

金融市場

1999.4

潮流

金融再生へスタート 1

情勢判断

国内金融

株価反発は景気回復のシグナルか 2

国内景気

生産回復には慎重な見方が必要 4

海外景気金融

在庫調整終了で改善する米国製造業の景況感 5

減速基調が続く欧州経済 6

注目されるブラジルと中国の動向 7

今月の焦点

小康を保つブラジル経済 金融システムを中心に 8

地方債市場における流動性向上への課題 12

市場の動き

機能回復なるか、反発するアジア市場 18

地域経済の視点

地域の成長力の変遷 20

海外の話題

朱鎔基首相の政府活動報告 21

潮流

金融再生へスタート

平成11年3月12日、ここ数年来わが国金融を覆っていた暗雲を取払う時が来た。金融収縮が止み、実体経済にも好影響を与えることが期待される。

この日、大手15行（都銀、信託、長信銀のうち1行を除く14行と地銀トップの横浜銀行）は、昨年夏から秋にかけての大騒ぎの国会審議の末に成立した「金融機能の早期健全化のための緊急措置に関する法律」に基づいて、金融再生委員会（以下、「再生委」という）から公的資金による7.5兆円の資本増額の申請を承認されたのである（別に自己調達される予定額を合計すると9.6兆円の資本増額となる）。このことについて柳沢再生委員長は、「本年3月期をもって不良債権処理を基本的に終了し、内外の金融市場における日本の金融システムに対する信頼を回復するのに十分な額である」と宣言している。

再生委は、同時にこの公的資金注入が成果を挙げる担保となるだけの厳しい内容の「経営健全化計画」を各行から提出させ、さらに頭取、社長から直接これらの計画を遂行する基本的考え方等について聴取し、それらの内容を国民の前に公表している。再生委は、今後その確実な実行を監視するとしているが、再生委自身も15行経営者も国民の前に計画の実行を公約し、後に退けない形が作られた。その内容は多岐にわたるが、何れもビッグバンを迎えて盛んに言われていたが自力ではやり切れなかったことばかりといってよい。

これに反応した市場ではジャパンプレミアムの解消、株価の回復の動きなどが現われている。

各行との間には激しいやりとりがあったように伝えられているが、再生委並びに関係者の大局をにらんだ適切な判断と機敏な処理の功績は大きい。それにしても日本の金融システムの中枢ともいえるべき大手15行の資本の相当のシェアが政府の手に握られ、業務運営の隅々まで厳しい監視下（銀行法26条の業務改善命令の予告付き）に置かれる状態は異常である。一日も早く脱却することを望みたい。

多額の不良債権を抱えたままビッグバンに突入し、各行を一挙に資産の自己査定・公表・市場の評価という寒風の中に立たせたが、弱い銀行を市場に突かれて金融崩壊、金融システム不安が増幅されたことは否めない。市場に委ねる前に今回のような政策的措置が早い段階でとられていたら、との思いは深い。

今後について一言いえば、再生委の最大の関心は、多過ぎる銀行を減らすことを中心とした金融再編、収益力の向上、公的資金の早期回収にあるようだ。これは各行も望むところだろう。反面で銀行の公共性も忘れられてはならない。

金融再編の波は地域金融機関にも波及する。経営者は、15行の経営健全化計画を十分参考にすることが望まれる。

（理事長 清水 汪）

情勢判断

国内金融

株価反発は景気回復のシグナルか

要約

日銀のゼロ金利政策により長期金利は低下、株価はこれに米国株高が加わり外人投資家の買いで大きく反発した。株価反発の背景には、企業の本格的なリストラへの取組みも挙げられる。リストラの本格化は短期的には合成の誤謬で経済へのデフレ圧力となる懸念が強く、金融政策も限界に近づいた中で、0.5%成長を目標とする政府の次の政策対応が注目される。

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 予想	6 予想	9 予想	12 予想	3 予想
CDレート(3M)	0.38	0.65	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
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	2.18	1.80	1.70	1.70	2.20	2.00
長期プライム	2.5	2.2	2.6	2.6	2.6	3.0	3.0
為替相場	136	115	120	120	120	115	115
日経平均株価	13,406	13,842	16,000	15,500	15,000	14,500	15,500

(注) 月末値、実績は日経新聞社調

ここ1ヶ月の金融情勢

無担コール翌日物「実質ゼロ金利」が示現

2月にゼロ金利をも容認の金融緩和策を打ち出した日銀は、3月に入って大手行が公的資金による資本注入を正式申請するタイミングをとらえ大量の資金供給を実施し、無担コール翌日物金利は短資への手数料を考慮すると実質ゼロ金利となる0.02%まで低下した。このため、生損保・投信等の短期資金の一部が普通預金にシフトし、コール市場残高は30兆円割れとなった。

また、債券市場は、短期金利の低下を背景に、昨年末以降の売りの主体であった都銀・生保が一転国債を積極的に購入し、一時、国債指標銘柄で1.54%まで金利が低下した。

外人買いで日経平均株価16千円台回復

株式市場は、3月に入り日経平均株価が7ヵ月振りに16千円台を回復し、店頭平均株価も

98年10月の底値から約50%の上伸となる900円台を回復した。買いの主体は外人投資家だ(2月第3週~3月第2週で13,096億円の買い越し)。高値更新を続ける米国株価に割高感が強まり、ユーロへの期待感がやや剥げ落ち、日本株に相対的な割安感が出てきた状況下で、マクロ的には公的資金による資本注入で金融システム不安が薄れたこと、日銀のゼロ金利容認の金融緩和策により当面の円高進行、長期金利上昇懸念が薄れたこと、ミクロ的には大手企業の相次ぐリストラが発表されたことが契機となり、それまで大幅にアンダーウェイトしていた日本株に資金シフトする動きが強まったためである。

一方、ドル円相場は、日銀の金融緩和後に120円台に戻したが、その後は外人投資家の日本株買いと大手行への資本注入でいわゆる「ジャパンプレミアム」が縮小したことなどが円買い材料となりやや円強含みの展開となった。

向こう3ヵ月程度の市場の注目点 株価反発は景気回復のシグナルか

今回の株価反発局面では、外人投資家に加え昨年来の店頭株上昇で余裕の出た個人投資家が上場株にシフトする動きがあり、持ち合い解消の売りをこなしての出来高を伴った上昇となっている。今後4~5月にかけては、需給面で、決算対策の売り要因がなくなる中で、株価上昇で持たざるリスクからの外人投資家の買いが継続するとみられることや、足元で生産活動が下げ止まり倒産も減少して、企業・消費者マイ

ドの悪化にも歯止めがかかりつつあることなどから、株価は堅調な展開が継続しよう。

また、今回の株価上昇の背景で最も注目されるのは企業リストラの動きである。最近のリストラの特徴は、従来の経費削減や人員削減だけではなく、住友ゴムとグッドイヤーの提携、東芝のATM事業売却、ソニーの上場子会社3社の完全子会社化など本格的なリストラクチャリング(事業の再構築)に取組み始めている点である。

こうした企業の本格的なリストラへの取組みの動きの背景としては、ビッグバンの進展による金融・証券市場での企業評価の変化(金融機関の融資姿勢がより企業の収益・キャッシュフロー重視に変化、社債の格付けによる金利格差の定着、株式市場での資本効率・株主重視の経営姿勢の株価への反映)、市場の評価と関連する会計制度の変更の動き(99年度決算から連結決算中心に移行、2000年度からは保有有価証券の時価評価が導入)、不況の長期化で、企業は真に生き残りをかけたリストラに取組まざるを得ない経営環境になってきていることが挙げられよう。

ただ、企業のリストラの動きは、まずはヒト・モノ・カネの余剰部分を削ぎ落とすことからスタートするため、マクロ的には短期的に経済へのデフレ圧力となろう。このため、夏場以降はリストラ 企業収益回復 景気回復期待で上げた株価が反落するリスクは相当程度ある。

限界に近づいた金融政策

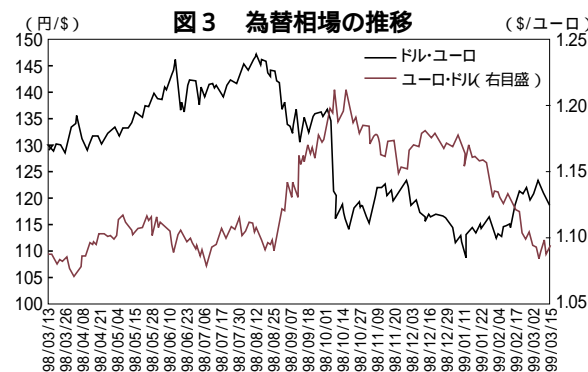
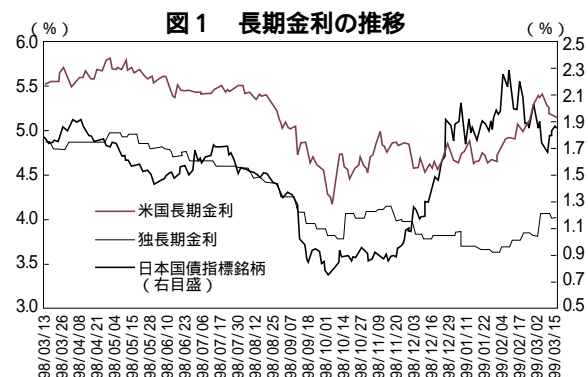
こうした点からも、日銀は危機回避の金融緩和策を継続し、ターム物金利の誘導目標設定や国債買切りオペ増強などゼロ金利容認後の次の一手を模索しよう。こうした政策スタンスを背景に、当面は、長期金利は国債指標銘柄で1.5%~2.0%のレンジ、ドル円相場は120円を中心としたレンジで推移しよう。

