・・・・・・・・・・4

海外景気金融

米国を軸にした資金フローの拡大とその不安定性・・・・5

金融緩和に踏み切った欧州金融政策当局・・・・6

急回復するアジア各国株式市場・・・・・・・・・・・7

今月の焦点

実質「ゼロ」金利調節の金融市場へのインパクト・・・・8

アジアの金融再編と不良債権問題・・・・・・・・・・・13

地域経済の視点

公共事業と地方分権 ・・・・・・・・・・・・・・・・・・・20

海外の話題

日はまた昇るか ・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・21

農林中金総合研究所

潮　流

自律的景気回復の道

景気の自律回復が進まず、先行きに未だ不透明感が拭いきれない中で、首相直属の諮問機関である経済戦略会議の最終報告が発表された。この戦略会議の経済再生シナリオによると、「日本経済は、本来２％強の潜在成長率を有しており、十分な構造改革が断行された場合、2001年には２％の成長軌道に復帰」するとしており、最初の２年間を「バブルの集中整理期間」と位置づけ、金融機関の不良債権処理、企業サイドの債務処理、過剰設備の廃棄等を速やかに行なうことが経済再生の第一歩であるとしている。

ところで、景気の現状をみれば、設備投資の削減ペースは年率10％程度とかなりのスピードで資本ストックの調整が進んでおり、情報化・研究開発投資等の生き残りに必要な投資需要があることから、設備投資は、2000年後半頃までには資本係数（実質民間資本ストック／実質ＧＤＰ）トレンド線への回帰も可能になると思われる。また、公的資金導入による金融システムの安定化も前進しており、金融機関による「貸し渋り」現象はすぐには改善しないものの、政府の特別保証枠制度や国営銀行の枠拡大等の効果が大きく、倒産件数の大幅減少等中小企業の金融環境はゆるやかながらも改善の方向にある。

一方、日本の設備投資を考えるに際し、欧米と比較して名目ＧＤＰ比率に占める設備投資比率が大きいこと、現在の期待成長率の低さを考えると、資本係数の右肩上がりのトレンドも今後米国並みの横ばいに移行する可能性があること、金融機関の「貸し渋り現象」も金利要因より銀行のリスクテイク能力の低下に因るものであり、従来の貸出増加による景気回復は期待出来ないこと等を考えると、設備投資の本格的な回復は、相当後ずれする可能性が大きく、マクロでみた企業セクターの回復には暫くの時間を要するものと見ておくほうが無難な見通しといえよう。

また、足元の貿易黒字の頭打ち傾向や国際協調の観点からみて外需指導の景気回復は描きにくく、こうしてみると景気の自律的回復には、個人消費の回復がきわめて重要になる。しかし、企業のリストラが本格化するなかで、雇用と所得に不安を抱える個人消費主導の景気回復はかなり難しく、欧米で観測された「雇用回復をともなわない穏かな景気回復」の道程が想定されよう。 このため、個人消費の回復を確実にするには、或る程度の政策的な支援が必要で、短期的には所得税減税、住宅減税等の効果が期待される。しかし、雇用や老後の不安に直面している現在では、家計は防衛的な行動をとらざるをえず消費が抑制されることになり、こうした政策の効果は限定的であると思われる。

このような状況からみると、いまもっとも必要な政策は、消費者心理を好転させ、消費性向をたかめるような雇用や老後の不安を和らげる構造的な政策であり、「雇用流動化への取組み」「ニュービジネス支援による雇用の創出、確保」「年金改革の道筋の提示」等の政策が重きをもつ。更に、少子高齢化社会の到来の中で、国民は財政破綻や将来の社会保障負担の増加を懸念しており、こうした財政再建の持続可能な道筋を示し、社会保障の改革の道筋を示すことによる政府に対する信頼の確保こそが、個人消費を回復させ、経済再生をはかる重要な条件であると思われる。

（常務　伊藤　浩二）

情 勢 判 断

国内金融

過剰流動性相場の続く金融･証券市場

要　　約

日銀のゼロ金利政策の継続で長期金利低下、株価上昇と金融･証券市場は過剰流動性相場が続いている。一方で、円相場は、年度明け後、生保の外債投資抑制の動きや外人の日本株買いなど需給面でやや円強含みとなった。企業のリストラの本格化による景気へのデフレ圧力が懸念される中で、円高阻止に向けた通貨当局の対応と補正予算論議の動向が注目される。

表1　金利・為替・株価の予想水準

（単位　%、円／ドル、円）

年度／月	98年度			99年度			
	9 実績	12 実績	3 実績	6 予想	9 予想	12 予想	3 予想
CDレート(3M)	0.38	0.65	0.06	0.10	0.10	0.10	0.10
短期プライム	1.500	1.500	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375
10年最長期国債	0.78	2.16	1.75	1.60	1.60	2.00	2.00
長期プライム	2.5	2.2	2.6	2.3	2.3	2.6	2.6
為替相場	136	115	120	120	125	115	115
日経平均株価	13,406	13,842	15,836	16,000	15,000	15,500	16,000

（注）月末値、実績は日経新聞社調。

ここ１ヶ月の金融情勢
年度明け後もゼロ金利政策継続

波乱なく通過した年度末以降も、日銀は潤沢な資金供給を継続し無担コール翌日物金利は0.03%近辺で推移。ターム物金利も低水準で推移し、FB ３ヶ月物、TB １年物の初入札も運用難を反映し高い倍率で応札された。

一方、債券市場は、日銀短観が予想の範囲内であったことや日銀総裁が定例会見で「デフレ懸念が払拭されるまでゼロ金利政策継続」を改めて表明したことに加え、需給が懸念された20年債の入札が順調だったことなどから相場は堅調に推移し、10年最長期国債利回りは1.4%台まで低下した。

堅調地合い続く株式市場

3月に月間として過去最高の1.8兆円の買い越しをした外人投資家の日本株買いは、4月に入っても米国株の連日の高値更新を背景に継続。有価証券取引税廃止で証券の自己売買も動きやすくなり、ゼロ金利で炙り出された個人投資家の買いも急増、国民銀行の経営破綻も特に材料視されず、日経平均は1年1ヶ月振りに一時17千円台を回復、店頭平均も情報通信関連株主導で1,200円台を回復した。

為替相場はボックス相場の中やや円高に

2月の日銀の金融緩和以降、ドル円相場は日米長期金利差とほぼ連動性して推移してきた(図３)。ただ、4月に入って、ECBの予想を上回る0.5%の利下げ後もコソボ情勢の混迷からユーロ安が進行する中で、生保大手5社の99年度外債投資計画が98年度当初計画から半減の9千億円に止まることや宮沢蔵相の政策減税発言などが材料視され、一時117円台まで円高が進行。その後はIMFの日本経済下方修正見通しや介入警戒感から120円まで戻した。

向こう３ヵ月程度の市場の注目点
景気のダウンサイドリスクと追加景気対策は？

景気が下げ止まりの様相を呈す中で、政府は産業競争力会議で過剰設備処理の促進策などサプライサイドの構造改革に着手し、政策が早期に具体化すれば株式市場がこれを評価して更に上昇する局面もあろう。

ただ、こうした政策対応を見越して製造業中心に設備廃棄等リストラの動きが本格化し始め、2月の生産や雇用の指標は悪化している。また、銀行の融資姿勢は、リストラ計画では99年度中小企業向け貸出の増加を計画してい

るが、実際には首相が枠拡大を表明した信用保証協会の保証付き貸出は伸長しようが、一方で計画している選別融資の強化が企業のリストラの動きを加速させよう。

こうした点から、政策対応で足許拡大している公共投資・住宅投資が息切れする今年度下期には、リストラによるデフレ圧力が顕在化し、景気のダウンサイドリスクが高まるとみていたシナリオが前倒しになる可能性も出てきた。こうした中で、夏場以降検討されるとみていた追加景気対策も、6月サミットや9月自民党総裁選の政治日程も睨み、前倒しで財政拡大等の論議が高まる可能性もある。従って、ゼロ金利政策の効果で足許堅調に推移している債券相場も、夏場にかけ財政拡大→国債増発→需給悪化懸念で調整局面に入るリスクはあろう。

株価は夏場以降一旦は調整局面入りか

株式市場は、米国株の動きに合わせるようにハイテク株が利食われる一方で景気敏感の素材株が買われ、金融株から始まった循環物色も一巡した。過剰流動性相場も17千円を付けたことで目先の達成感もあり、今後は3月期決算の企業発表の時期を迎え銘柄選別が強まるとみられる。

日銀短観では、全企業ベースの99年度売上収益計画は0.4%増収24.5%増益で、これを織込めば株価は18千円を超えて上伸していく期待はあるものの、前述のマクロ動向からは0.4%増収は相当厳しいとみられる。金融システム不安が最悪期は脱したとみられることから大きな下値不安は薄いものの、夏場以降、一旦は調整局面を迎える公算が高いとみられる。

ドル円相場は当面ボックス相場継続

日銀短観での大企業製造業の99年度事業計画の円相場の前提は116.12円であり、120円台では輸出企業のドル売り圧力が強いとみられる一方で、外債投資抑制スタンスの生保なども115円に向かう円高では外債投資に動くとみられ、4月のG7では120円前後で推移する現行の円相場の水準を容認する見通しであることからも、当面ボックス相場が継続しよう。

