ISSN 1345-0018

金融市場

1999.11

潮 流

金融再編の原点にあるもの ・・・・・・・・・・・・・・・1

情勢判断

国内金融

内外から上昇圧力かかる長期金利・・・・・・・・2

国内景気

輸出入数量は回復傾向に・・・・・・・・・・・・・・・・・4

海外景気金融

引締め姿勢を保ちつつ政策効果を見守る米連銀 ・・・・5

変化のみられるユーロ圏の対外投資・・・・・・6

急回復を示すアジア各国の輸出・・・・・・・・・・7

今月の焦点

信金･信組の経営課題と自己資本増強策について ・・8

円高基調と日米資本収支の動向 ・・・・・・・・12

地域経済の視点

PFI事業の資金調達 ・・・・・・・・・・・・・・・・・・・17

海外の話題

スコットランドの旅 ・・・・・・・・・・・・・・・・・・・18

農林中金総合研究所

潮　流

金融再編の原点にあるもの

2～3年前、欧米で広がりをみせた資本系列を超えた大型合併・買収による巨大金融グループ形成の波が、わが国にも押し寄せてきた。夏場以降の第一勧銀・富士・興銀の事業統合、東海・あさひの持ち株会社統合、住友・さくらの合併構想などの相次ぐ公表は、大手行の金融再編に向けた動きが、従来のわが国の常識を超えた規模とペースで進行していることを窺わせた。これは、世界経済のグローバル化と金融技術革新の進行に伴う金融仲介機能の変化に即応した国際的な一連の流れであり、1300兆円超の個人金融資産を擁する金融大国であるわが国が、こうした動きの埒外にはあり得ないことを示したものといえよう。

具体的には、本年3月、金融健全化の方針に沿って各行が公的資金導入時に策定した「経営健全化計画」を仔細にみると、計画終了時の2003年3月期の当期利益・総資産利益率（ROA）が0.2～0.4％、株主資本利益率（ROE）が6～8％と国際的業務を行う欧米有力行（米銀ではROA1％、ROE15％）と比較して低く、これらの銀行が欧米と遜色のない競争力を確保していくうえで、「経営健全化計画」で想定された以上の経営改革を必要としたことは容易に想像できる。

事業統合・合併の狙いにつき関係行の責任者は、第一に間接金融から直接金融への流れのなかでの事業基盤の再構築、第二にＩＴ（情報技術）革命に伴う金融仲介技術向上とこれを可能にする情報化投資拡充の必要性を指摘している。国内経済の成熟化により投資機会が減少し、メインバンク制、企業系列取引、株式持ち合いなど戦後の高成長を支えたわが国独自のシステムの有効性が失われる一方、グローバル化のメリットを享受し得る国際資本市場での運用力強化を迫られるなかでは、上記の方向は蓋し当然の判断である。

ただここで肝心なことは、拡充する事業の内容が「規模」の拡大ではなく、「質」の充実であり、その「質」の中味は、自らの顧客基盤に対して「預貸」などの在来の事業の枠組みに囚われない、多様なニーズ（利便性、安全性、収益性など）に即した金融サービスを用意していくことである。

メガバンクを目指す各行にとって最大の課題は、関係者の背後にある各組織の歴史や文化、企業グループ・職員間の利害関係の調整であろう。様々な課題を克服して、所期の狙いを実行できる柔軟な組織づくりを行ううえで、こうした「顧客ニーズ」重視の原点に立ち戻って、そのサービスを提供する個々の事業単位をソフトなネットワークで組み合わせていく努力が不可欠である。

世界的な金融再編の第二波は、米国で銀証分離を規定した金融制度の改革とユーロ域内周辺国（スペイン、イタリアなど）での金融再編により一段と加速する方向にある。

（理事研究員　荒巻　浩明）

情勢判断

国内金融

内外から上昇圧力かかる長期金利

要　　約

G7での円高懸念共有声明を受け、日銀は、金融緩和効果の一層の浸透を図るべく、金融市場調節手段の多様化を決定した。長期金利は、ゼロ金利効果等でのカネ余りから1%台後半で推移しているが、年末にかけては第二次補正での国債増発による財政リスクプレミアム拡大と欧米の長期金利上昇の影響を受け、上昇圧力が強まろう。円相場は、日銀の緩和スタンス等から円高は一服しているが、インフレ懸念から調整局面にある米国株価動向がドル安リスクとして懸念される。

表1　金利・為替・株価の予想水準

（単位 %、円／ドル、円）

年度／月	99年度				2000年度		
	6 実績	9 実績	12 予想	3 予想	6 予想	9 予想	12 予想
CDレート(3M)	0.03	0.03	0.03	0.05	0.10	0.30	0.50
短期プライム	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375	1.625
10年最長期国債	1.84	1.71	2.00	2.00	2.00	2.40	2.50
長期プライム	1.9	2.3	2.4	2.4	2.4	2.7	2.8
為替相場	121	106	105	105	108	105	103
日経平均株価	17,530	17,605	17,000	18,000	18,500	19,000	20,000

（注）月末値、実績は日経新聞社調。

ここ1ヶ月の金融情勢
日銀、金融市場調節手段の多様化を決定

内外から追加金融緩和を求める声が高まる中で、日銀は、金融緩和効果の一層の浸透と2000年問題に対応するため、TBの買切りオペ導入、レポオペ対象への2年物国債の追加など資金調節手段の機能強化及び市場調節・貸出運営の弾力的対応を決定した。決定翌日より年末超え資金供給オペを実施しているが、機関投資家が年末超えの運用を絞り込んでいることもあり、今のところ年末超え金利は高止まりしている。

債券市場は、機関投資家が下期の期初でキャッシュポジションが高い状況下、9月日銀短観は景況感の改善は進んだものの設備投資は依然慎重で景気の本格回復はまだ先と受け止められ、都銀の買いなどで、新発10年国債利回りは一時1.6%割れまで低下。その後は二次補正論議の活発化や米国長期金利上昇などから1.8%台に上昇した。

円高一服も、米株調整に警戒感

為替相場は、9月のG7での円高懸念共有の声明、これを支持するNY連銀総裁発言、9月短観が予想の範囲内だったことなどから、円高も一服。また、ユーロが、8月のドイツの製造業受注が前月比5.1%増となるなど全般に景気回復期待が高まり、対ドルで上昇に転じてきたことも、それまでの円独歩高の歯止めとなった。ただ、一方で、米国でインフレ懸念から長期金利が上昇、NYダウが一時10,000ドル割れとなりドル安懸念が強まり、為替相場は神経質な展開となった。

株式市場は、円相場と米国株価動向を睨んだ展開となっており、9月下旬に17千円割れとなった日経平均株価は、10月上旬には円高修正から18千円台を回復、その後は米国株下落から17千円台前半まで下落した。

向こう3ヶ月程度の市場の注目点
カネ余りVS財政リスクプレミアム

債券相場は、蔵相発言の第二次補正5.5兆円の国債増発を織込み、自自公連立で介護保険料軽減を巡る歳出拡大、税収見通しの1兆円程度の下方修正、金融機関破綻処理に伴う交付国債増発（5兆円を目処）など更なる国債増発懸念や郵貯大量償還に伴う資金運用部資金繰り問題を警戒しつつも、社債の格付けによる金利差の

縮小にみられるように、消去法的ながらもカネ余りによる買い意欲の方が強い感がある。

ゼロ金利継続や企業のバランスシート調整から金融機関のカネ余りは継続しようが、12月中には、国債の増発額と民間引受け額が決定し懸念が現実のものとなれば、この財政のリスクプレミアを織込み長期金利が2%を超える可能性は高いとみられる。また、米欧の長期金利が上昇基調にあることも上昇圧力となろう。

なお、日銀は、TBの買切りオペ導入に際してはオペ対象となったTBの償還をロールオーバーではなく現金償還すると言明しており、いわゆるマネタイゼーションには踏み込みたくないとみられる。従って、円急騰や長期金利急上昇等から再度経済がデフレスパイラルに陥るリスクが高まらない限りは、長期国債買いオペ増額に踏み込む可能性は少ないとみられる(注)。

（注）長期国債の買いオペ増強による日銀のバランスシート毀損の長期的コストの問題については、日銀金融研究所の翁所長が最近の論文(99/10ディスカッションペーパーシリーズ)で指摘している。

