

金融市場

1999.6

潮流

協同組織金融機関の位置 1

情勢判断

国内金融

注目は補正予算論議と米国景気・金融市場動向 2

国内景気

求められる雇用流動化対策 4

海外景気金融

引締めへの警戒感が台頭する米国金融市場 5

地域的な差が残る欧州の物価上昇率 6

落ち着きを取り戻しつつあるエマージング諸国通貨 7

今月の焦点

公共事業の動向と地方建設業の課題 8

ドイツの債券市場

～流動性改善と資金フローをめぐる動きを中心に～ 13

地域経済の視点

交付税特会借入金30兆円の行方 19

海外の話題

アセアン・ムスリム 20

潮流

協同組織金融機関の位置

わが国の金融機関は、現在バブル崩壊の過程で発生した大量の不良債権処理にあえぎ、大手行を中心に公的資金の導入も得て、経営健全化のため必死の努力を続けている。

一方金融システムの改革、金融行政の転換も着々と進み、その中で大手金融機関は業態、系列、国境を越えた提携、合併等再編を大胆に行ないつつあり、また思い切ったりストラと業務の選択、集中を図りつつある。

金融システムの安定にはなお一定の日時を要するものと思われるが、その後に必ず到来するであろう金融新時代には新たな金融秩序が確立し、金融機関の勢力地図も明確になってくるであろう。

その中で地域金融機関とりわけ協同組織金融機関（信金、信組、労金、農・漁協）の占める「位置」をどのように想定したらよいのであろうか。

もちろん金融制度調査会第1委員会の「協同組織金融機関のあり方（平成2年5月）」、「地域金融のあり方（平成2年7月）」および金融制度調査会の「わが国金融システムの改革（平成9年6月）」の中で、今後のわが国経済社会における地域金融機関の存在意義と役割が明確化されており、とりわけ中小企業、農林漁業、個人分野を専門とする協同組織金融機関については、その特色たる相互扶助形態と全国各地域への金融サービスの均霑等の観点から、その必要性は今後とも変わらないものとされている。

一方到来する金融新時代においては、リテールマーケットにおける金融機関競争は一層の激化が予想され、また利用者からは金融サービスの質の高さときめ細かな対応が一段と問われるであろう。

存在意義と役割だけでは生き残れないのである。先ずその有する役割と特性を今後十分に発揮することができるかどうか、即ち地域経済発展への絶えざる努力と利用者の立場に立った金融サービスの提供等真に地域と住民に信頼される「地域密着度」が問われる。

併せて自己責任原則に則った経営の健全化と経営の透明性が必要なことは当然である。

一方、目下協同組織金融機関が進めつつある合併、組織再編は質の高い金融サービスの提供と適正規模への拡大による経営力強化・効率化のためには避けて通れない選択であり、同時に一層の業務範囲の拡大も必要である。

また単位組織が他金融機関に劣ることのないグローバルな金融情報の提供、高度な金融商品の開発、信頼性保持のためのセーフティネットの構築、効率的資金運用等を行なうためには連合組織の一層の役割発揮が必要であり、相互補完により一段と組織力は強化されるであろう。

協同組織金融機関は、その存在価値と自らの経営努力により、到来する金融新時代の中で確固たる「位置」を占め、真に地域経済と地域住民に貢献する重要な金融機関として存続しなければならない。

（社長 栗林 直幸）

情勢判断

国内金融

注目は補正予算論議と米国景気・金融市場動向

要約

ゼロ金利政策の継続の一方で企業の資金需要は弱くカネ余りから長短金利とも低下。ボックス相場が続いた円相場は、インフレ懸念台頭による米国長期金利上昇からやや円安に振れた。依然、民需の自律回復のシナリオが描けない中で、日米首脳会談ではプラス成長が公約されたことから、今後の補正予算論議の動向、及びFRBが引き締めスタンスに転じた米国の景気・金融市場動向が注目される。

表1 金利・為替・株値の予想水準

(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	0.05	0.05	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	1.30	1.40	1.80	2.00
長期プライム	2.5	2.2	2.6	1.9	1.9	2.5	2.5
為替相場	136	115	120	125	125	115	115
日経平均株値	13,406	13,842	15,836	16,000	15,500	16,000	16,500

(注) 月末値、実績は日経新聞社調。

2月中旬スワップレート対比 + 1.29%であったのが4月下旬同比 + 0.65%に縮小する(銘柄は異なる)など、信用リスクによる利回り格差も縮小傾向となった。

株式市場は上値の重い展開

株式市場は、GW明け後も外人買い継続し、日経平均で昨年来の高値17,300円を付けたが、17千円台は持ち合い解消等の戻り売り圧力強く上値の重さを確認。その後、循環物色も一巡し、3月期決算発表を見極めようと様子見姿勢が強まる中、米国株が長期金利上昇で下落したことなどから16千円台前半まで下落した。

ここ1ヶ月の金融情勢

カネ余りから長短金利とも低下

日銀発表の貸出・資金吸収動向によれば、4月の銀行の預金平残(3業態計)は前年比4.0%増に対し、貸出平残(5業態計)は公的資金による資本注入後も企業の資金需要の低迷等を背景に前年比5.2%減となった。

こうした運用難から4月の準備預金の積み最終日の銀行以外の金融機関の日銀当座預金残高が過去最高の7,200億円になるなどカネ余りが鮮明となった。短期金融市場も無担コール翌日物金利が0.03%に張り付き、ターム物金利も日銀のオペ手段として拡充するTB・FBが3ヶ月物で0.035%を付けるなど総じて低下した。

一方、債券市場も、日米首脳会談で小渕首相がプラス成長を確約したものの早期補正予算の編成に結びつくような発言が無かったことなどから、10年最長期国債利回りは1.2%台まで低下。社債も電鉄会社のA格5年物発行利回りで

円相場はボックス相場の中やや円安に

円相場は2月下旬以降117～122円でのボックス相場が続き、G7でも現状の為替水準が事実上容認された。ルービン米国財務長官の7月辞任(後任はサマーズ副長官)報道も市場には織込み済みで材料視されなかったが、日本の長期金利が低下する一方で、米国長期金利が4月の消費者物価の急上昇から30年債利回りで5.9%台に急上昇し米国長期金利差が4%台半ばまで拡大したことから、123円台に円安が進行した。

向こう3ヶ月程度の市場の注目点

補正予算論議は進展するか？

日米首脳会談でのプラス成長公約を受け、先月号でも指摘したように補正予算論議が市場の注目点となる。

小渕首相は「4～6月期を見据えて種々の政策が効果を伴ってくればプラス成長可能」と表明

しており、8月中旬に発表予定の4～6月期のGDP成長率をみて補正予算編成の是非を判断する姿勢である。政治日程的には6月中旬にサミットがあることや、3月の失業率が4.8%と過去最悪を更新していることから、政府は6月上旬までには企業法制の整備や雇用対策を柱とする産業再生策を策定し、その予算措置は秋の臨時国会以降になる公算が大きいと報道されている。

こうしたスケジュール見通しから、債券市場でも国債増発がテーマとなるのは夏場以降との見方も強く、当面は過剰流動性による堅調な相場が継続しよう。ただ、長期金利の水準としては、昨年のような金融システム不安による極端な国債選好の事態は想定し難く1%割れの可能性は少ないとみられる。

個人消費などの景気指標からみて1～3月期の実質GDP成長率は前期比マイナスとなる公算が高く、99年度成長率に0.5～0.8%程度のマイナスのゲタを履いてのスタートとなる。4～6月期は住宅・公共投資の伸長でプラス成長の公算が高いものの、企業リストラによる個人消費や設備投資など民需の落ち込みが強まる懸念もある。こうした中で、上値が重くなった株式市場では、政策期待で早めに動いた外人投資家が政策の具体化の遅れを嫌気して利食いに動き、早めに政策催促相場になる可能性もあろう。

過剰流動性相場下での米国長期金利上昇懸念

大蔵省発表の4月の対内外証券投資によれば、対外公社債投資(約定ベース除く短期債)の買い越し額は前年同月と同規模の2.8兆円であった。この間円安に振れたわけでもなく、生保等の外債投資姿勢がヘッジを掛けた慎重スタンスであることが窺える。

FRBが金融政策姿勢を「中立」から「引き締め」に転換したことから、円相場は金利差拡大を見込んで足許はドル高に振れやすい地合いとなろう。しかし、一方で金融引き締め観測から米国の株・債券が大きく調整する懸念が高まれば、経常赤字のファイナンスの海外依存が高まって

いる中でドル安材料にもなりうる。従って、前述の生保の外債投資スタンスなどからも、一方的に円安が進行することも想定し難く、当面は米国の景気・金融市場の動向が注目される。

(99.5.19堀内 芳彦)

