

金融市場

2001.7

2001年度・2002年度経済見通し特集号

潮流

小泉政権による構造改革と当面の景気回復シナリオ 1

情勢判断

国内金融

景気後退の中、具体化に踏み出す小泉・構造改革 2

海外経済金融

設備投資からみた今後の米国経済 4

下振れリスクを抱え景気底入れを模索するアジア経済 8

今月の焦点

主要行12年度決算概況と不良債権処理 10

海外の話題

Cross Culture ~ 異文化との共存 ~ 14

潮流

小泉政権による構造改革と当面の景気回復シナリオ

経済予測の方法には二つのアプローチがある。すなわち、「供給」サイドから予測する方法と「需要」サイドから予測する方法であり、中長期の経済予測では前者の方法が、短期の経済予測では後者の方法がとられる。当総研では、3ヶ月前に供給サイドからアプローチする中期の経済予測を行った。

供給サイドからのアプローチは潜在成長率の予測が基本となる。潜在成長率とは、現存する労働力と生産設備をインフレを加速しない範囲内で最大に稼働させた場合に達成される経済成長率であり、労働投入と資本投入と技術進歩・組織改革等に伴う労働生産性の向上の三要素によって推計される。その潜在成長率は趨勢的に低下してきており、80年代は3%台前半、90年代は2%程度、そして現在は1.2%程度と見込まれる。少子高齢化による労働投入の減、過剰設備とアジアへの生産移転による資本投入面での制約、建設・不動産等非製造業部門の非効率性などの要因から、近い将来日本の潜在成長率が大幅に改善することは見通し難い。このような供給サイドの実態を踏まえ、当総研の予測では、名目GDPは2001年度 0.7%（実質0.8%）、2002年度0.0%（同1.0%）、2003年度0.7%（同1.2%）となった。

そして、今回は個人消費・設備投資などの需要項目の伸びを予測し、それを積み上げるというアプローチで短期の予測を行った。その結果は、名目GDPで2001年度 2.4%（実質 0.8%）、2002年度 0.8%（同0.6%）という非常に厳しい見通しとなった。99年4月に底を打って回復軌道にあった日本経済は米国のネット株バブルの崩壊に端を発した世界景気の減速のなかで下降局面に入った。年初の見通しでは、当総研は、今年後半には米国景気が底打ちするとみていたが、米国景気の底打ち時期は後ずれしており、それが日本の輸出、生産、設備投資の回復を遅らせている。また、公共投資や住宅投資による景気下支え効果は限界に達しており、2001年度から2002年度にかけてはマイナスの伸びが見込まれる。加えて、小泉政権による構造改革が実施されれば不良債権処理・財政改革に伴う雇用の悪化、デフレ圧力など少なくとも短期的には景気回復を抑制する方向に働くであろう。

小泉政権が進めようとしている構造改革は、いわば日本経済の「供給」サイドを強化する改革であり、中長期のタイムスパンでその成果を測るべきものである。短期的な経済効果を期待すべきではないといえる。しかも、デフレ現象は今後2～3年は継続し、景気の浮揚力を削ぐ状況が続く。IT関連投資だけでは日本経済を牽引する力はないと思われる。そのために、日本経済の当面の回復シナリオは海外景気の底打ちにより輸出が回復し、輸出の回復が生産と設備投資に波及するという前回（99年）と同じ輸出主導型回復を想定せざるを得ない。いわゆる個人消費と設備投資が好循環のなかで経済を牽引する自律型回復の道はまだ遠い。構造改革の成果が現れるまで、日本の景気回復力は脆弱であるとみておくべきではなかろうか。

（調査第二部長 鈴木 利徳）

情勢判断

国内金融

景気後退の中、具体化に踏み出す小泉・構造改革

要約

参院選後、小泉政権は、景気後退の中、構造改革の本格的具体化に踏み出す。しかし、世界的にIT需要の冷え込みが起こっている。景気後退進行の中、具体化に踏み出す構造改革政策のデフレ効果が、景気を下押し懸念を高めると予想。一段の金利低下を見込む。

株式市場でも、財政支出抑制や不良債権の早期処理、特殊法人改革などの構造改革政策の中長期的成果よりは、当面は景気後退の進行に伴う業績の下方修正や持ち合い株売却の需給悪化が売り材料となり、株価は軟調な展開が続こう。証券市場活性化の具体化や米国景気の底打ち観測が今後の好材料となるが、景気低迷のもと上値は限定的と考える。