当面円高地合いは継続

日・米・欧の景気の方向性としては、日・欧は回復方向に動き出し、米国は景気スローダウンに向けた政策スタンスをとっており、成長率は緩やかに収束の方向にあるとみられる。日、欧では日本の回復期待が先行し円高が進行したこともあり、当面の通貨の強さとしては、ユーロ、円、ドルの順となろう。

目先的には、日・欧vs米の貿易不均衡が過去最大となる中で、米国がインフレ懸念から株価が調整局面にありドル安リスクが高まっていることが懸念材料となっている。

米国株が大幅な調整となった場合、これまで日本株のウェイトを高めてきた外人投資家はリスク回避からある程度日本株売りに動くと予想される。また、過度にドル安リスクが高まるような合には、通貨当局が協調介入に動く可能性が高まろう。

以上より、当面は円高地合い継続も100円を割れて過度に円高が進行する可能性は少ないとみられる。

また、日本株は、米国株の調整では前述のとおり米国株と連動性の高いハイテク株中心に外人投資家等の売りが予測されるが、昨年バブル崩壊後の安値を付けた要因となった金融不安は大きく後退しており、下値は限定的とみられる。

（99.10.22堀内 芳彦）

図1　主要国の国債利回りの推移

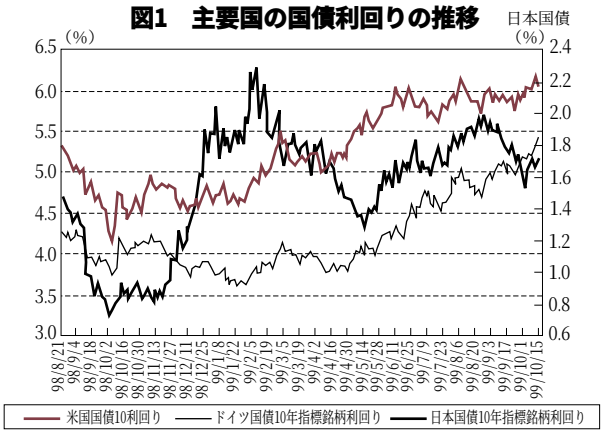


図2　日経平均とNYダウの推移

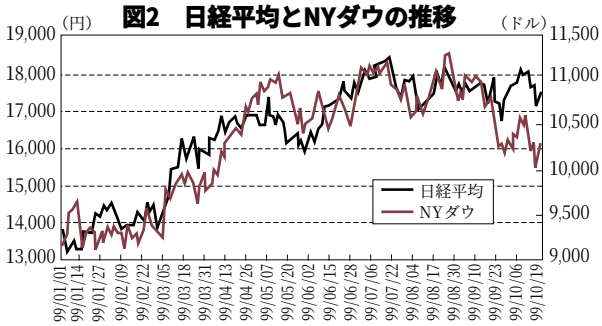
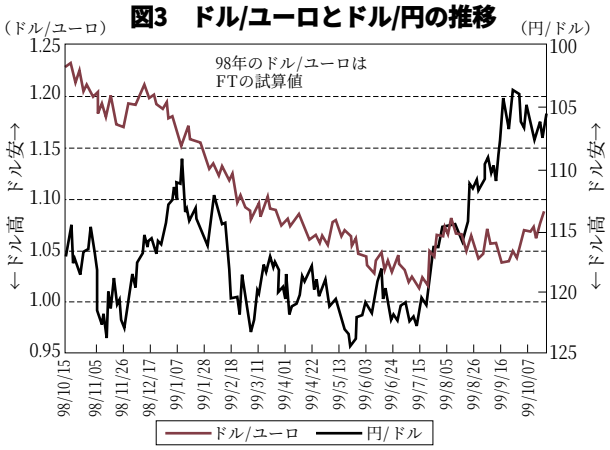


図3　ドル/ユーロとドル/円の推移



資料　Datastream

国内景気

輸出入数量は回復傾向に

改善する輸出入数量

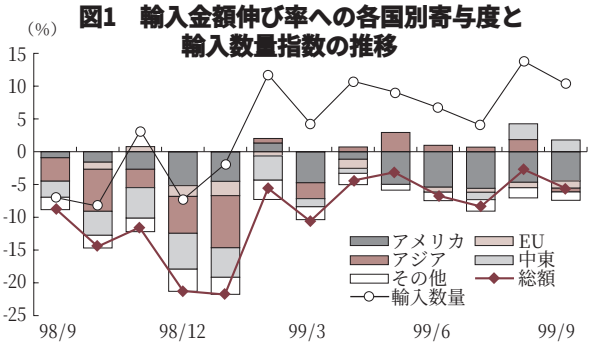
アジア経済の回復・米国経済の好調さを受けて輸出数量が改善し、国内の消費や住宅投資の堅調さを受けて輸入数量の拡大傾向が続いている。輸出は今年6月、輸入は2月から前年比増加に転じており、金額ベースでも今年に入ってから輸出入とも前年比マイナス幅を縮小している。

増加する対アジア貿易

輸入数量は9月には前年比＋10.4％の伸びを示し（図1）、特にアジアからの輸入数量が前年比＋14.2％と2月以降増加が続いている。パソコン等の一部国内需要が堅調なこと、アジアに生産拠点をもつ日本企業の企業間貿易が増加していることなどを背景に、アジアからの半導体・事務用機械等の輸入が伸びている。逆に米国からの輸入は同品目が減少しており、円高によるアジア諸国の価格競争力の回復が推測される。

また、金額ベースで見ると、原油価格の急騰を受け、中東からの輸入が＋21.7％の増加となった。

図1　輸入金額伸び率への各国別寄与度と輸入数量指数の推移

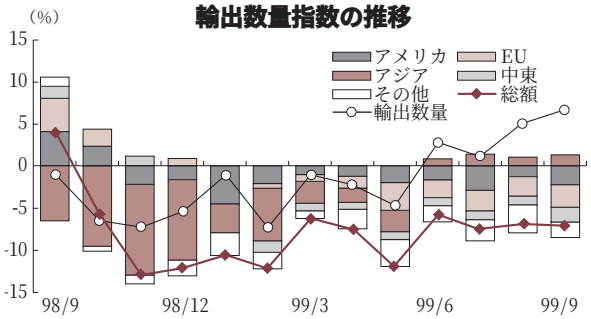


資料　大蔵省「外国貿易概況」
（注）1. 通関ベース。
2. 前年同月比。

9月の輸出数量は、円高の影響を上回る海外需要の強さを受けて前年比＋6.6％と4ヶ月連続の増加となった（図2）。国別にみると米国（+9.2%）・アジア（+15.6％）向け輸出の回復が目立つ。米国の好調な消費を背景に自動車の輸出が増加、また、アジア経済の回復にともなう需要増から自動車部品・半導体・鉄鋼・化学製品といった主に加工用中間財の輸出が増えている。

減少が続いていた欧州向け輸出数量は9月には前年比1.1%プラスに転じ、今後も欧州の経済回復にともない増加がみこまれる。一方、アジア向けに輸出されている財については最終需要地が米国のものも多いため、とくに米国経済の動向には注意を要する。また、ハイテク関連産業への台湾大地震の影響が懸念される。

図2　輸出金額伸び率への各国別寄与度と輸出数量指数の推移



資料　大蔵省「外国貿易概況」
（注）1. 通関ベース。
2. 前年同月比。

輸出が生産回復を牽引

企業が生産・調達拠点の分散を進めてきたことから企業の円高対応力は強まっていると言われるが、急激に円高が進行すれば対応に遅れが生じ、中小企業中心に体力を弱める結果となろう。また、円高のため輸出価格は下落が続いているにもかかわらず、輸入価格は原油を含む商品市況の上昇を受けて下げ止まりつつあることから、企業収益にとって厳しい環境となってきている。

米国経済の減速や急激な円高の進行といったリスク要因はあるものの、輸出の改善が企業の生産回復を牽引する面が大きい。公共投資が減速し、個人消費・住宅投資も伸び悩む中、輸出の改善を背景に生産の増加が国内景気の下支えとなるだろう。

（鈴木　亮子）

海外景気金融・米国

引締め姿勢を保ちつつ政策効果を見守る米連銀

金利据置ながら引締めバイアス採用

米FRBは6月と8月のFOMCで計50ベーシスの利上げを行って過熱気味の内需の抑制とインフレ懸念の解消を図ったが、景気安定化の兆しはいまだ部分的なものにとどまっている。