図1 長短金利の推移

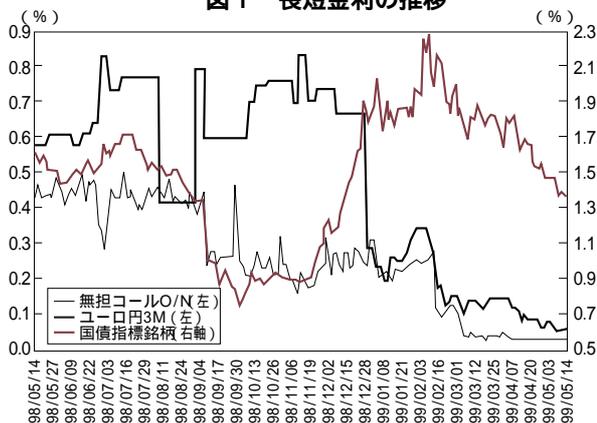
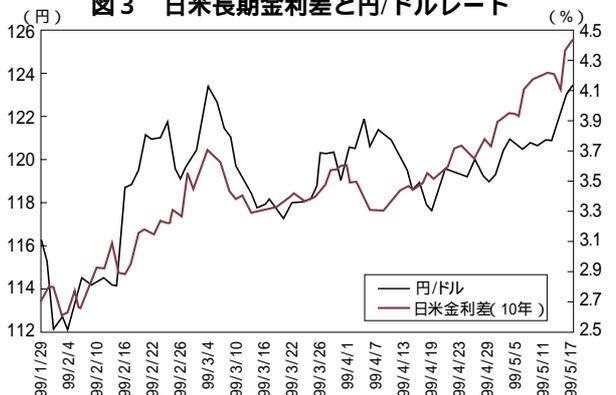


図2 株値の推移



図3 日米長期金利差と円/ドルレート



資料 DATASTREAM

国内景気

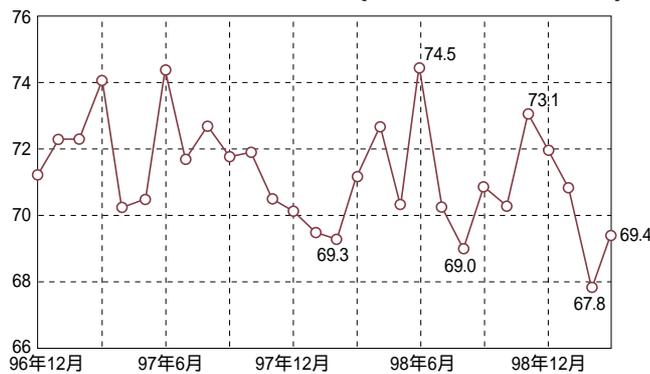
求められる雇用流動化対策

景気は依然底ばい圏の動き

景気は、依然底ばい圏での推移が続いている。公共工事の拡大が続いていることに加えて、3月の住宅着工戸数が27ヶ月ぶりに前年比プラスに転じるなど景気対策の効果は着実に顕在化してきているが、先行指標である機械受注（除く船舶電力）の4-6月期見通しが再び落ち込むなど設備投資に回復の兆しは見えず、外需もアジア向けに持ち直しが見られるものの、米欧向け輸出の不振から収支ベースでは頭打ち傾向が鮮明化している。

こうしたなか、個人消費も低調な推移が続いている。今1-3月期は減税の端境期に当たるといふ特殊要因があったが、リストラに伴う家計所得の減少に加えて、足元では消費性向が再低下してきている。3月の消費性向は2月の特殊要因（教育費の支払いが翌月にずれ込んだ）から反転上昇が見込まれていたが、雇用情勢の悪化等を背景に69.4%と小幅の上昇に止まった（図1）。

図1 家計の平均消費性向の推移（勤労者世帯：季節調整値）



求められる雇用流動化対策

公共投資や住宅投資の増加が続くことに加えて、4-6月期からは所得税減税もスタートしており（7月には戻し減税もある）家計所得の減少もある程度は緩和される可能性が高い。こうした政策効果の顕在化から景気も当面は落ち着いた推移が予想される。

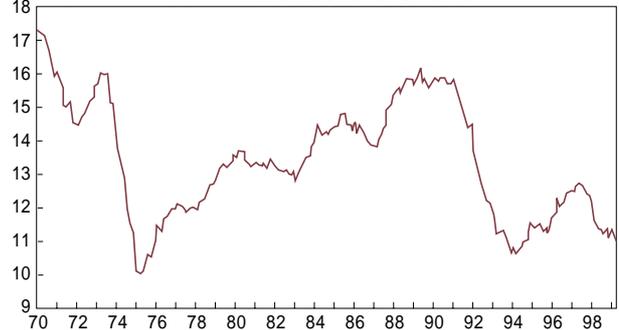
しかし、前述したように、設備投資や個人消

費など民需に依然力強い動きはみられず、今年度下期以降の公共投資の息切れから景気が再失速する可能性はなお高い。労働省「毎月勤労統計」から所定外労働時間の推移をみると、足元では約11時間と、オイルショックやバブル崩壊後の不況期の下限近くまで低下している（図2）。足元の景気の落ち着きから所定外労働時間の減少ペースは鈍化しているが、今後のリストラ強化が雇用調整に直接結びつきやすくなっていることは間違いない。こうした雇用調整の本格化は、単なる所得の減少に留まらず、消費マインド悪化による個人消費減少から、景気底割れに繋がる恐れがある。

我が国の経済再生のためには、企業のリストラによる産業構造の調整が不可避である。しかし、こうしたリストラが景気底割れに繋がることを防ぐには、追加景気対策による需要追加だけでなく、企業のリストラが消費マインド悪化に繋がるのをできるだけ緩和する仕組みが必要である。そのためには、失業保険給付期間の延長や規制緩和による転職市場活性化、雇用者の能力開発支援、年金のポータビリティ向上、新規産業の創業支援など、雇用流動化時代に対応した新たな環境整備を急がねばならない。既に、政府も、産業再生と共に雇用問題を最重点課題と位置づけ、対策の準備が進められているが、今後その内容と実行力が問われてこよう。

（竹内 久和）

図2 所定外労働時間の推移



資料：労働省「毎月勤労統計」
（注）所定外労働時間指数（季節値）を95年時点の実所定外労働時間を用いて換算。

海外景気金融・米国

引締めへの警戒感が台頭する米国金融市場

世界的な景気回復期待の中の米国経済

米国経済の好調が続く中、エマージング諸国の景気底打ち観測といった変化に加え、グリーンズパン議長が講演でインフレ等のインバランスへの警戒感を示して以降、市場では引締め政策への転換に対する警戒感が高まり、長期金利は上昇基調となった。4月の消費者物価上昇率が前月比0.7%（コア0.4%）と大幅だったこと等もあり、18日のFOMCでは、政策金利は据え置かれたものの、金融政策スタンスが「中立」から「引締めバイアス」に変更され、政策当局もインフレへの対応を重視する姿勢を示している。

鈍化の兆しもある米国内需

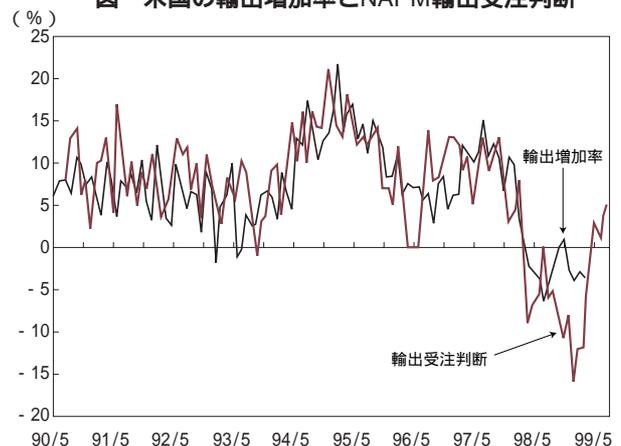
ただ一方で個別需要項目に着目すれば、4月の小売売上高が前月比0.1%の増加にとどまり、3月の消費者信用残高も前月比（年率）1.4%と鈍化したこと、4月の住宅着工が前月比10%と大幅減少となったこと等の金利上昇の影響や、設備稼働率低下を受けた生産設備投資の鈍化等、实体经济の自律的な鈍化を示す指標もみられる。また物価に関しても、原油価格以外は総じて落ち着いていることや、依然として高い生産性上昇率が単位労働コストを抑制していること等、今後の安定を示唆する指標も多い。しかし、海外経済の底打ちの動きに加え、米国内需も、株価に大きな動揺がなければ、雇用・所得の増加によって（鈍化しても）高い伸びを維持する可能性が高いことから、市場がインフレ的なデータの方により強く反応する状況は当面続こう。

外需の行方が今後のポイント

以上のような状況下で今後の米国景気に関しては、海外景気の改善を受けた米国外需の動向が重要になろう。内外の景気格差から米国の対

外収支が悪化するのとは避けられないにせよ、外需の悪化が小幅なものにとどまるか大幅になるかが、今回の拡大局面の持続性にも影響を与えよう。エマージング諸国の景気回復につれて、米国の輸出入が共に増加し、対外赤字の拡大ペースがマイルドなものにとどまれば、息の長い拡大局面が期待できるものの、海外景気が対米輸出依存による回復となって米国外需が急速に悪化すれば、先行き米国対外赤字ファイナンスの問題がいずれ顕在化し、資金フローの面から金利上昇等を通じて景気拡大の腰を折る可能性もある。その意味で足元低迷を続ける米国輸出の今後が注目されるが、先行性のあるNAPM輸出受注判断DIは2月以降3か月連続して50を上回っており輸出環境にも改善の兆しがうかがえる。内容的には、電機・紙や木製品、化学等で輸出受注の増加が報告されている（図）。

図 米国の輸出増加率とNAPM輸出受注判断



資料 全米購買部協会、米国商務省

(注) 輸出増加率は名目の前年比、受注判断は改善・悪化で、3ヵ月先行。

輸出の先行きは改善したとしても、増加ペースがどの程度になるかはいまだ不透明であり、当面のインフレリスクとともに、対外収支の動向が今後とも注目される。

(小野沢 康晴)