表1 金利・為替・株価の予想水準 (単位 %、円/ドル)

年度/月	2000		2001			2002
	12月 (実績)	3月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)
CDレート 3M 売り 買い気配中間)	0.48	0.12	0.05	0.05	0.05	0.05
短期プライムレート	1.5	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375
10年最長期国債	1.64	1.27	1.10	1.20	1.20	1.30
長期プライムレート	2.1	1.9	1.50	1.50	1.50	1.60
為替(円/ドル)相場	114.9	124.6	130	125	125	120
日経平均株価	13,785	13,000	13,500	15,000	14,000	16,000

(月末値。実績は日経新聞社調べ)

券投資動向に代表されるように、債券買い - 株売りの相場展開となった。海外投資家は、5月3週から債券を買い越し始め6月1週には + 2,360億円買い越しとなる一方、株は 3,302億円の大幅売り越しに転じた。6月2週も同傾向継続(図1)。

長期国債指標利回りは、1.2%割れとなるとともに、3~5年の中期債ゾーンの金利の低下が見られた。

ここ1ヶ月の金融情勢

政府(内閣府)が6月の月例経済報告で「悪化している」と認めたように、国内景気の悪化を示す経済指標の発表が多く、景気の下押し傾向が強まっている。

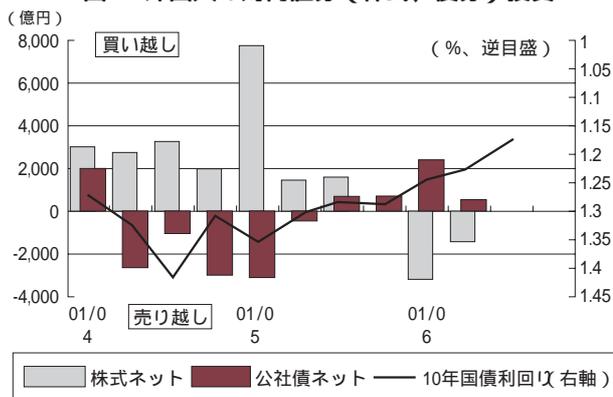
経済財政諮問会議から基本方針・素案が出され、同会議で具体化の論議が進捗したが、不良債権の早期処理や財政支出の抑制など構造改革の具体化によるデフレ効果が改めて意識されるとともに、「マイナス成長もやむなし」とも受け取れる政府首脳発言は、足元の景気悪化の状況との対比で、景気の先行き不安を高めることとなった。

また、業績発表(3月決算)を終えたばかり企業業績見直しについて下方修正懸念が台頭。証券会社の推奨格下げ、世界半導体販売の減少予測や光通信部品需要の予想下方修正など、電機などハイテク関連銘柄のマイナス材料が多かった。

米国景気についても底打ち楽観論が後退するとともに、パソコンや携帯電話などのIT需要の下振れが生じている。米国株式相場は、業績の下方修正発表や見直し(ガイダンス)の不冴えなIT関連銘柄が続出し、ナスダック指数は7日続落、6月18日には2000ポイント割れとなった。

このような環境を受け、海外投資家の対内証

図1 外国人の対内証券(株式、債券)投資



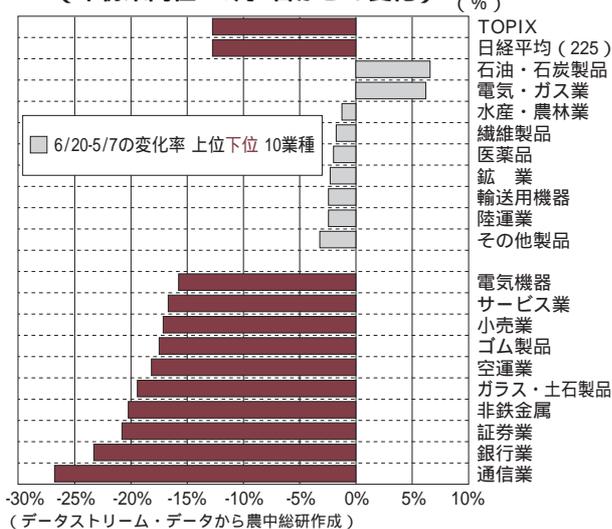
(財務省:「対内対外証券投資」から農中総研作成)