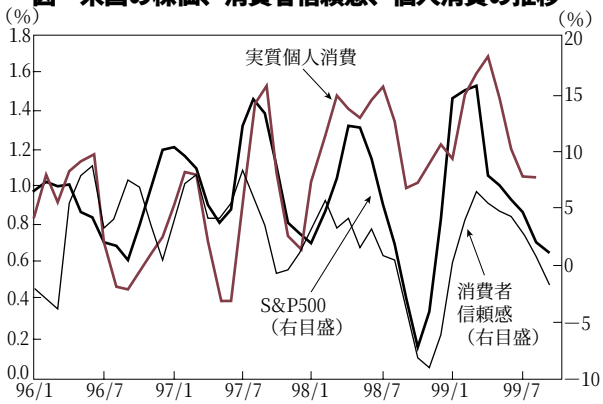
8月、9月の雇用統計では、非農業雇用者数の伸びが鈍化（9月はハリケーンの影響もあり減少）となって、国内供給面からはやや伸び悩みの兆候もみられる一方、住宅着工戸数は未だ高水準で推移し、個人消費の伸びも8月に実質0.6％増となる等、内需の強さが続いているため、輸入の大幅増加から貿易・経常収支は急速な赤字拡大となっている。物価に関しては、9月の生産者物価が前月比＋1.1％（コア＋0.8％）上昇と大幅な上昇を記録したが、これにはタバコの値上げ等の一時的要因が大きく、また消費者物価上昇率は総じてこれまでのトレンド内に収まっており、足下ではインフレ加速が顕在化するには至っていない。とはいえ米国内需の強さが残る中ではインフレ懸念払拭は容易ではなく、長期金利は上昇、株価も軟調に推移している。

ただ長期金利上昇、株価の調整やドル安は、過熱気味の米国内需を抑制するのに必要な過程であることもいうまでもない。10月5日のFOMC（連邦公開市場委員会）では金利据置・引締めバイアスの採用が決定されたが、（経済の）「総供給と総需要のバランスおよび金融市場の状況について追加的に得られる情報を評価していくことが必要」等の声明には、資産市場に生じつつある調整が実体経済に及ぼす影響を、FRBが慎重に見極めようとしている姿勢がうかがえる。11月のFOMCでの利上げの可能性は、雇用統計の結果や株価動向によって左右されよう。

株価との連動性高まる消費動向

実際米国の消費者心理や消費支出と株価との連動性は近年急速に高まっている（図）。

図　米国の株価、消費者信頼感、個人消費の推移



資料　米国商務省、コンファレンスボード
（注）それぞれ3か月移動平均の3か月前比。

96年頃までは直接的な連動関係がみられなかった株価と個人消費が、97年以降は変動のピーク・ボトムがほぼ一致して推移するようになっている。この傾向が続くのであれば、株価の調整次第で個人消費の伸びが鈍化してくる可能性があろう。ただし問題は個人消費の伸びが近年上方トレンドを持っていることであり、個人消費の伸びを抑制するために、より大きな株価の調整が必要になっていることが示唆されていることである。株式市場への影響も配慮しているのが現在の米金融政策の特徴といえようが、株価や消費者心理の強さが続けばインフレ懸念が残り、利上げ期間が長期化する可能性が高まることになる。

ただグリーンスパン議長も指摘するように「投資家心理の反転はほとんどの場合、突然、前触れも無く起こる」（10/14の講演）ものであり、年末～年初にかけてはY2K問題という不確定要因もある。FRBは投資家心理にも配慮しつつ、慎重な政策運営を続けることになろう。

（小野沢　康晴）

海外景気金融・欧州

変化のみられるユーロ圏の対外投資

回復軌道をたどるユーロ圏経済

欧州景気は全体として緩やかな回復軌道をたどりつつある。ユーロ圏全体の実質GDPは第2四半期に前期比＋0.3％増と、第1四半期の同＋0.4％に比べ鈍化したものの、これには第1四半期が好天の影響で建設活動が通常以上に活発だったことや、イースター休暇の日付要因等が影響しており、それまで足を引張っていた在庫投資と外需の悪化が止まり、循環的な拡大局面に移行しつつあるといえる。

ユーロ圏全体の鉱工業生産指数（建設除く）も、7月に0.1％増と6月の0.8％増に続いて増加となっており、それまでの前月比マイナス基調を脱している。需要の増加が在庫調整の終了を経て、生産増に結びつく状況になってきた。

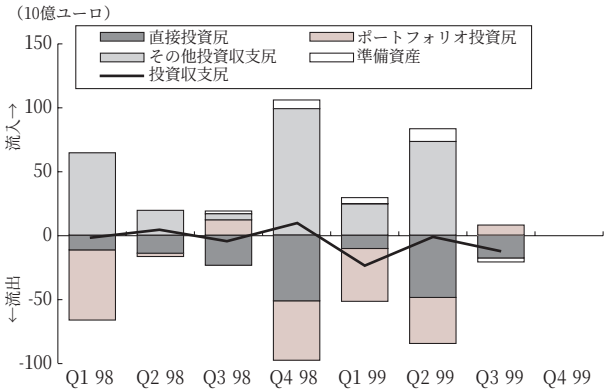
雇用についてはユーロ圏全体のデータ整備が遅れているため詳細は不明だが、ECBによれば、製造業の雇用は昨年の生産鈍化の影響が残っていまだ減少となっているものの、サービス産業の雇用は緩やかな増加傾向となっている模様（ECB月報10月号）である。サービス産業では短期契約やパート労働等の柔軟な契約の雇用形態も増加しているとされ（同月報）、欧州でも次第に柔軟な労使慣行が拡大してきている面がある。

物価はユーロ圏全体の消費者物価上昇率が9月に前年比1.2％にとどまり、エネルギーと食料を除くコアベースでは前年比0.9％と安定しているが、景気の持ち直しや春季の賃金交渉の時期が近づいていることもあり、それらの動向を考慮しつつ、予防的な金融政策が実施されることになるとみられる。

細り始めたユーロ圏の対外投資

前月号で指摘したように、昨年後半から今年前半にかけてユーロ圏からの対米証券（社債、株式）投資が拡大し、それがドル高・ユーロ安にもつながったが、ユーロ圏の景気回復、市場金利の上昇を背景にユーロ圏の対外投資動向にも変化がみられる。7月のユーロ圏の投資収支ではM&A関連の直接投資は流出超過になっているものの、ポートフォリオ投資は流入超過に転じている（図）。

図　ユーロ圏の投資収支と各収支尻の推移



資料　ECB
（注）　99年第3四半期は7月実績を四半期換算したもの。

ユーロ圏内での金利上昇や域内資金需要の増加が対外投資の鈍化に結び付いている状況とみられる。

ドル・ユーロの動向が注目

米国経済にインフレ懸念や対外ファイナンス懸念が生じ、ユーロ圏では景気回復期待が高まる中では、ユーロ圏から米国への資金流入が鈍化し、ユーロ圏への資金流入が拡大することは循環的な動きとしては自然である。その結果ユーロ高が進行すれば、米国の対ユーロ貿易収支も次第に改善に向かい、米国の対外収支悪化もある程度は収まることが期待できる。ただ資金の動きの不安定さから短期的に大幅な相場変動が生じた場合には、それを緩やかなものにするために協調介入等の手段がとられることも考えられよう。

（小野沢　康晴）

急回復を示すアジア各国の輸出

急回復を示すアジア各国の輸出

アジア危機以降低迷を続けていたアジア各国のドル建て輸出が、昨年後半から今年前半に底打ちし足元で急回復を示している（図）。

輸出急回復の要因としては、第1にアジア各国輸出に占める域内取引のウエイトが高まっていたなかで危機が発生したが、98年後半から今年初めにかけ各国景気が相次いで底打ちしスパイラル的に輸出回復が進んだこと、第2に各国対ドル為替レートが98年1月を底として概ね穏やかな回復基調にあること、第3に原油価格等の一次産品価格や半導体市況が足元で回復基調にあること、さらに危機によって一時細っていた貿易信用供与が、混乱の落着き、新宮沢構想による短期金融支援等により回復してきたこと等によるとみられる。