海外景気金融・欧州

地域的な差が残る欧州の物価上昇率

緩やかな拡大を続けるユーロ圏

欧州では、主要国（ドイツ、フランス、イタリア）を中心に景気の減速傾向が続く中、4月初めに実施した利下げの効果を見守る展開となっている。アジア等のエマージング諸国の景気底打ちの動きを反映し、外需に下げ止まりの兆しがみられるものの、消費者信頼感が下落に転じる等の懸念材料もあり、金融緩和の効果と構造政策のミックスにより内需の安定的拡大が確保できるかが今後の焦点といえよう。ユーロの対ドルレートは一時1ユーロ=1.05ドル台にまで下落したが、金融政策当局がユーロ安への懸念を表明したことや、コソボ情勢にも調停の動き等の改善の兆しがみられたこと等により、その後1.06ドル台に戻している。

下げ止まりつつある欧州の物価上昇率

足元の経済環境の変化としては、エマージング諸国の景気回復期待による国際商品市況の下げ止まりの動き（特に減産合意を受けた原油価格上昇）が挙げられる。98年には一次産品価格の大幅下落が各国物価の下振れ要因になったが、その要因は剥落しつつある。

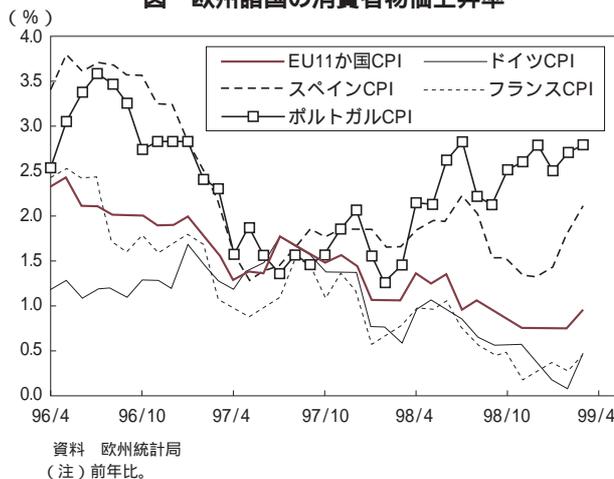
このような環境のもと、ユーロ圏でも11か国の総合消費者物価指数（HICP）が、2月の前年比0.8%から3月には1.0%と上昇に転じた。足元の反転は、原油価格と生鮮食品（天候不順による野菜・果物等の価格上昇）による部分が大きく、一方で通信費等のサービス価格は逆に上昇率が鈍化していること、時間当たり賃金も鈍化の方向にあること等から、直ちにインフレの加速につながるものではない。しかし、エマージング諸国の景気が、底打ちから回復傾向の定着へと変化してくれば、市況商品の価格はいずれ上昇に転じ、ものの面から物価上昇圧力を形成することになる。ユーロ圏の物価上昇率を

2%以下に抑制することを目標にしているECBにとって、次第にユーロ安が容認できなくなってきたことが、前述のユーロ安懸念発言に結び付いていよう。

地域的な格差が大きいユーロ圏の物価上昇率

加えてユーロ圏は、实体经济の跛行性を反映して物価上昇率の差が大きい地域を、単一の金融政策でコントロールしてゆくという難しさを抱えている。欧州統計局による各国の消費者物価上昇率でも、3月実績で前年比0.5%上昇のドイツやフランス、0.1%の上昇にとどまるオーストリア等に対し、2%程度のスペイン、アイ

図 欧州諸国の消費者物価上昇率



erland、2.8%の上昇となっているポルトガル等、格差が大きいだけでなく、水準が高いスペイン・ポルトガルで上昇率が拡大している等、必ずしも収斂の方向に向かっているとみられない(図)。

ECBはユーロ圏全体の消費者物価上昇率を政策目標にしているとはいうものの、政策決定の過程で各国の事情がどう調整されるのか、ECBの手腕が問われよう。(小野沢 康晴)

海外景気金融・エマージング

落ち着きを取り戻しつつあるエマージング諸国通貨

回復安定基調を示すエマージング諸国通貨

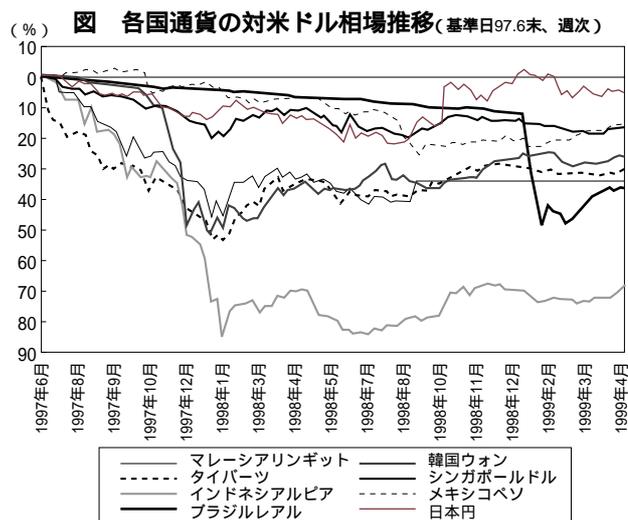
ドルペッグ制採用国の多いエマージング諸国では、97年7月のタイの通貨危機を発端とし、アジア各国をはじめ本年1月のブラジルまで通貨危機が伝播し、マクロ経済に深刻な打撃を受けてきた。

しかし、通貨安に伴う物価上昇が小幅に止まり早期に金融緩和策を採ったことが奏効し实体经济の更なる悪化を回避出来たこと、ブラジル危機の早期小康化や前月号で取上げた外国人買主導による株価の急回復により、各国通貨は足元回復安定基調を示してきている（図）。

回復の兆し見えるエマージング諸国实体经济

通貨が最も回復しているのはシンガポールとメキシコである。シンガポール（97年6月末比16%下落）はドルペッグ制ではなく通貨バスケット制を機動的に運用しており為替面の影響は軽微に留まった。しかし周辺国の経済混乱の影響で98年第3四半期からマイナス成長となったが、99年第1四半期の鉱工業生産指数は前年同期比6.5%と増加に転じ、政府も99年成長率見通しを0～2%へ上方修正した。メキシコ（同15%下落）は堅調な米国景気に支えられ通貨危機の影響は軽微にとどまっている。

通貨回復の次のグループは韓国、タイ、マレーシア、ブラジルである。韓国（同26%下落）では、現代・大宇の両財閥が大規模なリストラ策を4月末に公表、鉱工業生産指数（前年同月比）も98年11月から増加に転じ3月は18.4%増となり、中銀は1年間実施してきた段階的利下げ政策を取りやめ、また急激な自国通貨高懸念からドル買介入実施を4月末に発表した。タイ（同30%下落）では鉱工業生産指数が2月に97年7月以来の増加に転じ3月も5.8%増となったが、金融機関の不良債権比率は2月末46.5%と悪化している。マレーシア（同34%下落）では98年10月に資本規制を導入し固定相場制を採



資料 Data Stream

っているが、2月の資本規制の一部緩和や不良債権買取り等金融支援措置の迅速さ等から4月ムーディーズは同国格付見通しをBaa3の「negative」から「stable」に変更した。また鉱工業生産指数も2月に3.9%と増加に転じてきている。ブラジル（同36%下落）では市場の落ち着きを捉え短期基準金利を5月に29.5%へ2.5%引き下げた。

他方、インドネシア（同69%下落）では6月の総選挙や東チモール問題を巡る不透明性から依然低迷状態にある。

多くの国で鉱工業生産指数の改善が見られるが、通貨下落にも拘らずの輸出低迷や金融システム再建、企業債務のリストラは途上であり、本格回復は国により跛行性が出てくると見られる。

早期実現が望まれる国際金融支援体制

4月末のG7・IMF暫定委員会で為替相場安定策、予防的クレジットラインの創設、急激な資本移動規制等が6月のケルンサミットに向け継続検討となったが、危機の再発防止のため実効性の高い国際金融支援体制の実現が望まれる。

（千葉 進）

今月の焦点

公共事業の動向と地方建設業の課題

要約

90年代の公共事業拡大の過程で、都道府県や市町村などの地方公共団体の事業、特に単独事業が大きく増加したが、これは地域の生活基盤充実や雇用創出に一定の役割を果たした。財政難で今後は公共事業に係わる財政支出は抑制を余儀なくされるとみられるが、こうした動きが地域経済に大きな打撃を与えないためには、公共事業の民営化やPFIの活用等を可能とするために、地方の建設業者自身が中小業者のネットワーク化等を通じてノウハウを蓄積していく必要がある。

90年代に大幅に増加した公共事業

90年代になって公共事業が急拡大している。SNAベース公共投資（名目公的固定資本形成、これには用地費等は含まれていない）は、91～96年度（6年間）の累計が235兆円と、その前の85～90年度（6年間）の149兆円に比べて1.6倍に拡大した。同時期のGDPに占めるシェアも、6.6%から8.2%へ上昇している（注1）。

用地費等を含めた行政投資額でみても、91～96年度（6年間の累計）が286兆円と、85～90年度（同）の187兆円に比べて大きく増加している（図1）。倍率（1.5倍）はSNAの場合をやや下回るが、6年間の増加幅は99兆円とSNAの場合（86兆円の増加）を上回っている。これは土地流動化対策等から公共用地の先行取得等が大きく膨らんだためである（注2）。