こうした中で、追加景気対策を巡っての補正予算と追加金融緩和論議及び円高阻止のスタンスを取る通貨当局の介入姿勢などが注目される。

なお、ユーロが発足以来の最安値圏で推移する中でECBの対応も併せて注目される。

（99.4.22 堀内 芳彦）

図1　長短金利の推移

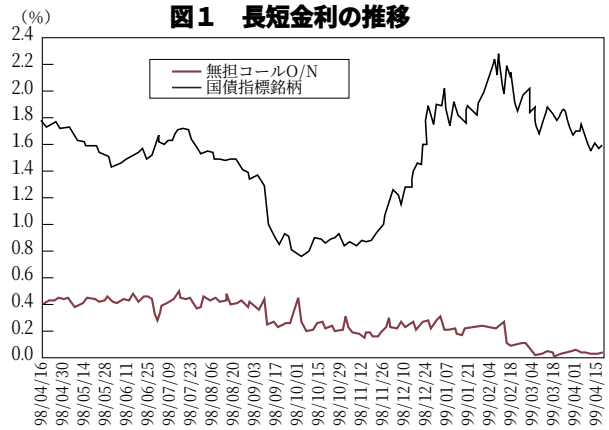
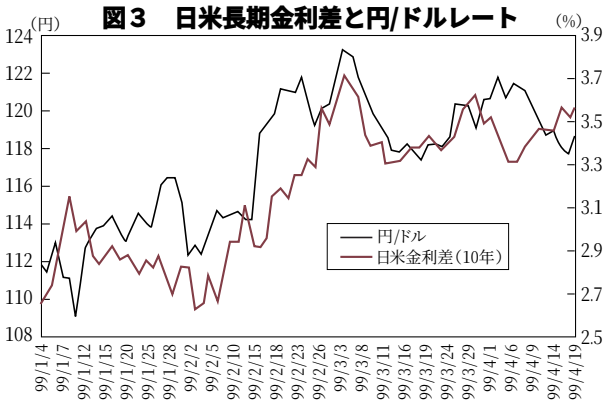


図2　株価の推移

図3　日米長期金利差と円/ドルレート



資料　DATASTREAM

国内景気

底ばい圏続く国内景気

景況感改善がみられた３月短観

景気は一部明るい兆しもみられるが、依然底ばい圏での推移が続いている。

先頃、発表された3月の日銀短観では、大企業・中小企業ともに久方ぶりに景況感の改善がみられた。懸念されていた信用収縮の動きも、政府による信用保証枠の拡大や、銀行への公的資金注入、日銀の実質ゼロ金利政策等の効果から足元ではやや一服感もみられ、企業マインドの悪化にもようやく歯止めがかかってきたようだ。

しかし、こうした景況感の改善も、設備投資の回復には結びついていない。98年度の設備投資計画（全規模合計）は一段と下方修正され、99年度についても大企業で前年比▲9.4％と前年同時期の計画（同▲4.3％：主要企業）を下回ったほか、中小企業も同▲26.2％と、前年同時期（同▲19.2％）に比べて大幅な落ち込みとなった。雇用過剰感も依然大きく、バブル崩壊後の不況期を越えてオイルショック時に匹敵する高水準が続いている。

信用収縮の動きについても、金融関連の判断DIでは大企業・中小企業いずれも先行きの悪化を見込んでいるほか、足元では、大企業の借入金利水準が小幅低下したのに対して中小企業では逆に上昇しているなど、総じて中小企業における厳しさが目立つ内容となっている。大手15行のリストラ計画によれば、中小企業向け貸出を99年度末までに計3兆円増加させる計画となっているが、一方で収益力の改善のために選別融資と利鞘拡大も表明されており、信用力の乏しい企業にとっては今後とも厳しい状況が続こう。

リストラ強化とデフレ圧力の高まり

こうしたなか、企業はリストラを一段と強化する姿勢をみせている。99年度の売上・利益計画では、全体で前年比＋0.4％の小幅増収ながら経常利益では同＋24.5％の大幅増益を見込んでおり、固定費削減に向けた企業の意気込みは相当強い。

しかし、こうした設備投資の削減やリストラの強化は、短期的には景気に対して大きなデフレ圧力となろう。日銀短観の売上・利益計画から、大蔵省「法人企業統計季報」等を基に99年度における人件費削減圧力を試算すると、99年度は前年比で▲2.6％と、98年度（同▲2.1％：当社推計）にほぼ匹敵する人件費削減が見込まれる（表１）。

足元の状況をみても、2月の勤労者世帯の消費性向が特殊要因があったとはいえ67.8％（季節調整値）と、金融システム不安が高まった98年1-3月期を下回る水準まで低下するなど、所得の減少を賄えるほどの消費マインドの強さはやはり期待できそうにない。

当面は、4月から始まる所得税恒久減税やこれまでの政策効果による公共投資や住宅投資の増加が景気を下支えるとみられるが、減税も追加的な効果は期待できず、今後、リストラの本格化から個人消費がさらに低迷するようだと、こうした政策効果が息切れしてくる99年度下期にかけて景気が再失速するリスクが高まろう。

（竹内 久和）

表1　雇用調整圧力の試算

（単位：10億円、％）

	97年度（法企：実績）	98年度（短観見込）		99年度（短観計画）	
			前年比		前年比
売上高	1,360,435	1,251,600	−8.0	1,256,607	0.4
変動費	969,446	884,381	−8.7	887,918	0.4
固定費	359,332	342,875	−4.6	338,380	−1.3
うち人件費	179,905	176,127	−2.1	171,632	−2.6
経常利益	31,657	24,344	−23.1	30,309	24.5
経常利益率	2.33	1.95	−0.38	2.41	0.47

資料　日本銀行「企業短期経済観測」、通産省「我が国企業の経営分析」、大蔵省「法人企業統計季報」

（注）1. 固定費＝売上高－変動費－経常利益
変動費=売上高×売上高変動費比率
2. 97年度の売上高変動費比率は通産省による集計値を採用。98年度と99年度の固定費は売上高対変動費比率をあらかじめ仮定し、利益計画から逆算したもの。なお、98年度の売上高対変動費比率を97年度対比▲0.6％ポイント（当社推計）とし、99年度については98年度対比横ばいと仮定した。
3. 99年度の人件費は、上記2.で求めた固定費削減圧力を全て人件費の削減で賄うとして試算。なお、98年度の人件費については、SNA雇用者所得等の動きから当社が推計。
4. 経常利益率の前年比は、前年差（ポイント）。

米国を軸にした資金フローの拡大とその不安定性

高成長・低インフレの米国経済

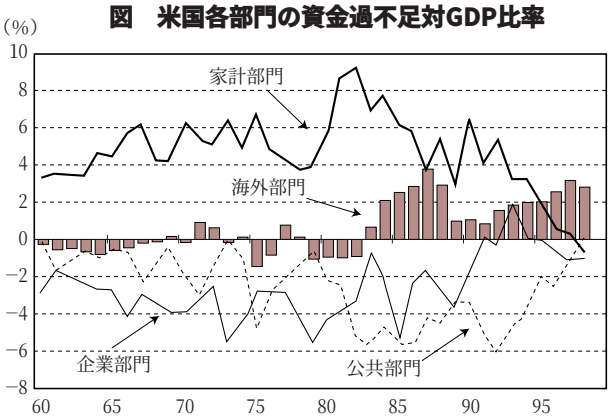
米国経済は、依然として低インフレ・高成長を持続している。第1四半期も、個人消費が高い伸びとなっており、貿易赤字拡大から外需が抑制要因になったが、実質GDPは4.5％増（速報値、前期比年率）と高成長を記録した。

金融市場では、３月末のFOMCで金利が据え置かれて、ＮＹ連銀への指令も中立との見方が広まったことで利上げ観測が遠のき、長期金利（30年債利回り）も一時5.5％を割り込んだが、その後は株価上昇に加え、社債の大量発行等の需給要因もあり、足元では5.6～5.7％程度での推移が続いている。

資金不足部門になった米国家計

実体経済の堅調な拡大を資金フローの面から検討すると、米国の資金ﾌﾛｰに関して98年の特徴として指摘できるのは、家計が資金不足部門になったことである（図）。

図　米国各部門の資金過不足対GDP比率



資料　FRB“ FLOW OF FUNDS”、米国商務省
（注）　プラスが資金余剰、マイナスが資金不足。

米国家計部門は、98年にフローで4541億ドルの金融資産を増加させたが、一方で負債を5114億ドル増加させ、年間では573億ドルのネット負債増加（資金不足）となった。ただしキャピタルゲインを加味したネット金融資産残高は、株価上昇を反映して98年末に前年対比で2.6兆ドル弱の増加となっており、評価益を考えれば家計の金融面でのバランスシートは改善している。株価上昇に依存したバランスシート改善を背景に、家計の負債増加が実物投資に向かい、米国の高成長を持続させている。

米国は80年代には財政赤字と経常赤字という「双子の赤字」を抱えていたが、今日ではそれは、家計の赤字と経常赤字という問題に変化した。80年代の財政赤字が、裁量的な政策による緩やかな改善の余地があったのに対し、現状の株価上昇による家計の資金不足化は、微調整が難しく、株価下落の際の反動も累積的なものになるリスクを内包しているだけに、問題はより扱いづらいものになっている。

増加しつつある米国の対外投資

足元では米国株価のピーク感もあり、米国資金が海外の株式・債券市場に流出する傾向がみられるが、それが継続するためには、米国に経常収支赤字以上の資金流入が続くことが条件になる。この構図はメキシコ危機前の93年や、アジア危機前の95～97年前半にみられたが、当時と比べても①エマージング諸国の需要鈍化から世界の財の需要が米国に集中し、米国経常赤字が大幅になっていること、②経常赤字以上の資金流入を確保するには、米国株価が既に割高になっていること、等の不安定性を抱えている。