品目に偏りが見られる輸出回復

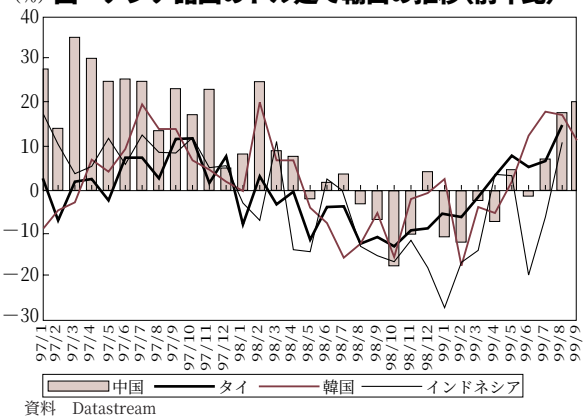
急回復している各国輸出の内訳をみると、増加している輸出品目に偏りがみられる。

韓国では、6月以降輸出が前年比2桁で増加している。品目別では半導体、自動車、コンピューターが2桁の伸び(8月)を示し、これらを含む上位10品目の総輸出額に占める比率は97年には55.1%であったが今年は8月までの累計で59.5%に上昇している。また輸出相手国別ではアジア、日本、欧州向け輸出の好転と最近の円高等で米国向けの増勢が寄与している。

タイでは、域内および日本向けの回復で4月に輸出が増加に転じて以降増加基調で推移し、9月は前年比10.8%増と2ヵ月連続の2桁の伸びを示した。品目別では自動車・輸送機器、電機、電子等の増加が顕著である。また、足元でのバーツ下落による価格競争力の高まりで、当面輸出の堅調推移をタイ当局は予想している。

次にインドネシアでは、増減の変動が激しい

図　アジア諸国のドル建て輸出の推移（前年比）



資料　Datastream

が原油価格上昇もあり回復の兆しが窺える。

中国では、昨年後半以降輸出の低迷が続いていたが、7月以降アジア、日本向けの輸出の回復で急回復している。品目別では輸出増値税の還付率の引上げ等で繊維製品輸出が増加に転じ、機械、電機、輸送機器が好調である。

中国人民元切下げ観測は当面遠のく

輸出の回復で9月末の中国の外貨準備高は1515億ドルに達し過去7四半期で最高の伸びを示した。国内景気は国有企業改革等による失業者の増大等でデフレ傾向が続き第3四半期の成長率は前年同期比7％と減速傾向をしめしているが、9月600億元の国債増発で財政出動による景気対策を実施する予定もあり、人民元の切下げの可能性は当面遠のいたとみられる。

前述各国のドル建て輸出の水準自体は中国、韓国を除き危機前(97年1月)の水準にほぼ回復したレベルで、品目にも偏りがあり輸出の全般的な回復という段階ではない。現状韓国、タイ等では2000年問題関連の半導体等の駆込み需要が輸出急回復に大きく貢献している面があるが、年明け以降の輸出への悪影響等が懸念される。

（千葉　進）

今月の焦点

信金・信組の経営課題と自己資本増強策について

要　　約

信用金庫と信用組合を巡る環境は、他業態との競合や監督体制の変化等により、激変している。個別組織間や地域間での格差が拡大する中、信金は業態内での不振先吸収により比較的破綻が目立たないのに対し、信組は預金保険機構の資金を投入しての再編・破綻が急増している。業界全体としての生き残り、ならびに信頼性確保のためには、自己資本増強の枠組みと、その運用の成否が要となるであろう。

悪化の目立つ信組経営

最近の信金・信組の経営動向をみると、まず預金については、信金の堅調な伸びと、信組の急減が目立っている（図1-1）。信金はバブル崩壊以降も増加基調を維持しているのに対し、信組は95年3月をピークに減少を続けている。この要因としては、信組は破綻増加により信用不安が払拭できないことに対して、信金は業界全体としての信頼性を維持できていることと、業態の破綻処理方法の相違（後述）があげられよう。

図1-1　金融機関別貸出残高推移（年度末）91/3=100として指数化

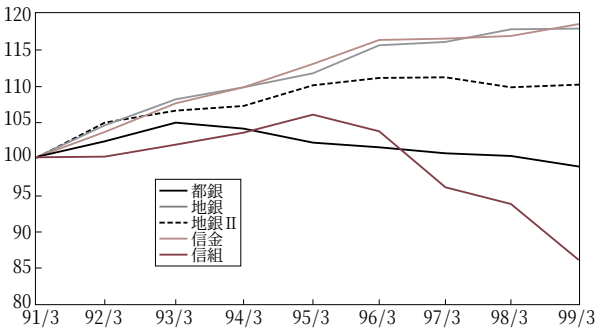
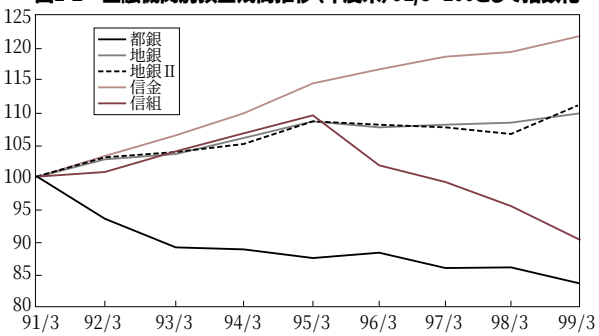


図1-2　金融機関別預金残高推移（年度末）91/3=100として指数化



資料　日銀「金融経済統計月報」

貸出については、大手銀行が貸出資産を圧縮する中、信金は直近でも増加傾向を続けている（図1-2）。

その理由としては、大手行の貸し渋りが問題となる中、信金は自己資本比率が国内基準(4%)で余裕があることや、「特別保証制度」案件に対し、積極的な取組みを行なったことがあげられる。

一方、信組の貸出は、95年3月をピークとして急減しているが、これも預金と同様の要因によるものであろう。

預貸金以外の経営指標をみると、業務純益ベースでのＲＯＡについては、大企業取引の多い都銀や地銀に対し、信金は優れた数値となっているが、不良債権比率については、特に信組の高い数値が際立っている(表1)。

表1　業態別経営指標（平成11年3月期）

	機関数	総資産（兆円）a	貸出金（兆円）b	リスク管理債権（億円）c	業務純益（億円）d	不良債権比率 c/b	ROA d/a
都市銀行	9	390	249	128,840	19,090	5.16%	0.49%
地方銀行	64	200	139	67,690	9,500	4.88%	0.47%
第二地銀	57	65	48	26,080	2,950	5.45%	0.45%
信用金庫	393	133	77	51,320	7,150	6.68%	0.54%
信用組合	289	25	16	17,660	1,190	11.32%	0.48%

リスク管理債権は、単体ベース。
資料　金融監督庁「11年3月末におけるリスク管理債権等の状況について」

業態内での格差拡大

信金・信組の経営環境は、他業態との競合により激化している。その背景には、「経営健全化計画」に見られるような都銀のリテイル重視

戦略や、都市部でバブルの痛手を負った地銀の地元回帰の動き等がある。

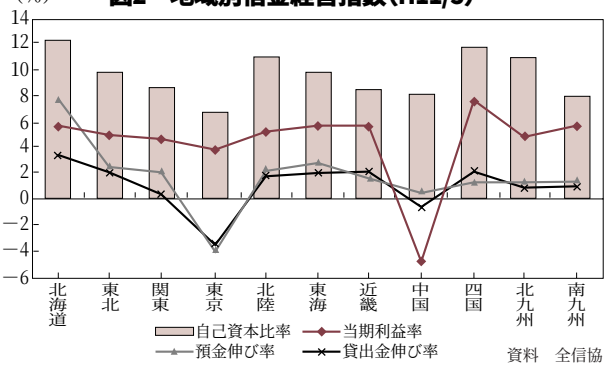
また、資金吸収面については、近年競合先となっていた郵貯への資金が、近く大量満期を迎えるため、その獲得が課題となっている。一方、貸出については、上記不良債権比率にみられるように、資産内容の劣化が問題である。主要貸出先である中小製造業は1/6が債務超過(通産省、平成10年中小商工業調査)と言われる中、不動産価格の下落が都市部の信金・信組に痛手を与えており、最近の業界再編の引き金となっている。

さらに、信金・信組ともに次のような業態内格差が注目されている。

①信用金庫

総じて地元密着型の戦略を明確に打ち出しているが、地域間格差は拡大している（図2）。一般的に他業態との競合が激しい都市部が厳しい状況にある中、地方ではそれらの追随を許さない信金もある。

図2　地域別信金経営指数（H11/3）



資料　全信協

例えば、北海道ではもともと信金のシェアが高かったことに加えて、北海道拓殖銀行の破綻や中央機関の積極的な自治体とのパイプ作り等もあり、7割以上の市町村で信用金庫が指定金融機関に採用され、強みを発揮している。