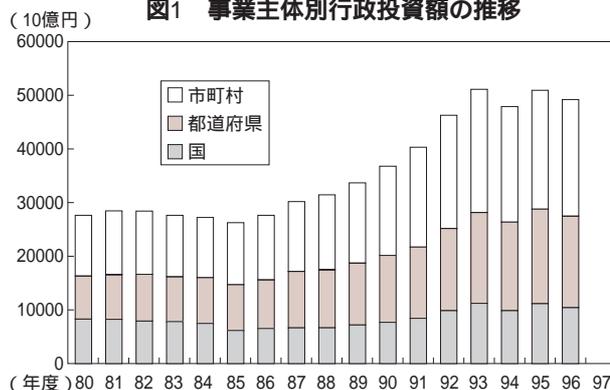
97年度は財政再建もあって公共事業は減少したが、98年度には景気対策で再び増加に転じるなど、90年代を通じて高水準で推移した。こうした公共事業拡大の背景には、第一に、貿易不均衡の是正をテーマとした89年の日米構造協議で内需拡大のための公共事業の増加が指摘され、これを受けて90年に91～2000年の10年間に430兆円の公共事業を行うとする「公共投資基本計画」が策定されたことがある。この「公共投資基本計画」は、94年にさらに630兆円（95～2004年の10年間）へと拡大された。

第二に、90年代になって景気の低迷が長引き、公共事業を中心とする大型の景気対策が何

度も実施されてきたことの影響も大きい。たとえば、92年8月発表の総額10.7兆円の総合経済対策から98年11月発表の総額24兆円の緊急経済対策までの景気対策（事業総額の累計はおよそ98兆円）のなかで、用地取得を含む公共事業関連の支出は50兆円近くに及んだ。

（注1、2）本稿で使用している公共事業に関する主な統計の内容は次のとおり。公的固定資本形成（出所 経済企画庁）は、国や地方公共団体、政府関係機関などの公的部門が行う固定資本の購入額（用地補償費は含まない）である。行政投資（出所 自治省）は、事業主体は にほぼ同じだが一部政府関係機関や地方の財産区等が含まれておらず、投資額には用地補償費や民間への補助金等を含んでいる。公共工事着工統計（出所 建設省）は、事業主体は にほぼ同じだが、工事を請負った建設業者側から把握したもので、1百万円未満の工事や用地補償費等は含まれておらず、公的部門が行う建設工事以外の投資も含まれていない。

図1 事業主体別行政投資額の推移



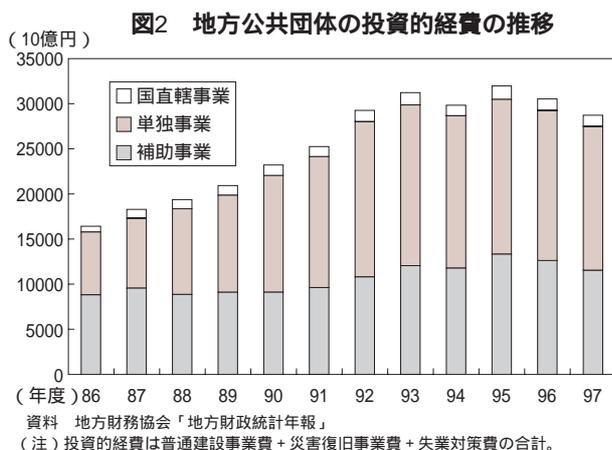
資料 地方財務協会「行政投資」
（注）国には公団等を含む。

地方公共団体の単独事業の増加

公共事業は、その事業の性質に応じて、国（公団等を含む）が直轄で行う事業と、都道府県や市町村などの地方公共団体（以下地公体と

略す)が事業主体となつて行うものがあり、地公体の事業は国等の補助を受けて行うものと単独で行うものとに分けられる。経費面では、国直轄事業であっても受益に応じて地公体も一部を負担し、補助事業は一定の割合で国と地方が負担し合うことになる。

90年代の公共事業は、事業主体別にみると、都道府県や市町村など地公体の事業が大きく増加したことに特徴がある(図1)。さらに地公体の事業を補助事業、単独事業の区分でみると、88年度以降単独事業が補助事業を上回るようになり、単独事業を中心に増加している(図2)。これは、80年代の行革のなかで国の補助金削減が行われてきたこと、また、後でも述べるように、生活基盤投資など地公体が事業主体となる地域に関連の深い事業を単独事業として行ってきたことなどによるものである。



生活基盤投資の増加から新社会資本整備へ

戦後積極的な公共事業が行われてきた割には生活の豊かさの実感が乏しく、欧米に比べて下水道や公園などの社会資本が立ち後れていることなどの認識や、前記の日米構造協議における指摘もあり、90年に「公共投資基本計画」が樹立され、92年には「生活大国5カ年計画」が策定された。これらの計画では、生活環境や文化機能の充実に関する公共投資が重視され、公共投資全体の60%程度をこれら用途に振り

向けることとされた。

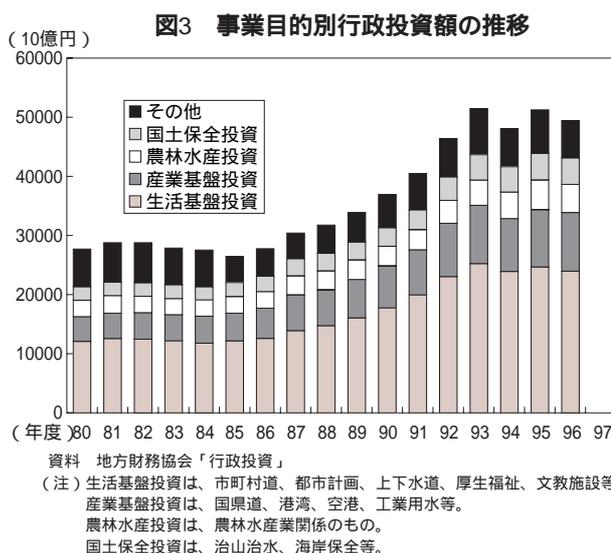
こうした生活関連の社会資本整備は、市町村が取扱う事業が多く(表1)、90年代になって実際に地公体を事業主体とした都市計画関連や文教施設などの生活基盤投資が増加してきた(図3)。文教施設などのいわゆる“箱もの”投資の増加は、産業基盤投資に比べて経済成長などへの波及効果は少ないとみられるものの、地域の生活基盤充実には一定の役割を果たしたものである。

なお、「生活大国5ヶ年計画」や94年に策定された新「公共投資基本計画」では、光ファイバー通信網などの情報インフラも取り上げられ、その後実施に移されている。

表1 事業目的別投資額の事業主体別シェア(96年度:単位兆円、%)

	総投資額(兆円)	国	都道府県	市町村
生活基盤投資	23.8	7.9	23.0	69.1
産業基盤投資	9.9	51.4	45.8	2.8
農林水産投資	4.7	13.6	53.4	33.0
国土保全投資	4.3	31.3	59.6	9.1
その他	6.4	22.9	29.6	47.5
合計	49.1	21.1	34.6	44.3

資料 地方財務協会「行政投資」



90年代前半に増加した建設業就業者数
市町村や都道府県などの地公体が事業主体と

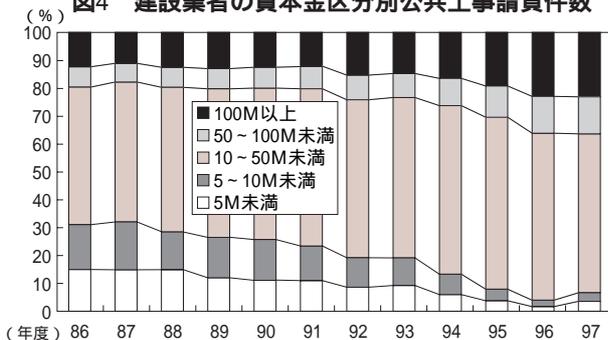
なる事業は、工事件数では全体の8割程度を占め、国（公団等を含む）の直轄事業と比べて1件当りの事業規模が小さい（表2）。また、公共工事を受注する建設業者についてみると、資本金10～100百万円未満の企業が受注の過半を占め（なかでも10～50百万円未満の企業のシェアが大きい）、90年代の公共事業拡大のなかでそのシェアは上昇してきた（図4）。こうした中小建設業者に対する公共事業の発注増加は、地方圏を中心に建設業従業者数の増加をもたらした。

表2 公共工事の発注件数と1件当り総工事費評価額
(単位：件、百万円)

発注者別	96年度		97年度	
	件数	1件当り	件数	1件当り
国	23,660	98.9	22,384	101.5
公団	8,176	170.2	7,948	179.1
事業団	1,462	156.7	1,640	156.2
政府企業	5,873	74.9	5,896	73.2
都道府県	109,236	47.7	106,263	48.3
市区町村	129,139	37.6	125,594	36.9
地方公営企業	23,034	50.2	29,296	33.4
その他	10,621	66.1	11,503	65.1
全体	311,201	52.5	310,525	51.1

資料 建設物価調査会「公共工事中統計年度報」

図4 建設業者の資本金区分別公共工事請負件数



資料 建設物価調査会「公共工事中統計年度報」
(注) 構成比。

もちろん、建設業には公共事業以外に民間建設投資（住宅・非住宅）も影響するが、91～96年の時期に民間建設投資が全体として減少傾向で推移したにもかかわらず、建設業従業者数が増加したのは、前記のような公共事業の拡大に起因するところが大きい。この時期の建設業従業者の増加は、特に東北や九州などの地方

圏で顕著である（表3）。

表3 地域別建設業事業所と従業者増加率

(カッコ内が従業者増加率)

(単位%)