為替は、ユ - ロ売りに押されて一時118円台に入ったものの、大口のしっかりしたドルの買いとユ - ロ売りの一段落から、ストップロス巻き込みながら、123円台後半に円下落。さらにリンゼー補佐官発言等から125円を目指す展開となった。

株価は、銀行、電機、通信などを中心に下落し、日経平均株価は、13,000円割れ。小泉政権成立後の5月7日に付けた年初来高値(終値)から、6月20日現在 12.8%の下落(図2)。通信: 26.7%、銀行: 23.2%、電機: 15.7%

と主要セクタ - の下げがきつい。(6月20日現在)

図2 小泉内閣成立後の業種別株価動向
(年初来高値：5月7日からの変化) (%)



向こう3ヶ月程度の市場の注目点
債券：一段の景気悪化から債券高継続

与野党の勢力関係に大幅な変化が生じない限り、参院選の結果は、小泉政権の構造改革の基調を変えることにならないと見る。

参院選後、9月の自民党総裁選に向け、与党内論議では改革内容の緩和・手直しの意見も一部出てこようが、経済財政諮問会議から出された「基本方針」に沿って、臨時国会や2002年度の予算編成の論議の中で、具体化が進展する。

一方で足元の経済状況は、米国をはじめとしてIT需要の冷却進行が金融緩和の効果を上回る状態にあり、世界的な景気悪化懸念が増している。IT需要に関して言えば、パソコン需要が通年では一桁台のかつて無い低水準の増加に止まるという予測が出されるとともに、携帯電話も2000年に積みあがった在庫調整が予想以上に長引く状況にある。

当社の経済見通しも、民間企業設備投資や家計消費の不振などから、2001年度：0.8%のマイナス成長を見込んでいる。下半期の立直りの期待はあるものの、基本的に経済低迷は続く予想している。

景気後退に入り、一段の悪化も予想される我が国経済に対し、構造改革、特に財政支出抑制や不良債権処理の具体化は、企業倒産や雇用悪化によるデフレ悪化のセンチメントを高める。構造改革のもたらすデフレ効果が景気を下押し懸念とともに、量的緩和目標の引き上げなどの

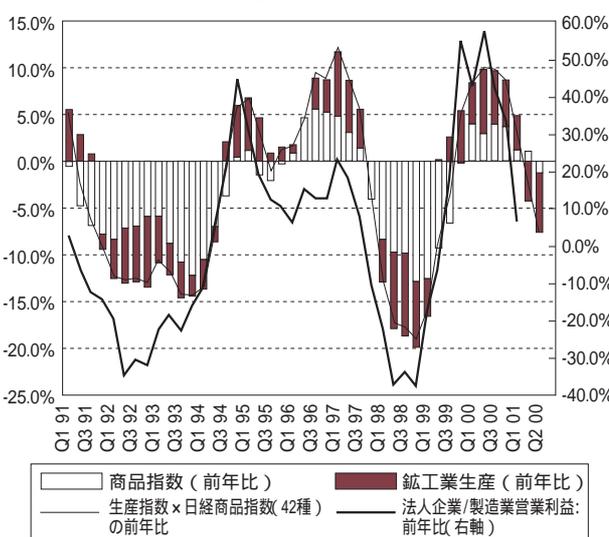
さらに踏み込んだ金融緩和措置への期待が加わり、一段の金利低下を見込む。

なお、日本国債格付け引き下げのリスクはあるが、前述のような財政構造改革の方針が明示化され、格付けダウンが一段階(1ノッチ)であれば、影響は限定的と見る。

株：業績悪化から下値リスクもある

鉱工業生産の下振れなど、収益環境は急速に悪化している(図3)。120円台の円・ドル相場は収益のサポート要因であるが、収益見通し、特に中

図3 製造業企業の収益動向=鉱工業生産×商品指数の関係



(データストリーム・データから農中総研作成)

間決算については下方修正リスクが高まっている。

景気は年央にかけて、さらに悪化をたどる可能性も大きいと見通しており、マイナス成長のもとで、ハイテク銘柄だけでなく内需関連銘柄にも業績の下方修正が波及することも想定される。また、持ち合い解消売りは引き続き需給悪化要因となる。株式市場活性化への当局の取り組みの遅れも懸念され、当面の株価は下振れリスクも大きい軟調展開が続くと予想する。