②信用組合

信金業界に比べて個々の組織の設立経緯や性質が異なっているため、組織間の格差は大きい。グループ化してみると、一般的に経費率の低い業域・職域信組（注）の方が圧倒的に経営内容が良く、地域等との格差が顕著となっている（表2）。

信組にとっては、業界自体の縮小が一番の問題点であるが、特に業域・職域以外の信組で再編が加速している。

表2

（単位 %）

	組合数	運用利回り	調達原価率	総資金利鞘	自己資本比率
地域	221	2.978	2.451	0.527	7.02
業域	36	2.703	1.948	0.755	12.51
職域	31	2.999	1.796	1.203	10.62
全国計	288	2.967	2.401	0.566	7.39

事業譲渡予定組合を除く288組合ベース。
H11/3期決算の数値。
外国系信組は「地域」に含まれる。
資料　全国信用組合決算状況（速報）

(注)業域信組は医師などの同一業者から、職域信組は会社や官庁などの職場を同じくする勤労者から構成される信用組合である。

業界再編と破綻処理

①信用金庫

信金・信組の破綻処理の特色をみると、まず信金は、従来より業界内のセーフティネットである「相互援助制度」が活用されてきており、不振先を業界内で吸収することにより外部への負担要請をほとんど行なってこなかった。このことが、個々の信金の信頼性にも結びついていると考えられる。

しかし大都市圏を中心に、経営内容の悪化が目立つ信金の再編は加速しており、相互援助制度の資金面での限界も視野に入りつつある。そのため昨年、同制度は改正され、破綻処理は原則預金保険制度を適用する方式に変更された。現在信用金庫は、預金保険制度に対して年間約780億円もの保険料を負担しているものの、利用することはほとんど無く(注)、これに対しては優良信金から不満の声も上がっていた。ただし、預金保険制度を活用しても「業態内処理」

は堅持される見込みである。

(注)近年では東洋信金、釜石信金の破綻処理でしか利用されていない。(文末参考資料)

②信用組合

これに対し信用組合は、95年のコスモ信組や木津信組の破綻以来、バブル崩壊の影響を受けた信組の破綻や外国系信組の再編が目立っており、これが業界全体の信頼性低下につながっている。

信組の破綻処理は、地域内で受け皿を探すことが難しく業態内で完結できないことから、破綻先は地銀などの他業態に吸収される例が多く、業界自体が縮小している(図3-1、3-2)。

図3-1　信金・信組数の推移

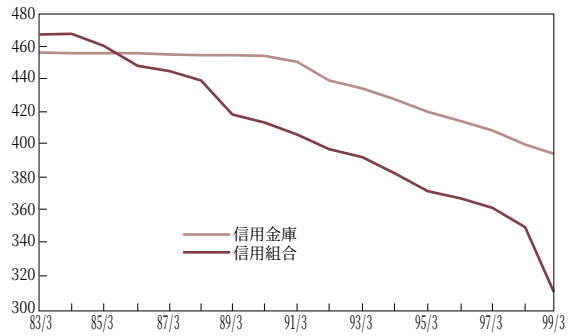
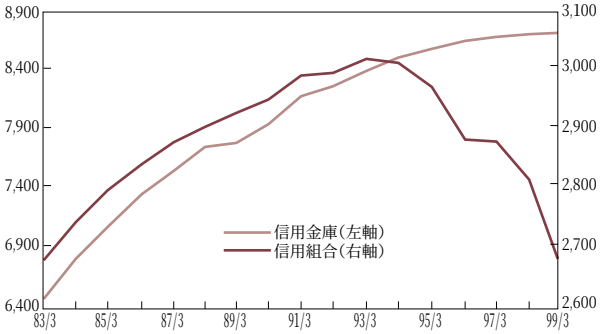


図3-2　信金・信組店舗数の推移



資料　「金融年報」「信用金庫」「信用組合」

破綻処理に当たっては、監督当局である自治体や預金保険機構も関与せざるを得ず、破綻要因も含め社会問題化することが多かった。特に98年4月の早期是正措置導入により再編は加速しており、98年度には24信組、今年度に入ってからもすでにそれ以上が破綻している。

信組は、信金に比べると中央機関の指導力が発揮しにくい構造にあるといえる。業態内でも、地域、業域・職域、外国系といった設立経緯や性質の異なった機関が共存しているため、全体での意思統一が容易ではないことが主因である。

今まで信組の破綻には預金保険法が適用され、破綻と同時に受け皿金融機関を決めて、預金保険機構の資金援助を受け営業譲渡されていた。しかし最近、金融再生委員会は、信組の破綻処理にも金融再生法を適用し、資産査定の厳格化、破綻原因究明、ならびに関係者の責任追及を行なっていく方針を表明している。

また、2000年4月からは、監督権限が都道府県から金融監督庁に移管されるため、検査基準は均一化、厳格化されることが予想されており、さらなる整理・再編の動きが加速するであろう。

注目される自己資本増強施策

信組の監督機関の移行に加えて、今年度決算より金融機関の統一基準である金融検査マニュアル(注)が適用される。そのため、資産の査定方法は急速に厳格化され、償却負担の増加は資本勘定への影響を与えることとなる。

(注)金融検査マニュアルについては、内容が協同組織金融機関に馴染まない等、採用に当たっての意見調整が長引いたものの、金融機関一律の基準が導入される意味は大きい。

このような状況のもと、今後不足が見込まれる自己資本を充実させるための枠組みが検討されている。加えて、2001年4月からのペイオフ解禁に備え、預金流出を防ぐためにも、信頼性向上の基礎となる自己資本の増強は不可欠であろう。

協同組織金融機関の自己資本増強については、現在中央機関(農中、商中、全信連、全信組連、労金連)への優先出資が認められている

他、次のような枠組みが整備、検討されているところである。

①信金に対する全信連の劣後ローン

昨年より、全信連は全信組連と同様、個々の信用金庫に対する劣後ローンの供与を開始させている。全信連は自己資本算出に当たり、ダブルギアリングとならないよう、相当分を控除している。そのため、今後の対応余力には限界があるといえよう。

②信用組合移管円滑化機構

金融監督庁は、信組の監督権限を都道府県から移管受けるに当たり、1800億円を出融資する「信用組合移管円滑化機構」の設立を提案している。業界内にはすでに「全国信用組合保障基金機構」というセーフティネットがあるが、相次ぐ破綻により資金的余力に乏しく、今後加速するであろう再編には対応しきれないと見られている。

しかしながら円滑化機構への融資を要請されている日銀は、自行のバランスシート悪化懸念などから、出資に対しては慎重な姿勢を表明している。

③信組の優先出資証券発行解禁

優先出資法を改正し、従来中央機関にしか認められなかった優先出資を個々の信用組合に対しても認める方針が検討されている。円滑化機構の構想でも、優先出資証券の引受が盛り込まれている。

ただし、組合員以外からの出資は協同組織金融機関の本質からはずれるとの見方もあり、業界の要望に対し実現には時間を要すると思われる。

以上のように、信金・信組はすでに個別組織間の格差が顕著となっている中、不振先の整理・撤退が増えており、それに対するコストも社会問題となっている。

業界全体としての信頼性を維持、向上させるためには、今までのセーフティーネットに加え中央機関のリーダーシップ、ならびに破綻処理と自己資本充実への枠組み整備が緊急に望まれている。今後は、これらの策定と運用の成否が、業界存続のための要となるであろう。

（萩尾 美帆）

参考資料

最近の預金保険機構による資金援助の実績（平成11年6月現在）

（金額　億円）

実施日	破綻金融記関数	うち信組	金銭贈与金額	資産買取金額	合計金額
平成7年度まで	10	6	7,092	―	7,092
平成8年度	6	5	13,449	900	14,349
平成9年度	7	6	1,546	2,394	3,940
10年4月	1	1	817	264	1,081
5月	1	1	2,626	476	3,102
6月	―	―	―	―	―
7月	―	―	―	―	―
8月	1	1	21	12	33
9月	1	1	100	31	131
10月	3	1	521	3,668	4,189
11月	5	3	19,046	18,063	37,109
12月	3	3	418	285	703
11年1月	4	4	811	265	1,076
2月	6	6	752	438	1,190
3月	5	4	1,657	3,313	4,970
平成10年度	30	25	26,769	26,815	53,584
11年4月	3	2	8,086	64	8,150
5月	2	2	2,121	547	2,668
6月	2	2	708	305	1,013
平成11年度	7	6	10,915	917	11,831
累計実績	60	48	59,771	31,026	90.796

