

金融市場

2000.7

潮流

ケインズ理論への新しい視点 1

情勢判断

国内金融

過剰債務問題と長期化する長期金利の低位安定 2

国内景気

景気の回復テンポは緩やかに 4

海外景気金融

景気ピークアウトを示す指標が増える米国経済 5

成長率に格差がみられるアジア各国第1四半期GDP 6

今月の焦点

構造変化と改善の動きが並行する雇用情勢 7

平成12年3月期主要行決算概況について 12

地域経済の視点

地方債格付けからみる地方財政の状況 16

海外の話題

米国店頭市場（ナスダック） 17

潮流

ケインズ理論への新しい視点

ケインズの時代は過ぎ去ったといわれて久しいが、本国イギリスでの浩瀚な著作集30巻の完成、関連諸文書の公開を踏まえて、わが国でも新しい観点からの研究が深化している。特に、最近の金融市場のグローバル化の進展という状況に対して、ケインズの理論に依拠した注目すべき論考が見られるようになった。

そのひとつは、昨年秋に刊行された岩本武和著『ケインズと世界経済』である。この本は、これまでケインズ経済学の中でも比較的等閑視されてきた国際経済学分野を取り上げ、ケインズが「時間の相の下に」書き上げた時論を詳細に分析することにより、キーカレンシーの交替という大変動時代に遭遇したケインズが、当時のグローバル化の動きに対応してどのような国際的措置を構想していたかを明らかにしているものである。同書によれば、ケインズの主張の本旨は、「自由放任の終焉 国家的自給の思想 重商主義への共感」という論理展開と、それに付随する「自由な国際資本移動」の規制と重商主義の弊害を避けるための「国際的ケインズ主義の採用」の提案であったという。そしてそこで見出されたケインズのグローバル化への批判的視点は、今日の状況に対しても普遍的妥当性をもつものとされており、肯げるところが多い。

また、同書が詳細に取り上げたケインズの一つの時論 1933年夏の論文「国家的自給」で、ケインズが国民経済擁護の立場にたって、金融と並んで農業を取り上げ、そこで「農業の追求は完全な国民生活の一部である」として自給の思想に言及していることは、今もなお示唆に富むものだと感じる。

つづいては、この春刊行された岩井克人著『二十一世紀の資本主義論』であるが、同名の巻頭論文は、「グローバル市場経済の危機」という副題を持つことから明らかなように、現在の金融市場の危機的状況から論を起し、新しい世紀の資本主義の行方を占っているものである。そこでは、世紀末に起こった諸金融危機は投機に起因するものであること、また貨幣の本質論からして市場経済にとっては投機が最も根源的な活動であることを踏まえ、今日グローバルに展開するにいたった金融市場は、新しい世紀においても引き続き投機活動によって危機を繰り返すことになると推論し、グローバルな市場経済全体はキーカレンシーたるドル危機に直面することとなろうという予測を行っている。そして、流麗な文章による説得的なこの論文においても、その論理の展開の礎石として置かれているのが、ケインズの『雇用・利子および貨幣の一般理論』第4編第12章Vの美人コンテストのメタファーなのである。

同書は、ケインズの豊富な投機経験に裏うちされたこの「美人コンテストの原理」から、市場には本来的に不安定性が付きまとうことを主張する理論を読み取って、そこから新しい世紀の資本主義の将来を描いて見せてくれている。これは現在のグローバル化の下で展開される金融の本質を探る上でのケインズ学説の新しい援用であり、これまた示唆に富むものと思われたのである。

(理事長 浜口 義曠)

情勢判断

国内金融

過剰債務問題と長期化する長期金利の低位安定

要約

日銀は設備投資の改善等から景気判断を前進させ、ゼロ金利解除に向け地均しを継続。しかし、市場は過剰債務問題等の構造改革の遅れを懸念し、株価は調整局面が続く、長期金利はやや低下した。景気動向として企業部門の改善による緩やかなジョブレスリカバリーが継続するなか、ゼロ金利解除のタイミングを計る意味でも新政権の構造改革への取組み姿勢が注目される。

表1 金利・為替・株価の予想水準

(単位 %、円/ドル、円)

年度/月	99	2000				2001
	3 実績	6 予想	9 予想	12 予想	3 予想	6 予想
CDレート(3M)	0.06	0.05	0.10	0.20	0.50	0.50
短期プライム	1.375	1.375	1.375	1.375	1.625	1.625
10年最長期国債	1.77	1.65	1.80	1.90	2.20	2.20
長期プライム	2.2	2.15	2.2	2.3	2.5	2.5
為替相場	105	106	105	103	100	100
日経平均株価	20,337	16,500	17,500	18,500	20,000	20,500

(注) 月末値、実績は日経新聞社調。

ここ1ヶ月の金融情勢

ゼロ金利解除に向け地均し続ける日銀

4/10分の日銀金融政策決定会合議事録によれば、早期のゼロ金利解除に理解を示す委員が従来の篠塚委員を含め3名に増え、4/27分議事録ではゼロ金利解除の位置付けや解除時の説明方法などより具体的な議論に重点がシフトしていることが窺われる。また、日銀の景気判断自体も前進を続けていることから早期ゼロ金利解除観測が再び台頭、早ければ7/17の決定会合でと見る向きもあるが、TIBORの動きからすると4ヶ月以上の金利に上昇圧力がかかっており、4~6月期のGDP発表を睨んで秋口以降解除というのが短期市場参加者の見方なのである。

一方、長期金利は、1~3月期の法人企業統計の設備投資が前年比プラスに転じたことから1~3月期のGDPが高い伸びになるとの予想が出て株価も17千円台を回復したことで一時

1.75%まで上昇。初発行の15年変動利付国債の応募倍率は7倍の人気となり、金利上昇リスクを意識しつつもカネ余りの運用難を反映するものとなった。こうした状況下、1~3月期実質GDPは前期比2.0%増だったものの、デフレーターは1.8%とむしろマイナス幅拡大しデフレ状況は脱していないこと、4月の機械受注が前月比で4ヶ月連続減となり回復に一服感の出てきたこと、ライフ、第一ホテル倒産などから景気は回復基調にあるものの構造改革には相当の時間を要すとの見方などから長期金利は1.6%台前半まで低下した。

中低位株物色も調整局面続く株式市場

株式市場では、外人投資家が6月第一週まで5週連続の売り越しており、米国株の先行きに警戒感が強いのを背景に情報通信関連の値がさ株に利益確定売りが続いているようだ。一方、年金や投信は買い越し基調が継続し、物色動向は好業績の中低位株が買いを集めたが、大型倒産が相次いだことやあさひ銀行の3行統合離脱発表から銀行株の下げが続き、日経平均は再び16千円台前半まで下落した。こうした中でナスダックジャパンも静かなスタートとなった。膠着続く円相場

為替相場はECBの0.5%利上げと米国景気の減速期待の強まりから、ユーロが反発。一方、円ドル相場は、日本の景気回復も基調は緩やかで円を買い進むまでには至らず105~108円台でもみ合いが続いた。

向こう3ヶ月程度の市場の注目点 7月短観は改善続くか

ゼロ金利解除を予想する上で当面の注目材料は7/4発表の日銀短観である。景況感や収益の改善は続こうが注目は設備投資計画。上方修正は間違いないがIT関連業種以外に広がりが見られるか、また3月短観で前年比6.8%と高い水準からのスタートとなった中小企業の計画がどの程度上方修正されるか注目される。なお、5月調査の大蔵省景気予測調査では大企業製造業の足許の景況感は改善しているものの、非製造業、中小企業はやや悪化しており、業種間、企業感の格差はより拡大すると予想される。