構造改革具体化、証券税制改正や米国経済の底打ち感が出てくる年末前後から、株価の回復を見込むが、経済の低迷のもと、上値は限定的。

為替は、国内景気低迷、不良債権問題などのファンダメンタルズ悪化や貿易黒字の減少傾向、などが円安要因となる半面、米国の相対的マネー・サプライ増加、(実質)金利差の縮小傾向が円高要因となっている。これらの円高・円安要因の綱引きから、当面は120 - 130円のレンジ相場の展開を予想する。(2001.6.20 渡部 喜智)

海外経済金融・米国

設備投資からみた今後の米国経済

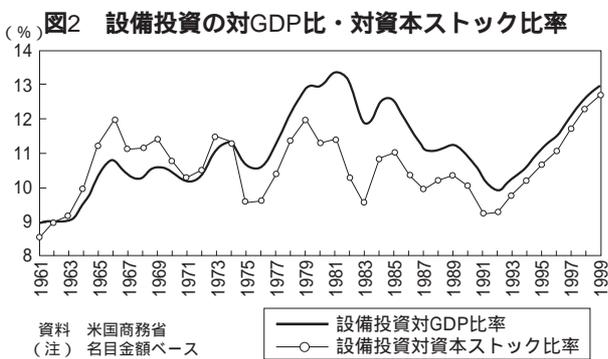
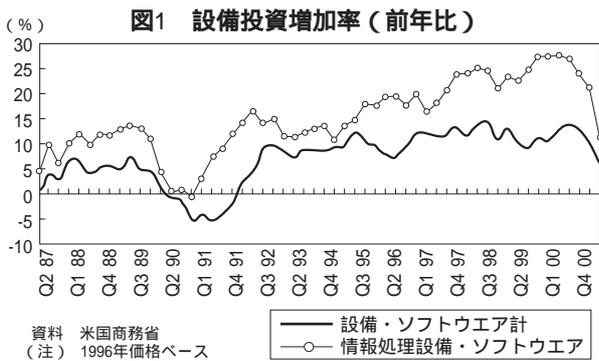
要 約

IT革命という追い風を受け、90年代の米国の設備投資は力強く拡大し、長期景気拡大を主導した。企業収益増加への期待等を背景とした株価上昇により純投資の増勢が強まったことに加え、耐用年数が短い情報処理機器への投資の割合が高くなったことを背景に、更新投資も顕著な伸びを示した。また資金調達にあたっての各種制約が緩かったこと、米国企業がアジア等企業との国際分業体制確立によりIT製品や部品の円滑な調達を図ったことも、設備投資をバックアップした。

しかし最近の景気減速に伴い企業収益増加への期待が弱まり、株価も上昇力を欠くようになり、90年代にみられた好環境は失われつつある。今後も引続き更新投資は堅調であると見込まれることから、設備投資の大幅な減少は見込みがたいが、短期的には純投資部分の調整が避けられない。

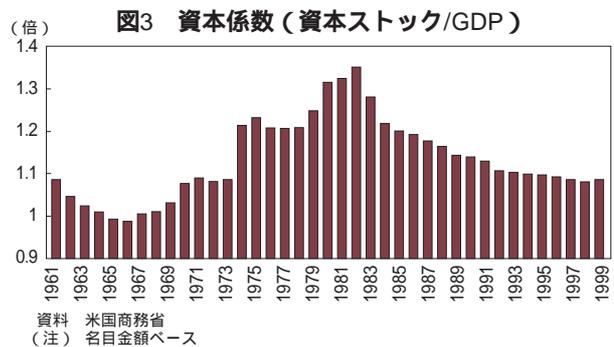
力強さが持続した90年代の設備投資

1992年から2000年にかけての米国の実質設備投資は前年比10%前後という高い増加テンポを維持した。特に情報処理設備及びソフトウェアへの投資の増加率が著しく、99年から2000年にかけて前年比25%を超える伸びを示した(図1)。



名目設備投資のGDPに対する比率は、直近ボトムである92年の9.9%から99年の12.9%へと上昇し、長期景気拡大は民間設備投資に主導されたものと言える(図2)。