援助実績は、貸付と債務引受を除いたもの。
破綻日ではなく資金援助の実施日ベース
資料　預金保険年報

円高基調と日米資本収支の動向

要　　約

７～９月に急速に進んだ円高はＧ７後一服しているが、現水準は輸出企業の採算レートよりやや高めで来年以降の景気の順調な回復の妨げになる怖れがある。米国の景気過熱でグローバルマネフローが変調を来していることも、今後の懸念材料の一つ。

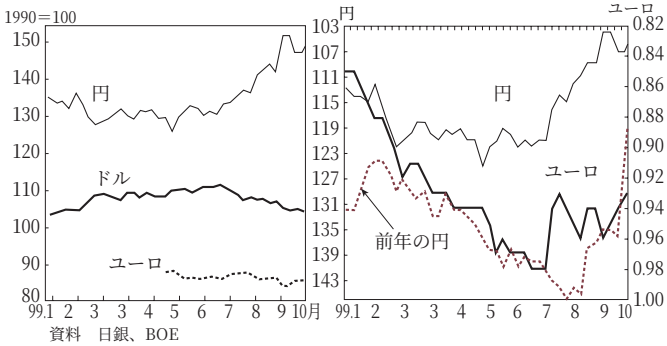
最近における三極通貨の基調変化

今年前半、ドルの実効相場は、経常収支の悪化にもかかわらず堅調を続けた(図1)。これは昨秋、一部ヘッジファンドの破綻で生じた国際金融市場の動揺を、米国は3度の利下げで切り抜け、さらに「インフレなき高成長」を続ける状態になったためである。これによって株価も夏場まで上昇傾向を保ち(ダウのピークは8月25日)、債券は財政の黒字化や海外投資資金の還流で安定的だった。

ドル堅調のもう一つの要因に、新通貨ユーロの低下があった。誕生直後という不安定性、欧州経済の不冴えのほか、ＥＣＢが域内主要国の景気回復を図って、ユーロ安容認の政策を採ったことがあげられる。

他方、円は昨秋の国際金融混乱や国内長期金利急上昇の影響で年初にかけ急騰したあと小康状態になり、今年前半はやや弱含みに推移した。その背景には2月のゼロ金利政策の開始や米国経済の好調があり、また大蔵当局がデフレ懸念の去らないうちは円安を指向する構えで、6～7月には巨額の円売り介入を行ったことが上げられる。

図1　年初来の円、ドル、ユーロ実効相場　　円、ユーロの対ドル相場



資料　日銀、BOE

しかしこうした3極通貨の基調は7月末から大きく変化し始めた。その第1は、米国経済が6、8月の2回のFFレート引き上げにもかかわらず過熱に進む傾向となり、インフレ懸念の台頭、さらなる利上げの観測で株価が調整色を強め、債券のリスクプレミアムも急速に広がったことである。

他方、欧州では景気回復が軌道に乗り、一部には利上げ観測も出始めた。今年前半の米証券価格の好調は、後にもみるように「ユーロからの逃避」を含む欧州からの資金流入によるところが大きかっただけに、欧州の景気回復はこの流れを縮小させるとみられ、ユーロが反騰した。

他方、日本では、すでに昨秋～年初のドル急落と年初来のユーロ続落で外貨建資産に損失が生じ、高水準な経常収支黒字の下でも民間の対外証券投資は出難いという潜在的円高要因が高まっていた。そこへ上のような国際金融・為替市場の変化で、単独介入は効果を見込めなくなり、7～9月には急速な円高が進んだ。この2ヵ月で円/ドルは約15％も上昇し(前年比25～30％高)、対ユーロも年初からの上昇率は16％余に達した。

円高とＧ７の公約

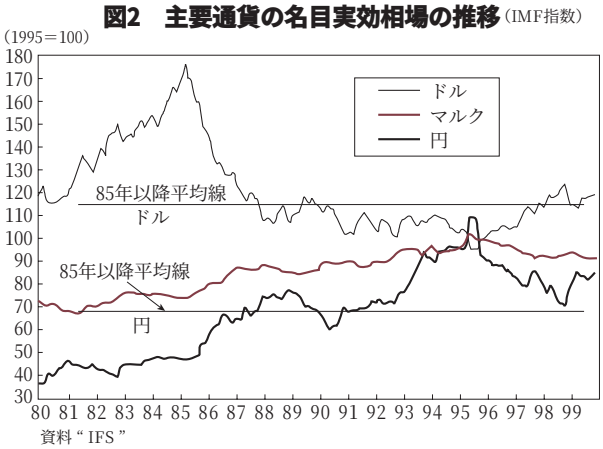
こうした中で開かれたＧ7(9月25日)は、円高が日本及び世界経済に与える影響について懸念を共有し、適切に協力することを共同声明でうたった。それとともに日本は、内需主導の成長、デフレ懸念の払拭が確実になるまで景気刺激策、ゼロ金利政策、十分な流動性供給の継続を約束する形となった。

その後、円/ドルは落ち着きを取り戻し、現在105～106円で推移している。しかしこの水準は、主要企業の下期想定レート113.6円(9月の日銀短観)や、企画庁調査の輸出企業採算ﾚｰﾄ112.6円(１月調査)に比べてかなりの円高である。年内についてはすでに115円近辺で為替予約を済ませている企業が多いため、影響は少ないとみられるものの、今後も現状またはそれ以上の円高が続けば、年明け後の輸出企業の採算悪化や、安い輸入品の増加が一般のデフレ圧力になることが懸念される。

長期的にみた相場水準の検討

今後を占う意味で、より長期的に三極通貨の

図2　主要通貨の名目実効相場の推移（IMF指数）



資料“IFS”

実効相場の推移をみると(図2)、80～90年代を通じてのマルクの安定に対し、ドルと円の大幅な波動が目立つ。これについては日米両国のきわめて対照的な経済構造や対外不均衡、特殊な相互依存関係の存在を指摘することができよう。

すなわち米国の恒常的な消費超過と日本の貯蓄超過、輸入超過と輸出超過、経常収支の赤字と黒字、それによる対外負債超過と資産超過の累積がある。86年末から債務国に転じた米国の対外負債超過残高は98年末で1.3兆ドル、今年末には1.5兆ドルに及ぶとみられる。これに対して日本の資産超過は、98年末1.2兆ドル(基準レート換算)、今年末は約1.3兆ドルとみられ、帳尻では米国負債超過のほとんどを賄っている形である。

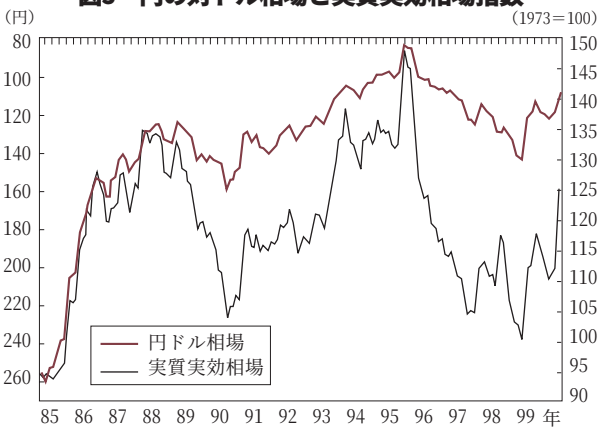
こうした関係の上に両国の中期的な景気循環のずれが重なり、米国の不調時には経常収支の不均衡が注目されて政治的なドル安、円高圧力が強まり(好調時はドル高容認)、好況が進んで金利が上昇、米国証券のリスクが増大すれば、マネーフローの変化とともに急な円高にふれ易い。中間の安定期にはもっぱら金利差を重視する市場が、こうした局面では資産面の不均衡(米の負債過多)に目を向けることになる。

そして直近のドルは85年以降の平均値に比べてやや高めであり(図2)、さらに下押す可能性を持つといえよう。ちなみにＩＭＦもＧ7に向けた年報の中で、ドルの現況は中期的なファンダメンタルズに一致する水準よりやや高めで、米国の負債増大に対する海外の懸念等によってドル安になる可能性があるが、これは米国のインフレに直結するので避けるべきリスクだと述べている。