遅れる建設、不動産、卸小売業の債務削減

1-3月期の法人企業統計では前年同期比で2.6%増収38.7%経常増益、設備投資も3.3%増と景気回復を示す内容となった。しかし、過剰債務問題を指摘される建設、不動産、卸小売3業種の有利子負債残高は254兆円でここ10年の地価下落過程でほとんど負債圧縮が進んでおらず、全産業有利子負債に占める割合も5割弱を占めている。

3業種は収益回復ペースも遅く、このところ増加している倒産件数でも3業種が6割強を占めており、総選挙と株主総会の終了する7月以降は倒産や銀行への債権放棄要請の増加が懸念されている。この問題がリストラによる企業収益の回復を柱とした景気全体の回復基調の腰を折る可能性は、米国景気の失速がない限りは少ないとみられるが、過剰債務問題が残る間は回復ペースは緩やかなものに止まろう。そしてこうした見方が長期金利の低位安定の長期化の背景にあるといえよう。

ゼロ金利解除は年内はないか

こうした状況で、ゼロ金利解除のメリットとデメリットを考えた場合、緊急避難措置を解除し今後の金融政策にフリーハンドを持つとしても、想定される0.25%ではその効果は僅かと思われ、所得配分の歪みや構造改革のモラルハザードの是正効果も微々たるものであり、現段階ではゼロ金利解除による円急騰など市場の混乱

や金利負担増大による倒産増加などデメリットのリスクの方が大きいと思われる。解除の時期としては米国景気の減速度合いの確認と総選挙で議論となった財政再建問題の方向を確認する意味でも年内は見送るべきであろう。仮に早期に解除するならば、新政権が選挙対策もあり先送りされた年金改革、連結納税、規制緩和等の構造改革についての方針を合わせて打ち出していく必要があると思われる。

(2000.6.20堀内 芳彦)

図1 業種別株価の推移 (2000年3月末基準)

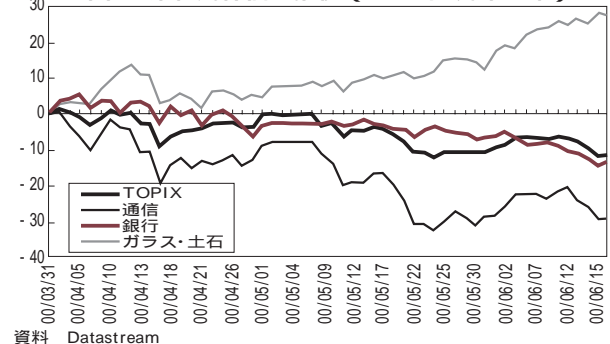


図2 3業種有利子負債残高の推移

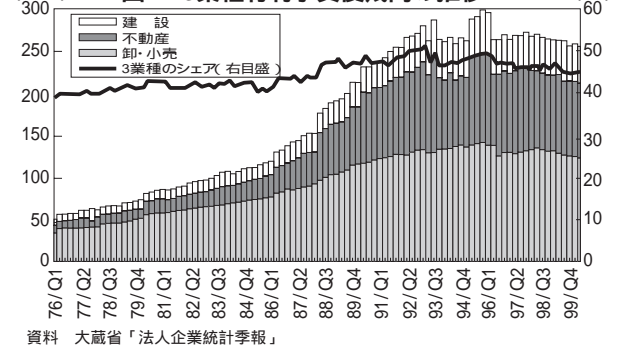
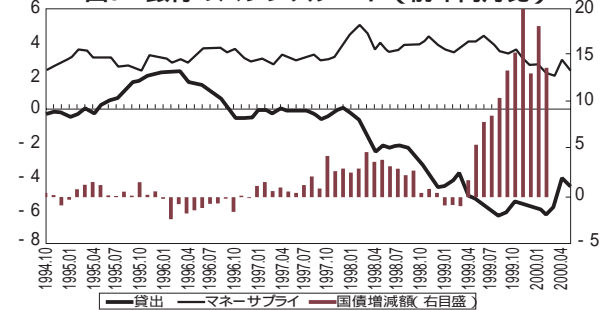
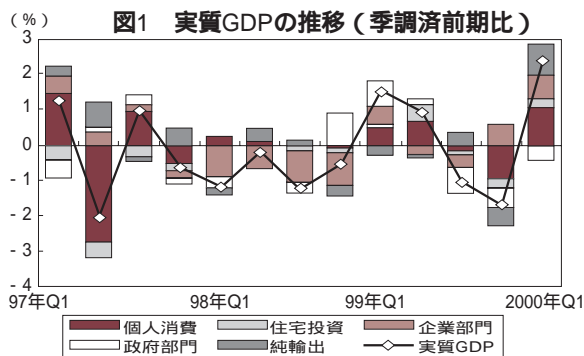


図3 銀行のバランスシート (前年同月比) (兆円)



国内景気

景気の回復テンポは緩やかに



資料 経企庁「四半期別国民所得統計速報」
 (注) 企業部門は設備投資+在庫、政府部門は政府最終消費+公共投資+在庫。

民需主導のプラス成長

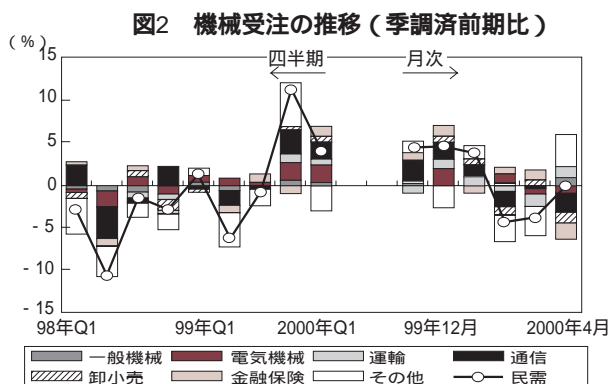
1-3月期の実質GDPは季調済前期比+2.4%と再びプラス成長に転じた(図1)。99年度成長率も前年比+0.5%となったが、名目ベースでは0.7%と2年連続のマイナス成長となり、経済成長がいまだ力強いものではないことを示している。1-3月期は民間設備投資が引き続き増加したほか、個人消費、住宅投資もプラスに転じ、民間内需主導の成長となっている。また、輸出の急増を受けて外需の寄与度もプラスとなった。一方公的需要は引き続き減少している。今後の内需は緩やかな成長

公共投資は地方実施分の未達成額が大きいことから99年度は名目で前年比 3.2%と政府見通し(+1.0%)を大幅に下回る水準となった。4月以降も引き続き地方財政難が公共投資の伸びを押さえるだろう。

個人消費の伸びは10-12月期の落ち込みの反動やうるう年要因によるところも大きく、今後もこの勢いが続くとは考えにくい。雇用者所得は名目でも前年比+0.5%と下げ止まりの傾向を見せており、消費の底割れはないだろう。住宅投資も昨年12月に住宅ローン減税が延長されたことや、都市部のマンションに割安感が出てきたことなどから分譲住宅主導で盛り返したが、駆け込みの要素が強く、今後の伸びは期待できない。