ただ、ゼロ金利政策が長期金利上昇や株価下落の歯止め役にはなっても、信用乗数(マネーサプライ/ベースマネー)が下方トレンドにあ

る状況では、日銀の量的緩和も直ちに景気回復には繋がらない。

米国の90年代前半の不良債権処理の経過をみても、不良債権処理が峠を超えて信用乗数が上昇に転じるまで3年を要しており、今回の大手行への資本注入による不良債権処理に止まらず、地銀・生保など他の金融機関の不良債権処理や、それを促進する担保不動産の証券化などを集中的に実施していくことが求められよう。

(99.3.19 堀内 芳彦)



資料 DATASTREAM

国内景気

生産回復には慎重な見方が必要

5 四半期連続のマイナスとなった実質 GDP
98年10-12月期の実質 GDP は、季節調整済み前期比で0.8%減と、戦後最長の5 四半期連続のマイナスとなった。

需要項目別にみると、公共投資が2 四半期連続で増加するなど景気対策の効果が一部みられたものの、設備投資と個人消費のマイナスを主因に、内需全体の寄与度は0.5%減と、改めて我が国の民間需要の弱さを裏付ける内容となった。昨年11月の「消費税還元セール」も個人消費全体を押し上げるには至らなかったようだ。

一方、これまで成長を下支えしてきた外需も、10-12月期は前期比0.3%減（寄与度）と成長率を押し下げる方向に働いた。最近の輸出入の動きをみると、内需の極端な不振からこれまで輸出数量の伸びを一貫して下回って推移してきた輸入数量が、昨年末頃を境に徐々に上向いてきたことが一つの特徴になっている。こうした輸入復調の背景としては、昨年9月に急速に進行した円高の影響と、アジア諸国における景気底打ちの動きがある。依然、通貨危機後の混乱は残っているものの、アジア諸国もようやく輸出を再開しつつあるとみられ、今後は、自国通貨安を梃子に輸出拡大を図る動きが活発化してこよう。このため、我が国の外需も今後は高水準ながら頭打ち傾向を余儀なくされるとみられる。

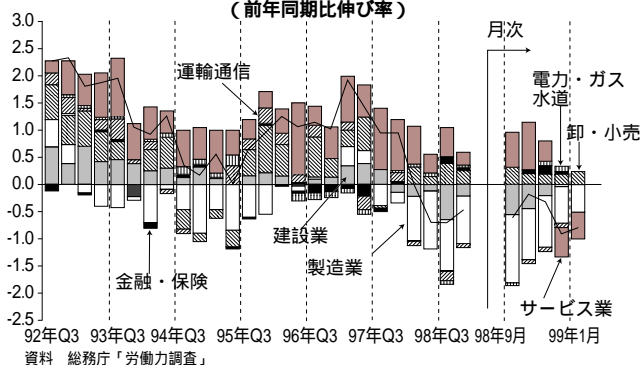
底打ちする鉱工業生産

公共投資は孤軍奮闘しているが、設備投資の不振が続く、更に外需の伸びも今後期待できないというなかでは、我が国の景気回復の鍵を握るのはやはり家計部門となろう。

足元でも、住宅減税や金利引上げ前の駆け込み等から首都圏のマンション販売が急増しているほか、新規軽自動車やパソコン販売の好調も続いており、買い得感や値頃感があれば、必ずしも消費者の財布の紐は堅くなくなってい

る。こうしたなか、在庫調整の進展もあって、我が国の鉱工業生産にも底打ち傾向がみえてきた（予測指数によると、1-3月期の生産は前期比+1.5%増の見込み）。

図 産業別雇用者数の推移
(前年同期比伸び率)



不振が続く非製造業

しかし、鉱工業生産が底打ちするなかで GDP のマイナスが続いていることは、すなわち製造業以外の産業が不振を続けているからに他ならない。産業別の雇用者数をみても、製造業に底打ちの兆しがみられる反面、これまで雇用の吸収源であったサービス業が2ヶ月連続の前年比割れとなるなど、足元では（公共工事の効果がでている建設業を除けば）非製造業の不振はより顕著となっており、個人消費の背景となる雇用や所得環境の回復は依然展望しづらい（図）。

企業のリストラは、これまでの一般労働者から安価なパート労働者への切り替えといった人件費削減の段階から、不採算部門の切り捨てといった事業再編を伴う第二段階へと進みつつある。そして、こうしたリストラに伴う雇用や賃金への悪影響はむしろこれから本格化してこよう。足元の生産の回復は確かに明るい材料だが、我が国の景気が今後本格的な回復に向かうかどうかは、こうした回復の動きが、非製造業の企業収益や雇用情勢の改善にも広がっていくか否かが大きなポイントになると思われる。（竹内 久和）

海外景気金融・米国

在庫調整終了で改善する米国製造業の景況感

高成長を持続する米国経済

米国景気は、海外需要には不安定要因を抱えつつも、堅調な内需の増加を基盤にして高い成長を維持している。グリーンズパン議長のハンフリー・ホーキンス法に基づく議会証言（2月23日）で利上げ観測が台頭し、米国長期金利（30年債利回り）は一時5.7%程度まで上昇したが、その後単位労働コストや生産者物価の安定を背景に利上げ観測も後退し、長期金利は現状5.5%程度で推移している。

利上げ懸念の後退と低インフレ・高成長持続という見方から株価が高騰、NYダウが一時1万ドルを超える等、米国景気に対する楽観的な見方が増えている。

製造業の景況感改善

米国景気の好調さに関しては、クレジットスプレッドの縮小等、クレジットクランチのリスクが低下したという利下げ効果に加え、米国企業、特に製造業における在庫調整の終了に伴い、受注や生産が増加に転じ、製造業の景況感が好転していることが指摘できる。実際製造業の在庫率とNAPM指数（製造業）の間には比較的明瞭な相関が認められ（図1）、在庫調整の終了が製造業景況感の改善に結び付いていると

いえる。

住宅投資増加による耐久財消費増加

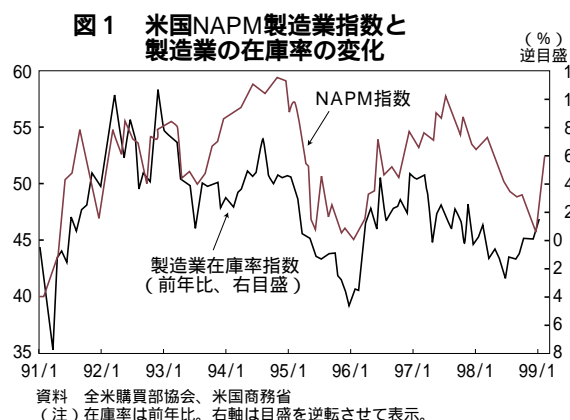
在庫調整を進展させてきた需要サイドの動きとしては、利下げ効果による住宅投資の拡大が、耐久財消費の拡大をもたらしたことによる消費の拡大があろう。

しかし住宅投資に関しては、モーゲージ（住宅負債）の申請指数（新規購入）が既にピークアウトしている等、先行きの減速を示す指標もあり、今後は鈍化の方向にあろう。また耐久財消費拡大の過程で個人は消費者信用を増加させており、既に負債残高が高水準になっている家計が、負債拡大型の消費増加を継続するのにも限界があろうから、個人消費の伸びも次第に安定化の方向に向かうと考えられよう。

外需については、一部アジア諸国向け輸出が（当該国の生産回復とともに）下げ止まりつつあるものの、中南米景気の後退が今後予想されることや、欧州景気の減速、ドル高を考えると、外需がトレンドとして改善してくることは期待しがたい。ドル高による景気押し下げ効果もあり、FRBも当面は金利据え置きのまま推移を見守る可能性が高い。

米国景気の抱える潜在的なリスクは前月号でも指摘したように、株高に代表される資産価格高騰に依存した負債増加（資産価格下落時の調整幅拡大）と、経常収支赤字拡大によるドルのリスクプレミアム増大である。当面は、実体経済の堅調さがそれらのリスクの顕在化を抑えようが、実体経済の強さが株高や負債増加、経常収支赤字拡大を促進するというジレンマ状況には変わりなく、かえって将来的な調整幅を大きくしているようにみられる点が懸念材料である。

（小野沢 康晴）



減速基調が続く欧州経済

減速傾向をたどる欧州主要国

昨年後半以降、外需の悪化を中心に景気が減速に転じた欧州主要国では、足元で主要国（ドイツ、フランス、イタリア）中心に減速基調が続いている。

ドイツでは昨年第4四半期の実質GDP成長率が、外需と建設投資の悪化を主因に前期比0.4%とマイナス成長になった。建設受注については、IFOの景況感（建設業）が回復傾向にある等、今後の改善を示す指標もあるとはいえ、建設受注増加までには時間がかかるとみられる。外需については、一部アジア諸国の景気底打ち等を背景に、輸出受注に下げ止まりの兆しもみられるものの、それら地域の回復が基本的に為替安を基盤にした外需主導のものであるため、ドイツからの輸出増加には限界があろう。

フランスでは昨年第4四半期のGDPは前期比0.7%増と第3四半期（0.4%）から加速がみられたが、今年に入ってから企業景況感の悪化等、先行き減速を示す指標が多い。海外需要の減退による輸出鈍化はドイツと同様だが、今のところ、通貨統合に伴う大規模な企業再編の過程で、競争力強化に向けた設備投資が活発であることや、消費者信頼感の強さから個人消費が堅調であること等、大幅な減速は避けられる見込みである。今後は企業景況感の悪化が实体经济にどうにあらわれるかが注目される。

内需拡大による成長維持は可能か

このように欧州主要国では総じて外需の低迷から景気が減速過程にあり、今後は、内需主導による景気拡大の維持が可能かどうかのポイントになっている。その点で注目されるのは、消