次に円/ドルと円の実質実効相場との関係を長期的にみると(図3)、80年代には両者の動きは全く一致していたが、90年代には円/ドルだ

け上方に乖離しているのが目立つ。

図3　円の対ドル相場と実質実効相場指数



資料　日銀

このうち90年、97年の実質実効相場の下落には、バブルと消費税引き上げによる国内物価上昇という特殊要因が作用しているが、それを除く乖離傾向については次の2点があげられる。

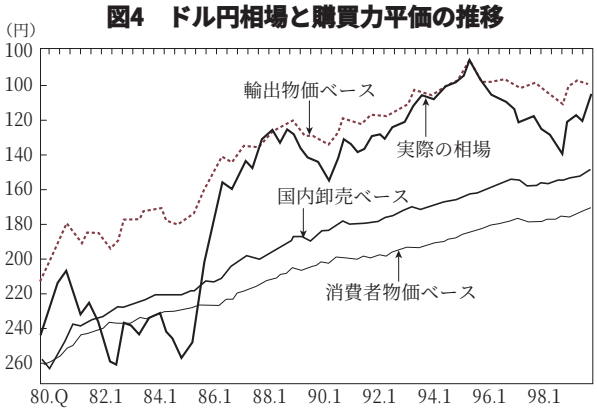
①90年代にはグローバル化や貿易の多角化が進み、対アジアの取引拡大、対米の比重低下で、実効相場にはドル以外の通貨の影響が増加した、②国際資本取引の活発化、日本の対外純資産の累増から、円/ドルには貿易より金融資産面の影響が強くなった、ことである。実効相場が余り上がっていない点でいえば、円高の影響は金融資産面で強く、実体面はさほどでないことも考えられる。次にこの点を観察しよう。

購買力平価の推移と交易条件の変化

為替相場が長期的には収斂するといわれる購買力平価(PPP、日米インフレ率格差で算出)と円/ドルの推移をみると(図4)、最近の円/ドルはPPPの上限である輸出物価ベースのそれに接近している。過去の円高急進期(85～7、93～5年)に、日本の製造業は輸入原料価格の低下、交易条件の改善から高い適応力を示したが(特に85～7年)、最近は輸出ベースPPPの頭打ちもあって、適応の余地が狭まっていることが読みとれよう。

同ベースPPPの頭打ちについては、近年の日本の稼働率低下、生産性伸び悩みで日米インフレ率格差の縮小していることが指摘される。

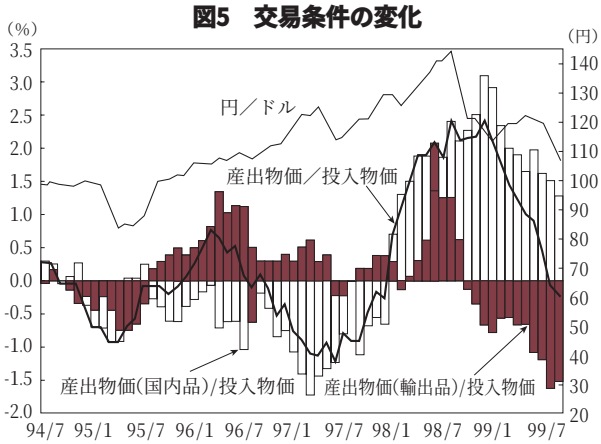
図4　ドル円相場と購買力平価の推移



資料　日銀、総務庁

また製造業一般の収益環境となる交易条件（産出と投入の相対価格）が円高でどのように変化しているかをみると（図5）、輸出品についてはすでに昨秋の円急騰期からかなり悪化し、95年の場合より厳しい傾向がみられる。これにはアジアの新工業国が先のアジア危機を経てさらに価格競争力を強めている、などの輸出環境の変化が影響していよう。

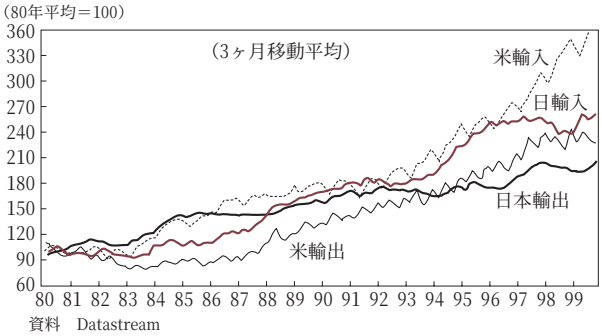
図5　交易条件の変化



資料　日銀「産出・投入物価指数」
（注）1. 国内品価格は消費税引上げの影響を除く。
2. 前年同月比伸び率。

ちなみに日米の輸出入数量指数の推移をみると(図6)、80年代後半から米の輸出はドル安で立ち直り、日本を大きく上回って伸びている。最近の経常収支の不均衡は、もっぱら高すぎる米の輸入、内需の伸びによるもので(日本は低調)、これは円高圧力で改善されるものでないことが知られる。

図6　日米の輸出入数量指数の推移

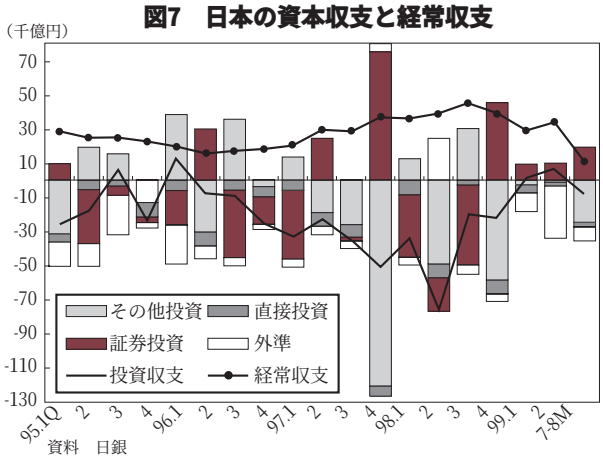


資料　Datastream

資本収支面に見る円高要因

次に日本の資本収支の動向をみると(図7)、民間資本の流出超過すなわち投資収支の赤字は、外為全面自由化直後の昨年4～6月がピークで、経常収支の黒字を大きく上回り、当時の円安の原因になった。この円安は、超低金利政策を制約する、まだ苦境にあるアジア諸国の負担を増す、という二つの懸念から当局が実行した多額の円売り介入(図では外準の流入超)で反転し、8月以降はヘッジファンドの円キャリトレード巻き戻しが加わって急速に円高が進んだ。

図7　日本の資本収支と経常収支



資料　日銀

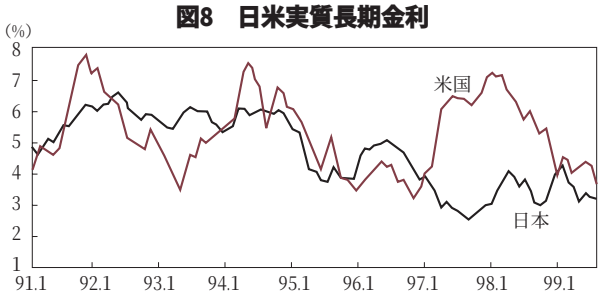
これらによる為替リスク意識の高まりで、日本の対外投資は今年にかけて縮小傾向となり、他方、対内投資は米国からの対日株式投資を中心に増加したので、投資収支は今年第1四半期、黒字に転じ、第2四半期にもその幅を拡大した。経常収支黒字下での2期連続の投資収支黒字は、従来ほとんど見られなかったことである。

それでも日本の景気回復を見込んだ外人の旺盛な日本株買いが円高の主因になったとはいい難い。対内・対外証券投資の内容をみると、今年1～8月(直近)の外人の日本株買越しは7.4兆円(前年同期9千億円)と確かに大きいが、この間、債券は4.3兆円売り越されており、他方、日本の対外証券投資は株・債券計7.4兆円の買い越しで、差し引き4.2兆円の流出超過となっている。ただし日本の対外債券買い越し5.4兆円のうち約3兆円は為替に関係のない円建て債で、米国債は8千億円の売り越しである。円投の外債投資は出渋っていることが、やはり円高の主因といえよう。

またその要因として見逃せないのが上記為替リスクのほか、国内長期金利の上昇である。日本の10年国債利回りは、財政悪化を主因に昨年のボトムから倍以上の上昇になっているうえ、物価は低下傾向なので国際間投資のめどになる実質金利は高どまりしており(図8)、今年前半の金利低下と、物価じり高のある米国のそれとはあまり差が無くなっている。