設備投資については、大店法改正を前にした

卸小売業の出店攻勢、IT関連需要の増加を受けた電気機械・通信業の設備投資が伸びを主導した。しかし足元の機械受注を見ると卸小売業の特殊要因は剥落しつつあるほか、IT関連生産増に対応した新規設備投資や通信基地局の整備なども一巡してきたことを背景に、これまで急角度で増加してきた牽引業種で頭打ちになってきている(図2)。他業種における設備投資の回復テンポは非常に緩やかなものにとどまっており、全体的な回復基調は続くものの、この半年ほどの勢いはなくなるだろう。機械受注と実際の設備投資のラグは1四半期程度に縮小しており、7月頃にはこうした動きが実際の投資に表れてくると思われる。



資料 経企庁「機械受注統計」

外需・IT需要依存の回復

以上のように内需の回復はこれまでに比べ緩やかなものになることが予想され、今後の経済成長のテンポを左右するのは外需になるであろう。足元で輸出が急増しているのは米国・アジア向け通信機や電子部品などであり、機械受注も外需の半導体製造装置の寄与が大きく、IT関連の生産拠点向け輸出が伸びていると思われる。

2000年度は+0.8%のゲタを考慮すれば成長率自体は99年度を上回る可能性が高いが、外需およびIT需要の動向に依存する部分が大きく、後は回復速度が一旦落ち着くであろう。

(鈴木 亮子)

海外景気金融・米国

景気ピークアウトを示す指標が増える米国経済

4～6月期の経済指標は減速を示唆

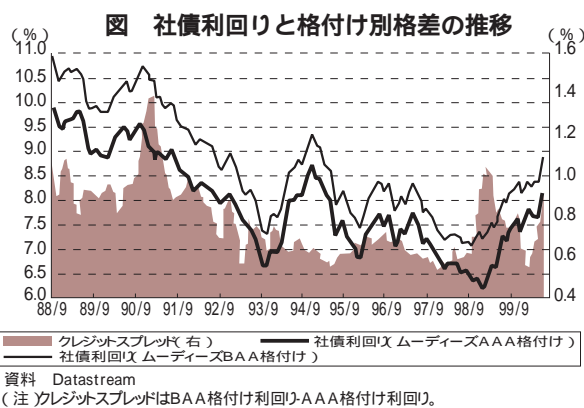
米国では5月16日のFOMC（50ベース利上げ）後も金利先高感が強かったが、最近1か月間に発表された指標の多くが予想を下回り、中でも5月の雇用統計で民間部門の雇用が前月比116千人となったのを契機に金利先高観測が急速に後退、6月27～28日のFOMCでは金利据置との見方が中心になっている。利上げの効果がまずあらわれるとすれば、金利敏感セクターである住宅投資や耐久財消費だが、実際に耐久財消費は小売上では3月以降3か月連続して前月比減少、住宅着工戸数も2月をピークに減少（中心となる一戸建て住宅は昨年12月をピークに減少）基調となる等、昨年6月末以来の利上げ効果が顕在化しつつあるとも考えられる。

ただ依然として経済活動の水準は高く、失業率も5月には4.1%と前月比0.2ポイント上昇したものの中期的にみれば低水準で、レイオフの動向を示す失業保険新規受給申請者数も30万人前後で推移する等、労働力市場の逼迫感がすぐに解消するとはみられない。先行きの雇用に関しても例えばマンパワー社が実施した企業の雇用態度に対するアンケート調査（16000社対象）では、第3四半期に雇用を増やすという回答企業割合が35%（季調済25%）と過去最高水準になる（wall street journal紙5月22日付）等、5月の雇用統計がベンチマーク改訂等による一時的な下振れにおわる可能性もある。雇用増加ペースの鈍化が続かなければ、消費者心理の強さも続き、株価動向次第で再び消費の伸びが高まることもあろう。

信用量は引き締まりの方向

消費を中心とした需要項目については、昨年後半以来の5%超の高成長の反動減という面もあり、（第2四半期の減速は確定的としても）

第3四半期以降需要増加率が潜在成長率程度に定着（軟着陸）するかはどうかは未だ明確とは言えない。しかし一方で利上げ過程でトレンド変化がほぼ明らかになったとみられる指標として、信用リスクに対する警戒感の高まりが挙げられる。例えばFRBが5月に実施した定例の融資担当者サーベイでは過去3か月で融資基準を厳しくした銀行の割合が商工業向け貸出しで21%と98年のロシア危機時以来の高さとなっており、また社債間のクレジットスプレッドも年初までは低水準だったがナスダックを中心とした株価下落が明確になった4月以降は急速に拡大し、足元で若干縮小したものの90年代以降としては高水準で推移している（図）。



この背景には株高に依存して負債拡大しつつ事業展開してきたベンチャー企業の一部で資金繰り難から清算となる例が出てきた等、ネット株下落が信用リスクを高めていることがあろう。足元の銀行株の低迷には銀行のリスクテイク力低下も示唆されている。経済活動の水準は依然高い（従ってインフレ懸念の払拭までには時間がかかる）ものの、信用面の制約の強まりという変化は、米景気ピークアウトの可能性を示唆していると考えられる。

（小野沢 康晴）

海外景気金融・アジア

成長率に格差がみられるアジア各国第1四半期GDP

金融市場にも現れる回復格差

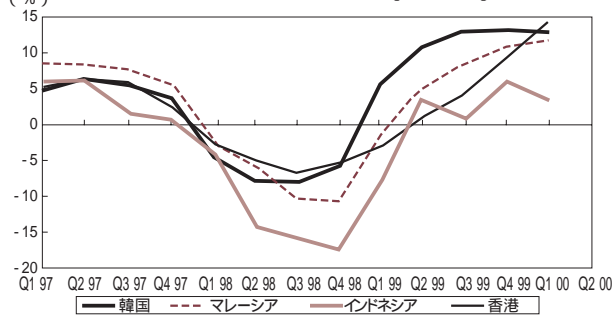
相次いでアジア各国の第1四半期のGDP成長率が発表されているが、好調を継続する韓国、マレーシア、2桁成長に乗せた香港と3%台の成長にとどまったインドネシアとの間に格差がみられる(図)。この実態経済の回復格差は金融市場においても、足下の米国金利先高観測の後退のなかでの各国株価・為替の回復振りにも現れている。

堅調な回復を示す韓国、マレーシア、香港

韓国、マレーシアの第1四半期GDP成長率は各々前年比12.8%増(前期同13%)、11.7%(同10.8%)と引続き好調である。需要項目別寄与度でも韓国は在庫投資0.8%(同5%)の落ち込みを個人消費6.2%(同5.8%)、IT関連を主とする設備投資5.7%(同2.2%)でカバーし、純輸出は1.4%(同1.1%)で内需主導の回復が本格化してきている。4月の鉱工業生産指数は季調済前月比2.3%と3ヵ月連続で減速したが、自動車メーカーのストライキ等の一時的要因もあり、また前年比では16.9%増と高水準であり生産は引続き拡大基調にある。マレーシアでは財政支出減0.1%(同2.6%)を個人消費6.7%(同3.2%)、電子電気等輸出型産業の能力増強投資を主とする設備投資3.3%(同1.8%)、純輸出1.4%(同1.4%)で補う等内需主導型回復へ着実に移行してきており、危機後のマレーシアリングgit割安でのドルペッグ制導入により輸出主導で4月の鉱工業生産指数は前年比18.6%増と9ヵ月連続で2桁で伸長している。