費者の信頼感である。欧州諸国では総じて企業の景況感悪化が目立つ中で、消費者信頼感が依然として強い国が多く、個人消費の堅調な拡大を予測する材料の一つとなっている。

確かに物価安定による実質購買力の増加や、ドイツでは減税、主要労組での3%を超える賃上げ等、当面の消費堅調を示唆する材料はある。しかしドイツにおける昨年来の消費者信頼感向上は、基本的には雇用増加という実体に支えられていたと見られ（図1）、その雇用の伸びが企業の景況感悪化を受けて既に鈍化しはじめていることは、消費者信頼感の改善が今後も続くのか、疑問の余地が大きいことを示している。

図1 ドイツの消費者信頼感と雇用増加率



資料 IFO、ブンデスバンク
 (注) 雇用者数増加率は6か月前比。3か月先行させている。

ドイツ企業の景況感悪化が、税制改革による企業負担増加や社会保障改革の先送り等の政策要因の影響も受けているのであれば、蔵相辞任によって予想される政策転換に加えて足元のユーロ安効果もあり、企業景況感が上向き可能性も否定はできないが、雇用情勢悪化から内需も鈍化してくれば、景気低迷は避けられなくなり、ECBも利下げによって景気浮揚を図る必要性が出てくるとみられる。 (小野沢 康晴)

海外景気金融・エマージング

注目されるブラジルと中国の動向

IMF 第2次融資合意で小康を保つブラジル

1月のブラジル・レアルの変動相場制移行等の混乱により資金流出が続き、3月初めには1ドル2.18レアル(変動相場制以降前比44%下落)まで低下した。これに対し3月5日短期基準金利を45%へ6%引上げ、また同日IMF等の緊急融資の第2次実行90億ドルの合意が得られたことからレアル高に反転現在1ドル1.9レアル(同36%下落)程度まで回復し、懸念される隣国アルゼンチンへの伝播は回避されている。この間株式市場はレアル安の株割安感による外国人買とインフレ懸念からの国内投資家買で足元1月底値比41.9%上昇し、金融市場は概ね小康を保っている(図1)。

一方、ブラジル実体経済は、昨年のロシア危機以降の金利上昇による鉱工業生産指数の悪化(12月前年比 3.2%)、失業率の上昇(6.3%同1.5%増)や足元の通貨安から消費者物価上昇率も11月までのマイナスから1月前月比0.65%増とインフレ懸念が再燃しつつあり、景気後退から周辺国実体経済への影響が懸念される。

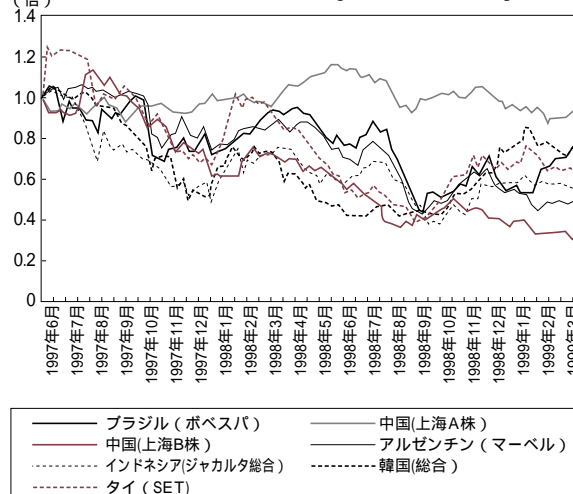
今回のIMFとの合意内容は、新たな財政支出削減と増税により、利払い負担前の財政収支黒字を2001年GDP比3.35%、(昨年11月当初目標2001年3.0%)とする厳しいもので、具体的には、国内エネルギー価格引上げ、公務員の昇給・昇格1年停止、軍人の年金負担増、発電・送電部門等の民営化の推進等で一部法律改正を要するものもある。

昨年11月のIMF等の緊急融資当初合意の際の条件であった公務員年金負担増額法案等はその後着実に議会を通過してきており、国際的な支援スタンスも継続すると見られることから、国内公的債務のリスクのリスクは残るものの、ブラジルが財政改革等IMFとの合意事項を着実に実行すれば、国際的信頼の回復に繋がり通貨の安定・短期金利低下により経済混乱は収束されると思われる。

金融システム不安懸念強まる中国経済

中国経済は、足元過剰生産と輸出の減少(2月前年比 10.2%)、小売売上鈍化(1月同3%増)

図1 各国株価の推移(週次97.6=1.0)



資料 Data Stream

でデフレ傾向(消費者物価上昇率2月前月比0.1%)を強めている。特に懸念されるのは昨年10月に広東国際信託投資公司(GITIC)の清算が発表され、その後他の地方国際信託投資公司や国有商業銀行等の不良債権問題が表面化し金融システム不安が広がり、対中信用収縮の動きが出ていることである。この動きは株価の上でも中国国内投資家向けの上海A株はさほど低下していないなか、海外投資家向けのB株は10月以降下落基調であることでも窺える。

今年中国は建国50周年等政治的に重要な年であり、財政主導の内需拡大で7%前後の成長を予測していることや世界第2位の外貨準備(12月末1450億ドル)を有していること等から再燃している人民元切下げ観測は当面ないと見られる。しかし、昨年から着手している3大改革(国有企業、行政、金融)については成長率・雇用を確保し社会不安の回避を優先せざるを得ず、国营企業や地方行政の改革の速度は鈍る可能性もある。金融改革については、中国の経済成長にとって海外からの直接投資、銀行借入は重要な地位を占めているため、金融改革の動向如何で成長に打撃を与える可能性もあり、日本・アジアへ与える影響も大きいので、金融改革の行方が注目される。(99.3.18 千葉 進)

今月の焦点

小康を保つブラジル経済 金融システムを中心に

要 約

ブラジルの経済混乱の帰趨が現在注目されているが、その根幹をなす金融システムは94年末のメキシコ危機等に伴う金融危機を迅速でグローバルスタンダードに近い改革でほぼ克服し安定性を回復してきており、アジアとは状況が異なる。しかし、金融システムの安定にはマクロ経済の安定が大前提であるので、IMF等国際機関の強力な支援が継続されブラジルが財政改革を着実に実施していければ、国内の足元での景気後退はあるものの経済混乱は収束可能と思われる。

懸念されるブラジル経済混乱の影響

本年1月のブラジル通貨レアルの暴落と変動相場制移行に伴い、輸入インフレ懸念等から短期金利の引上げ等もありブラジルの実体経済は悪化が予想される。しかし、経済の根幹をなす金融システムは、財政赤字や国際短期資本移動の影響等の問題点を内包するものの比較的安定しており、IMFの緊急融資の第2次実行も合意し隣国アルゼンチン等の通貨切下げなども現状避けられ、ブラジルの株式市場等マーケットは概ね小康状態を保っている。

97年7月に発生したアジア危機では、金融システムの脆弱性が危機発生の一因であったと伴にその後危機を深刻化させ景気回復を遅らせている要因となっている。この金融システムの安定性の観点から中南米、特にブラジルの現状等をアジアとの比較で概観してみたい。

不安定な経済に翻弄される中南米金融システム

ブラジルの銀行を中心とした金融システムの歴史的経過を見ると、82年にメキシコで発生した累積債務問題が各国に波及し「失われた10年」と言われた80年代はハイパーインフレの発生で当座預金の実質価値の減価、預金利率のインフレ率以下への調整等からのフロート利益を得て高収益を享受出来た反面、債務者の財務状況について正しい情報が得られず審査能力を低下させ、インフレによる預金、貸出期間の短期化は業務量の増加から経営効率の悪化を招いた。また、金融自由化の一環として88年の憲法改正で銀行設立が弾力化され多くの銀行が新設されたが、94年に導入されたレアルプランでインフレが収

束しフロート利益が消滅したため、利益確保のため審査能力のないまま銀行間の貸出競争が激化したこと、さらに94年末のメキシコ危機による混乱も加わり不良債権が累積し金融危機に陥った。そのため、政府は95年11月から金融システム再編を目指した改革に着手してきている。

中南米に共通する金融システムの特徴は、長年の高インフレ、為替レートの変動等のマクロ経済の不安定性、極端な貧富の格差等から、金融システムのマクロ経済に占めるウエイトが低い(総預金量のGDP比30%程度、日本200%超)が、金融システムのなかで銀行部門は圧倒的ウエイトを占め、短期金融資産への選好が強く、預金市場がボラティルであり、金融危機とその後の金融システム再編により銀行の寡占化が進展していることがあげられる。

90年代増加した海外からの資本流入

タイなどのアジアでは80年代終わり頃から金融自由化、為替・資本取引の自由化を進め、90年代以降の経済の高度成長によりローン形態を主とする短期対外債務が累積した。ところが、通貨危機で大量の資金流出と外債建債務返済負担の増大などで金融システムが脆弱化し危機を深刻化させたことから、中南米での海外資本の動向をまず見ていこう。

ブラジルをはじめとする中南米では80年代アジアと同様に海外からのローン形態を主とする資本流入がマクロ経済の混乱から停滞したが、90年代になり80年代の危機、94年のメキシコ危機を国際機関・米国等の支援で克服し、ブラジルのレアルプラン等各国とも経済改革を推し進

めた結果、90年代後半高インフレの収束、金利低下などマクロ経済も安定し始め、直接投資、株式・証券ポートフォリオ投資を主体とする海外資本が安定的に流入し経常収支の赤字を資本収支でファイナンスしてきた(図1,2)。しかし、このポートフォリオ投資は、97年10月の香港ショック以降ブラジルの通貨危機が懸念される状況ではリスクに極めて敏感で瞬時に大量の資金移動が発生し株価・債券価格の暴落等の金融市場の混乱を引き起こしブラジルの一部銀行の有価証券運用に損失を与えるなど金融システムの不安定性を強めた。

次にBIS統計で海外からのローン借入の状況を見ると、タイのローン借入が96年までフルバンク及びBIBF(オフショアバンク)のライセンス取得のための貸出資産積上げ競争等があったこともあり急激に増加しているのに対し、ブラジルは95年以降増加はしているが借入総額は80年代後半のレベルからさほど増加していないことがわかる。両国の相違点としてはブラジルの借入主体で公共部門のウエイトが財政赤字を主因に高いことである。類似点としては借