米国一国に着目すれば、内需の好調を外需が相殺することや、住宅投資のピークアウト等ソフトランディングシナリオも描けるが、資金フローの不安定性がドル安につながるリスクは潜在的には高まっており、その結果金利上昇や株価下落を通じてハードランディングに向かうリスクも高まりつつあるとみられる。

(小野沢　康晴)

海外景気金融・欧州

金融緩和に踏み切った欧州金融政策当局

政策金利を引き下げたＥＣＢ

欧州では、主要国（ドイツ、フランス、イタリア）を中心とした減速基調、物価の安定等を背景に、４月８日のＥＣＢ理事会で政策金利の引き下げ（レポレートを0.5％引き下げて2.5％に、等）が決定された。予想を上回る利下げ幅であり、当局も当面は利下げ効果を見守るスタンスをとるとみられる。一方ユーロは再利下げ観測が遠のいたことにより、利下げ直後は対ドルで持ち直す動きもみられたが、コソボでの軍事紛争の長期化懸念や、政策当局者の欧州景気に対する悲観的観測等から再び下落となった。

悪化に転じた欧州の消費者心理

前月号で検討した、企業景況感の悪化と消費者信頼感の改善とのズレに関しては、足元でやはり消費者信頼感の悪化という方向で収斂する兆しが出てきた。EU委員会によるEUの消費者信頼感調査では、３月にEU全体、EMU圏、双方とも消費者信頼感が悪化に転じており、個別の国でも、ドイツ、フランス、イタリア等主要国に悪化の兆しがある。

企業景況感の悪化による設備投資鈍化に加え、雇用伸び悩み（ないし悪化）による個人消費の鈍化が加われば、内需の低迷が長引くことは避けられないから、ECBの利下げも、そのリスクに対応したものといえる。

一方でこれまで景気の足を引っ張る主因であった外需については、ユーロ安の効果や米国景気の堅調な拡大、一部アジア地域での景気底打ち等を背景に、輸出下げ止まりの兆しもうかがえる。例えば、ドイツの輸出（季調済み）は１、２月と増加に転じているし、ドイツ製造業の海外受注も、前年比マイナスではあるが下落には歯止めがかかりつつある。ただし、ユーロ安による景気回復シナリオは、元々黒字地域であるユーロ圏の経常黒字を拡大させ、前述した米国経常赤字の拡大圧力になるという意味では、バランスのとれた回復とはいえず、やはり内需主導の回復が求められていることはいうまでもない。

９９年後半からの回復を見込む政策当局

EU委員会の春季見通しでは、99年の成長率を前回見通し対比で下方修正しつつも、先行きのシナリオ自体は、99年後半から、外需悪化の影響が一巡する中で内需主導の回復を展望するものとなっている（表）。

表　EU委員会の春季経済見通し（99年3月）

	97年実績	98年見込み	99年見通し	2000年見通し
EU15か国	2.7	2.9	2.1(−0.3)	2.7(−0.1)
EMU11か国	2.5	3.0	2.2(−0.4)	2.7(−0.2)
ベルギー	3.0	2.9	1.9(−0.6)	2.5(−0.2)
ドイツ	2.2	2.8	1.7(−0.5)	2.4(−0.2)
スペイン	3.2	3.7	3.4(−0.1)	3.6(−0.2)
フランス	2.3	3.2	2.3(−0.3)	2.7(−0.1)
アイルランド	10.6	11.9	9.3(+1.1)	8.6(−0.4)
イタリア	1.5	1.4	1.6(−0.5)	2.3(−0.2)
ルクセンブルグ	3.7	5.7	3.2(−0.6)	4.1(−0.2)
オランダ	3.6	3.7	2.3(−0.4)	2.7(−0.3)
オーストリア	2.5	3.3	2.3(−0.5)	2.7(−0.3)
ポルトガル	3.1	4	3.2(−0.2)	3.3(−0.3)
フィンランド	5.6	5.3	3.7(−0.3)	3.9(+1.0)
デンマーク	3.3	2.7	1.7(−0.2)	2.0(−0.1)
ギリシャ	3.5	3.8	3.3(−0.3)	3.5(+0.0)
スウェーデン	1.8	2.9	2.2(−0.6)	2.7(−0.3)
英国	3.5	2.3	1.1(−0.2)	2.3(+0.2)

資料　EU委員会
（注）　見通しのカッコ内は98年秋季見通しの予測値との改訂幅。

今回の利下げはこのシナリオをサポートする要因にはなろうが、通貨統合に伴う企業再編の中で、内需主導の景気回復軌道を確保するためには、（特に主要国で）柔軟な雇用システムへの転換や、労働市場の流動化等の「構造改革」が不可欠の課題になっているといえ、それなしには失業率の高止まりによる主要国の景気低迷長期化のリスクもある。コソボ情勢への対応も含め、EU経済にとって当面難しい局面が続こう。

（小野沢　康晴）

海外景気金融・エマージング

急回復するアジア各国株式市場

外国人買主導で急伸する各国株価

アジア各国の株価は足元急速に回復している。4月19日時点で韓国の98年12月末比36%上昇をはじめとして軒並み10～20%台の上昇率を示している。また、アジア通貨危機発生時点との比較でも、韓国、シンガポールはアジア危機前後の水準、香港も97年10月の株式大暴落前の水準まで回復してきている（図1）。

今回の株価急上昇は、NYダウが1万ドルを超える等の欧米の株高を背景に、アジア危機以降アジア株の運用比率を落としていた欧米の機関投資家が資金の一部を割安感のあるアジアに再シフトした外国人買が牽引している。外国人買の更なる要因としては、アジア各国での金利低下基調や日本を含めたアジア景気の底入れ期待がある。

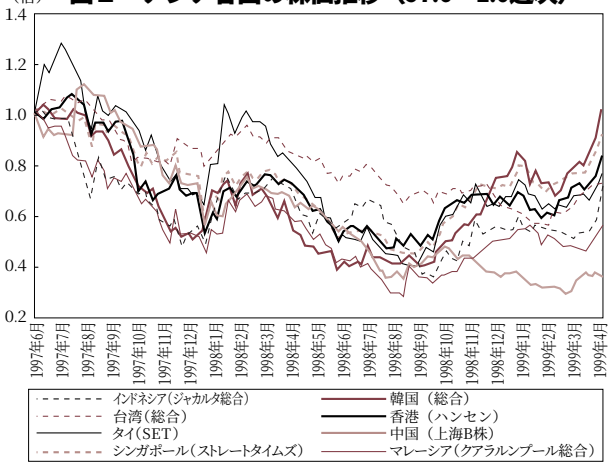
ほとんどのアジア諸国がマイナス成長下にある景気実体のなかで、マーケットが先導する形でアジア景気の底入れ期待が強まっている状況となっている。

強まるアジア景気の底入れ期待

19日に発表されたアジア開発銀行(ADB)のアジア地域の99年経済見通しでは、香港の▲0.5%、タイ・インドネシアの0%を除きNIES、ASEAN諸国はマレーシア0.7%から台湾の4.9%、中国は7%の実質GDP成長を予測しており、アジア景気の底入れ期待に沿ったものとなっている。ADBの予測では、先進国の景気持続による輸出主導の回復シナリオとしているが、アジア景気回復の鍵は金融システム改革の帰趨で、その成否については不透明性が残りリスク要因としている。

ADBの99年予測では国毎に格差があるが、今回の株価の回復振りにもADBの予測とは多少異なるものの市場間で格差が生じている。

図1　アジア各国の株価推移（97.6＝1.0週次）



資料　Data Stream

株価上昇率の上位グループは前述の韓国、シンガポール、香港である。韓国は金融経済改革に積極的に取組み景気回復に向うとの見通しが有力であることによる。シンガポール、香港は景気実体は厳しいものの、アジアの金融センターとして金融監督を含めたインフラが整備され危機管理能力の高さが外国人投資家に評価されている面が大きいとみられる。

他方、下位グループはインドネシア、マレーシア、中国（外国人投資家専用のB株）である。インドネシアは金融改革の遅れ（銀行の自己資本増強の資金調達面等の不透明性）や6月の総選挙等を控えた政治的安定性に不安が残ることが大きい。マレーシアは景気回復が見込まれるが、昨年9月の資本規制導入で外国人買の資金流入が細いことによる。中国はGITICをはじめとする金融システム不安の影響とみられる。

アジア景気回復の行方は、国により跛行性が出てくると思われるが、金融等の構造改革の帰趨、日本を含む先進国の景気・海外資本の動向等に大きく左右されるとみられ、株価の動きとともに注視していく必要がある。

（千葉　進）

今月の焦点

実質「ゼロ」金利調節の金融市場へのインパクト

要　　約

日銀の２月以降のコールレート実質ゼロ金利誘導は、ターム物金利低下を通じて長期金利や為替相場の安定をもたらし、所期の効果をあげている。民需主導の自律的回復が展望できるまでの間、なお暫くこの調節が続けられるとみられる。先行き景気が下振れした場合の次の緩和目標を巡る議論が活発化、日銀内でもこの検討が行われている模様。しかしいずれの指標にも技術的難点があり、事実上、ターム物金利の低下を促す量的な資金供給が行われる可能性が大きい。４月からのＦＢ・ＴＢ公募などによる短期市場の拡大が、イールドカーブの形成円滑化を通じてこれをサポートしよう。