また、ドルペッグ制を維持しデフレが続く香港でも第1四半期GDP成長率が同14.3%(同9.2%)と予想を上回る高成長となった。これは中国や周辺国の景気回復による再輸出入増加に牽引され個人消費、在庫投資が急伸したことによるが、米国の金融引締めの方行に左右される部分は大きいものの、デフレは徐々に改善していこう。

図1 各国の実質GDPの推移(前年比)



資料 Datastream インドネシア中銀

この第1四半期の実績等を受け韓国、香港等の当局は今年の成長率見通しの上方修正を行っており、財政出動と輸出主導の生産回復から生産に裏打ちされた内需主導型回復にシフトしつつある(GDP、個人消費は危機前水準をクリア)。第2四半期以降は米国の景気減速の影響が懸念されるが、当面この傾向は持続するとみられる。政情不安等で回復鈍るインドネシア

インドネシアの第1四半期GDP成長率は前年比3.2%にとどまり、前期の同5%から減速するとともに、周辺国の堅調な回復振りに比し出遅れ感が出ている。需要項目別では純輸出の寄与度が高いが、これは4月の輸入が前年比9%増にとどまり4ヵ月連続の低下という輸入の伸び悩みによる部分が大きく、富裕層に偏った個人消費の回復の脆弱さの現われとみられる。インドネシアの景気回復が鈍いのは、周辺国で景気を牽引しているIT関連企業の集積が遅れていること、政情不安、構造改革の停滞等による華人系企業の生産回復の遅れ等によるが、第2四半期以降もワヒド政権の経済閣僚を巡る政争、中銀総裁辞任問題等の政治的不透明性が足下インドネシアルピアは1ドル=8500ルピア台で低迷を続けている。

今後7月下旬からIMF融資に伴う構造改革実施状況の審査開始、8月の国民協議会開催やイリアンジャヤでの分離独立の動き等があり、当面政情不安は払拭できないとみられる。

(千葉 進)

今月の焦点

構造変化と改善の動きが並行する雇用情勢

要約

非自発的失業者増加の頭打ち傾向や新規求人の増加など雇用には改善の動きが出始めたが、雇用者数や就業者数は依然減少している。いわゆるミスマッチの存在や高齢者の労働市場からの退出増加などが影響している。人件費などの固定費削減による損益分岐点の低下で、企業収益は増益基調が定着してきており、名目賃金は今後増加に向かうと予想されるが、雇用者数の増加にはミスマッチ解消のほか、女性や高齢者の労働参加率の向上が必要であり、これらの就業参加を容易にする新たな就業形態育成等の施策が求められる。

改善の動きが出始めた雇用情勢

99年度の実質GDP成長率が3年ぶりのプラス成長（0.5%）となるなど、景気はようやく回復に向かって動き出した。景気の自律回復のためには設備投資や個人消費など民間内需の回復が必要であるが、機械受注の増勢等に見られるように設備投資には既に動意が出てきており、今後は個人消費とその背景となる雇用や所得の動向がポイントとなる。

雇用情勢は97年秋頃から99年にかけて大幅に悪化したが、ここにきて改善の動きが出てきている。労働力調査（総務庁）による完全失業者数はなお若干増加しているが、非自発的失業者の増加には歯止めがかかりつつあり、失業保

険需給者数は昨年12月以降前年比減少を続け、全国職安の有効求職者数も本年4月から減少に転じている（図1）。また、昨年夏頃から増加に転じた新規求人数は、製造業やサービス業を中心に今年に入って増加幅を拡大し、こうした求人の増加で就職件数も増えてきている。新卒者の求人についても、来年（2001年3月卒）は増加の見込みである。

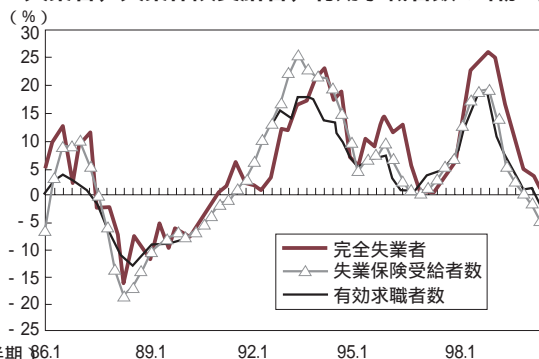
賃金面では、特別給与はなお減少傾向ながら、所定外給与の増加に加えて、今年に入って所定内給与も増加傾向にあり、この結果、現金給与総額が本年1月以降増加傾向で推移している（後掲図7）。

背景にある生産活動や企業収益の回復

失業保険受給者数や有効求職者数が減少に転じ、失業者増加が頭打ち傾向となってきたのは、企業の人員整理が一段落してきたためであり、名目賃金が本年1月以降増加傾向となったことも含めて、企業の収益回復が進んできたことが背景にある。

また、前記のように昨年夏頃から新規求人数が増加傾向となっているが、これにやや先んじて鉱工業生産指数や第三次産業活動指数が増加している（図2）。生産活動の回復による所定外労働時間の増加等で、企業が求人増加に及ん

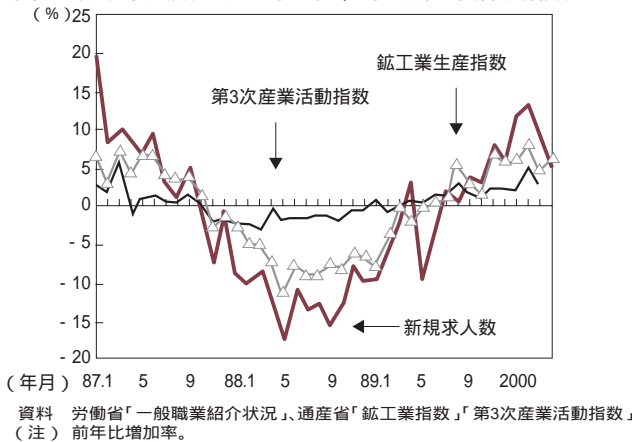
図1 失業者、失業保険受給者、有効求職者数の増加率



資料 総務庁「労働力調査」、労働省「一般職業紹介状況」「雇用保険月報」
 (注)1.前年比増加率。
 2.直近時のみ2000年4月実績、その他は四半期。

だものと思われる。製造業についてみると、生産回復が早かった電気機械業種等で求人動きが出始め、さらにこれを追いかける形で鉄鋼や非鉄などの素材業種や、一般機械などの設備投資関連業種にも求人増加の動きが広がっている。また、サービス業では情報サービスや医療・介護等の職種での新規求人が多いが、各種分野での情報化の進展や介護保険制度のスタートなどによる需要拡大が背景にある。

図2 新規求人数と鉱工業生産、第3次産業活動指数



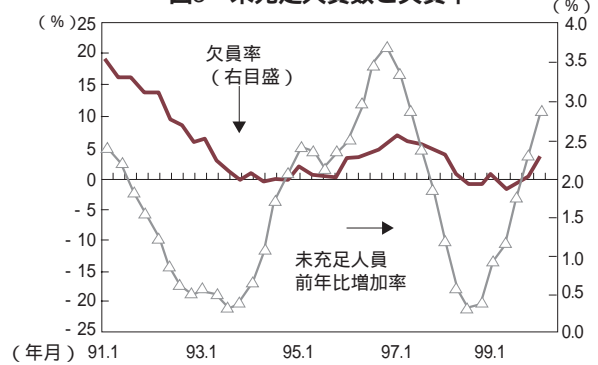
労働異動や雇用者数増減等からみた労働市場の構造変化

失業者増加が頭打ち傾向となり、新規求人の増加で就職件数も増えてきているが、就業者数や雇用者数は依然減少している。これは新規就業者の増加以上に離職ないしは退職者が多いためであるが、これは次のような要因によるものと思われる。