入主体別で両国とも銀行部門の比率が高く、ローン期間も1年以内の短期債務比率が高い点で国際資本移動面ではブラジルも銀行部門からの資金流出など相応のリスクを負っていることがわかる(図3,4)。

脆弱性を残すブラジル銀行経営

ブラジルの銀行経営については、まず上述のBIS統計から銀行部門における海外借入のウエイトがタイと同様に高いが、対外借入による資金調達を拡大し国内での貸出伸長を行なうことは、銀行の外貨建資産・負債のミスマッチを拡大させ経営基盤を脆弱化させるリスクがある。ブラジル商業銀行の対外負債/対外資産比率を見ると、97年末で280.1%と94年のメキシコ1556.6%、96年のタイ694.1%に比べ低位で、ネット対外負債額は352億ドルと96年のタイ417億ドルに匹敵する水準にあるが、ブラジルのGDP規模(97年でタイの5.2倍)から、その影響は限定的と考えられる(表1)。

次に国内の与信状況については、ブラジルでは88年以降の新設銀行の増加、94年のリアルプ

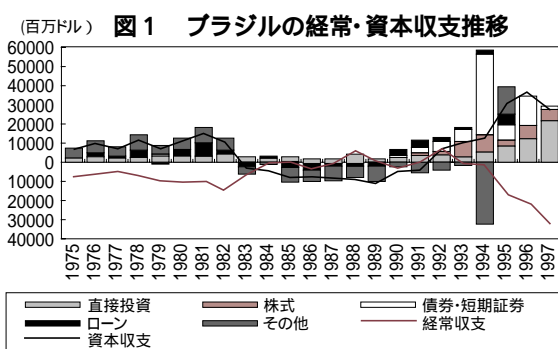


図2 タイの経常・資本収支推移

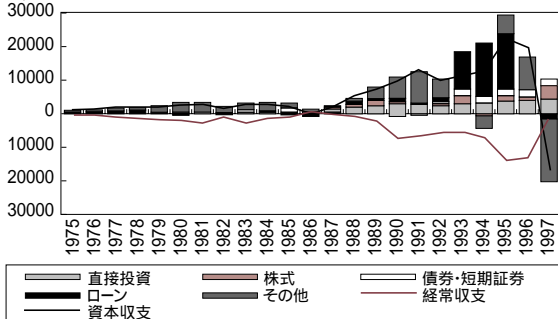


図1,2資料 IMF Balance of Payments Statistic Yearbook

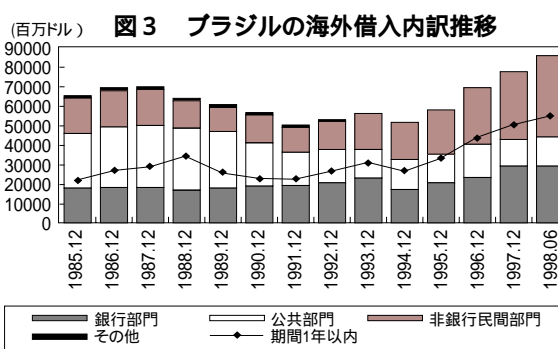


図4 タイの海外借入内訳推移

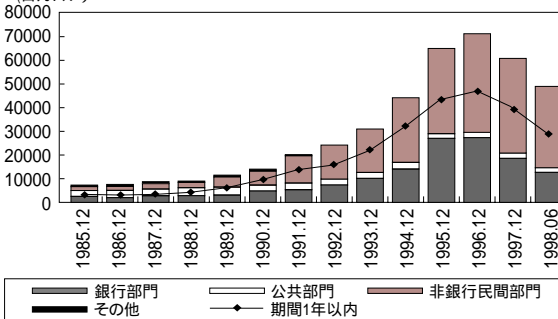


図3,4資料 BIS The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lending

表1 各国商業銀行の対外負債 / 対外資産の推移 (単位 百万ドル)

	ブラジル			メキシコ			タイ		
	対外資産a	対外負債b	b/a %	対外資産a	対外負債b	b/a %	対外資産a	対外負債b	b/a %
90	8628	15696	181.9	1413	1340	94.8	2229	4340	194.7
91	9573	16776	175.2	1238	2291	185.1	2872	4902	170.7
92	11763	21472	182.5	843	4410	523.1	3046	6567	215.6
93	15196	31054	204.4	760	5410	711.8	6165	13799	223.8
94	20855	36771	176.3	435	6771	1556.6	6739	31086	461.3
95	18682	42494	227.5	953	7948	834.0	9365	46214	493.5
96	20345	51432	252.8	816	5414	663.5	7028	48781	694.1
97	19550	54756	280.1	2829	6264	221.4	9958	40307	404.8
98	# N/A	# N/A	# N/A	3000	6000	200.0	11000	34000	309.1

資料 IMF IFS

ラン導入によるマクロ経済の安定化による銀行のフロート利益の消滅から、貸出競争が激化し貸出が増加している。これをタイと比較すると、タイでは90年代半ばに民間部門向けと信等が名目GDP成長率を大幅に上回って急増し不動産投資等に回ってバブルが発生したが、ブラジルの場合民間部門向けと信の伸びは名目GDP成長率を下回っておりバブルが発生したとは思われない(表2)。しかし、95年中頃にメキシコ危機の影響で金利が引上げられたこともあり、審査能力を欠いた貸出競争で不良債権比率は94年末の2.8%から95年末12%へ急増し(ブラジル中銀97年Annual Report)、金融危機となり、後述する金融改革が行われた。

表2 ブラジルとタイの金融取引拡大の推移 (単位 %)

		1994	1995	1996	1997
		ブラジル	名目GDP	2377.2	85.0
	国内と信	864.3	17.3	25.3	16.3
	うち民間部門向け	1270.5	25.4	2.8	10.0
	うち公共部門向け	352.4	- 13.0	148.6	27.1
タイ	名目GDP	14.3	15.4	11.8	2.9
	国内と信	28.9	23.1	14.0	32.3
	うち民間部門向け	30.3	23.8	14.6	19.8

資料 IMF, IFS

与信相手先別でも、上述のBIS統計の借入主体別内訳と同様に公共部門向け(連邦政府、州政府、公営企業)が94年末20.7%から97年末で33.3%と高ウエイトを占め、タイは太宗が民間部門向けの与信であることと大きく異なる。これは財政改革が抜本的に遅れているブラジルの問題点の顕在化であり、ブラジルの財政赤字削減に向けた取組の帰趨が金融システムの安定性にも大きな影響を与えるものである。

急速に進められたブラジル金融システム改革

95年の不良債権比率の急上昇とそれによる金融危機は、メキシコ危機の影響を受けた面もあ

りほぼ中南米全般での金融危機となった。この金融危機と金融自由化の関係についてIDB(米州開発銀行)がまとめている(表3)が、アルゼンチンはブラジル以上にメキシコ危機の影響を実体経済で受けていることを考慮するとブラジルの金融危機がアルゼンチン並みとなった一因として自己資本比率等銀行経営の健全性維持のためのプルーデンス規制の不備が挙げられる。

表3 金融自由化と銀行危機の関係(1995年時点)

改革の程度	項目	銀行危機の程度		
		大規模	中規模	小規模
大規模	国名 適切な規制の有無 銀行監督の質 改革の年度 危機の期間		アルゼンチン 有 中規模改善要 92 - 現在 95 - 現在	
中規模	国名 適切な規制の有無 銀行監督の質 改革の年度 危機の期間	メキシコ 無 大規模改善要 89 - 92, 95 - 現在 94.12 - 現在		
小規模	国名 適切な規制の有無 銀行監督の質 改革の年度 危機の期間		ブラジル 無 適切 88 - 89 95 - 現在	

(資料) IDB 1996 Report Economic and social Progress in Latin America等を基に作成

ブラジル当局は95年11月からプルーデンス規制の強化、金融システム再生のための再編促進の制度的枠組の整備、セーフティーネットの整備を行い、金融機関救済ではなく透明性の高い制度導入で金融機関の健全性を高めシステムリスクを回避する改革に着手した(表4)。

改革で特に注目されるのは、金融システム再生のための公的資金投入による再編促進の制度的枠組「金融システムのリストラ・強化促進プログラム(PROER)」である。94年末に271行であった銀行のうち43行(公的銀行8、民間銀35)に中銀が介入し、30行が清算、8行が閉鎖、4行が暫定的特別管理、1行が中銀介入下となり、97年末の銀行数は233行と94年比38行減少しており中銀が信用秩序維持のため問題銀行に対し極めて迅速かつ徹底した対応を採っている。一方で従来マイノリティー参入しか認められていなかった外国銀行に対し95年8月に参入の道を開放した結果、97年以降バンコサンタンダール(スペイン)、ソシエテジェネラル(仏)、香港上海銀行等が参入し国内金融再編にも寄与している面がある。このような大幅な金融システム再編等により不良債権比率は95年末の12%から96年末

6.7%、97年末5.5%と大幅に改善しており、ブルーデンス規制で自己資本比率11%を課せられていること等ともあわせ、ブラジルの金融システム改革は最終段階にあったと見られる。

表4 ブラジルの主な金融システム改革の動き

年月	改革の内容		
	リストラ・安定化促進策	中銀機能の強化策	ブルーデンス規制
1995.11	・金融システムのリストラ・強化促進プログラム (PROER) ・信用保証基金設立 (預金保険) ・金融機関新設の制限と合併・吸収、株主支配に移転の奨励策	・中銀介入の強化 (流動性不足金融機関に対し、新規資金手当、株式支配の移転、合併等の命令等)	
1996.3		・金融機関に問題が生じた場合の監査法人の責任明確化	
1996.6	・金融機関の吸収・合併を促進する財務上の補助措置		
1996.7		・海外業務に関する規制の強化	・資産・負債管理規制
1997.7			・資本金規制
1997.11			・為替の持ち高規制
その他	公的金融機関の再生 96ブラジル銀行への政府増資・不良債権処理 連邦貯蓄金庫の債務処理 州立銀行の民営化等	中銀の監督金融機関範囲の拡大 オフサイト監視でのCAMELモデル等の採用等	大口貸出規制 グループ貸出規制 義務貸出規制 金利規制