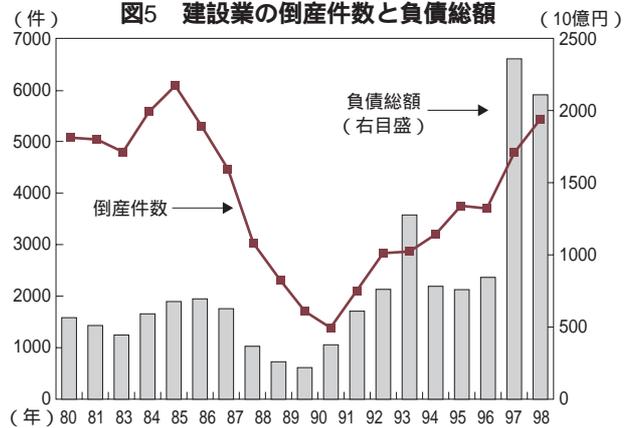
	81～86年	86～91年	91～96年
北海道	3.6 (10.2)	8.8 (6.3)	6.7 (8.1)
東北	1.5 (10.5)	0.4 (5.2)	11.4 (14.3)
北関東・甲信	9.6 (2.2)	5.7 (9.8)	7.9 (10.1)
東京	5.6 (0.7)	7.7 (16.5)	6.2 (4.7)
北陸	1.6 (4.1)	0.5 (1.2)	4.9 (11.7)
東海	8.6 (0.5)	7.1 (11.5)	7.7 (10.1)
近畿	5.0 (1.4)	4.2 (14.4)	7.8 (10.4)
中国	4.0 (5.6)	3.1 (4.0)	7.1 (8.0)
四国	1.4 (9.4)	1.1 (7.2)	6.4 (10.3)
九州	3.3 (9.5)	8.8 (7.4)	9.8 (12.3)
全国	4.7 (3.5)	4.5 (10.1)	7.4 (9.3)

資料 総務庁「事業所・企業統計調査報告」

97年度から98年前半の公共事業の減少と建設業者の経営悪化

後でも述べるように、公共事業の急激な増加が国や地方公共団体の債務残高の累増を招いたことや、景気も95年度頃から回復してきたことから、政府は財政再建を重視するようになり、公共事業も97年度には抑制に転じた。97年度に入ると、景気のピークアウトで住宅投資や設備投資も減少となったことから、建設需要が一段と悪化した。さらに、97年後半の金融機関の連続経営破綻などを契機に貸し渋りの動きが広がり、建設業者の収益悪化や倒産増加が顕在化してきた（図5）。

図5 建設業の倒産件数と負債総額



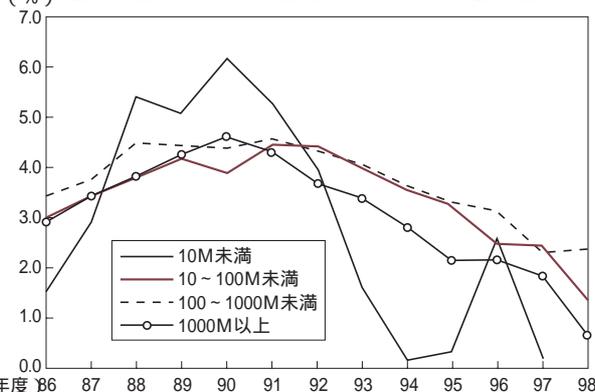
資料 帝国データバンク「全国企業倒産集計」

97、98年の建設業者の倒産増加は、倒産件

数で見れば80年代前半のピーク時を下回っており、業者数と対比した倒産率でもそれほど高いものではない（倒産率＝倒産件数／事業所数とすると82年の0.9％に対し97年は0.7％）。特徴的なのは負債総額の大きさであり、バブル崩壊で不良債権を抱えた一部上場企業等の大型倒産が続いたためである。

建設業の収益悪化を企業規模別にみると、図6のように企業規模によって格差がみてとれる。すなわち、資本金10百万円未満（従業員数で1社平均7人程度）の小規模業者の収益悪化が顕著であり、また、資本金10億円以上（従業員数で1社平均1700人程度）の大企業の利益率も低下幅が大きい。この一方で、資本金10～100百万円未満の中小業者や資本金1～10億円未満の中堅企業の利益率は低下傾向にはあるが、上記2グループに比べれば落込みが少ない。

図6 建設業の資本金規模別総資本経常利益率



資料 大蔵省「法人企業統計年報」「法人企業統計季報」
 (注) 1. 総資本経常利益率＝経常利益／総資産、総資産は期首と期末の平均。
 2. 98年度(予想値)は季報の4～12月実績の前年比増加率で年度換算したもの。

小規模業者の経営悪化は、受注高そのものの減少のほか、公共事業の元請が減少し下請化することによる利益率の低下が考えられる(図4)。大企業の経営不振は、設備投資の低迷で主力の民間建設工事が不振なほか、大手ゼネコンにみられる不良債権処理問題の影響もあろう。この一方で、資本金10～100百万円未満の中小業者や資本金1～10億円未満の中堅業者は、前記のような公共事業拡大の恩恵を受けたほか、

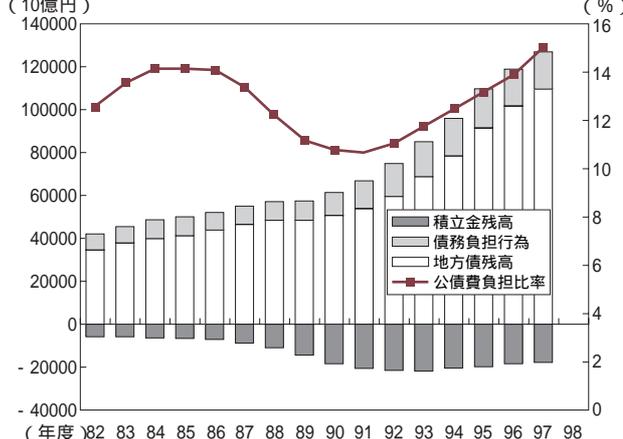
バブル崩壊の影響も大企業ほど大きくはないとみられることなどから、上記2グループに比べれば収益の落込みは小幅にとどまっている。97年度以降建設業従業者数が減少しているなかにあっても、資本金10～100百万円未満の企業の雇用者は増加を続けている。

財政難で公共事業関連財政支出は先々は減少へ

97年度以降景気が急激に落ち込んだことから、財政再建路線は凍結され、98年4月と11月に大型の景気対策が策定されるなど公共事業は再び拡大に転じている。しかし、国や地方の財政収支の悪化は深刻であり、公共事業もそういつまでも増加を続けられるものでもない。

前記のように、公共事業に占める国の直轄事業のシェアは2～3割で、大半が都道府県や市町村などの地公体の事業である。90年代の公共事業の拡大、特に、地公体の単独事業の増加は、地方債発行増加等で賄われたため、地方債残高の急増を招き、地方財政が大きく悪化した(図7)。地公体の事業をスムーズに進めるために、地方債の起債を認め、その償還元利金を交付税措置する(償還元利金を地方交付税算定の

図7 地方公共団体の債務と公債費負担比率



資料 地方財務協会「地方財政白書」
 (注) 1. 公債費負担比率＝公債費充当一般財源／一般財源総額(上図の右目盛)。
 2. 積立金残高はマイナス表示(債務に対し相殺要因)。
 3. 債務負担行為は後年度支出の確定分。
 4. 上表以外の債務として、地方公営企業の債務や交付税特会の債務がある。

基礎となる基準財政需要額に算入する等)などの対応がなされてきたが、交付税交付の基となる「交付税及び贈与税配布金特別会計」の資金運用部からの借入が増加しており、結局のところ、交付税措置されたものについても将来地公体の負担となって跳ね返ってくる可能性もある。

地公体の借入金負担を示す公債費負担比率(図7の注1参照)は、97年度には15.2%に上昇し、警戒ラインとされる15%の水準に達している(起債制限比率10.4%との差は、償還元利金について交付税措置があるものを除いているため)。低成長で税収の自然増が期待できないなかで、2000年度以降は90年代に大量発行した地方債の償還期が到来するため、公債費負担比率はさらに上昇する可能性が高い。

また、地公体の場合、赤字公債(減収補てん債)発行に制限があるほか、財政(実質)収支の赤字が標準財政規模の5%(都道府県の場合)を超えると起債制限など財政運営に種々の支障が出てきて、財政再建団体に陥る可能性も高い。

こうした状況から、地公体が実施する公共事業は、景気対策への協力で補助事業についてはある程度は対応していくものと思われるが、単独事業については増加の余地は乏しく(実際に97年度の単独事業は前年度比減少しており、98年度も地方財政計画では減少している)、全体として、公共事業に係わる財政支出は先々は減少が避けられないものとみられる。

地方分権で地域に真に必要な事業の実施

公共事業は地域性の高い事業であり、90年代の地方単独事業の増加は、地域の裁量権の拡大という観点からは評価できる面も多い。しかし、財政難で先々その財源が細っていく状況が予想されるなかでは、地域にとって真に必要な事業を選別し実施していく必要がある。

今通常国会には、地方分権推進関連法案が提出されており、今後審議が進む予定である。これによれば、機関委任事務が廃止され、都市計

画の策定等については国の関与が縮減されて、従来以上に地域の独自性が発揮されやすくなる。財政難で公共事業に係わる財政支出の削減が避けられないなかでは、事業内容等から民営化やPFI(Private Finance Initiative公共事業に市場原理を利用する手法)の活用が比較的行い易い分野についてはこれらを利用し、財政支出でないと実施が難しいものについては、地域にとって真に必要な事業を選別し実施していくべきであろう。