第一は、新規就業者について、求人増加で就職件数も増加傾向にあるが、その増加ペースは求人増加を下回り、求人需要に供給が追いついていないことである。この結果、図3のように欠員率（企業が必要とする人員に対する未充足人員の割合で図3の注2参照）が上昇している。

これは求人要件（職種や年齢、就業地域等）に求職者側が応えられない（いわゆるミスマッチ）ことを示しており、特に、求人数の多い情報サービスや医療・介護等の専門職種で目立っている。

図3 未充足人員数と欠員率



第二は、少子高齢化の影響等で高齢者（65歳以上）の労働市場からの退が増加していることである。98～99年の2年間累計で見ると、労働力の対象となる15歳以上人口は122万人増加したが、65歳以上の高齢人口が145万人増加し（従って生産年齢人口は23万人の減少）、このうち127万人が非労働力人口化している（表1）。この2年間に就業者数は98万人減少しているが、仮に失業者増加数87万人がすべて就業したとしても、就業者は11万人減少した計算になる。このように、高齢化による労働市場からの退出増加が、就業者や雇用者の減少が続いている一因である（注1）。

第三に、自発的失業の増加がある。近年の特徴として、より自分に適した職種や好条件の職種をめざして転職が活発化しており、比較的若い世代（30歳代まで）を中心に、一時的に失業するケースが増えている。自発的失業者の増加は、就業者や雇用者の増加を妨げる要因となる。

こうしたミスマッチ問題や少子高齢化による生産年齢人口の減少、転職を目的とした自発的失業の増加などは、今後も就業者や雇用者の増加を抑制する効果を持つものと思われる。

(注1) これらの年齢層は年金受給層であり、退職しても収入がなくなるわけではない。仮に、これらの層が就業意欲を持っていた(労働力人口にカウントされる)とすれば、失業者はさらに増え、失業率はもっと上昇していたことになる。

表1 15歳以上人口の就業等の状況(98~99年累計増減)(単位:万人)

		生産年齢人口				高齢人口 (65歳以上)	総計
		合計	15~24歳	25~34歳	35~64歳		
労働力人口	合計	-26	-69	73	-30	18	-8
	うち雇用者	-65	-82	48	-31	5	-60
	うち自営業者	-24	-1	2	-25	6	-18
	うち家族従業者	-23	-2	-1	-20	3	-20
	うち完全失業者	83	15	23	45	4	87
非労働力人口		-1	-33	12	20	127	126
総計		-23	-102	86	-7	145	122

資料 総務庁「労働力調査年報」
(注) 総数に分類不能や不詳を含むため、合計または総計と内訳は一致しない。

リストラはどこまで進んだのか

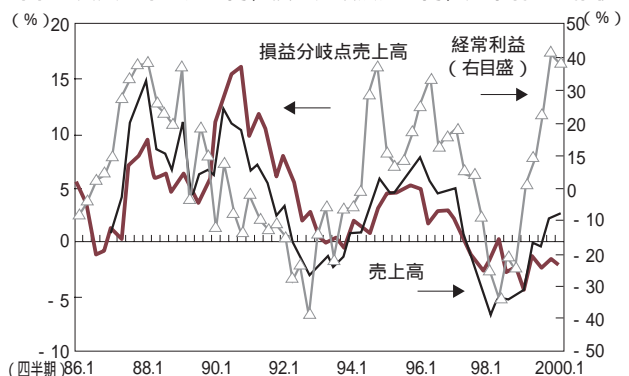
97年秋以降の雇用悪化は、主として、企業の収益構造改善のための事業再構築(リストラ)によってもたらされたものである。その意味で雇用の動向を考えるには、企業のリストラがどこまで進んだのかについて考察する必要がある。

雇用者数は98,99年と連続して減少し、一人当たりの名目賃金の伸びもこの2年間はマイナスとなり(一人当たり名目賃金が純減したのは統計開始以来始めて)、この結果、福利厚生費等も含めた全産業ベースの企業の人件費の伸びも大幅に低下した。こうした動きは、資本金1億円以上の中堅企業や大企業で特に顕著である。

人件費を中心にした固定費削減等によって損益分岐点が大きく低下し、法人企業の経常利益は99年第1四半期から増益に転じ、以後増益幅を拡大しつつ2000年第1四半期には前年同期比39%の増益となった(図4)。リストラが先行した大企業が先に増益に転じ、中堅企業がこれに続き、収益回復の遅れていた中小企業も2000年第1四半期には55%の増益となっている。

不良債権や土地の含み損などストック面ではなお処理未了部分が残っているとみられるものの、フロー面では、個々の業種や企業によって事情は異なるが、大企業や中堅企業については、減収でも利益が出せる体質が構築されてきて

図4 法人企業の売上高、損益分岐点売上高、経常利益の推移



資料 大蔵省「法人企業統計季報」
(注) 1.固定費=人件費+原価償却費+金融費用、その他費用を変動費として計算。
2.前年比増加率。

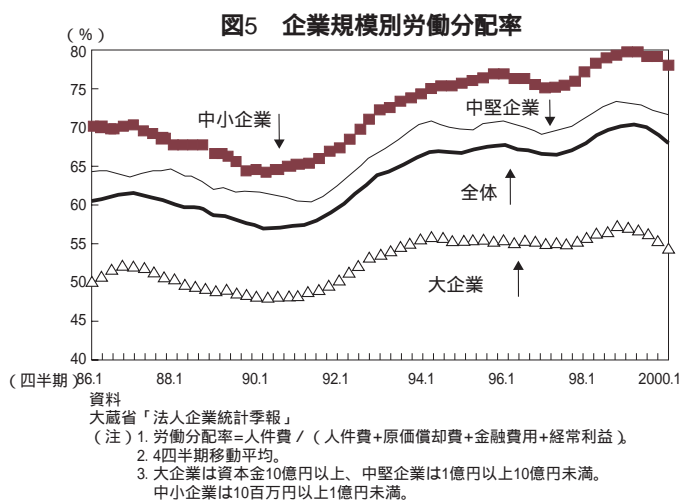
おり、リストラによる収益構造の再構築にはある程度目処がついたとみてよいものと思われる。

前にも述べたように、一人当たり名目賃金は今年に入って増加に転じており、企業の人件費も大企業や中小企業を中心に2000年第1四半期には前年比増加し、両者の動きは一致している。企業収益の回復を反映して、名目賃金は今後は増加傾向をたどるものと思われる。

労働分配率の高さは雇用改善の障害なのか

こうしたなかで、今後の雇用・賃金情勢を考える際の論点として、労働分配率の高さを指摘する意見がある。日本の労働分配率は米国等比べて依然高水準にあり、今後も労働分配率の引下げ圧力が続けば、雇用・賃金情勢は低迷が続く（従って、個人消費の改善も遅れる）とするものである。