これまでのところ所期の効果が実現

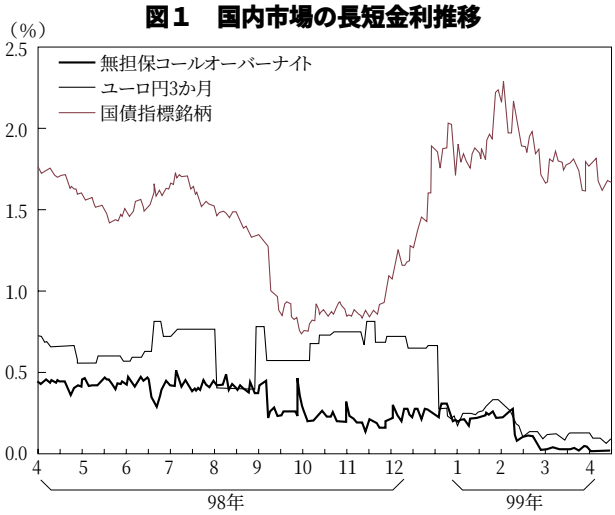
日銀は、2月12日の政策委員会で金融調節の目標とされる無担保オーバーナイトの金利につき「一層の低下を促す」ことを決定、これを受けた低め誘導により同金利は0.02％と短資手数料を除くと実質ゼロまで低下した。この日銀の調節や同時に報じられた金融システムへの公的資金導入の決定により、その後期末から4月にかけて金融市場では短期のターム物金利が低下に向うにつれ、長期金利が1.5～1.6%程度まで低下、為替相場の円安化が進み、株価も日経平均で16千円台を超える水準まで上伸するなど期待した効果が現れている（図1）。ただ過去に未経験の措置だけに、その持続性や次の政策対応、さらに短期金融市場全般への影響など計り知れない面も多い。これについて理論面からの検討も行われているが、ここでは実効可能性の観点から考えてみたい。

日銀が、こうした異例のゼロ金利への誘導に踏切ったのは「長期金利上昇や円相場の高止まりに伴う実体経済への悪影響に配慮したもの」（2/12日政策委議事要旨）であるが、この背景に日本の長期金利上昇による日米金利差縮小→米国への資金流入減少→米国長期金利上昇と株価下落への米国側の強い懸念があり、Ｇ７を控えてわが国の金融政策に対して緩和注文をつけた面があることは否めない。

事実、わが国の長期金利上昇を切っ掛けに、生保など機関投資家の米国債・米国株売却など期末要因も加わって米国長期金利が上昇を示したが、わが国の長期金利低下を契機に同金利も落ち着きに向った（米国30年債金利　2月5.8→最近時5.5%）。

この「ゼロ金利」の切っ掛けとなった昨年末から本年1月のわが国長期金利の上昇要因については、日銀政策委員会の議事要旨で、①行き過ぎた金利低下の是正のほか、②先行きの景気回復期待、③財政収支（含む地方財政）の悪化傾向、④郵便貯金・財政投融資制度改革を見越した運用部オペ中止、⑤金融機関の長期債価格変動リスクテイク能力低下による債券保有抑制などが考えられるが、それぞれを吟味すると「⑤の期末を控えた金融機関要因の影響が大き

図１　国内市場の長短金利推移



い」とする委員の見方を紹介している。公的資金導入や期明けを契機に長期金利が落着きに向い、その後もこれが定着している事実は、この見方の妥当性を裏付けるものといえよう。

難しい「ゼロ金利」からの早期脱却

金融調節目標の翌日物コールレートが「実質ゼロ」となり、コール市場残高が減少（12月末24兆円→3月末19兆円・表1参照）、これが短資会社の収益悪化懸念を強めていることは事実であるが、これまでのところインターバンク市場の機能を損なうという悪影響は現れていない。

表1　短期金融市場残高の推移

（単位：兆円）

	1996/12	1997/12	1998/3	/6	/12	1993/3
インターバンク市場						
コール市場	39.8	39.3	39.8	38.0	33.6	31.2
うち無担保	30.5	30.6	28.1	28.5	23.8	19.7
手形市場	11.1	10.3	25.8	14.8	25.7	11.3
オープン市場						
ＣＤ	32.0	38.6	39.2	37.6	40.1(1)	……
ＣＰ	10.8	12.0	13.0	12.0	17.5(1)	……
債券先物	11.9	10.0	13.1	9.4	11.5	……
TB・FB	13.8	13.1	13.4	13.3	15.2	……
債券貸借(2)	—	36.8	44.7	38.7	43.1	……

資料　日銀「経済統計月報」、証券業協会「公社債月報」
（注）1. CP、CD残高は11月末。
2. 債券貸借（レポ市場）――現金担保債券借入の計数。

こうしたことから「この調節がいつまで続けられるか」に関心が集まっている。

「実質ゼロ」金利の継続について速水日銀総裁は、4月下旬の支店長会議挨拶で「デフレ懸念の払拭が展望できるまで緩和スタンスを維持する」旨発言。その後の記者会見などで「企業収益が依然低迷し、雇用・所得の悪化が続いていること、民間ストックや雇用の過剰が大きい現時点で民間需要の速やかな回復は展望し得ない」との景気判断を示しており、現状ではゼロ金利からの早期脱却が難しいことを窺わせる。

次の調節目標は「量」か「金利」か

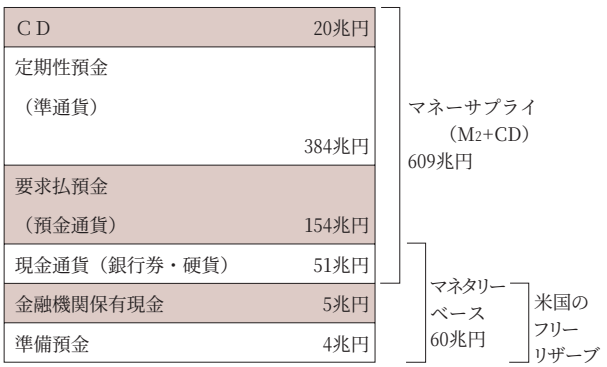
そこで問題となるのは、景気が先行き一段と下振れした場合に追加的緩和を行う必要が生じた際、調節ターゲットとして何を採用するかである。これについては、「量的目標」を揚げる見方と「ターム物金利」を揚げる見方とに分かれる。

量的目標を重視する立場は、金利がゼロ近傍まで低下している状況では「量的に緩和目標」を明示する方が望ましいとし、この量的目標としてマネタリーベース（流通現金＋準備預金）あるいは通貨供給量（マネーサプライ＝M2＋ＣＤ）を掲げている（図2参照）。

日銀政策委員会でも「マネタリーベースに目標を置いて量的緩和を明示すべき」（中原委員）との提案が紹介されている。しかし政策委員会内の議論でも、マネタリーベースについては「その9割が流通現金であり、この流通現金の調節は技術的に困難なこと」から量的緩和目標として疑問視する意見が多い。

図2　短期金融市場残高の推移

（残高は98/12月現在）



因みに、米国でも1970～80年代、金融調節の操作目標として量的指標を採用した時期があったが、金利のフレが大きいために取止めた経緯がある。この量的指標となった「フリーリザーブ」（所要準備＝加盟銀行の所要準備＋金融機関保有現金－連銀借入）は、連銀による操作可能な指標である。

また学界には量的目標として「マネーサプライ」採用が適当との意見が多い。しかしこれに

ついても、次のような日米の金融市場構造の違いを考えると実効性の面で必ずしも適切とはいえない。というのは①米国の短期金融市場はオープンマーケットのウェートが高く、市場調節もオープンマーケットオペが中心となっているのに対し、わが国はインターバンク市場のウェートが高くオペもインターバンクが中心であること（表2)、②企業の資金調達も米国では資本市場からの調達が多いのに対して、わが国は銀行の信用創造を通じて行われるルートが中心であること。このため銀行部門が不良債権の重圧によって信用乗数など機能低下しているわが国の現状では、金融調節で「マネーサプライ」をコントロールすることは難しいと考えられるからである。

表２　日米の短期金融市場比較

（単位：十億ドル）

	日本		米国	
	1990年末	1997年末	1990年末	1997年末
コール・手形(1)	305.4	381.7	372.3	814.3
ＣＤ	140.3	296.7	546.9	711.4
ＣＰ	117.3	92.6	562.7	966.7
ＴＢ・ＦＢ	64.0	100.8	527.4	715.4
その他合計	676.2	948.5	2064.0	2869.7(2)
対ＧＤＰ比	21.1%	24.3%	35.9%	37.6%

資料　日本銀行「国際比較統計」（1998）
（注）1. 米国はフェデラルファンドおよびレポ――インターバンク市場。
2. 米国のその他共計は1996年分（97年のBAがn.a)。

他方、金利を重視する立場からは、翌日物コールより長めのターム物（1週間物、1ヶ月物など）の金利を目標に設定すべきとの意見がある。政策委員会の議事要旨にも「オーバーナイト金利以外の期間の金利を引き下げることを狙って資金量を増やすことができ、名目金利をターゲットにした方が実体経済との関係もわかりやすい」という意見が紹介されている。これは日銀内で緩和を測る尺度として「ターム物金利を重視する」方向で検討される可能性があることを推測させる。ただ、「目標値として公表するかどうか」については、期間が長くなるにつれ実効性に問題が出てくるだけに疑問が残る。

従って日銀の現実的な対応として、具体的目標設定は避けつつターム物の金利を睨んで、同金利の低下を促す形で資金の量的供給を調節するというスタンスを採ることとなろう。そうした場合でも、緩和措置の政策的「アナウンスメント効果」を高める必要が生じた場合に、安定的に流動性を供給する手法として「買切りオペの増額」の可能性を否定するものではない。