求められる地方中小建設業者の経営革新

前記のように、財政支出による公共事業は先々は減少が避けられないものとみられる。地方圏では、建設業の経済活動全体に占める地位は高く、北海道や東北、北陸、山陰、南九州等では、建設業は製造業やサービス業と並ぶ地域の主要産業である。そして、これを担っているのが地場の建設業者である。

90年代の公共事業の拡大の過程では、資本金10~100百万円未満の中小建設業者が増加し、地域の雇用増加に一定の役割を果たした。先々予想される公共事業に係わる財政支出の削減が地域経済に大きな影響を与えないためには、公共事業の民営化やPFIの活用等を可能とするために、地場の建設業者自体が、中小業者同士のネットワーク化などを通じて、こうした分野でのノウハウを蓄積するなどの経営努力が求められよう。(鈴木 博)

ドイツの債券市場 ~ 流動性改善と資金フローをめぐる動きを中心に ~

要 約

ドイツの債券市場は、高い信用力を備えた連邦債やファンド・ブリーフ債などが中心であり、近年流動性の改善が図られたことで欧州債のベンチマークとしての地位を得ている。一方で、ユーロ導入によって域内諸国は為替リスクがなくなったことから、より積極的に信用リスクを取っていきこうとする姿勢が強まっており、こうした資金の受け皿としても遅れている社債市場の発達は今後期待される。

ユーロ導入による建値変更によって、欧州通貨別の各国内債は「ユーロ域内債」へ、また国際債も「ユーロ」建ユーロ債となり、欧州の債券市場は形式的には一体化が進んだ。今後は、各国市場間での投資環境等の整備・収斂化が一層進み、また市場参加者が増加し流動性と効率性の高い債券市場へと発展していくことが期待されている。国際通貨「ユーロ」への評価も、欧州証券市場の統合化が実質的なものとなっていくかどうかに大きく影響されてこよう。以下では、欧州証券市場の中核となるドイツの債券市場の現状を、流動性の向上を図る試みと証券資金フローの動きを中心にみたうえで、欧州市場の統合化という観点から今後の課題について検討してみたい。

内外市場ともに金融機関の発行シェアが大

まず、ドイツの債券市場規模を国内発行分についてみると、98年9月末で1兆9,830億ドルで、ユーロ圏では最大でほぼその1/3を占めている(表1)。欧州各国は経済活動における政府部門が占めるウエイトが大きいこと等を反映し、国内債市場は公共部門の発行に牽引されてきたが、ドイツはデンマークとともに、民間部門の発行が政府のそれを上回る例外となっている。しかし、民間発行の中心が自治体向け融資のリファインスを目的に、金融機関が発行する金融債(ファンド・ブリーフ債)であり、最終的な資金調達における公共部門の比率が非常に高い点で、やはり欧州各国と共通している。

表1 国内債券市場の国際規模比較(98年9月末)
(単位、10億ドル)

	民間部門	公共部門	合計
ルクセンブルグ	0	1	1
アイルランド	7	26	33
ポルトガル	24	39	64
フィンランド	33	54	87
ギリシャ	1	97	98
オーストリア	72	83	155
オランダ	46	202	248
スウェーデン	124	128	252
デンマーク	195	105	300
スペイン	45	315	360
ベルギー	120	263	383
イギリス	372	479	851
フランス	483	743	1,226
イタリア	362	1,231	1,593
ドイツ	1,127	856	1,983
ユーロ11ヶ国*	2,383	3,480	5,863
日本	1,212	3,118	4,330
アメリカ	5,795	7,550	13,345
その他共世界計	10,782	16,479	27,261

資料 BIS "International Banking and Financial Market Developments
March 1999" より作成

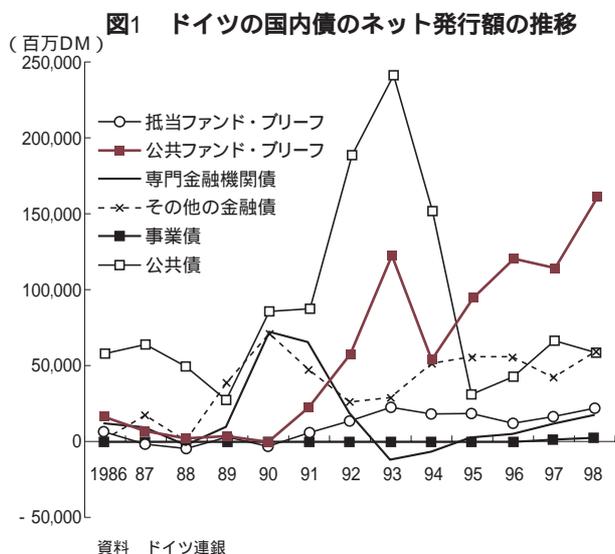
(注) ユーロ参加11ヶ国は、上記EU加盟国からイギリス、ギリシャ、デンマーク、スウェーデンを除く諸国を指す。

ユーロ市場等の国際市場での債券発行(含むノート)においては、ドイツの債券発行残高5,090億ドルと米国の7,970億ドルに次ぐ規模であり(英3,610億ドル、日本3,150億ドル)、国内債に比してそのシェアはずっと高い(98年末、国籍ベース)。各国とも国際市場での発行体は圧倒的に民間部門が占める比率が高いが、ドイツはその過半4,580億ドルが金融機関発行の金融債ないし社債で占められている。

抑制基調が続く公共債の新規発行

次いで、近年の発行市場の状況についてみて

みよう。ドイツの公共債発行は、90年の東西ドイツ統一以後、統合に伴う時限的な「基金」による調達が増加したが、ここ数年は復興資金需要が一巡し、またEMU「安定・成長協定」によって新規の国債発行が当面は抑制基調に推移するとみられること、さらには公企業の民営化に伴って資金調達が従来の国債から株式にシフトする方向にあること等から、ドイツの公共債のネット発行は伸びが大きく低下する傾向にある（図1）。



こうした状況に加えて、欧州内での金融センターをめぐる思惑もからんだ独仏間での国債ベンチマーク競争もあって、将来的にどのように公共債の流動性を維持するかが、重要な問題となってきている。ユーロ導入後、EMU参加各国の金利形成において為替リスク、インフレリスク要因が除外されたが、信用リスク、流動性格差を反映する形で国債のイールドカーブは個別に存在している。各国の国債利回りスプレッドのうち、EMU参加条件に規定されて信用リスクの格差はマージナルなものになっており、流動性が投資家の投資選択基準の最大のものとなっていると受取られている。ベンチマーク債の要件としては、高

い信用力を前提に、流動性、多様な投資家層、市場の成熟度（レポ、先物、デリバティブ、ストリップ化等）の要因が重要である。フランスが市場の洗練度の点でドイツを上回り、ドイツ国債利回りを下回る逆転時期もあった。これに対して、ドイツ側でも短中期債の発行拡大、30年債の発行再開、ストリップ債市場創設、シ団方式の廃止など、一連の資本市場の改革を進めてきたことで、制度的にはフランス市場に近づきつつある。

また、ドイツ国債の外国人保有比率が4割近く多様な投資家ベースを有するのに対し、フランス国債の海外保有比率は10%程度に過ぎず（国内投資家に対する海外投資規制の要因が大きいことから国債選好度が高いとされる）、生保、年金ファンドによる長期保有が多く売買量もドイツ国債に比して小さいこと等から、ドイツ国債が欧州長期金利のベンチマークとなった見方が市場に浸透している。こうした優位性以外にも、流動性を維持するために、公共債の償還構成の再構築も予想されよう。

流動性の向上と共に大きく拡大する金融債市場

公共債発行の伸びが落ち込む一方で、公共ファンド・ブリーフの発行が、ドイツ統一以降急速にネットで増大しており（図1）、98年末で国内債残高全体の30%程度を占めている。個別債券マーケット規模別では、連邦債を抜いてドイツ最大であり、欧州ではイタリア国債に次ぐ規模にあり、欧州債券市場の中核的な商品となってきている。

ファンド・ブリーフ債は、民間抵当銀行もしくは中央振替銀行（ほとんどが自治体が最終的な保証人となっている公法上の金融機関、Nord LB、West LB、Bayerische LBなど大手が有名）が発行する金融債である。ファンド・ブリーフ債には、政府・自治体に対する貸付けのリファイナンスのために発行される公共ファンド・ブ

リーフと、不動産貸付債権を担保とする抵当ファンド・ブリーフの二種類がある。

このうち近年、急速に拡大している公共ファンド・ブリーフ債は、信用力において公債に近いものとなっている。ドイツには、連邦政府と地方自治体間での財政関係を規制するドイツ独特の「財政調整」制度があり、自治体相互の支援が義務付けられており、実態的に保証に近いものになっている。

こうした制度的裏付けもあって、公共ファンドブリーフ債は信用力が高く、ドイツ連銀、欧州中央銀行（ECB）が市中銀行に短期資金を貸し出すレポ取引の際の担保適格債になっている。また、前例がないものの、発行体が経営破綻した場合、法律によって投資家の優先弁済権が保証されている。一方で、公共ファンド・ブリーフ債は、格付けはAAAでドイツ国債と同格であるが、連邦債とのスプレッド差は金利局面や残存年数にもよるが、流動性のリスクプレミアムを反映し通常 + 10 ~ 60bp の格差がある。