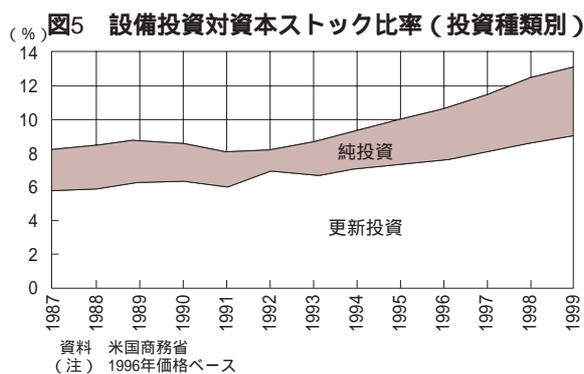
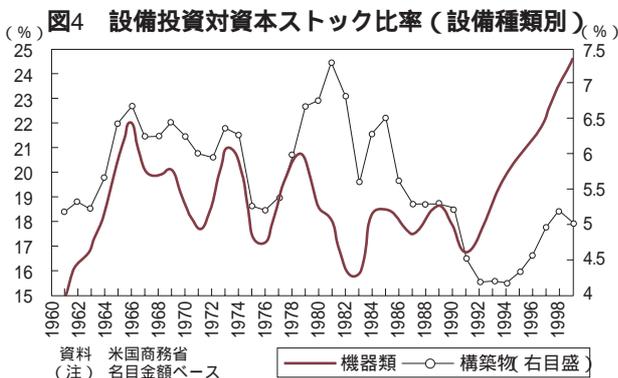
設備投資をI、GDPをYとすると、この設備投資対GDP比率(I/Y)は、資本ストック(K)を絡めると、資本係数(K/Y)と設備投資対資本ストック比率(I/K)の積という形で要因分解できる。まず資本係数は、付加価値産出にあたっての構築物ストックの重要性が弱まったことから、82年以降ほぼ一貫して低下している(図3)。



一方設備投資対資本ストック比率は、92年の9.3%から99年の12.7%と急上昇しており(図2)、設備投資対GDP比率の上昇は、専ら設備投資対資本ストック比率の上昇によるものと言える。さらに設備投資対資本ストック比率を構築物・

機器類別に分解すると、構築物投資対資本ストック比率が低水準で行き来している一方で、機器類投資対資本ストック比率が急角度で上昇している（図4）。

また設備投資対資本ストック比率を純投資（資本ストックの増加分）と更新投資（設備投資額から資本ストックの増加分を除いた部分）に分解すると、92年以降純投資・更新投資ともに資本ストックに対する比率を高めた（図5）。



以上を整理すると、92年以降米国企業は、IT革命を背景に、情報処理機器を中心とした最新設備を積極的に導入して純投資を増加させた一方で、耐用年数が短い情報処理機器を中心に、更新投資を増加させた。

90年代の純投資増加の背景

設備投資（純投資）の決定については、必ずしも確立された議論があるわけではないが、「ストック調整モデル」でこれを説明しようとする考え方が一般的である。今期設備投資を I_t 、

今期末の最適資本ストックを K_t 、前期末の実際の資本ストックを K_{t-1} 、調整係数を a ($0 < a < 1$) とすると、 $I_t = a(K_t - K_{t-1})$ と定義できる。即ち今期設備投資については、望ましい資本ストックと現実の資本ストックの差のうち、一部が実現されるというものである。一部のみが実現される理由は、設備投資は計画や実行に時間がかかるため実現が次期以降にずれ込む、急激に設備投資を増加させると設備の価格が上昇し投資計画に無理が生じる、設備を発注してもベンダーの生産能力の限界から当期中に納品できない、等の可能性があるためである。従って調整係数 a が必要になってくる。この理論を前提に92年以降の純投資増加について、最適資本ストック実現 $K_t - K_{t-1}$ と調整係数 a に分けて考えると以下の通りとなる。

92年から2000年の間（以下、対象期間）企業にとっての最適資本ストック水準 K_t が上昇したと考えられる。この最大の要因は持続的な株価上昇とみているが、その説明の前に株価決定の考え方を整理しておく必要がある。