レポ・オペなど多様化した調節手法

今後ターム物金利が、調節の目安として重視されると考えられる背景には、最近の短期金融市場拡大や金融調節手法の多様化により、イールド・カーブ形成がスムーズに行われるようになったという事情もある。こうした観点から、最近の日銀の金融調節手法の多様化について見ると、次のような特色がある。

まず第１に、97年11月以降の国債貸借市場（いわゆるレポ市場）拡大を踏まえたレポ・オペの導入と積極活用である。大手銀行・証券の破綻を契機に、余資運用金融機関は手元余裕資金のコール市場での運用に当たって信用リスクに敏感となった。これを受けてコール市場（特に無担）などインターバンク市場が伸び悩んだことに対処して、日銀は、有担で日々値洗いを行う仕組であるためリスク管理面で優位性があり、また長めの資金供給（レポ期間は1週間～3ヶ月）が可能なため季節的資金不足期の期越えの供給にも有効な同オペを活用した（表3)。

第２には、銀行の「貸し渋り」対策として企業金融支援のためのＣＰオペ再開や社債担保オペなど、直接企業への資金供給にも途を開いたことである。

こうして第３に、買オペ先行により準備預金の「積み上の幅」を大きくして緩和感を醸成すると共に、レポ・オペを活用して年末・期末など資金繁忙期を超える足の長い資金供給を厚め

に行い季節的な資金過不足のフレをマイルドなものにしたことである。

この間、金融不安の高まりから銀行預金引き出しが増加し銀行券の発行残高が年率10％（金額ベースで4～5兆円）を超える高い伸びを示した時期には、国債の買切りオペも増額された（表3参照）。

表３　最近の日銀の金融調節（資金供給）

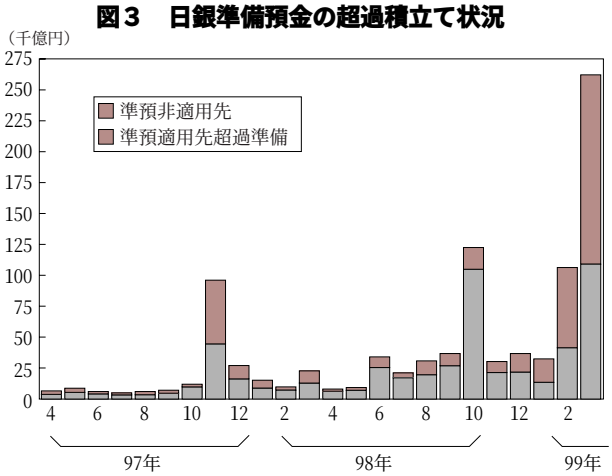
（各年間のネット資金供給額、▲は吸収――単位兆円）

	貸出	買入手形 買入ＣＰ	ＴＢ売買 な　ど	債券貸借 （レポオペ）	売出手形 ＦＢ売買	国債買切	銀行券 増加額
94年	▲0.1	▲1.0	1.0	―	1.0	1.4	1.3
95	▲3.6	3.0	4.8	―	1.2	4.1	3.4
96	▲0.4	▲1.4	▲1.5	―	▲2.8	5.2	4.4
97	2.7	0.5	1.3	2.6	1.7	3.4	4.0
98	▲2.8	4.3	▲5.9	2.9	▲14.4	5.9	1.1
94～98年	▲4.2	5.2	▲0.4	5.5	▲16.7	20.0	14.2

資料　日銀「経済統計月報」

こうした調節により「無担コール」市場は縮小傾向を示し、「実質ゼロ金利」となってからは更に減少していることは上述のとおり。同時に、この過程で日銀への準備預金の超過積立てが発生し、この金額も月を追って増加している（図3）。

図３　日銀準備預金の超過積立て状況



（注）　積み期間中の累計額（積数）。

この超過準備は、準備預金制度の適用対象先より非適用先の分（証券、短資など）が多い点も一つの特色であり、これは金融機関の資金調達になお不安を残していることを推測させるが、同時に米国型の「フリーリザーブ」の量的目標設定が難しいことを示す例証でもある。

この間、上記銀行の「貸し渋り」に対処して、年末・年度末の企業金融支援ため11月、12月、1月に銀行に貸出された臨時貸出は、4月15日完済されており、企業金融面でも徐々に落ち着きを取戻していることを窺わせる。

ＦＢ・ＴＢ市場など短期市場拡大もプラス

今後の金融調節を考えるうえで、もう一つ考慮する必要があるのは、4月以降の政府短期証券（ＦＢ）の公募発行、ＴＢの入札制への移行に伴う短期金融市場拡大である。

現在30兆円前後日銀が引受ているＦＢが、今後1年の間に漸次市中公募に振替わり、金融機関や事業法人の保有する短期金融資産に占めるＦＢの割合が増えていくこととなる。またＦＢの市中公募の狙いの一つである「円の国際化」の趣旨に沿って、税制改革（有価証券取引税・非居住者向け源泉所得税撤廃）も行われた結果、今後アジアの中央銀行や外国法人などのＴＢ・ＦＢ保有が増えることも期待される。こうして内外のＦＢ・ＴＢ保有が増えることによって内外ディーラーの取扱いが活発化し、市場の厚みが増すものとみられる。そうなると日銀の金融調節手段としてのＦＢとＴＢが「短期国債売買オペ」として一本化し（これまでＦＢは売却、ＴＢは買入に限定）、手形売買に代わって調節の中心となる可能性が大きい。これにつれて短期金融市場でのイールド・カーブ形成が残存期間に応じて弾力的に行われることも期待される。日銀保有のＦＢが市中公募の振替わることで、日銀の期間構成に応じた国債保有に弾力性が増すこともこうした動きをサポートしよう。

今後、債権流動化など金融の証券化や国債・社債の期間構成の多様化が進めば、投資家の範

囲が金融機関から法人・個人などへと拡大し、金融商品の期間構成も多様化してくることが予想される。そして税制や取引ルールの国際基準へのさや寄せにつれて短期金融市場の国際化＝インターバンク中心からオープン中心への移行も進むこととなろう。そうした市場が実現すれば、現在のインターバンクの規模が縮小しても、信用リスクを反映した資金運用市場としてのオープン市場と短期決済性資金の貸借市場としてのインターバンク市場の機能が分化することとなろう。そのなかで短資や証券会社などがこれら拡大した短期市場の仲介機能にビジネスチャンスを見出す余地が広がるとみることができる。（荒巻 浩明）

コラム

日銀のバランスシート拡大について

資金供給先行により「積み上を大きくする」緩め調節やレポ・オペの増加、さらには金融システム安定化のための預金保険機構への貸出増加により、日銀のバランスシートは資産・負債が両建の形で拡大している。因みに98年12月末現在日銀の総資産は、91.2兆円と前年同期比約20兆円（4割）の増加となった（下表）。

日本銀行のバランスシートの動き

（主な資産・負債勘定――単位：兆円）

	97年12月末（A）	98年12月末（B）	（A）－（B）
（資産）			
買入手形（含むＣＰ）	9.5	13.7	4.2
うち国債借入担保金	2.6	5.5	2.9
保管国債（レポ・オペ）	2.3	5.0	2.7
国債	47.4	52.0	4.6
その他とも計	71.5	91.2	19.7
（負債）			
売出手形	5.2	19.6	14.4
借入国債（レポ・オペ）	2.3	5.0	2.7
当座預金	3.5	4.4	0.9
発行銀行券	54.7	55.9	1.2

両建てオペレーション

二重計上

こうした点を捉え、市場関係者のなかには「日銀の資産内容の劣化」を指摘する声がある。これについて日銀では、①買いオペ先行による両建てオペの拡大、②銀行券増発および準備預金積み上げに対応した資金供給の拡大、③レポ・オペの経理処理に伴う二重計上などの事情を挙げ、バランスシートの拡大が即資産内容の劣化に繋がるものではないと説明している（日銀法第54条に基づく国会報告など）。

その後、拡大したバランスシートは、3月末には金融システムの不安後退や「ゼロ金利」調節によって金融市場が落着きを示し、両建てオペを減少させた（資産――買入手形・国債借入担保金、負債――借入国債、売出手形）結果、総資産は79.1兆円と前年同期比約12兆円減少（▲13%）となり、この説明が妥当であることを示している。

ただ、最近の増加した資産のなかにいわゆる「特融」（日銀法第38条＜旧法第25条＞づく破綻先への融資）が増加していること等保有資産の残存期間が長期化していること、また信用リスクも増大していることは否めず、この点は総裁も憂慮を表明しており、今後注視すべき点である。

アジアの金融再編と不良債権問題

要　　約

アジアにおける金融再建は、IMF支援の下で、銀行再編、不良債権処理等が鋭意進められている。しかし、注入資金不足、法制度の不備等の課題も多く、各国において金融再建スキームの実施には当局のイニシアチブと資金調達力が望まれる。金融機関が大きく再編されている現状は有望な投資機会ではあるが、不良債権リスクも大きく、金融機能の優劣等の綿密な選別による投資が求められよう。

本格化するアジアの金融セクター再建

低迷を続ける経済の底打ちが期待される中で、アジア各国では、金融セクター再建スキームが相次いで策定、施行され、金融改革が本格化している。この前提には、通貨危機発生時のIMFによる緊急支援に際して、コンディショナリティーの中に金融セクターの構造調整の実施があることはいうまでもない。(表1)