従来ファンド・ブリーフ債の最大の課題としては、流動性と市場の透明性にあった。こうした課題に対処する形で、95年にジャンボ・ファンド・ブリーフ債（10億DM ~ 50億DM、5 ~ 10年債が中心）が誕生した。ジャンボ・ファンド・ブリーフ債、通称「ジャンボ債」は、競売方式をとらない継続発行の従来方式とは異なり、3つ以上の金融機関によるシ団を通じ、マーケットメイクが公表された上で発行される。また、買い値・売り値スプレッドが小さくなるように、積極的にマーケットメイクされる。

現在では、ジャンボ債が事実上ファンド・ブリーフ債を代表するようになり（マーケットでは“Baby Bunds”の愛称が与えられている）、またユーロ市場等で他通貨建て発行されるグローバル・ファンド・ブリーフ債の大半は、公共ファンド・ブリーフのジャンボ債であ

る。こうした改革もあって、昨年の国際金融市場の混乱時においても、ファンド・ブリーフ債の流動性はDMユーロ債より高いとの評価を得るようになっている。

ジャンボ債の誕生によってその流動性が向上したことで、外国人投資家の保有比率が大きく伸びてきている。連邦債の欧州市場でのベンチマーク債化とならんで、ファンド・ブリーフ債の流動性向上は、閉鎖的で非効率との見方が強かったドイツ債券市場の評価を変えつつある。

遅れている社債市場

ドイツの国内社債市場は著しく遅れており、その規模は無視できるほどである。高い発行コスト、煩雑な手続き、税制等の制度な面での不利なため起債はユーロ市場中心となっている面があるものの、基本的にドイツの企業金融が間接金融中心であることを反映して、社債による資金調達そのものが限定的である。

ドイツの企業は、相対的に有利な条件で迅速に銀行から借入ができたこと（発行手続きが簡便な債務証書が好まれた）、また資本市場からの調達に際して必要な情報開示に対して、特に家族経営を主体とする企業形態がそれを忌避してきた事情がある。また、ドイツの銀行の方でも、証券業務兼営であるものの、収益性の高い銀行借入を勧める傾向が強いとされる。

ユーロ市場での起債の場合、大蔵省の許可も不要で手続きが簡単で発行コストも有利であるが、発行体の過半は金融機関が占め、ドイツ銀行をはじめとする大手商業銀行のユーロ債や、ジャンボ・ファンド・ブリーフ債などが中心で一般事業会社の発行は多くはない。

ドイツに限らずユーロ圏の社債市場は小さく、金融機関の発行を除いた事業債市場規模は98年6月末時点で1,360億ドルで、そのうち公営事業体が多いフランスが800億ドルと6割弱を占め、ドイツの社債発行額は190億ドル弱に過ぎない（表2）。

表2 ユーロ圏内の発行体によるユーロ圏通貨建て社債発行残高(百万ドル)

	一般産業		公益事業		合計
	民間	公共	民間	公共	
フランス	28,129	13,011	6,033	32,868	80,041
ドイツ	15,191	308	0	3,291	18,790
オランダ	12,535	225	84	1,049	13,893
イタリア	7,247	2,142	0	9,614	19,003
スペイン	413	112	1,870	1,016	3,411
オーストリア	381	57	0	496	934
合計	63,896	15,855	7,987	48,334	136,072

資料 ドイツ銀行リサーチ

だが、ドイツでもここ数年の間に、資金調達における銀行借入の依存は下がってきており企業金融も変化の兆しを示している。資金循環勘定から企業部門（金融、建設除く）の金融負債の動向をみると、銀行借入のウエイトが徐々に低下し、代って株式市場からの調達が着実に増加している（表3）。こうした傾向は、主に知名度の高い大企業においてあてはまり、近年の株高もあって「銀行離れ」現象に近い状況を一部もたらしている。

表3 ドイツの企業部門の資金調達状況（10億マルク）

	1993	(%)	1996	(%)	1997	(%)
銀行借入	1,542.8	47.2	1,858.0	45.2	1,969.7	43.4
短期	492.5	15.1	584.5	14.2	617.9	13.6
長期	1,050.3	32.1	1,273.5	31.0	1,351.9	29.8
保険会社借入	77.2	2.4	110.1	2.7	119.6	2.6
債券発行	221.0	6.8	101.5	2.5	94.6	2.1
株式	756.2	23.1	1,207.9	29.4	1,468.7	32.4
その他	672.7	20.6	832.1	20.2	884.2	19.5
合計	3,269.9	100.0	4,109.6	100.0	4,536.9	100.0

資料 ドイツ連銀

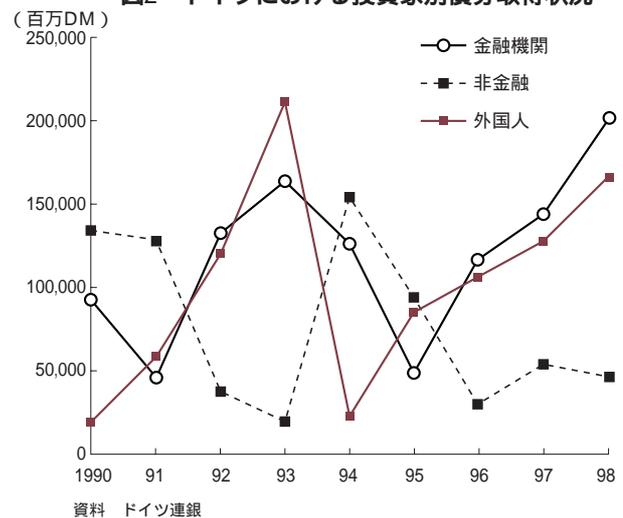
企業の資金調達においては、株高や欧州内での一連の証券取引所の改革や市場提携の強化もあって、今後も株式市場からの調達が先行して増加する方向にあるとみられる。だが一方、ユーロの登場で、域内投資家はより積極的に信用リスクを取った高利回り債券への投資意欲が強いだけに、今後中小企業を含め社債発行が増加することが期待され、かつ起債を促進する制度的な支援が望まれている。

外国人、投信の保有比率が上昇

ドイツ債券の保有構成は、ドイツ統一以降、90年代に大きな変化を示している。その最も大きなものとしては、外国人によるドイツ債券投資の大幅な上昇と投信の成長であろう。連邦債を中心としたドイツの公共債に対する保有比率で、外国人の保有比率はほぼ4割近くにまで達している。ドイツ統合に伴って発生した公的部門の巨額の資金需要と高金利、マルク高、一連の自由化措置の下で、外国人のドイツ債券投資は増大した。

また、その投資対象は、連邦債、DMユーロ債中心から、ジャンボ・ファンド・ブリーフ債の登場によって金融債へと広がってきている。金融債は、個人その他、投信、生保など機関投資家の保有比率が、その商品性の改善と合わせて着実に増加している。流通市場においても、外国人全体の債券取得は図2のように大きく上昇しており、ユーロ導入によって域内諸国からのドイツ向け投資リスクが減少したことで、そのウエイトは今後も高まっていくと予想される。

図2 ドイツにおける投資家別債券取得状況



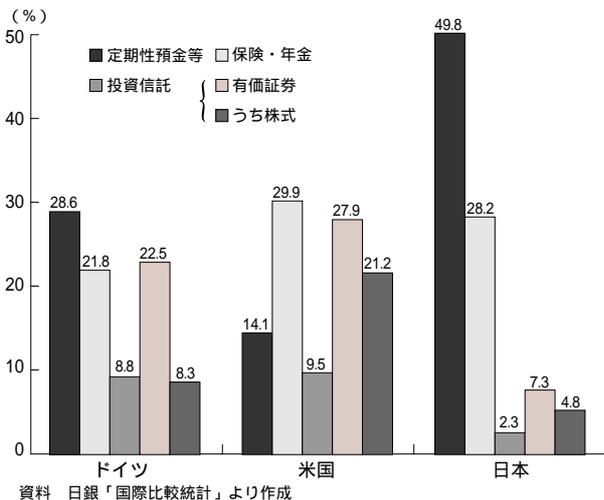
投信については、個人向けのパブリック・ファンド投信販売のなかでは、97年以降、株式ファンドが大きく伸び債券ファンドは相対的に

後退している。株式ファンドのなかで、残高ではドイツを投資対象にしたものが一番大きい。欧州域内を対象にしたファンドがユーロ導入を契機に大きく伸びている。機関投資家向けのスペシャル・ファンドも株式運用が増大しているが、残高では債券投資額の方が大きい。

企業年金に確定拠出型年金の解禁があるかどうか、また投信への課税強化案がどうなるかが、今後投信への資金流入に大きな影響を与えている。機関投資家間での運用競争が強まるため、投資対象は長期的な期待収益の高い株式投資が選好されるとみられるが、債券市場に対する投信経由の資金流入が持つ影響は高まることが予想される。

ドイツの個人部門の金融資産残高の構成をみると、有価証券の比率が22.5%と高く、また投資信託のシェアも8.8%と、これも米国の9.5%に並ぶ水準となっている。一般にドイツの家計金融資産の選択は「安全指向」が強いといわれており、定期性預金、債券保有比率の高さからこのことは肯首できるものの、長期金利の低下、高齢化の進行と公的年金に対する将来的懸念など、先進国共通の経済環境もあって、有価証券や投信のシェアが相当高いものとなっている（図3）。

図3 個人部門の金融資産残高の構成比（97年末）



一般に、金融資産の蓄積によって高利回り金融商品への選好が高まり、一方で税金、企業負担は今後も抑制基調にあることから、社会保障に対する「自助」要求度が上昇するため、民間年金基金を通じ、株式等を中心としたハイリターン資産への選好は引き続き強まるとみられる。