図5のように、日本の労働分配率（非金融法人企業のもので図5の（注1）のように定義する）は80年代後半の好況時に低下したあと、

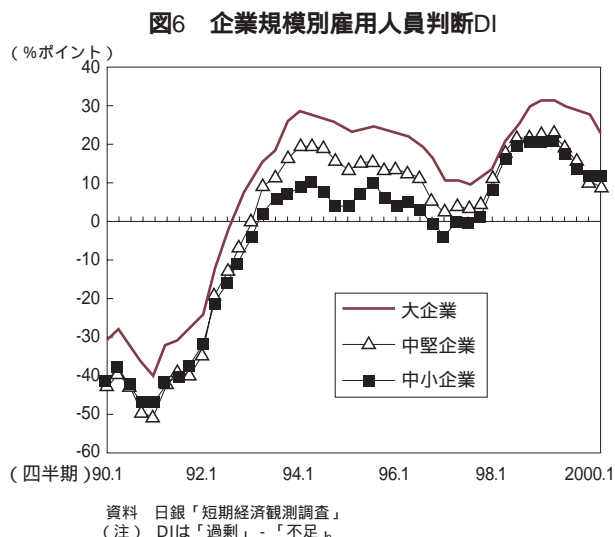


90年代前半に大きく上昇し、95、96年にかけて若干低下したが98年には再び上昇した。その後99年に低下しているが依然高水準にある（2000年第1四半期で68.4%）。

90年代の労働分配率上昇の要因を探るために労働分配率を企業規模に分けてみると、大企業の上昇幅はそれほど小さくなく、中小企業で大きく上昇していることがわかる（図5）。中小企業の人件費は88年頃から増加幅が大きく

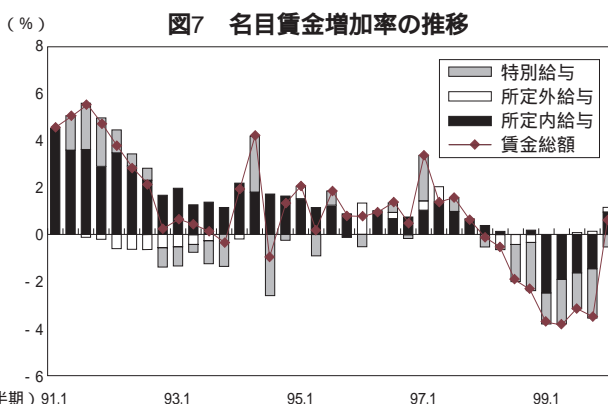
なり、90年代に収益が低迷するなかでも増加傾向を続けた。この間の中小企業の人件費増加には役員給与増加の寄与が大きく、それには役員数の増加が影響している。中小企業では所有と経営の分離が必ずしも明確でなく、役員給与の増加は、単に事業遂行のための人件費コストの上昇という面だけでは捉えられない面がある。中小企業の労働分配率上昇にはこの点に対する考慮も必要である。

少なくとも、大企業の労働分配率についてはそれほど高いわけではなく、前にも述べたように、フロー面でみればリストラによる企業収益回復は定着してきており、実際に、1人当たり名目賃金も今年に入って再び増加してきている。企業の雇用判断DIも、過剰感が次第に薄れつつあり、こうした状況を示唆している（図6）。企業の賃金対策としては、今後は、人件費全体の削減から企業業績や個々人の業績を反映する賃金制度の構築に比重が移っていくこととなる。



雇用、賃金情勢の今後

過去の経験では、企業の経常利益が増益に転じて、約1年遅れて賃金が上昇に転じている。賃金が利益動向に1年遅れているのは、業績回復の確認と賃金交渉に要する時間を反映しているものと思われる。今次不況時には、主として特別給与（賞与）の調整を通じて賃金削減を行ってきたことから（図7）、99年度からの企業収益回復を反映して、2000年度から特別給与も増加に向かい、名目賃金も上昇傾向となろう（ただし、年金・退職金給付債務の積立不足の問題等もあり、上昇率は抑制される可能性がある）。



資料 労働省「毎月勤労統計調査」

(注) 前年比増加率、所定内給与・所定外給与・特別給与は寄与度。

一方、雇用者数や就業者数については、職業訓練の普及等ミスマッチ解消のための政府の施策もあり、情報サービスや介護等のサービス業を中心に新規の就業者は増加傾向となろう。しかし、少子高齢化による若年労働力人口の減少や高齢による退職者増加傾向もあり、雇用者数や就業者数は増えにくい状況が予想される。

今後の雇用、賃金動向は、前記のように雇用者数や就業者数は増えにくい状況が見込まれる

が、企業収益回復を反映した一人当たり賃金の上昇もあり、全体として雇用者所得は緩やかな増加が予想される。このため、個人消費も次第に明るさが増してこよう。

しかし、高齢化が進展していくなかで、中長期的に経済の成長率を高め活力を維持していくには、経済全体として所得が増え消費が増える循環を創造していく必要がある。特に、生産年齢人口減少による労働供給の低下を補っていく必要がある。その意味で、外国人労働者の活用検討のほか、女性や高齢者の労働参加率を高めていくことが求められるが、特に、後者のための政策として、保育所の機能強化などのほか、インターネット等の情報通信手段を利用したSOHOの育成など女性や高齢者向けの新しい就業のパイプを太くすること、年金も含めた税制上のインセンティブを考慮していくことなどが考えられよう。

(鈴木 博)

平成12年3月期主要行決算概況について

要約

主要16行は12年3月期決算において、当初計画の3倍かつ業務純益を上回る不良債権処理を実施したが、株価上昇の追い風を受けて多額の株式売却益を計上することで、大半の銀行では経常・当期損益ともに黒字決算となった。

不良債権問題については、金融再生委員長は今期で処理の峠は超えた旨表明しているが、今後はメガバンク化を前にした産業界の淘汰・再編の動きが、バランスシート面でのリスク要因となる可能性は否定できない。

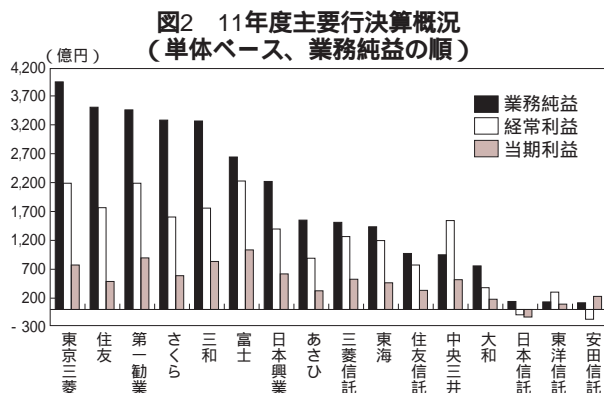
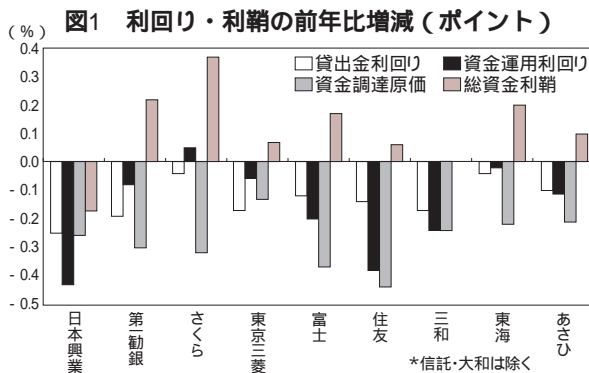
損益の概況

主要16行（文末注）の平成11年度決算が発表された。ゼロ金利が長期化する中、貸出等資金運用利回りは低下したものの、それを上回る調達金利の低下や人件費・物件費などのコスト削減により、興銀を除く主要行では総資金利鞘