表1　IMF緊急融資における金融セクターに係るコンディショナリティー（抜粋）

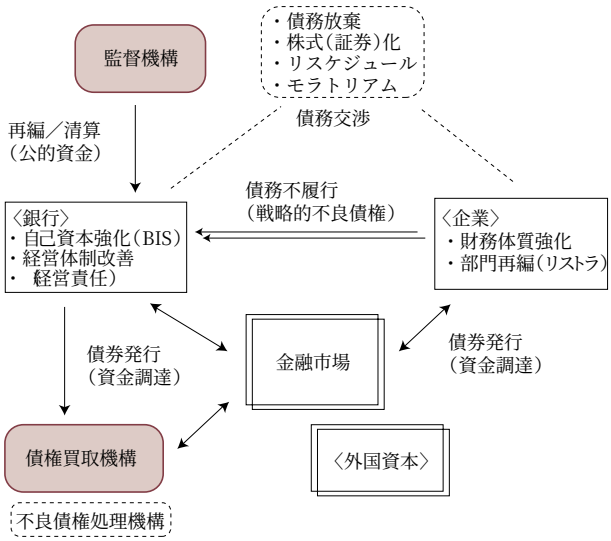
	韓　国	タ　イ	インドネシア
金融為替政策	・高金利政策維持 ・変動相場制の継続	・高金利政策維持 ・管理フロート制の継続	・マネーサプライの伸び抑制 ・中央銀行の独立性確保
金融セクターの構造調整	・不良金融機関の整理 ・不良債権の早期処理 ・銀行の管理監督強化 ・金融市場の対外解放	・不良金融機関の整理 ・金融機関の資本強化 ・不良債権の早期処理 ・銀行監督の整備、強化	・国営銀行の再編 ・不良金融機関の整理 ・不良債権の早期処理 ・銀行再建庁の設置 ・金融機関の資本強化
其の他	・独占、カルテルの禁止	・国営企業の民営化 ・破産法の整備	・国営企業の民営化 ・独占、カルテルの禁止

（出所）富士総研研究レポート「アジア通貨危機の教訓」98／9

この結果、各国の金融再建手段は、国際基準を視野に入れた金融再編、債務処置という方向性で共通しており、概ね、①金融機関の再編、②不良債権処理、③資金注入（公的資金の導入）、④銀行経営の改善、といったプロセスで評価できる。(図1)

以下では、まず韓国、ASEAN諸国を中心に、こうした金融セクターの再建状況と課題を概観してみる。

図1　金融再建スキーム



①強権発動による金融再編

金融改革の典型的な過程は、BIS自己資本比率等の国際基準に基づく銀行の業容判断、選別から始まる。この基準を下回る経営不振の銀行に対して金融当局が改善の指導を行い、業容によっては不良債権の分離(買取り)、資本(含む公的資金)注入、さらに国有化、合併といった手段が採られている。もっとも、アジアにおける金融再編の状況をみると、このプロセスにおける

当局のイニシアチブにはかなり違いがみられる。

韓国では、98／4に設置された金融監督委員会により、強力に金融機関の整理・統廃合が進んでいる。商業銀行についてみれば、自己資本比率（BIS基準）8%以下の12行に対しては、98／６に経営不良と判断された５行を整理行に認定してそれぞれ優良な他の銀行に吸収合併させるとともに、残り７行に対しても再建計画を提出させて合併等による生き残りを促している。こうした当局の強硬な対応に対しては労働者側の反発も強く、一時、コンピューターの破壊や資料の隠蔽等により決済機能が麻痺するといった混乱も生じた程である。

インドネシアにおいても銀行再編が断行された。98／１に設立された銀行再建庁（IBRA）は、99／3、民間銀行のうち38行の閉鎖、７行の国有化と、９行の資本再編成計画（注1）への編入を発表した。それでも依然として100以上の銀行が残っており、引続き銀行の整理・統合が進められるものとみられている。

（注1）インドネシアでは、自己資本比率（CAR）4%以上の「カテゴリーA」に73行、同4%未満～－25%以上の「カテゴリーB」に37行、同－25%未満の「カテゴリーC」に17行が分類されている。98／9、CAR4%未満～－25%以上の銀行に対してCAR4%に達するまでの自己資本注入を強制する、といった資本再編計画が策定されている。

表２　タイにおける銀行再編

第１グループ（２行）	自力および単体での業務継続	バンコク銀行、タイ農民銀行
第２グループ（３行）	外資の導入により単体で業務継続	アジア銀行、タイ・ダヌ銀行、ナコントン銀行
第３グループ（５行）	公的資金による優先株・劣後債引き受けにより業務継続	サイアム商業銀行、アユタヤ銀行、タイ軍人銀行、クルンタイ銀行、ラタナシン銀行
第４グループ（２行）	公的資金導入により増資後民間へ売却	バンコク・メトロポリタン銀行、サイアム・シティ銀行
第５グループ（２行）	政府系機関により合併	ユニオン銀行、レムトン銀行、ファースト・バンコクシティー銀行
第６グループ（１行）	優良資産のみ政府系機関へ移行後	バンコク商業銀行

（出所）JCIFクォータリーレポートタイ編98／3Q

これに対して、タイでは、98／8に包括的金融再編プランが発表され、国有化、合併、外資導入等、6通りのプロセスが採られている。（表２）　またマレーシアでは98／9に始動した特別機関「ダナモダル」により、資本注入を中心として銀行再編が支援されている。いずれも、銀行経営への配慮という点で強権に基づく再編に比べるとその実施は緩やかといえよう。

②統一性が求められる不良債権基準

アジアの金融機関はしばしば国際市場でその経営内容の不透明さが指摘される。銀行の不良債権についても同様で、そもそも正確な債権額の把握、比較が難しい。この背景には不良債権自体の定義が国によって異なることも挙げられよう。

通常、３カ月以上利払いが停止している債権を不良債権としているが、例えば韓国では、このうち損失が確定的なものを不良債権として公表していることから、不良債権比率はタイなどに比べて低い数字になっている。（表３）

表３　韓国の与信分類

区分	内　　容
正常	元利金の回収に全く問題なし
要注意	財務状態が悪化する可能性のある企業に対する与信。利払いが３ヶ月から６ヶ月延滞中のものも含む。
固定	不渡、法定整理、利払いが６ヶ月以上延滞している企業に対する与信のうち、担保処分などにより回収が可能な与信
回収疑問	固定与信のうち、担保不足により損失が予想されるか、現在損失を確定できない与信
推定損失	固定与信のうち、回収不能が確実で、即時損失処理が避けられない与信

（出所）JCIFクォータリーレポート韓国編98／2Q

一方、マレーシアでは、98／９、利払い遅延期間の基準を「３カ月以上」から「６カ月以上」に緩めている。タイでも、不良債権の認定基準緩和方針が表明された。いずれも金融機関の貸倒引当金の負担を軽減する狙いがあり、銀行経営層への配慮が働いている。

こうした中で、タイにおける不良債権比率をみると、98／12末と99／1末を比較しても、民間商業銀行(8行)が40.7%から42.0%に、国営銀行(5行)が62.5%から66.3%に悪化しており、不良債権問題が銀行再建に重くのしかかっている。(注2)

（注２）日経金融99.3.26付他。タイでは、世界銀行やＩＭＦからの支援に際して、経営難に陥って国有化したこれら国営銀行5行の民営化も支援条件に含めている。
このため、不良債権比率の上昇により株式の買い手を見つけることが困難となった場合、対外的にも新たな対応が必要になる。

③難航する不良債権処理

IMF支援項目にもみられるように、不良債権処理は金融再建における需要課題である。各国では、債権買い取り機関の設置等による処理スキームを整えてきている。しかし、現状ではこれら専門機関が買い取った不良債権処理が難航しており、新たな資金負担が懸念される。

韓国では、政府の債権買取機構である成業公社が、民間銀行から不良債権を買取り、競売や証券化の方式で売却を図ってきた。しかし、売却できたのは買取った債権の僅か3％程度(額面ベース)にとどまっており、結果的には民間の不良資産を公的部門にシフトしただけという構図になっている。

タイでも同様の事態がみられる。金融再建庁が実施した、閉鎖ノンバンク56社の貸出債権の競売結果をみると、回収できた資金は不良債権の2割にも至らず、いずれも不調に終わっている。こうした債務処理の不調は、公的資金投入額の追加を余儀なくさせており、調達資金の不足が不良債権処理スキームの円滑な履行に支障をきたすことが懸念される。

マレーシアにおける不良債権の買取りは、98／5に設立された特別機関「ダナハルタ」により98／11より本格的に開始された。インドネシアでは、IBRA内に資産管理部門（AMU）を設置している。しかしいずれも、買取り実施の段階で、債権処分による資金の回収が本格化するのはこれからであろう。

④対外債務問題

民間債務の改善も、銀行の不良債権処理と裏腹の関係にあり重要な課題となっている。アジアには、借金を返せる余裕のあるにもかかわらず、法制度の不備等から企業が借金を返さない不良化債権、いわゆる「ストラテジック・ノンパフォーミング・ローン（戦略的不良債権）」がある。こうしたモレルハザード（倫理の欠如）を起こした企業の債権回収は容易ではないが、企業の債務処理が進まない限り、銀行の不良債権の改善も難しく、金融再建の資金負担も底無しに増えてゆくことになりかねない。

企業の債務問題に対処するため、インドネシアでは、98／5にインドネシア債務再建機関（INDRA）を設立し、また98／9には、新破産法の制定と併せて、「債務者－債権者」間の交渉促進のための「ジャカルタ・イニシアチブ」が発表され、企業の債務リストラ促進を図っている。