ユーロ圏内で高まる証券投資の相互依存

ドイツをめぐる証券投資フローの動きをみると、非居住者のドイツ向け証券投資はドイツ統一に伴う債券発行の急増と高金利によって92～93年にかけて大きく伸びた後で、94年にいったん急速に縮小した（図4）。

図4 非居住者のドイツ証券投資の推移（ネット）

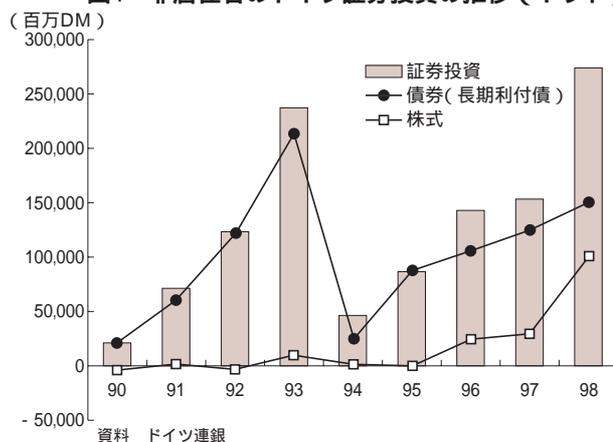
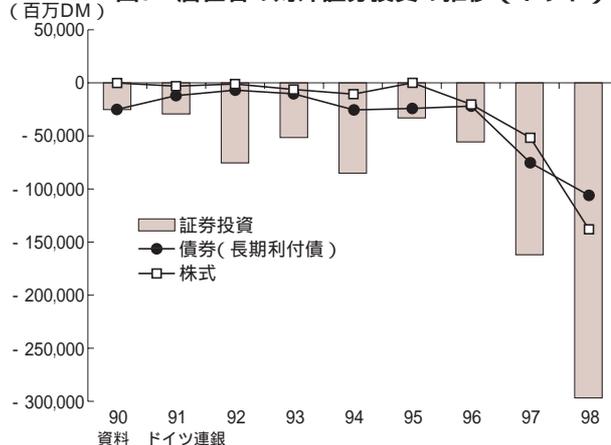


図5 居住者の対外証券投資の推移（ネット）



しかしその後、債券投資が回復するとともに、98年には米国からの株式投資が急増が加わり証券投資の流入は大きく伸びた。非居住者の債券投資をユーロ圏と非ユーロ圏で分けると、ユーロ圏外に位置し金融機関が集中するイギリスからの投資が圧倒的に大きくかつ買越し基調にあり、一方で税制面で有利なルクセンブルグでの大幅な売越しがみられる。

かたや、ドイツからの対外証券投資は、97～98年にかけて債券、株式とも大きく増加したが、相方ともその過半はユーロ圏向けで占められていた(図5)。98年のドイツからの債券投資をネットベースで見ると、ユーロ圏に集中しており、とりわけスペイン、ポルトガルが抜き出ている。外国株式への投資では、ドイツ国内での欧州を対象とした株式投信の販売の好調さにみられるように、投資対象国としてはフランス、スペインへの割合が高く、ユーロ圏外ではイギリスが大きなシェアを占めている。

まとめと若干の展望

ユーロ導入によって、域内投資家サイドのニーズからいえば、高い信用力と流動性を兼ね備えた債券へのニーズと共に、為替リスクがなくなったことで、より積極的に信用リスクをとっていかうとする姿勢が同時に強まっている。ドイツの債券市場の現状は、連邦債やファンド・ブリーフ債など、高い信用力に加え流動性を高めることで、投資家の前者のニーズに対応したものといえるが、後者のニーズに関しては、ドイツに限らず欧州の現状は十分なものとなっていないといえよう。

高利回り債券としては、イタリア、ベルギー国債などEMU周辺国の公共債以外に、社債に対する潜在的なニーズが強く、市場の活性化にむけた取組みも求められよう。年金、投信など機関投資家の資産運用の増加が見込まれるのに対し、公共債はEMUの制約等からも新規発行の抑制が続くとみられるため、運用先としての観

点からも社債市場の拡大が期待されている。

企業金融については、各国ごとの経済社会システムとの関係が深く、ドイツにおいて社債市場が短期的に拡大する状況は難しいようにみえるが、中長期的にはユーロ導入でいちだんと高まるとみられる企業間競争への対応からも、直接金融による資金コストの低減は重要視されてこよう。家族経営の中小企業や民営化された公企業は潜在的な社債発行体であり、また企業買収のための社債発行のニーズも大きいとみられる。

現状、欧州企業の社債はシングルA以上が中心で、米国にみられるようなハイ・イールド債など債券の多様性の点でも欠けている。そのため、こうした多様な発行体が社債市場に参入することで、ハイ・イールド債の発行が増加していくことが予想される。

また、最近の欧州債券市場では、BIS対策、ROA向上等の観点から、金融機関が保有する様々な貸出債権を資産担保証券(ABS)として流動化する市場が急拡大しており、今後も高い伸びが予想される。ABSの増大は債券市場の拡大をもたらすだけでなく、直接金融を促進させる効果も期待されている。

こうした欧州債券市場の発展は、イギリスのユーロ参加が実現すれば、その高度な金融ノウハウや市場インフラ等を通じて、欧州市場の厚みを質的にも大きく拡充させよう。だが現実には、金融センターを自国に取り込みたいとする各国の利害もあり、欧州市場の統合化は対立と競争を内在させた局面も考えられる。例えば、EU内での「税制調整」が各国の税制主権ともからんで、「総論賛成、各論反対」状態から抜け出せず、特に利子源泉課税をめくっては深い対立がEU内に残っており、効率的な市場形成に対する障害となる懸念がある。

(室屋 有宏)

地域経済の視点

交付税特会借入金 30 兆円の行方

地方自治体間の財政調整機能を担ってきた地方交付税制度が機能不全に陥っている。現制度では、国税の一定割合（交付税率）を地方交付税交付金として「交付税及び譲与税配付金特別会計」（以下、交付税特会とする）に一旦入れ、その後地方自治体に地方交付税として配付している。

しかし、昨今の税収の落ち込みを反映し、交付税特会の歳入（交付金収入）は自治体側が必要とする交付税額を下回ってきた。このため交付税特会は大蔵省資金運用部より借入を行い補填をしてきたが、その結果現在約30兆円にも上る借入残高を抱えてしまった。

この30兆円は過去の経緯から、8兆円が国負担、22兆円が地方負担に振り分けられている。後年度において景気回復により地方交付金収入が増大し、自治体側の必要額を上回った場合、その余剰分を返済に当てることになっているが、現在の見通しでは非常に難しい。

今国会に地方交付税制度の改革法案が提出され、その内容は右上のようなものであった。交付金収入増大のため、交付税率が引き上げられたが、自治体の交付税必要額を計算するための基準財政需要額に算入する項目を追加するなど、両面に渡る拡大が決定されている。しかし、30兆円にも上る借金の返済方法には言明され

ず、根本的解決方法は先送りされてしまったといえよう。現在は目先の収入不足を返済の当ての無い借金で賄っている状況である。

【地方交付税法等の一部を改正する法律案等の概要】

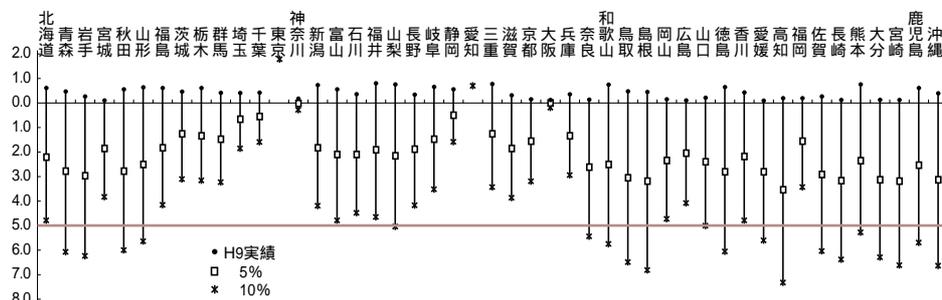
交付税率の引き上げ
抜本的な税制改正等が行われるまでの間、法人税の交付税率を35.8%（H11年度は32.5%）に引き上げ。
基本財政需要額の算定方法の改正
被災者生活さいけん支援基金に係る地方債の元利償還金を新規に算入。H10年度にける特別減税に伴う平成11年度の減収額の一定割合を特例加算。
交付税の算定方法の簡略化
地方分権推進計画に沿った交付税の算定方法の簡略化の一環として公有林維持管理費などについて単位費用化して算定するよう改正。

仮に交付税特会の歳出を削減する、つまり自治体の交付税収入を圧縮する形で、借入金を返済していく場合、自治体にどのような影響が出るのかについて簡単な試算を行ってみた。自治体が起債を制限される基準として、赤字比率5%（市町村の場合は20%）がある。地方交付税を一律5%削減した場合、高知・島根等の赤字比率が大きく悪化し、10%削減した場合、19の県が赤字比率5%基準を超えてしまう。

交付税収入に依存する自治体が多く存在する以上、代替財源がないままの交付税圧縮は地方財政を直撃する。特に財政基盤の弱い地方圏ではその影響は甚大である。このような状況下では、30兆円にも及ぶ借入金の返済は困難であり、「第2の国鉄」になる可能性は大きいと言える。

（丹羽 由夏）

図 交付税削減による赤字比率の変化



（注）平成9年度都道府県決算状況調のデータより、地方交付税収入を一律5%及び10%削減。