が改善した（図1）。加えて、一般貸倒引当金の繰入れ負担が減少したことで、業務純益はトータルで約3兆円と前年比17%の増加となった。

他方、不良債権の処理については、前年度の10兆円よりは少ないものの、今年度も4.6兆円と、業務純益を上回る多額の処理を実施している。この償却原資については、日経平均で前期末比+28.4%の株高を受けて多額の株式売却益（三勘定戻3.4兆円）が計上されており、経常利益は信託2行以外の14行で、当期利益は信託一行を除く15行で、黒字転換（注1）を果たしている（図2）。

（注1）11年3月期は、主要行全てが経常赤字となり、当期利益も東京三菱を除き赤字。



バランスシートの状況

多額の株式売却益を計上した背景には、不良債権処理のための益出しに加えて、都の外形標準課税の適用を受けたことや（利益への影響は3,500億円強）、2002年3月期の「完全時価評価」への移行を前にして持合い解消を進めたことがある。売切り額は、各行へのヒアリングをもとにしたマスコミ報道等によると、簿価ベースで2.3～2.6兆円に上るとみられている。

しかし、今回の益出しにより主要行トータルでの株式損益分岐水準（含み益がゼロになる水準）は、日経平均で約1万5千円まで上昇している。

また、国債等債券も長期金利の低位安定が続いていることで、売買益が悪化するとともに、含み益は枯渇もしくはマイナス状態となっており、経営体力はやや低下したといえよう。

BIS自己資本比率は、国際基準採用の各行では、信託銀行を除いて概ね前年より改善しており11～12%台でクリアしている。円高や不良債権処理により、大半の銀行でリスクアセットが縮小したためであるが、自己資本比率算出方法の変更により、元本補填契約のある信託資産の掛目が10%が50%に上昇したことで、信託銀行のリスクアセットは増加している。

連結決算をみると、株主資本の連単倍率は大半の銀行で0.8～0.9倍と1を下回っており、当期利益ベースでも、富士が0.5倍、第一勧銀が0.8倍と1を大きく割り込んでいる銀行がある等、関連会社の業績には未だ問題が残っていると思われる。また、今回も系列不動産会社を連結対象としていない銀行があり、連結対象範囲についても完全に不透明感が払拭されたとはいえない。

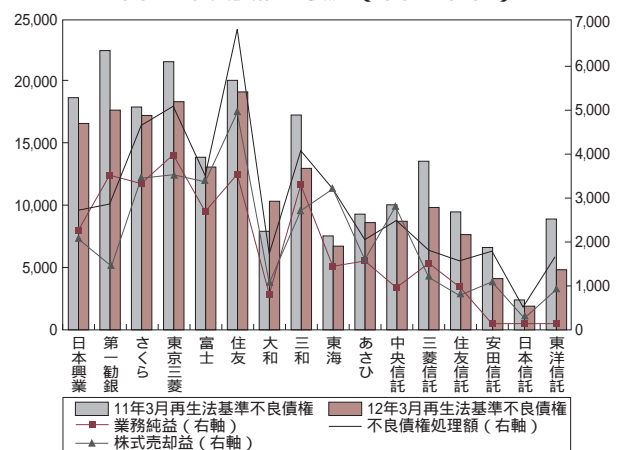
不良債権

主要16行の不良債権処理額は4.6兆円に達しており、前年度まで2年連続して10兆円規模の処理を行ってきたことを勘案すると、不良債権問題はピークアウトしたとも考えられる。

期首計画対比、3倍に上る巨額の不良債権処理を実施した理由としては、11年度に入ってから発表されたメガバンク化構想に向けて各行が資産健全化を加速させたことがあげられる。

また、株高で含み益が増加し、多額の売却益を出せるような環境となったことも追い風となったといえる。その結果、金融再生法基準の不良債権額は全体で17.8兆円と、前年比約3兆円減少した（図3）。

図3 不良債権の状況（単位：億円）



処理を進めたわりには、不良債権の残高が減少していないことに対しては、ある都市銀行は「査定基準を厳格化したから」と説明している。一方で、当初計画額との格差の少ない銀行の方は「もともと査定基準は厳格だった」としており、主要行間の比較にはあまり意味がないと思われる。

ただし、産業界の再編・淘汰の中で、予想外の倒産や債権放棄が発生する可能性もあり、「予防的引当」を拡大する動きが広がっていることは確実であろう。

また、不良債権処理のうち、12年3月期決算で処理された債権放棄額は約1.4兆円に上っており、前期の1.6兆円は下回るものの、依然として高水準にあるといえる。最多は2千億円以上を放棄した東京三菱であり、放棄を要請した企業側はゼネコン、不動産、ノンバンク、商社

といった業種が多くなっている（表1）。

表1 平成11年度の大手銀行の債権放棄（億円）

	債権放棄額	件数	主な債権放棄先
第一勧銀	1,680	6	佐藤工業、東京シティファイナンス
富士	144	2	東京シティファイナンス
興銀	1,125	9	長谷工コーポレーション、チッソ
住友	約600	4	佐藤工業、長谷工コーポレーション
さくら	1,651	11	さくらファイナンス、トーマン
三和	178	3	泉佐野コスモポリス、三田工業
東海	約1,780	4	トーマン
あさひ	380	2	あさひ銀ファイナンスサービス
東京三菱	2,246	7	兼松、ダイヤモンド抵当証券
大和	1,007	6	長谷工コーポレーション、信栄
三菱信託	731	20	東京シティファイナンス、長谷工コーポレーション
住友信託	362	3	アーバンライフ、長谷工コーポレーション
三井信託	834	4	東京シティファイナンス、長谷工コーポレーション
中央信託	304	5	トーマン、日本ランディング
東洋信託	1,381	8	洋伸不動産、ワイケイファイナンス

資料 産経新聞（平成12年6月9日付朝刊）

健全化計画の達成状況

今回の決算は、公的資金注入を受けた銀行にとっては、経営健全化計画の初年度の結果が明らかになるという意味でも注目されている。

税引き後当期利益は、6行（興銀、さくら、住友、住信、中央三井、東洋信託）で計画を達成できなかったが、その理由としては都の外形標準課税があげられている。

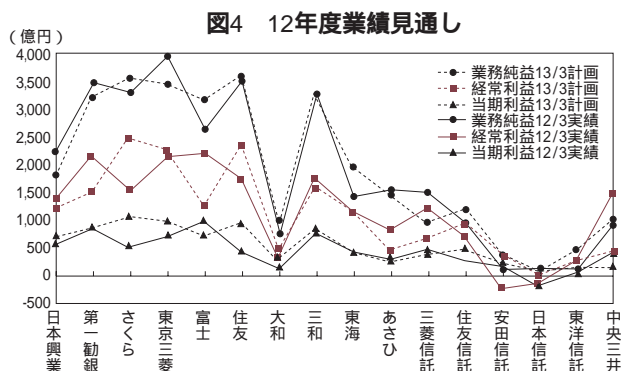
利鞘については貸出利回り、資金運用利回りともに計画を下回ったものの、ゼロ金利長期化により、市場金利が計画の前提条件となる金利を下回ったことや、リストラ計画前倒しによるコスト削減により調達原価が大幅に減少したことで、総資金利鞘は概ね達成されている。

貸出金の増加目標は、トータルでは国内向けが6.7兆円の計画に対し実績が7.6兆円、中小企業向けが3兆円に対し4.3兆円と、ともに達成されているが、個別行をみると、それぞれ未達成のところもある。ただし、金融再生委員長は、一部銀行が経営健全化計画で示した数値を達成できなかったことに対しては、「今、（健全化計画の）練り直しをすぐに求めるわけではない」