タイでも、98／9「バンコック・イニシアチブ」が発表され、また、タイ中央銀行内には「企業債務リストラ・アドバイサリー委員会（CDRAC）」が設置され、また、99／3に「破産法」が成立して、企業の債務処理の迅速化が図られている。

このように、タイやインドネシアでは漸く破産法等の法的整備がなされたが、実際の運用はこれからである。また、こうした仲介機関には強制力はなく、指針表明の色彩が強いことから、いずれも民間債務の改善への速やかな効果は期待しづらい。

インドネシアの場合、現状は、代表的国家企業であるアストラ・インターナショナルにおける債務交渉が他の民間債務の基準となって、窓口代表の様相を呈している。

⑤不確定な再建必要資金

不良債権処理や、資本注入による財務健全化、預金保護による信用強化等には、巨額な資金が必要となる。この必要とされる資金総額が不確定であることが、アジアの金融再建の先行きの不透明さに繋がっている。

例えば韓国の場合、政府は「要注意」与信を除く「固定」与信64兆ウォン（98／6末現在）を負債処理の対象とし、今後の不良債権の増加を睨んで必要資金を100兆ウォン余と試算した。これに対して、民間機関の試算では潜在的不良債権が300兆ウォンを上回るところもあり、投入資金不足を指摘する見方も根強い。なお、政府当局においても、財閥のワークアウト（企業改善作業）や、新たに導入される資産分類基準による貸倒引当金の積み増し如何によっては、追加資金の必要を認めている。

タイでは、金融再建庁（FRA）による不良資産処分による損失補填5,000億バーツ、銀行の増資に係る追加的公的資金注入3,000億バーツ等が計画されている。しかし、直近の銀行決算において総赤字額が既に3,000億バーツを超えており、またファイナンス・カンパニー（FC）の資産競売が不調に終わったことで損失補填額の不足が明らかになったことから、必要資金の拡大は必至と予想される。

一方、マレーシアでは、債券発行を元に、ダナハルタが150億リンギット、ダナモダルで160億リンギットの資金注入を計画している。98年の活動実績をみると、ダナハルタの買取り債権は81億リンギット、ダナモダルの資金注入も62億リンギットとなっており、不良債権の基準変更もあって、資金注入にはゆとりが感じられる。

インドネシアの場合、銀行再編が依然進行中で不良債権は確定しておらず、当局からも直近値の公表はない。今のところ企業業績の悪化等から不良債権比率は60％以上とみられているが、この水準は他のアジア諸国と比して異常に高い。なお、98／12の資金再編計画策定に係る検査によれば、金融再建に必要な資金は総額300兆ルピアに上るとみられている。これはインドネシアのGDPの3分の1近くにも達し、これだけの資金調達は容易ではない。加えて、総

表４ アジア主要国の不良債権関連指標

	韓　国	タ　イ	マレーシア	インドネシア
経済成長率（99年）（注1） 名目ＧＤＰ（98年）	－１.0% 412.5兆ウォン	１.0% 4.8兆バーツ	－２.0% 2,730.0億リンギ	−3.4% 989.5兆ルピア
貸出総額 （対ＧＤＰ比）	576.5兆ウォン 139.8%	6.0兆バーツ 125.0%	4,146.5億リンギ 151.9%	471.4兆ルピア 47.6%
不良債権額（注２） （対貸出総額比率）	60.2兆ウォン 10.4%	2.8兆バーツ 45.9%	772.7億リンギ 18.6%	282.8兆ルピア 60.0%
対ＧＤＰ比不良債権	14.6%	57.4%	28.3%	28.6%
民間対外債務（注３） （対ＧＤＰ比）	855.0億ドル 28.9%	321.9億ドル 27.6%	159.0億ドル 22.8%	739.6億ドル 76.4%
公的資金投入額	40.9兆ウォン	3000億バーツ	109億リンギ	250〜300兆ルピア
不良債権買取額	19.9兆ウォン	5000億バーツ	81億リンギ	96兆ルピア
「新宮沢構想」の進捗状況	84億ドル	24億ドル	28億ドル	24億ドル
[参考] 国際支援額 （通貨危機発生時表明額）	350億ドル	172億ドル	——	230億ドル

（注１）IMF「World Economic Outlook」（98/12）見通し。
（注２）3ヵ月基準に基づく、98/12現在。インドネシアはゴールドマン・サックス推計値。
（注３）98/9末の民間における対外中長期借入残高。ただしインドネシアは97年末。
（注４）ＪＣＩＦ資他より作成。

選挙を控えた政治的混迷懸念から国際機関を含めた海外からの支援も止っており資金不足は必至と思われる。

このように、アジア各国の必要とする資金は、国家経済規模に比してかなりの負担となる。アジア各国の最大の課題は、内外からの不足資金の調達であり、これが金融システムの再建を左右することになると思われる。（表４）

金融セクター再建の見通し

アジアにおける金融破綻は、通貨危機の発生に端を発していることは言うまでもないが、大別すると、タイのように、海外資本の流入により発生したバブル経済による金融主導型と、韓国のように、過剰設備投資による財閥経営破綻が金融不安の引き金になっている経済主導型にも分けられよう。アジア各国に共通していえることは、通貨危機の発生に乗じて、海外投機資本筋に経済・金融構造の歪みを突かれ、経済低迷を余儀なくされた点であろう。

しかし、外資の過剰な流入は経済金融の混乱の一因になってはいるが、他方で外資導入は銀行再建の切り札という重要なファクターでもある。IMF支援のコンディショナリティーにも含まれているように、韓国やインドネシアでは、既存の財閥やファミリービジネス等の閉鎖的企業経営の改善が金融セクター再建に際して大きなウエイトを占めている。外資導入の効果として、経営の透明性や審査、運用能力の強化といった金融機能の改善が期待されよう。

このようなアジア各国の今後の金融再建の見通しはどうであろうか。

再建ペースが早いのはやはり韓国であろう。官主導による軋轢はみられるものの、大統領直轄権限による財閥改革、金融再編は強力で、市場開放による外資の流入も活発化しており、対外債務も改善している。不良債権処理の不振という課題はあるが、銀行再編は順調に進んでいるといえよう。ただ、韓国における当局の権限の強さは、改革の推進力であると同時に、過去には「官治金融」と呼ばれる銀行経営の弊害を招いている。こうした点が欧米の評価において、ネガティブに捉えられているように思われる。

対照的なのがタイであろう。スキームの策定は順調で、韓国と並ぶIMFの優等生ながら、監督機関の権限の弱さがみられ、金融再編や不良債権処理におけるイニシアチブに欠ける。公的資金導入や破産法制定に対する銀行経営層の反発ぶりをみると、銀行の経営体質改善も不十分で、再建がもたついているような印象を受ける。

一方、健闘しているのがマレーシアであろう。わが国の支援を除けば資本規制により海外からの援助に乏しい状況下で、再建スキームは比較的順調に進んでいる。ただ、IMFの頚木が無い分だけ国策的恣意性が散見される。不良債権処理においてクローニズムが見え隠れするなど、透明性の面で懸念無しとはしない。

インドネシアは、政治情勢の安定と、民間債務交渉の行方次第といえる。金融再建の前提に社会・経済環境の整備が望まれる。なお、インドネシアはシンガポールの裏庭であり、華僑資本をはじめとして金融機能の補完がシンガポールでなされていることは、インドネシアの金融再建に際して留意すべきであろう。

アジアの経済回復において金融再建の必然性はいうまでもない。通貨下落による輸出競争力の向上も、金融システムの貿易金融機能の低下により効果を殺がれる。信用収縮は、企業のみならず消費者ローンの伸び悩みによる内需回復の遅れも招いており、景気回復は金融部門の不振によるところは大きい。

なお、こうした金融部門の経済成長への影響に関して、日経経済研究センターにおける要因分析によれば（注3）、金融システムの脆弱性等による経済混乱の大きさ（低下率、98年）は、インドネシア（18.4％）やタイ（12.3％）で大きく、マイナス成長の主因になっている。

（注3）「アジア金融・通貨危機の発生と回復への道」JCER PAPER No.54 1999.1

波乱要因の中国における金融改革

以下では、アジアの金融再建において波乱要因になりかねない中国の金融情勢について概述する。

中国においても90年代半ばから香港を筆頭に外資の流入が活発化しており、不動産投資を中心とする投機的資産が急速に膨らんだ。中央・地方政府直轄の外資調達窓口機関(ノンバンク)である「国際信託投資公司（ITIC）」はこうした中で業容を拡大してきたが、その後のアジア経済不振の中で資産の不良化が進み、全国239社のうち３割が債務超過に陥り、不良債権総額は1,000億元に達するといわれている。98／10、広東省傘下の「広東国際信託投資公司（GITIC）」が債務超過で閉鎖されて以後、他のITICにも経営不安が広がり、信用問題が表面化した。中国人民銀行（中央銀行）は、ITICの合併・統合を進めており、年内にも40社程度に整理されるとみられている。

今後の中国の金融再建における最大の課題は、商業銀行における不良債権問題であろう。正確な数値は不明だが、中国の銀行における不良債権比率はおよそ25％といわれている。この場合、４大商業銀行における不良債権額は合計で２兆元を超えることになり、その規模はITICの比ではない。更に、今後、貸出審査機関(監事会)の設置、不良債権の洗直し等の金融改革が推し進められれば、不良債権比率は更に上昇することが予想される。