日銀の超緩和政策も、さしあたりは国債金利の押し下げ要因になり難い現状の中で、結果的にマンデル・フレミングモデルのいう「財政緩和、金融中立型」の為替高要因が生じているといえよう。

図8　日米実質長期金利

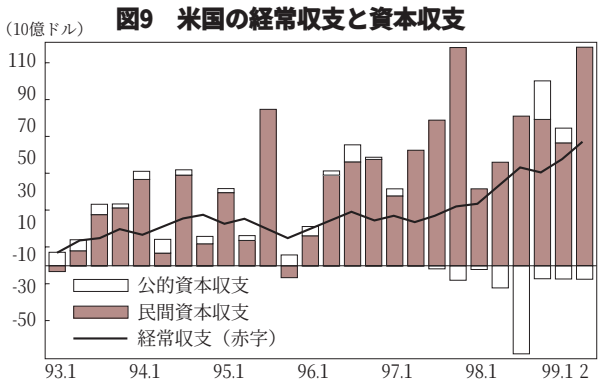


資料　Data Stream
（注）　物価指数は米、生産者、日本は国内卸売(消費税調整)。

米国資本収支の動向

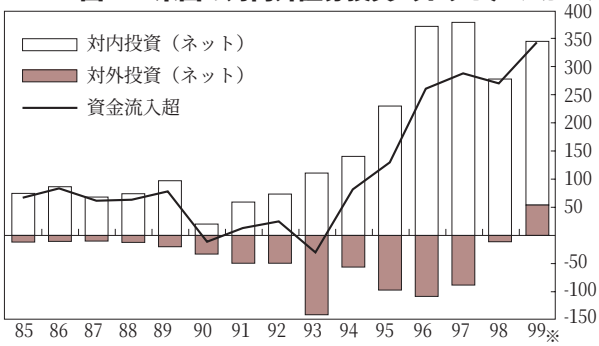
他方、米国資本収支の動向を見ると(図9)、前述した今年前半のドル堅調を裏付けるように、その黒字は経常収支赤字をかなり上回っている。しかし資本収支の中心をなす証券投資の内容をみると、ここでもかつてない変化が起こっている。すなわち今年上期の証券投資黒字は従来のような対内投資と対外投資の差額でなく、対内投資と外国証券の売り越しで生じている(図10)。

図9　米国の経常収支と資本収支



資料　米国商務省

図10　米国の対内外証券投資（ネット）



資料　米国財務省　Treasury Bulletin
※99年は上期の年率

米国に各国から資金が流入、それがまた広く各国に分散投資されるというグローバルキャリトレードは97年がピークだった。98年下期には担い手の一角、ヘッジファンドの機能が急縮小し、リスク意識の高まりもあって対外証券投資は減少に転じた。同ファンドの機能はその後も低調な中で、99年上期には景気過熱で国内の資金需要が高まり、その一部が外国証券の売却で賄われる事態なったわけである。対内投資証券投資の伸びとともに外国証券の買いも増加を続けてきた米国で、半年の計が売り越しを記録するのはのは初めてである。

米の内外証券投資の内容をみると、大量売却の対象は欧州関係であり、ユーロ発足に伴う不安感も影響したとみれるが、それによる流入資金の一部が対日投資に回っている(表1)。上期のユーロ安、円高にはこうした流れが影響していよう。

以上のように円高の原因は複雑だが、経常黒字国日本としては、その黒字環流を可能とさせる条件ー為替の安定が望ましく、それは日本ばかりか米国にとっても必要な段階にきていると思われる。　（戸原 つね子）

表1　米国の対内・対外証券投資取引先国

対内投資（ネット・総額）　ーは外人投資家の売り越し　（単位 億ドル）

	英国	英除く欧州	カリブ諸国	日本	日除くアジア	その他	合計
96	1306	711	411	552	593	129	3702
97	1749	1044	250	345	267	224	3879
98	1380	840	117	203	110	128	2778
99上	391	372	209	107	214	158	1451
うち米国債							
96	657	531	251	414	484	-14	2322
97	983	467	-51	204	192	47	1842
98	144	94	-75	130	144	54	490
99上	-213	-74	-91	81	74	68	-155
対内投資（ネット・総額）　ーは米国投資家の売り越し							
96	379	191	32	99	178	227	1106
97	283	-5	81	100	154	277	891
98	-9	-117	105	16	20	95	110
99上	-388	-144	35	160	3	73	-261

「カリブ諸国」はバハマ・バミューダ、英領西印度諸島、蘭領アンティル、パナマ。

資料　図10に同じ
（注）　図10に同じ

地域経済の視点

PFI事業の資金調達

97年に北海道において「時のアセスメント」(注)が導入されて以来、公共投資に対する厳しい目が注がれて来た。非効率というレッテルを貼られた公共投資の構造改革としてPFI手法が今脚光を浴びている。

しかし、実際の背景には資金難という国・地方の懐事情が大いに影響しているといえる。特に地方自治体にとっての財政悪化は、財政構造改革法を凍結してしまった国とは違い、財政再建準用団体への転落を意味する。このような中で、地方自治体は公共投資支出を減らしながら、公共投資額を確保する方法として、PFI事業への期待が大きい。

PFI事業とは公共投資に民間資金を活用し、より効率的に公共投資を行おうという発想でイギリスにおいて92年に導入されたものである。ここで、PFI推進法にみる資金の調達方法を見てみると、その名の通り民間資金の活用を目指したものであるが、リスク軽減という名のもとに、官の支援策が多い（下表参照）。また、地方自治体にとっては地方交付税（地方債にかかわる公債費の後年度負担、平年における利用料の負担）の利用も考えられている。

表　PFI事業の資金調達

公的セクター	民間セクター
・地方公共団体の補助金 （地方債充当可、交付税による後年度措置の対象） ・地方公共団体の出資 （　同　上　） ・国有公有財産の無償利用 ・政府系金融機関の無低利子融資 ・　〃　における出資	・民間金融機関の融資 （プロジェクトファイナンス） ・PFI運営会社上場によるマーケットからの調達 （大阪証券取引所にてPFI市場創設） ・証券化 等々

しかし、これら全ての資金調達手段において、依然として抱える課題が多いことも事実である。

民間からの融資、特にプロジェクトファイナンスが中心になると考えられるが、邦銀はこの経験が浅く、都市銀行等が海外案件で若干の経験があるだけである。また、都市銀行において多少のノウハウがあると言っても、地方自治体での導入が先行するわが国では、その地域情報等については地域に密着した地方銀行の方が有利といえ、恒常的に資金余剰の地方銀行には新たな投資機会として積極的に捉えられている。例えば、鹿児島県ではPFI事業参入を視野に入れ、4つの金融機関がシ団を形成するなど融資体制の整備が進んでいる。

PFI事業において先行するイギリスの場合、該当事業の入札前の調査及びリスクを明確化するための契約が最も時間のかかる問題であると言われている。平均で応札から契約締結までに16ヶ月かかっているという報告もある。しかし、逆に言えば、このようにリスクの評価を十分にしてからこそ、民間資金の適切な利用が可能となるといえる。事業開始前における徹底的な責任範囲の明確化と事業採算性の評価が重要であり、わが国で曖昧なままスタートすれば第2の三セクになるのは容易に予想出来よう。

その他の民間資金としては、住民出資も考えられている。新聞報道では「オリックス環境」がPFI事業参入に対し基金を創設し、個人からの資金調達を模索している。また、大阪証券取引所において「PFI市場」が創設され、PFI運営会社が直接マーケットから資金調達する可能性も出てきた。これらの資金調達が、自治体の信用力に依存せず、事業自身の採算性に出資するというあるべき姿で行われるのなら、その事業の透明性への要求は自然と高まることが期待できよう。

以上のような民間資金の導入に対し、わが国のPFI推進法では、公的セクターによる様々な支援策が用意されている。民間の参入にとっては一種のリスク軽減になることは間違い無いが、それらへの過度な期待は、公共投資改革に程遠く、PFI事業本来のメリットを消滅させてしまう。

足元の景気刺激策として即効性を求めるのではなく、たとえ導入が数年遅れても公共投資構造改革に資するPFI事業に、官民ともども作り上げていかなければならないといえよう。

（丹羽　由夏）

(注)北海道知事が全国に先駆け導入。長期停滞している公共事業を再評価し、その評価に応じて事業変更や中止等を判断する仕組み。