との考え方を示している。

12年度の見通し

12年度の業績見通しによると、経常・当期損益ともに、全行が黒字となり、業務純益も半数以上の銀行で増加する見込みである（図4）。



不良債権処理額は、トータルで1.7兆円と11年度の4.6兆円に比べると大幅に減少する見通しとなっている。

産業界は当面、「会計ビッグバン」による年金債務や関連会社等、財務面での問題の表面化と、メガバンク誕生による企業系列への影響により、淘汰・再編が加速する見込みである。さらに、今年4月に施行された民事再生法は、会社更生法に比べ早期かつ短期間で再建できることから（表2）施行以来1ヶ月で上場企業も含め64件の申請があった。このような状況のもと、企業の予期せぬ倒産が増えることで、銀行のバランスシート面でのリスクは予断を許さない状況にある。

また、最近では旧長銀メイン先企業の相次ぐ破綻が注目されているが、これは国有化された旧長銀を政府から譲渡される時に結ばれた特約に原因があるとされる。3年の間に貸出債権が

表2 会社更生法と民事再生法の比較

会社更生法	申し立て権利者	民事再生法
債務者		債務者または債権者
破産原因のある場合	手続き開始の条件	<ul style="list-style-type: none"> 破産原因事実の生じる恐れがある場合 事業の継続に著しい支障をきたすことなく、弁済期にある債務を弁済できない場合
保全管理人や更生管財人が選任され、従来の経営者は退任	経営権	原則として経営者がそのまま残る
債権額の3分の2以上の同意で可決	再建計画	債権額の2分の1以上の同意で可決

資料 日経新聞（平成12年5月3日付朝刊）

2割以上劣化した場合は、政府（預金保険機構）が簿価で買取るという特約「瑕疵担保責任」により、融資先企業が法的整理されても、新生銀行には損失が生じない。

債権放棄に応じた場合には、簿価では買取ってもらえないため、むしろ融資先が破綻した方がリスクは小さくなる。この特約が日債銀についても結ばれている以上、日債銀メイン先企業にも、今後同様の問題が表面化すると思われる。そのため、最近では新生銀行がそごう向け債権を預金保険機構に買取請求する等、債権放棄についても弾力的な扱いを求める声強い。

ただし、当該貸出を不良債権として引当済みの銀行にとっては、民事再生法を含め、法的処理による倒産が増えることで不良債権がバランスシートから落ちる最終処理が進むとの前向きな見方もある。

メガバンク化の展望

メガバンクについては、最近でもあさひ銀行の離脱が発表される等、未だ不透明な部分もある。この背景には、地域銀行を指向するあさひと、マネーセンターバンク指向の三和との路線

対立があり、銀行間の意見調整の難しさが表面化することとなった。今後、地銀も含めた、追加的金融再編は避けられないと思われる。

メガバンク4グループは、財務内容や収益力等、実力面では現状横並びであり、今後打ち出される戦略による差別化、なかでも収益に占める割合の高い企業向け貸出の位置付けが注目される。

金融再生委員長は、今期で不良債権処理の峠は超えた旨表明しているが、以上のように、当面はメガバンク化に際しての取引先選別、産業界の淘汰・再編の動きが、さらなる不良債権発生要因となり得る。そのためにも現時点での前倒し処理の可否とスピードがメガバンク誕生後の競争力に大きく影響することとなるだろう。

（萩尾美帆）

（文末注）主要16行：日本興業、あさひ、さくら、第一勧業、東京三菱、富士、東海、三和、住友、大和、東洋信託、日本信託、中央三井信託（三井信託、中央信託）、三菱信託、安田信託、住友信託。
グラフのデータは、原則として各行決算短信の数値を使用。

地域経済の視点

地方債格付けからみる地方財政の状況

昨年、R&Iによる国内で初めての地方債格付けが行われ、その格付けの改訂が2月に行われた。本稿では変更があった団体について、遅れ馳せながらその背景を見てみたい。

格付け自身に変更が行われた自治体はなかったが、財務ランクⁱにおいて5団体で変更があった。格下げが4団体（静岡県、千葉県、愛知県、大阪市）格上げが1団体（兵庫県）である。

格下げ団体の変更背景をみてみると、静岡県は、98年度に入りそれまで比較的安定的に推移してきた税収が10%以上減少し（除消費税）地方債発行額が3割近くも増えたことによる。一方で歳出面では、他の自治体が削減を加速している地方単独事業が大幅に増大した。愛知県は、県税収においてトヨタグループへの依存が大きく、そのため98年度に法人税が20%以上も減少している。大阪市は税収が減少している一方で、投資的経費が伸びている。これら3自治体の格下げのポイントは、ある意味共通していると考えられ、税収が減少している中で、大型プロジェクトⁱⁱをかかえ投資的経費を削減できない状態にいる。

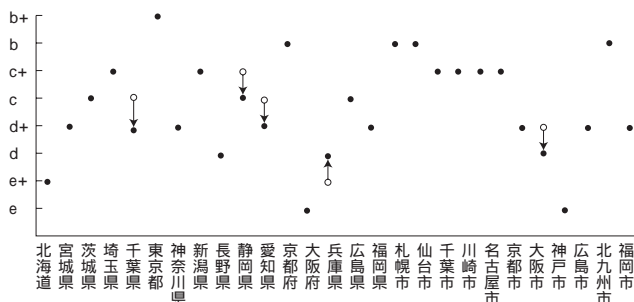
一方で、千葉県は経常的経費の負担圧力が大きく、より問題が深刻化している。経常収支比率98.7、行政キャッシュフローが神奈川県とともにマイナスで、投資的経費を0にしても赤字が解消出来ない状態である。地方自治体の中では、長期的な経済力を有してはいるが、神奈川県とレベルを合わせる意味での格下げが行われたようだ。

また、依然として投資的経費を増やしている前述のような自治体も、後年度に公債費負担という形で、経常的支出がふくらみ、将来のより厳しい財政運営も予想される。

現在格付け全体をみると、その下限がAA-に設定されており、これはマクロ的要因（国による暗黙のサポートシステム）を考慮しているという事情がある。しかしこのシステムの限界が叫ばれており（金融市場2月号参照）、また他方では地方分権が進行している中、逆に地方自治体間の格差が拡大し、現在AA+からAA-の間におさまっている地方債格付けの下限が取り外される可能性は少なくない。

（丹羽 由夏）

【R&Iにおける公募地方債発行団体の財務ランク】



【R&Iによる格付け】

格付け	地方自治体	
AA 債務履行の確実性は極めて高く、優れた要素がある。 (R&Iより抜粋)	AA+	埼玉県、千葉県、東京都、静岡県 京都府、広島県、札幌市、仙台市 千葉市、北九州市
	AA	宮城県、茨城県、神奈川県、長野県、愛知県、福岡県、横浜市、川崎市、名古屋市、大阪市、広島市
	AA-	北海道、兵庫県、大阪府、京都市、神戸市、福岡市

出所：「地方自治体は大丈夫か」乾卸里・磯道真 著

i 決算統計が容易に入手可能な普通会計ベースで評価したもの。

ii 静岡県は、静岡空港、第2東名、ワールドカップ等。愛知県は中部国際空港、愛知万博、大阪市はJR阪和線連続立体交差化関連など。