株価は本来期待配当流列の割引価値として求められる。理論株価を P 、配当を d 、長期金利を r 、リスクプレミアムを ρ 、配当の中長期期待成長率を n とすると、 $P = d / (r + \rho - n)$ と定義できる。91年末から2000年のピーク時までの株価は、S&P500で約3倍、NASDAQで約5倍となった。この間10年債利回りは傾向的にやや低下気味ながら、基本的には5～8%の間を行き来しており、株価に及ぼした影響度はさほど高くない。マクロでみた法人企業の配当額は、対象期間中にほぼ倍増した（92年：1,855億ドル 99年：3,707億ドル）。ただこの水準は2倍になったに過ぎず、これだけでは対象期間中の大幅な株価上昇を説明できない。株価決定の理論式からの推測となるが、安定的な株価上昇を背景に、株式投資に対するリスクプレミアムが下がった可能性がある。また対象期間中に年率10～20%の割合で企業収益が増加したが、投資家がIT革命を背景に、将来大幅

な企業収益の成長が実現すると事前に予想したために（配当性向に大きな変化がないことが前提）、対象期間中に配当の中長期期待成長率が高まったとの想定も可能である。

株価と設備投資の関係に戻るが、ここでは有力な設備投資理論の一つである「トービンの q 理論」を援用する。この q は、「企業の株式市場価額 / 資本ストックの再取得費用」と定義され、純投資 I は q の増加関数となる。 $q > 1$ は設備不足、 $q < 1$ は設備過剰を示す。株価が現存資本ストックの再取得費用よりも高ければ、その企業が持つ収益力が現状規模での収益水準よりも高いと評価されているから、設備投資を拡大すべきだということになる。前段で、対象期間における企業収益の水準が上昇したことで、その中長期期待成長率が高まったことが株価上昇の要因であった可能性がある旨説明したが、この株価上昇が、設備投資を力強く持続的に増加させたと考えられる。さらに株価上昇から生じた資産効果により消費需要が拡大したため、最適資本ストック水準が上昇した、というルートも考えられる。即ち対象期間においては、企業収益成長期待 株価上昇 純投資増加 景気全般の拡大 企業収益増加という好循環が機能していた。また q の定義式からも明らかのように、情報処理設備の著しい価格下落は、資本ストックの再取得費用を低下させ、設備投資の増加を促進した。

次に、対象期間中に調整係数 a が設備投資の阻害要因としてさほど作用しなかった事情として、次の三点が考えられる。第一に、資金調達面での各種制約が緩かったことである。貯蓄不足である米国で資金需要が増大すれば、本来金利上昇が不可避であるが、外国からのクレジット投資や証券投資により潤沢な資金が継続的に供給された。米国当局が「強いドル政策」を掲げたことにより、輸入増大・経常赤字拡大が必要増加の制約にならず、また海外の投資家が安心して米国に投資できた。株価上昇がエクイティファイナンスを促進したこと、及び新興の創

業企業を対象とした私募株を取り扱うベンチャーキャピタルが、リスクテイクを志向する投資家の資金を集めて、新興企業への資金供給に大きな役割を果たしたことも重要である。第二に、技術革新に伴う情報処理設備の著しい価格下落により、価格が設備投資の制約にならなかったことである。第三に、米国IT企業がアジア等を巻き込んだ国際分業体制を確立したことにより、IT製品や部品の多くを輸入することで、これらの需給逼迫を回避したことである。米国の国内PC購入に占める輸入の割合は90年代前半に上昇し、94年以降は60%前後で推移している。半導体産業の例をあげると、米国PCメーカーが、必要な量の半導体につき複数の外国部品メーカーに二重三重の発注を行い（例えば3ヶ月後に納品、2ヶ月後迄は発注キャンセル可という契約を締結する）、最終的に発注をキャンセルされた外国部品メーカーが、部品を発注先以外に売り捌くという例もみられた。半導体需給逼迫時においては、外国部品メーカーにとって販売先に不足がないように適正な販売用在庫の確保さえ難しかった故に、こうした取引形態もさほど問題にはならなかった。この国際分業体制は、米国企業が在庫保有リスクをアジア等に移転させつつ、部品調達を最大限円滑化させるものであった。

純投資を巡る好循環の変調

前述の好循環は、2000年中旬以降景気が減速に転じたことから、変調をきたした。法人企業税引後利益増加率（前年比）は、2000年10 - 12月期以降マイナスに転じた。また株価は上昇力を失っている。最近の株価調整については、以前の投資家の中長期的な企業収益成長率への期待が過大であったとの解釈が可能である。この株価下落により、企業にとって以前同様のエクイティファイナンスが難しくなったことに加え、家計が享受した資産効果も剥落した。