資料 西島章次「ラテンアメリカの銀行システムの現状と課題」等を基に作成

まとめ

ブラジルの金融システムは概観してきたとおり急激な国際資本移動による資金流出等のリスクを内在し、また公共部門向け与信のウエイトが高い等の構造的問題を有するが、95年以降の迅速で透明性が高くグローバルスタンダードに近い改革で相当程度金融危機から立ち直り安定性を回復してきた。これはムーディーズ社の銀行財務格付からも検証できる(表5)。

表5 ムーディーズの銀行財務格付分布の推移

	1995/11					1998/12								
	B	C+	C	D+	D	E+	E	B	C+	C	D+	D	E+	E
ブラジル (B1 B2)	1	1	4	1	2	7	7	6	1	2				
アルゼンチン (B1 Ba3)		2	1	1		1	4	2	2					
メキシコ (Ba2 Ba2)			2	3	1			4	3	2				
インドネシア (Baa3 B3)				2	1	2	1						11	
韓国 (A1 Ba1)			1	4	2	2					8	1	10	
タイ (A2 Ba1)		2	1	1	2				1			3	7	
日本 (Aaa Aa1)	1	2	10	10	15	7	3	1	3	12	8	18	5	10

資料 ムーディーズ
(注) カッコ内の格付は外国通貨建各国国債の格付

ところが、昨年8月のロシア危機による世界的金融市場の混乱のなかクロールリングペッグ制を

採っていた通貨レアルの防衛のための短期金利引上げから実体経済が後退し98年11月の不良債権比率は9.2%まで上昇した。その後のレアル下落とあわせ、銀行の有証損失、外貨建資産負債ミスマッチリスク等が発生していると見られるが、改革の進展により金融システム自体が脅かされるとは想定されない。これは実体経済悪化から金融システムを不安定化させたもので金融システムの安定にはマクロ経済の安定化が大前提であることの証左である。したがって、ブラジルの場合、レアルを変動相場制にすることでマクロ経済コントロールの拘束を1つ解消したことはプラスであるが、構造問題である財政赤字を削減し国際的信頼の回復を図ることが最大の課題である。これが頓挫すると再度の資金流出等による経済金融の混乱からアルゼンチン等の周辺国への波及(アルゼンチンは現状、外貨準備等に大きな変動なく短期金利も低下基調であり、国内外の信頼は崩れていない) 融資ウエイトの高い欧米諸国(98/6末 米国19.8%、ドイツ15.1%、フランス9.4%、英国6.9%、スペイン5.5%) 特にGDP規模からスペインへの危機伝播が懸念される。

最後に、ブラジルの経済混乱とアジア危機の大きな相違点は国際機関等の支援スタンスである。アジア危機の際にはIMFは非常に厳しいコンディショナリティ(緊縮政策や構造改革)を極めて短期間で実施することを求めていたため更に危機を深刻化させたが、その後コンディショナリティにある程度弾力性を持たせるよう転換しブラジルの場合比較的スムーズに11月のIMFの緊急融資支援、3月の第2次融資実行の合意がなされていることも経済混乱の伝播阻止に大きく寄与しており、この国際支援の姿勢が変わらず、ブラジルが財政改革を着実に実施していければ混乱は収束可能とみられる。現在の金融危機は巨大かつ急激な国際資本移動に起因しているが、自由な資本移動という大きな転換のなかで国際金融システムの安定性を維持するため新たな国際的仕組(為替の安定化、ヘッジファンドに融資する金融機関のリスク管理強化等)が現在議論されており、その行方が注目される。

(千葉 進)

地方債市場における流動性向上への課題

要 約

今後地方自治体の資金調達において民間の果たす役割は急激に拡大していくと考えられる。民間から大量の資金調達を円滑に行うためには、投資家サイドからの流動性向上へのニーズに応じて行くことが重要。この対策の一つとして、早くから共同発行により一回の発行額を一定規模に大型化させることが議論されてきた。

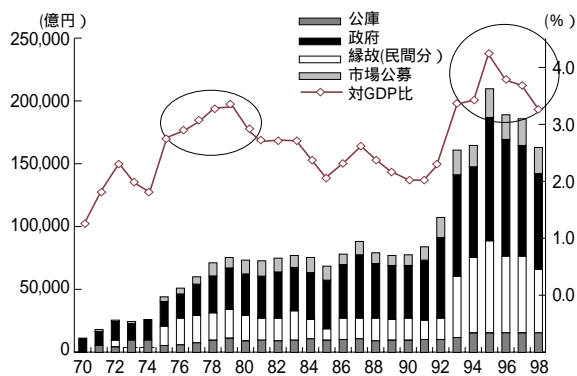
ロットの大型化による流動性の向上は投資家、自治体双方に有益であると考えられるが、実際的手段として早急に共同発行を導入するには環境が不整備と言わざるを得ない。適切な信用リスクの把握（特に普通会計以外のディスクロージャー）と地方債制度の条件整備を行なうことが先決。このような環境整備が調った上で、財政規模の小さい市町村レベルへの対策として、共同発行導入の本格的な検討がスタートしよう。

地方債の民間引き受け額の急増

現在、地方財政の急激な悪化とともに、地

方債の発行額が急増し、これに伴い地方債の民間引き受けのウエイトが高まってきた。

図1 地方債発行額の推移



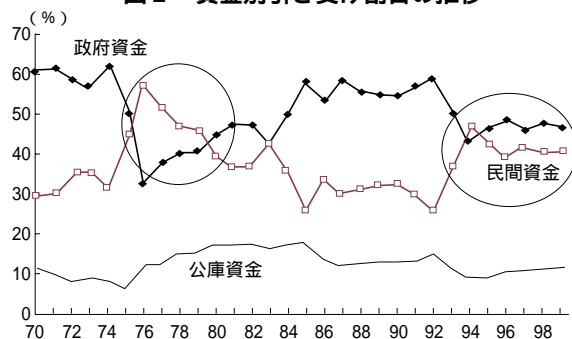
資料 地方債月報より作成

さらに従来地方債の安定的な引き受け先であった政府資金（財投資金）は、2001年に予定されている財投改革により制約されていくと予想され、地方自治体の民間からの資金調達額は今後急激に増大していくと考えられる。

一方で民間金融機関側をみると、ビックバンの到来とともにリスク管理の重要性が高まり、さらに現在は歴史的な低金利の時代である。このような状況下においては、長期資金の貸出にはより慎重にならざるを得ない。

以上を踏まえ、地方自治体が民間から円滑に大量の資金調達を行うための課題を本稿では検討する。

図2 資金別引き受け割合の推移



資料 地方債統計年報より作成

民間金融機関と地方債との関係

地方債市場の特徴として、図1からも見て取れるように、市場公募債の発行額はわずかであり縁故債^(注)が大半を占めている。ここで縁故地方債の民間引き受けの現状をみたものが図3、4である。

(注) 相対取引で証券発行方式と証書借入方式に分かれる。

図3 縁故債資金の金融機関別引き受け割合

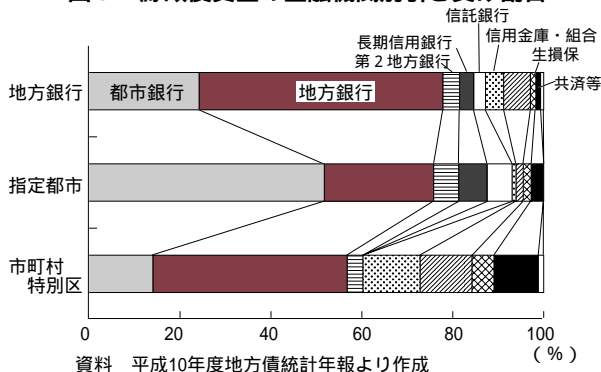
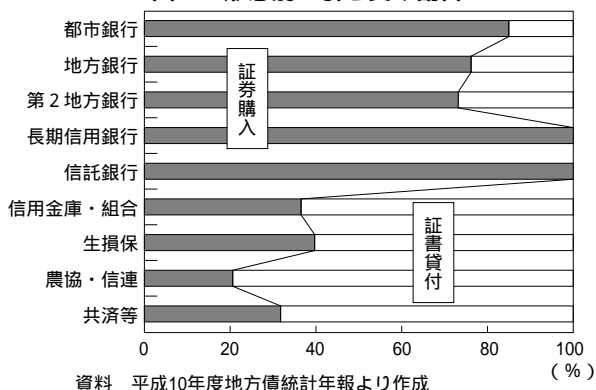


図4 形態別の引き受け割合



地方債引き受けの最大の担い手は、地方銀行である。地域密着という特性から当該地方自治体の金融面で大きな役割を果たしているといえる。また縁故地方債の傾向としては、財政規模の小さい自治体ほど証書形式が多く、よって市町村に対する貸出ウエイトが相対的に大きい信用金庫・組合、農協信連では証書形式が過半を占めている。

しかし、現状のような安定的な関係を今後もずっと維持できるとは考えにくい。北海道の例に見られるように一部の地元銀行のみへの偏重は、自治体にとって今後マイナス面に働く可能性もある。

さらに、地方債引き受け金融機関の調達と縁故債での運用には、期間のミスマッチがあることは自明である。低金利が長く続いている結果、このようなリスクは表面化していないが、ひとたび金利上昇局面を迎えた場合、大幅な含み損