このため、中国では99／4、中国建設銀行に初の不良債権専門処理機関である「中国信達資産管理公司」が設立された。今後、銀行毎にこうした処理会社の設立が進められるものとみられ、不良債権の処分が本格化していこう。中国の金融再建は国有企業改革と繋がっているため、債権処理は容易ではなく、今後の進展が注目される。

徐々に悪化するNIEs諸国の不良債権

韓国を除くNIEs諸国は、これまで信用不安の懸念が低かった。しかし、周辺国・地域の金融情勢の悪化により、徐々に資産の不良化がみられる。

香港では、GITICの破産等により98年第4四半期に不良債権が増加、地元銀行の貸出債権に占める不良債権比率は98／9末の3.8％から、98／12末にはの5.2％へと急上昇している。シンガポールでも、タイやインドネシアなどの不良債権の増加により、98／12末の不良債権比率は、シンガポール開発銀行（DBS）で8.2％等軒並み上昇している。（シンガポール全体では98／9末で6.6％）台湾でも金融機関の延滞債権比率は、98／9末に史上最高の4.4％を記録した後、98／11末にはさらに4.8％に上昇している。（注4）

ただし、これら国々の不良債権比率の水準自体は低く、また、香港の場合、地元銀行の自己資本比率は平均で18.6％と高水準であるように、各国のファンダメンタルズは比較的良好であり、金融システムが揺らぐ事態は考えにくい。

（注4）日経金融新聞99. 3.23付、ニュースネットアジア(ディリーレポート)99.3.15、日経金融新聞98.12.15付など

望まれる綿密な選抜投資

わが国の状況をみると、「新宮沢構想」をはじめとするアジア支援は順調に進展している。一方で、不良債権処理に追われる邦銀は、GITICの経営破綻等によりアジアへの慎重姿勢を一層強めざるを得なくなっている。

再建過程のアジア金融市場は、外資に対して規制緩和を進めており、資産の処分・流動化が図られている現状は絶好の投資機会であるといえる。しかし、不良債権リスクに係る不透明感は、債権処理の不振や注入資金不足等から依然根強い。アジアにおける銀行投資に際しては、金融経営機能の優劣等に対する綿密な選別が望まれよう。　（高橋　良晴）

［参考資料］ アジア主要国における金融再編の動き

	韓　　国	タ　　イ	マレーシア	インドネシア
監督／実施機関	98／4、金融監督委員会、発足	97／10、金融再建庁、発足	98／7、不良債権買取機関(ダナハルタ)、金融再編支援機関(ダナモダル)、発足	98／1、銀行再建庁(IBRA)、発足 98／5、インドネシア債務再建機関(INDRA)、発足
金融再編	98／6、都市銀行3行と地方銀行2行を整理、優良銀行5行に吸収合併 98／9第一銀行、ソウル銀行を国有化の後、海外売却と発表 99／1商業銀行と韓一銀行が合併、韓国最大のハンビッ銀行誕生	97／12、ノンバンク56社閉鎖、98／5、さらに7社を中央銀行の管理下に 98／1、中下位銀行4行を国有化	ファイナンス会社を39社から8社に集約（計画） 地場商業銀行の削減(22行→16行程度)	98／12、自己資本比率▲25％を下回る銀行→中小民間銀行38行を閉鎖 同▲25％以上＋4％未満の銀行－資本注入により4％まで引き上げ→7行を国有化、9行は公的資金の投入で存続
業況	98年の都市銀行赤字額は過去最高の11兆4,950億ウォン、地方銀行を含む赤字規模は13兆9,000億ウォン(前年比10兆ウォン増)	98年は上場行全体で3,380億バーツの損失を計上(前年は292億バーツ)――融資はほとんど伸びず、99年も4～8％の伸び率(中銀目標)達成は困難	金融部門全体の98年の税引き前損益は23億リンギの赤字 貸倒引当金の積み増しにより、98年の融資残高伸び率は、2～3％(推定、中銀目標8％)	毎日5000億ルピア（5600万米ドル）の損失←一部の金利スプレッドが▲15％
公的資金投入	公的資金投入額64兆ウォン(98年実行額41兆ウォン) ―うち不良債権購入32.5兆ウォン、資本強化・預金保護31.5兆ウォン ―うち預金保険公社による投入21兆ウォン	98／8、3,000億バーツの公的資金投入プログラムを策定 →1兆バーツの公的負担	公的資金約310億リンギット(計画)－うち自己資本強化に160億リンギット、不良債権処理に150億リンギット ←必要資金は500億リンギット	98／12中間報告では、地場銀行70行への資金注入額258兆ルピア(GDP比4割) 99／1、資本再編計画(第1弾)で4.3兆ルピア注入
資金調達	債権買取機構(成業公社)が19.2兆ウォン、預金保険公社が21兆ウォンの債券発行	5000億バーツを大蔵省債券発行（計画） 50億米ドル相当のグローバル債発行（計画） 「新宮沢構想」に基づく金融支援	ダナハルタによる債券発行(計画)、150億リンギット ダナモダルタ、77億リンギット発行（実績）	国債格付けは投資不適格級のため、国際資本市場における資金調達は不可能
不良債権処理状況	99／3韓国成業公社による不良債権購入19兆9500億ウォン（買入価格基準）	98／12、第1回競売実施(回収率4％) 99／3、第2回競売実施(回収率18％)	ダナハルタの買上げは、国内金融機関公表不良債権の七割弱（見込）	98／7、不良債権を、銀行再建庁内に設ける資産管理組織に移管
民間債務問題処理	財閥改革 大企業向け融資の出資転換 民営化推進委員会	98／6、タイ中央銀行内に企業債務リストラアドバイザリー委員会設置	中央銀行参加の特別機関、企業債務処理委員会、設置	98／6、民間対外債務交渉、基本合意 99／8、INDRAスキーム

（資料）各種報道、レポートより作成。

地域経済の視点

公共事業と地方分権

近年、公共事業をめぐる議論が高まっている。これは、90年代に公共投資基本計画の策定や数次にわたる大型の景気対策の実施もあり公共投資が急拡大したが、国や地方公共団体の債務残高の急増など財政の悪化をもたらすとともに、公共事業の景気対策としての効果や産業基盤整備・住民福祉等に対する費用対効果の効率性を疑問視する見方が増えてきたためである。しかし、地方圏では、公共事業は経済活動全般に占めるシェアも高く、雇用創出における役割も大きいなど、地域の経済に欠かせない存在である。

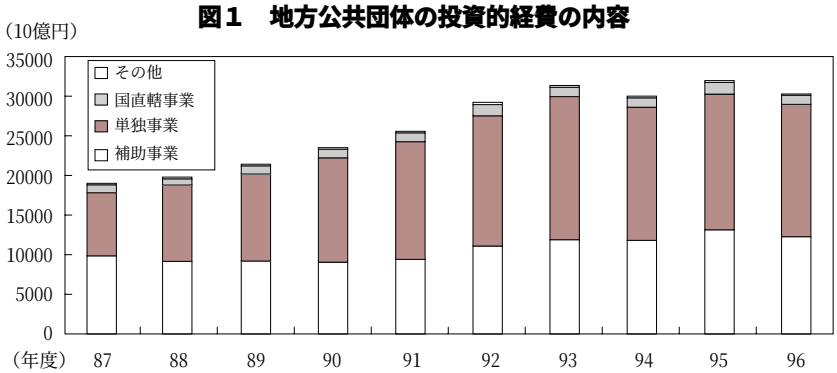
地方圏における公共事業は、たとえば、三大都市圏以外の地方圏の県内総支出（該当地域の県の合計、名目値）に占める公共投資の割合をみると、86～90年度（平均）に９％だったものが、91～95年度（平均）には10％へ上昇しており、同地域の建設業就業者数は90年の296万人から95年には329万人へ増加している。この間、民間建設投資（住宅・非住宅）が減少傾向だったことを考えれば、公共事業の増加が建設業就業者の増加を牽引してきたことは明らかである。公共事業は、96～97年度にかけて抑制傾向となったが、その後の景気の急激な落込みで98年度以降再び拡大している。しかし、悪化している財政の現状や高齢化社会が近づくことによる今後の社会保障支出の増加を考えれば、先々は縮小が避けられない見込であり、この場合の地域経済に与える影響が懸念されている。

公共事業は、その資金の拠出や事業実施について都道府県や市町村など地方公共団体によるものが６～7割を占めており、地域性の高い事業である。また、地方公共団体が実施する事業の内容も、88年度から地方単独事業が補助事業（国等の補助を受けて行う事業）を上回り、特に90年代に単独事業の割合が高まってきている（図１）。今後、公共事業をどのように運営していくかは、地域経済の先行きを考えるうえでも重要である。

地方分権推進計画により、今通常国会で地方分権推進関連法案が審議される予定である。同法案では機関委任事務が廃止され、地域に関係の深い都市計画決定等は国の関与が縮減され、従来以上に地元の意向が反映され易くなる。前記のように、公共事業は地域性の高い事業であり、その運営において地域の裁量権が高まることは望ましいことである。今後、財政面の制約から公共事業も先々は減少が避けられないものとみられるが、地方分権推進の趣旨を生かし、地域にとって真に必要な事業を実施していくとともに、雇用創出機会を低下させないためにも、可能なものは民営化の実施やPFI（Private Finance Initiative 公共事業に市場原理を活用する手法）の利用などを検討していく必要があろう。

（鈴木　博）

図１　地方公共団体の投資的経費の内容



資料　地方財務協会「地方財政統計年報」
(注)　投資的経費は普通建設事業費＋災害復旧事業費＋失業対策費の合計。