また最近IT企業の過剰投資が表面化している。光ファイバー、ケーブルテレビ回線等を使

い、大量のデータを双方向で高速伝送するブロードバンド通信業界において、企業が、高速ネットワークに対する消費者の需要を過大に見積もって先行投資をした結果、回線の利用度が見通しの半分にも満たず、利用料金の値崩れが起きている。この分野では、将来の成長が確実視されているが、短期的には設備投資が手控えられることとなろう。

次に、企業の資金調達を巡る環境も楽観できなくなった。現在のドル相場を巡る環境を概観すると、米ドルの実効相場指数がここ30年ほどの間の最高値圏で推移しており、米国製造業の競争力低下が深刻化している、景気拡大という従来のドル高の背景が失われつつある、巨額の経常赤字が累積している、等の事実が注目される。仮にドル安が進行した場合、外国からの資金が円滑に流入しなくなり、長期金利上昇・株価下落も相俟って設備投資が資金調達面で大きな制約を受ける可能性がある。

また最近の景気減速や不良債権の増加を背景に、金融機関の企業への貸出基準が厳格化したことも、資金調達の制約になりつつある。

さらに米国企業がアジア等を巻き込んだ国際分業体制に関連して、前述の米国PCメーカーが一定の半導体を外国部品メーカーに対してキャンセル条項付きで発注する方法も、うまく機能しなくなった。即ち半導体への需要減少により、外国部品メーカーがキャンセルされた部品を発注先以外に売り捌けず、大量の部品在庫を抱えるようになった。

また仮にドル安が進行した場合、外国からの設備機器・部品の輸入価格が上昇する可能性も念頭に置く必要がある。

設備投資の短期的見通し

以上の環境変化を踏まえると、純投資は2001年中に調整を続ける公算が高い。図5に戻ると、純投資対資本ストック比率のトレンドは2%前後とみられる。この見方を前提とすると、極め

て大まかな推計に過ぎないが、97年頃以降の設備投資には過剰な部分がある、との解釈が可能である。図5は、この過剰部分のうち一部が調整される可能性を示唆している。

一方、設備投資の中で除却率が高い（耐用年数が短い）コンピュータ・周辺機器（91～99年平均除却率：36.7%）、ソフトウェア（同30.4%）の割合が上昇している。この両者の全設備投資に対する割合は87年には6.7%であったが、2000年には37.6%となった。除却率が高い設備ストックの割合が増加したため、更新投資はある程度の底堅さを維持するであろう。

従って、設備投資の大幅減少は見込みがたいが、短期的調整は不可避とみている。実質設備投資は2001年に前年比5.1%減少し、2002年に前年比0.1%上昇すると見込んでいる（表1）。

表1 米国経済見通し総括表

	単 位	2001年 見通し	2002年見通し		
			上 期	下 期	
実質GDP	%	1.6	2.8	2.3	3.1
個人消費	%	2.8	2.9	2.8	3.0
設備投資	%	-5.1	0.1	-3.4	3.7
住宅投資	%	1.5	0.8	3.2	-1.6
在庫投資	%	-0.7	0.2	0.1	0.1
純輸出	%	0.2	-0.1	0.0	-0.1
輸 出	%	3.0	6.6	7.1	6.1
輸 入	%	1.0	5.6	5.2	5.9
政府支出	%	3.1	3.3	3.5	3.2
貿易収支	10億US\$	-334.0	-342.1	-168.3	-173.8
経常収支	10億US\$	-393.0	-402.5	-198.8	-203.7
消費者物価	%	3.2	2.3	2.5	2.1

（当総研による予測値）

（注）1.貿易収支は財貨・サービス収支。

2.単位が%のものは、前年(同期)比増加(上昇)率

3.在庫投資と純輸出は寄与度

以下、設備投資以外の項目の見通しについて簡記する。鉱工業生産指数の下落傾向等から、一段の雇用調整が進む可能性が高い。これにより根強かった賃金上昇圧力が弱まり、個人所得の伸びが鈍化する。株価下落による資産効果剥落も相俟って、個人消費が減速する。2001年10 - 12月期より減税の消費下支え効果が多少現れるが、今後家計の債務負担の重さが個人消費増加の制約要因となろう。なお今後の株価動向によっては、逆資産効果が強まり個人消費が予測数値よりも下ぶれするリスクを念頭に置く必要がある。（永井 敏彦）