を抱えるリスクを内包しているといえる。金融機関側の機動的な資産ポートフォリオ形成のため、縁故債の流動化向上へのニーズは極めて高いといえよう。

流動性向上ニーズへのとりくみ

縁故債の流動性向上対策は、非常に早い時期から取り組まれてきた。投資家サイドからの流動性向上へのニーズが最初に高まったのは、財政が悪化し地方債発行が急増した70年代後半である。特に発行規模の大型化が議論の中心になっていた。

地方債問題研究会が市場公募債も含めた地方債の流動性向上のために設けられ、77年以降数度の研究成果が発表された。そして、これらの報告を受けた形で1986年6月19日付「地方債の管理について」が自治省より各自治体に通知された。

「地方債の管理について」～一部抜粋～

1. 証券形式による地方債の発行について
前略...地方債証券ができるだけ流通性の高い金融商品となるよう次のような措置をとることが必要。
(1) 発行単位の大型化
公社債流通市場においては、例えば発行額が小規模の場合は端債扱いされて取引が不利になるケースが少なく、流通性を向上させるためには、発行単位の大型化を図る必要があること。このため証券形式による地方債については、同一日に同一条件で発行するものは、会計別(普通会計・企業会計、一般会計・特別会計等)、事業債別、借換債、過年年債等により区分することなく、1銘柄に統合して発行すること。

従来縁故地方債は、交付税算出等のため事業ごと会計ごと発行されていたので、一度の発行額が小口化されていた。しかし、同通達により一自治体から発行される地方債はその性質を問わず一銘柄として統合する方向で発行額の大型化が図られたのだ。また、同通達の最後には「地方債の共同発行」ということにも触れられている。

近年の動きとしては、縁故債の証書貸付けに

表1 縁故地方債(証券方式)の発行(1998年5月)状況

銘柄名	利率	発行価格	発行年月日	発行額(百万)	受託金融機関
青森県平成9年度第3回4号公債	2.0	100	H. 10. 5. 19	5,000	青森
" 5号公債	2.0	100	H. 10. 5. 19	5,000	青森
" 6号公債	2.0	100	H. 10. 5. 19	2,608	青森
" 7号公債	2.0	100	H. 10. 5. 19	5,000	みちのく
和歌山県平成9年度第905回公債	2.0	100	H. 10. 5. 29	2,193	紀陽
" 第906回公債	2.0	100	H. 10. 5. 29	4,944	紀陽
" 第907回公債	2.0	100	H. 10. 5. 29	6,281	紀陽
" 第908回公債	2.0	100	H. 10. 5. 29	9,089	紀陽
広島県平成9年度一般単独事業債(警察分)	2.0	100	H. 10. 5. 29	447	広島
広島県平成9年度第9回公債	2.0	100	H. 10. 5. 29	5,984	広島
" 第10回公債	2.0	100	H. 10. 5. 29	2,112	広島総合
" 第11回公債	2.0	100	H. 10. 5. 29	1,035	広島信金
" 第12回公債	2.0	100	H. 10. 5. 29	827	せとうち
広島県平成10年度第1回公債	2.0	100	H. 10. 5. 29	3,892	広島
" 第2回公債	2.0	100	H. 10. 5. 29	1,493	広島総合
" 第3回公債	2.0	100	H. 10. 5. 29	740	広島信金
" 第4回公債	2.0	100	H. 10. 5. 29	598	せとうち

資料 地方債月報1998年7月号より一部抜粋

においても債権流動化の方向が見られる。89年に地方自治体向け貸付債権の譲渡方式での流動化が開始され、94年には信託方式での流動化も開始されている。

97年の縁故債発行(民間引き受け分のみ)に占める証券形式の割合は88.8%を占め、流動性に相当の配慮を示していると考えられる。

このように制度面では縁故地方債の流動化、発行ロットの一定規模への大型化にむけた取り組みは進んできたようだが、実態は20年以上たった今も十分な成果を上げられていない。

以下では、実際に発行ロットの大型化による流動性の向上が進まなかった背景を紹介し、さらに問題点として浮上してくる信用リスクへの対応についても検討する。

銘柄統一さえも依然として進まず

比較的地方債の発行額が大きな県レベルでも、依然として同日発行の地方債を小口化してしまう現象が見られる。前述のように86年度に銘柄統一が通達されたが、実態として表1のように、発行日、発行価格、利率は同じでも小口化されたケースが多数存在する。

自治体によっては、ワンロット50億あるいは100億という規模を目指して取り組んでいるところもある。しかし、会計別や事業債別、過年度債別など一部の性質別を区分し、統一銘柄としていないケースが多数残っている。また、自治体側の地方債管理システムの問題で銘柄統一が不可能なケースも見受けられる。このような状況は引き受け手側の管理コストの増大を招き、流通市場における大規模な売買にはマイナスとなる。

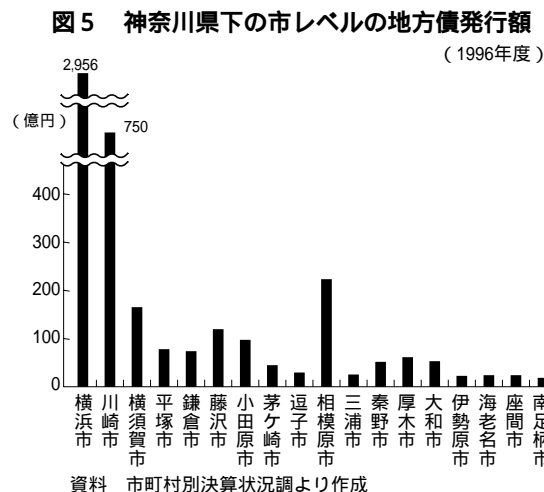
特に、償還方法は86年の通達によっても満期一括方式への一本化が為されなかったため、償還方法の違いによる銘柄の複数化もみられ、早急に統一が必要と思われる。ちなみに市場公募債は92年より満期一括償還となっている。

さらに、複数の指定金融機関が存在する場合、地方債を一度に発行して金融機関側がシ団を組むという方法は全ての自治体で取られているわけではない。金融機関ごとの取引経緯、関係等の理由で、自治体側が前もって複数の金融機関のシェア割りをして銘柄を分けるなどの対応(表1の広島県のケースなど)をしている。この場合結果として銘柄が複数存在してしまう。

共同発行導入への課題

発行額の一定規模への大型化は財政規模の小さい自治体では、必然的にその地方債の発行額は小さく、不可能である。

例えば、神奈川県下の市レベルの地方債発行規模（96年度）を見たものが図5である。財政規模は様々であるが、市レベルでも年間の総借入れ額が十数億規模である自治体も存在し、投資家が望むような規模への大型化には一自治体の対応では限界がある。



発行額が小さい自治体に対して、一定規模へのロットの大型化を行うには、共同発行というのが一つの可能性ではないかと考えられ、前述の地方債問題研究会など早くから様々なところで議論されてきた。

共同発行というのは、大別して共同発行機関の創設と自治体同士の共同発行がある。

共同発行機関としては、現在公営企業金融公庫が唯一存在し、この議論の中心におかれてきた。同公庫は、基本的には地方自治体の公営企業の企業債の共同発行機関として57年に設立されている。しかし、70年代後半から普通会計債にも拡大していこうというニーズが強まった。このため、78年度より妥協的に普通会計債（高校建設、地方道・河川整備の3種）も臨

時的に加えられ、現在に至っている。これらのシェアは公庫貸付けの1/4を占めている。

自治体同士の共同発行については地方財政法第5条に規定があり、過去に1度だけ大阪府と大阪市が共同発行を実施している。しかし、その後は一度も自治体同士の共同発行は行われていない。

これは同法に「償還、利息の支払いは連帯債務」と明記されているのが最大の障害になっているようだ。豊かな自治体は、自分自身より貧しい自治体と共同で発行することに消極的なため共同発行に至らない。大阪府と大阪市のケースは、外債であったため政府保証が付与され、上記は障害とならなかったようだ。

さらに、地方債制度自身の問題により、許可額が決定してから実際の発行までの期間が短い（結果として3月～5月に年間の縁故債発行額の7～8割が集中）。この短期間に他の自治体と共同発行をするために調整をするのは難しいという声も聞かれる。

また引き受け手である民間銀行からの課題も上げられる。指定金融機関制度の存在により自治体と金融機関は永続的関係を維持することを好む傾向がある。自治体同士が共同発行する場合、それぞれの指定金融機関同士での引き受け条件の差によってはその調整が難しいため、金融機関側から共同発行に消極的になることがある。しかし、条件に格差があまりない場合は共同発行の可能性を否定するものではないと考えられる。

様々な問題点が指摘されるが、今までは公的資金のウエイトが高く、多くの自治体が積極的に共同発行について検討したことがないというのが実態のようである。

共同発行による自治体側のメリット

～金利負担軽減の可能性～

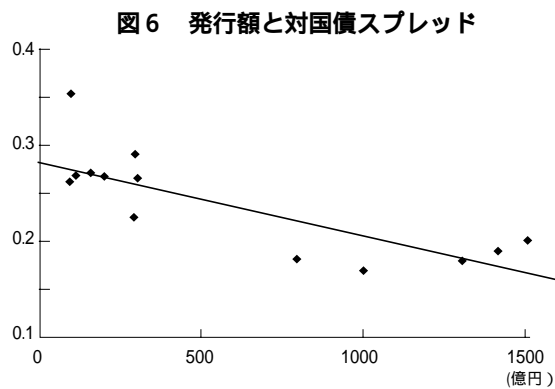
発行額大型化への現状の課題を前述したが、地方債制度及び自治体側への課題がより大きい

ようだ。しかし、前述の多くの課題を解決していくことは自治体側にとってもメリットが大きいと思われる。この一つとして、金利負担の軽減の可能性が考えられよう。

地方財政にとって地方債の金利負担の増大は財政の硬直化を助長する。少しでも安い金利負担で市場から資金を調達することは、各自治体の財政担当者にとっての大きな課題である。

ここでは地方自治体からみた発行額の大型化のメリットを検証するために以下のような分析を行った。

各政府保証債を対象とし(政府保証が付与されているので各債券の流通利回り格差は流動性のみ依存すると仮定)、発行額と対国債スプレッドとの単回帰を行った。



相関係数は - 0.77 とそれほど高くはないが、発行額が大きいほど対国債スプレッドは小さくなるという負の相関が見られた。さらに、発行額については政府保証債の発行額が数百億円規模である一方で、縁故地方債は数十億円規模が大半であり、数億規模も依然として多数存在するという現状を加味すれば、発行額の一定規模への大型化により、利回り(ここでは対国債スプレッド)は縮小できる可能性が高いと言える。

ドイツでの共同発行導入とその課題

次に自治体の資金調達においてロットの大型化に取り組んでいるドイツでの現状を紹介す

る。ドイツの自治体の資金調達においては証券借入が大半を占め、一部の銀行がファンドブリーフ債を発行してその貸付けをリファイナンスしている。しかし、州及び大都市レベルでは州債を発行し調達しているところもみられ、96年8月以来、これらの州債の共同発行が進行している。このようなロットの大型化の切っ掛けは、ファンドブリーフ債のジャンボ(注)化等の成功に誘発されたためと言われている。

(注)ジャンボとは10億DM以上の規模

レンダージャンボ(注)債(州の連合債)発行において、対Bundスプレッドは州の単独発行よりも縮小した。第2回レンダージャンボをみると、対Bundスプレッドは15.5bpであり、参加している州が単独で発行するよりも5bp下回る水準であったといわれている(IFR誌1166より)。実際に共同発行を行い、発行ロットを大型化することで金利負担軽減の恩恵を享受できたようだ。

(注)レンダージャンボは割当額に応じた弁済義務を負うという方式が取られている。

表2 レンダージャンボ債の対Bundスプレッド

第1回	第2回	第3回	第4回	第5回
1996/8/9	1997/1/15	1998/3/13	1998/4/8	1998/5/7
スプレッド 17	スプレッド 15.5	スプレッド 19	スプレッド 21	スプレッド 15.3
発行額 億DM 40	発行額 億DM 45	発行額 億DM 10	発行額 億DM 10	発行額 億DM 10
参加州数 7	参加州数 10	参加州数 3	参加州数 4	参加州数 5
Berlin Hessen Hamburg Sachsen- Anhalt Rheinland- Pfalz NRW Scneswig- Holstein	Berlin Hessen Hamburg Meklenburg -Vorpommern Rheinland- Pfalz Brandenburg Scneswig- Holstein Bremen NRW Saarland	Berlin Bremen Hamburg	Berlin Bremen Hamburg Meklenburg -Vorpommern	Berlin Bremen Hamburg Scneswig- Holstein Meklenburg -Vorpommern

資料 地方債月報及びIFR誌より作成

しかし、第1回～第5回までの状況を見ると、第3回目以降参加州が減少している。財政基盤の弱い州が参加し、Hessenのように財政の豊かな州は参加をしない傾向が顕著になってきたようだ。また、ドイツにおいて最も豊かな自治体

である Bavaria や Baden Wuerttemberg などは一貫して参加していない。

ドイツの財政制度上^(注)自治体間の信用格差がないにもかかわらず、旧東ドイツの州が単独で借入れを行うときには、5～6bp 程度上乗せされているという報告もある。ちなみに第1回の参加州である Hessen と Sachsen-Anhalt (旧東独)の S & P による長期債格付けには AAA と AA- という差がある。投資家は発行体の財政状況に敏感になっており、第3回目以降のレンジジャンボの動向に見られるように、豊かな州は貧しい州と共同で発行することには消極的にならざるをえないようだ。流動性リスクより信用リスクの方を憂慮すれば、共同発行へのインセンティブが削がれてしまう。

(注) ドイツには、財政均衡措置に基づき、州及び市町村間で税収による不均衡が生じた場合には一定限度まで資金移転をし、不均衡を調整する制度がある。この財政均衡措置により制度上は自治体間の信用リスクの差はないと考えられている。

流動性向上への課題

流動性(換金性)の向上をはかるため、共同発行等により発行額を一定規模へ大型化することは、投資家サイド及び地方自治体にとっても有益であると考えられる。大型化を図る方法として、一自治体が発行する小口化された債券を統一、財政規模の小さい市町村の債券を共同発行により統一、共同発行機関の設立などが考えられる。

しかし、流動性の向上は必要であるが、ドイツの事例を我が国におきかえると、昨今の地方財政の急激な悪化が報告されている中では、投資家は信用リスクに敏感になり、流動性向上のメリットも相殺されてしまう可能性が大きい。

さらに悪いことに、我が国では各自治体の適切な信用リスクの把握すらできない状況である。流動性を向上させようとするれば、信用リスクの把握、つまり格付けは避けては通れないことである。最近市場公募債を発行している地方

自治体を対象に、(株)日本格付投資情報センターにより格付けが発表され話題となっているが、普通会計以外の公営企業・特別会計・地方公社の情報開示が大幅に遅れているため、現行では各自治体の正確な財政状況を把握する材料すら入手できない状況である(詳しくは「農林金融3月号」参照のこと)。

また、前述したように満期一括償還、発行額(許可額)決定後から発行までの期間の長さへの対策など、環境が整備されていかなければ発行額の大型化のみを単独で議論することは出来ない。

我が国の地方自治体が円滑な資金調達を行うため、民間金融機関の流動性向上へのニーズに応えていくことは重要である。しかし、まず取り組まなければならない問題は、地方財政のディスクロージャー 信用リスクの正確な把握であり、その上で地方債の条件整備、共同発行等による発行額の大型化に努めていくべきと考えられる。

現状では共同発行の早期導入は難しいといわざるをえない。しかし、上記のような環境を整えて発行ロットを大型化していくことは、投資家、自治体双方に有益であると考えられ、共同発行にむけた条件整備およびディスクロージャーを早急に望みたい。

(丹羽 由夏)

(参考文献等)

- ・ IFR 各号
- ・ リージョナルバンク 98.2
- ・ 地方債月報各号
- ・ 公社債月報各号
- ・ 公社債便覧
- ・ 信託 179号
- ・ 証券アナリストジャーナル 98.3
- ・ 「債権流動化の経済学」深浦厚之著
- ・ 「地方財政読本」林健久・佐藤進著
- ・ 「現代 地方債論」高寄省三著

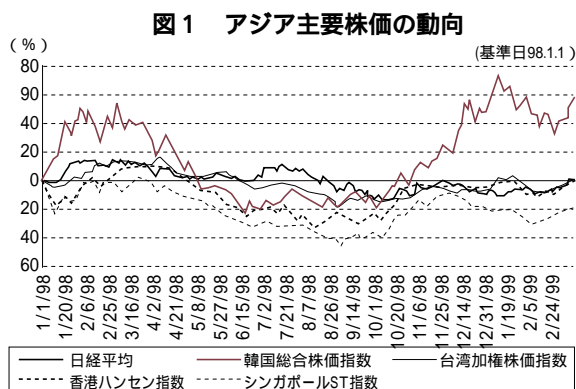
市場の動き

機能回復なるか、反発するアジア市場

ニューヨーク市場高騰に反発する香港市場

3月に入り、ニューヨーク市場の史上最高値更新10000ポイント到達に併せて東京株式市場では日経平均株価が16000ポイント台をつけた。こうした海外市場の高騰を受けて、アジア市場でも株価の反発がみられる。

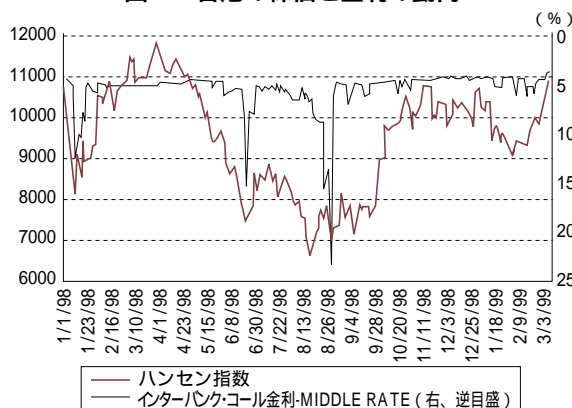
韓国市場では、円相場の先行きや上場企業の有償増資に伴う需給悪化、労働争議の再燃に対する懸念等から調整局面に入り、2月下旬には総合株価指数が心理的な節目となる500ポイントを下回った。しかしその後は、ニューヨーク株式市場の好調等を受けて反発続伸し、3月には600ポイント台にまで水準を戻した。(図1)



出所：Datastreamより作成

香港市場における株価の反発も目立つ。旧正月明けのハンセン指数は9200ポイント台にまで続落してはじまったが、米国株の大幅高等により市況は好転した。3月に入ると、米利上げ観測の後退や円相場の落ち着きなど香港株を取り巻く悪環境が薄らぐ中で、ディズニーランド進出の報道や、香港テレコムの子会社マイクロソフトとインターネット事業での提携といった好材料が相次ぎ、相場は続伸して10000ポイント台を回復した。投資家心理の急速な改善により、市場では11000ポイントの台を試し展開になるとの見方が広がっている。(図2)

図2 香港の株価と金利の動向



出所：Datastreamより作成

国内問題重いASEAN市場

これに対してASEAN市場では、国内問題、特に不良債権問題が依然として重くのしかかっており、株価の戻りは鈍い。市場は金利引下げよりも、銀行の大幅な増資計画の発表や破産関連法案の成立といった、金融改革の進展に係る材料に敏感になっている。タイ市場をみても、年初こそはニューヨーク株式の上伸などを好感して大幅高となり、SET指数は一時400ポイントの台を回復したが、その後は国内銀行の業績悪化をはじめ、98年末の延滞債権比率が過去最大になったこと等から、銀行株を中心に続落した。一方で破産法の成立等には市場の反騰も強い。タイでは商銀の不良債権処理や増資の先行きを懸念する見方が再び広がっており、資産競売の成功と破産法の成立が目先の必須課題となっている。

なお、ASEAN市場で留意されるのが、中国人民元の切り下げを巡る動向である。中国と輸出競争が強いASEANでは、人民元の動きは市場の懸念材料になり易い。

依然として不透明なアジアの市場環境

アジアの市場環境は決して好転しているとはいえない。韓国、香港などでは失業率は悪化し

ており、中国では99年に入ってから輸出の
 落込みが目立つ。景気の本格的回復の見通しは
 依然不透明である。

香港などでは、GITICの債務問題をはじめ中
 国関連融資に伴う経営破綻はこれから本格的化
 するという懸念も強い。粵海企業の大幅な債務
 超過や「債務減免は時期尚早」(広東省王副省
 長)といった発言等で、香港のレッドチップは
 再び低迷を余儀なくされた。

アジア市場を動かす欧米資本家

こうした状況下にもかかわらずハンセン指数
 が反騰した背景には、欧米投資家のイニシアチ
 プの強さが挙げられよう。香港証券取引所は、
 海外からの投資家の割合が英米を中心に取引の
 3割超を占めている(後述<補足>参照)。相

場反転時、香港市場の取引は香港上海銀行
 (HSBC)に集中しており、多い日には4割が
 HSBCで占められたという。HSBCの増配や株
 式分割、ニューヨーク上場計画などが海外投資
 家を中心に評価されたものといわれる。

ハンセン指数の反騰は、香港市場が欧米投資
 家のグローバルな投資基準をいかに満たしてい
 るかを端的に示しているといえる。アジアの成
 長性を睨んで海外投資家の関心は依然として高
 い。HSBCへの投資集中、“インターネット関
 連株”の高騰には、アジアにおける株式市場の
 資金調達機能の回復において、金融再編、産業
 高度化といった課題が示唆されているともいえ
 よう。アジア株価の本格反転には、金融体制の
 整備実現が不可欠となっている。

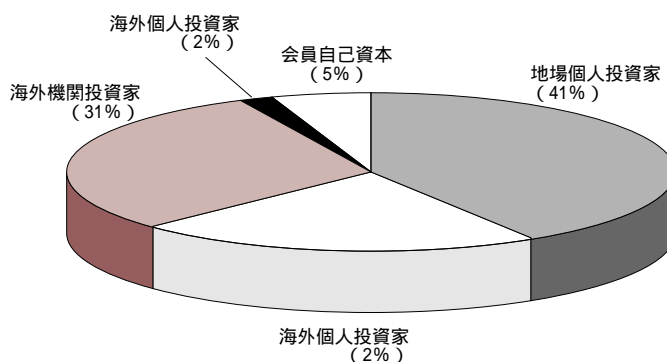
(99.3.17高橋 良晴)

<補足> 香港市場における投資家の構成

香港証券取引所(S E H K)の最新の調査¹⁾によると、香港株式市場での取引額に占める投資家の割合は、香港
 の個人投資家のシェアが97年の53%から98年には41%へと大きく縮小した。一方で、海外機関投資家のシェアは
 19%から31%に急拡大した。同証取のマシュー・ハリソン理事は、「過去8年間の調査によれば、個人投資家は機
 関投資家よりも市況に敏感である」と結論づけている。

海外機関投資家を国別にみると、英国が前年の34%から44%へと増加しており、米国が25%と次いでいる。こ
 の2国からの投資だけで、海外からの投資の69%、S E H K取引高の22%を占めたことになる。ちなみに、日本か
 ら香港株への投資は、僅かに全体の2%と前年の6%から更に低下した。この背景には、日本の大手・準大手証券
 各社が香港からの撤退や人員縮小を行なった結果、香港株の情報が入手しにくくなったこともあるといわれる²⁾。

香港市場における投資家別構成比(1998)



出所：香港証券取引所「NEWS RELEASE March 9, 1999」

出所 香港証券取引所「NEWS RELEASE March 9, 1999」

(1) 本調査は毎年行われているが、98年の調査は全取引高の3分の2を扱っているS E H Kの上位311会員と、残りの会員の
 60%を対象に行なわれた。

(2) 99/03/10 18:05 (QUICK) N Q N 香港

地域経済の視点

地域の成長力の変遷

不況が深刻化するなかで、地域経済の動向が注目されるようになってきている。東京都や大阪府など地方公共団体の財政が悪化し、公共事業や教育サービス支出等の削減の動きが地域住民の生活に影響を与えるのではないかと懸念が広がってきたこと、北海道や和歌山県等にみられるように、地域金融機関の経営破綻が地域の経済活動に大きな影響を与えたことなどによるものである。また、今後本格化する高齢化社会における医療や介護等社会保障関連の基本的なサービスの提供や、競争力のある産業再生のための人材育成や起業支援には、市町村や県など地方自治体の果たす役割が大きいことなど、地域の重要性が認識されてきたことも影響している。本年2月の経済戦略会議の答申(「日本経済再生への戦略」)でも、こうした点が強調されている。

地域経済の動向を長期的視野でみると、戦後の日本経済では、資本や労働の大都市集中が進み、特に80年代には東京圏への一極集中が進んだ。大都市圏の過密が問題となる一方で、地方圏では過疎化が進行し、両者の間の経済格差が問題とされた。しかし、90年代の経済構造変化のなかで、こうした傾向にも変化がでてきた。

表1は80年代以降の都道府県別従業者増加率の上位15県と下位15県をみたものである(以下県の名称で都道府県は省略)。80年代に増加率が上位の県は、千葉、埼玉、神奈川や茨城、群

馬、栃木など首都圏とその近隣地域、滋賀、奈良など大阪の外苑地域、愛知、静岡、三重などの東海圏で、いわゆる三大都市圏に属する県が大半であった。一方、増加率が下位の県は、鳥取や島根、青森や秋田、高知や徳島、大分や宮崎など過疎化が問題とされる県が多かった。しかし、90年代になると、上位の県として奈良や滋賀、千葉や埼玉などは変わらないが、佐賀、鹿児島、宮崎、福岡、大分などの九州の県、青森、岩手などの東北地方の県が新たに加わってきており、下位の県として、京都や大阪、東京や群馬、静岡など三大都市圏に属する県が登場してきている。こうした変化の背景には、90年代のバブル崩壊やグローバル化の進展が東京や大阪などの大都市圏に大きく影響する一方で、東北や九州などの地方圏で電機や輸送機械など比較的競争力が強い産業の工場立地が進んだこと、90年代の景気対策による公共事業拡大の効果が地方圏に及んだことなどがある。

三大都市圏だけでなく、地方圏にも経済活動が活発な地域が広がっていくことが期待されるが、97年度以降の不況のなかで、前記のように、地域金融機関の経営破綻の影響や地方財政の悪化で公共事業が先々縮小が予想されるなどから、地域経済の先行きを懸念する見方が増えている。地方分権の推進等により地域の独自性が発揮され、新たな飛躍が望まれるところである。

(鈴木 博)

表1 従業者数増加率の上位15県と下位15県

(単位 %)

	1981～86年		86～91		91～96	
	上位	下位	上位	下位	上位	下位
第1位	埼玉 (16.2)	鳥取 (1.2)	千葉 (18.1)	島根 (3.2)	奈良 (9.2)	京都 (0.8)
2	沖縄 (13.9)	高知 (0.9)	埼玉 (16.9)	高知 (4.4)	千葉 (8.6)	静岡 (2.1)
3	千葉 (13.6)	青森 (0.3)	沖縄 (14.6)	和歌山 (5.4)	滋賀 (8.5)	福岡 (2.2)
4	神奈川 (11.9)	山口 (0.2)	神奈川 (14.5)	山口 (5.5)	沖縄 (8.2)	東京 (2.3)
5	奈良 (11.6)	北海道 (0.2)	茨城 (14.1)	岡山 (5.7)	埼玉 (7.9)	和歌山 (2.8)
6	山梨 (11.1)	大分 (0.3)	滋賀 (13.3)	福井 (5.8)	茨城 (7.9)	大阪 (2.9)
7	茨城 (11.0)	熊本 (0.5)	愛知 (13.1)	鳥取 (6.0)	佐賀 (7.8)	島根 (3.0)
8	滋賀 (10.5)	和歌山 (0.7)	宮城 (12.9)	秋田 (6.2)	青森 (7.5)	秋田 (3.0)
9	群馬 (9.7)	宮崎 (0.7)	奈良 (12.7)	青森 (6.8)	岩手 (6.8)	山形 (3.0)
10	栃木 (8.5)	長崎 (0.9)	群馬 (11.8)	愛媛 (7.1)	鹿児島 (6.6)	山口 (3.5)
11	静岡 (8.5)	徳島 (1.5)	栃木 (11.8)	富山 (7.3)	宮崎 (6.5)	新潟 (3.5)
12	宮城 (7.7)	福岡 (1.6)	三重 (11.5)	新潟 (7.4)	福岡 (6.2)	島根 (3.9)
13	愛知 (6.7)	鳥根 (1.7)	山梨 (10.4)	山形 (7.4)	熊本 (6.2)	群馬 (3.9)
14	三重 (6.6)	香川 (1.7)	東京 (10.3)	大分 (7.5)	大分 (6.1)	愛媛 (4.1)
15	徳島 (6.6)	秋田 (1.7)	熊本 (10.3)	徳島 (7.5)	宮城 (5.9)	高知 (4.2)

資料 総務庁「事業所・企業統計調査報告」

(注)1. 増加率が同じ場合は前回調査での増加率が大きい方を上位としている。

2. 長崎県は91年調査時に災害で一部地域が欠けているため、上表の86～91年と91～96年では長崎県を除いている。