海外経済金融・アジア

下振れリスクを抱え景気底入れを模索するアジア経済

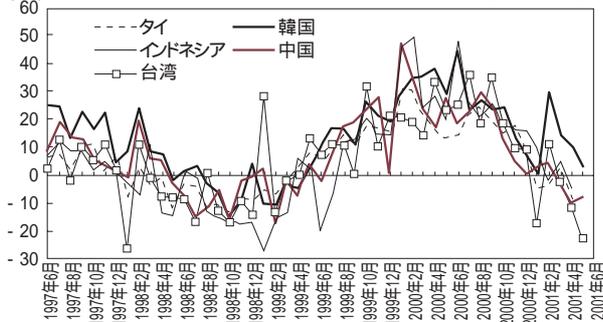
要 約

アジア各国の輸出の伸びは、中国を除いて足下前年比マイナスとなっており、輸出減速が生産、設備投資に波及する景気下降が進行している。アジアの景気底入れは、米国経済の状態、半導体等の需給動向等から、予想より後ずれし2001年末から来春になろう。構造問題としては、実質的に先送りされていた不良債権処理が、景気低迷で再燃するリスクがあろう。

輸出、生産指標の悪化が進行

アジア各国の輸出伸び率は、2000年央をピークに下降局面に入ったが、その後最大輸出市場である米国向けの不振が予想以上に厳しいものとなるにつれ月を追って減速幅が大きくなり、今年4月には中国を除いて総ての国で前年比マイナスを記録している(図1)。

図1 アジア各国のドル建て輸出の推移(前年比)



資料 Datastream

通貨危機後のアジアは、米国を中心とするIT需要に対する供給基地としての役割を高めながら、輸出と民間設備投資が牽引する形で、99年以降強い景気回復を示した。こうした構図は、対米輸出依存度の上昇、IT産業への偏重、外資系企業による輸出志向型立地の拡大等の特徴を持っており、最終消費地である米国におけるIT関連財需要の減速が、その上流部門を担うアジアにおいて増幅された形で需要の縮小をもたらしている。とりわけIT産業の発達した韓国、台湾、シンガポールでは、足下での景気暗転はより大きなものとなっている。

2001年のアジアの景気見通しも、こうしたIT分野での輸出環境の冷え込みを反映し、下方修正が相次いでいる。最近のものとしては、今

年4月に発表されたアジア開発銀行(ADB)の見通しは昨年11月時点の発表と比べて、大幅な下方修正がなされている(第1表)。ただし、アジア各国は米国景気の回復、IT関連財の在庫調整を年後半に想定しながら、緩やかな回復過程に戻るシナリオは維持されている。

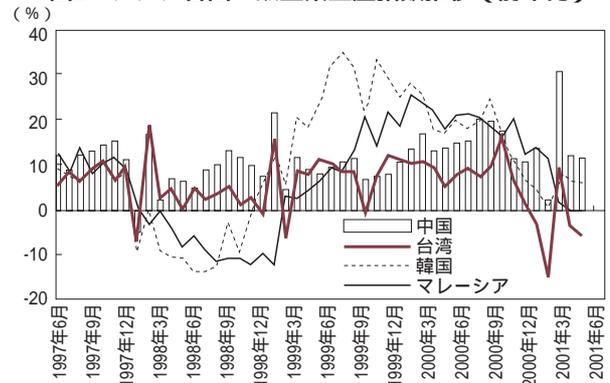
表1 アジア開銀の経済見通し

国・地域	2000年 (実績)	2001年 (見通し)		2002年 (見通し)
		2000.11	2001.4	
香港	10.5	7.5	4.0	5.5
韓国	8.8	6.0	3.9	5.5
シンガポール	9.9	6.0	5.0	6.0
台湾	6.0	6.0	5.1	5.8
インドネシア	4.8	5.0	4.2	4.5
タイ	4.2	4.6	3.5	4.5
マレーシア	8.5	7.0	4.9	6.0
フィリピン	3.9	3.3	3.1	4.2
中国	8.0	7.5	7.3	7.5

資料 ADB

しかし、直近の輸出、生産関連の指標、米国経済、半導体等の需給動向から判断して、アジアの景気底入れは予想より後ずれし、2002年の回復力も弱いものに止まる可能性が強くなっている。各国の今年第一四半期のGDPや4月の

図2 アジア各国の鉱工業生産指数推移(前年比)



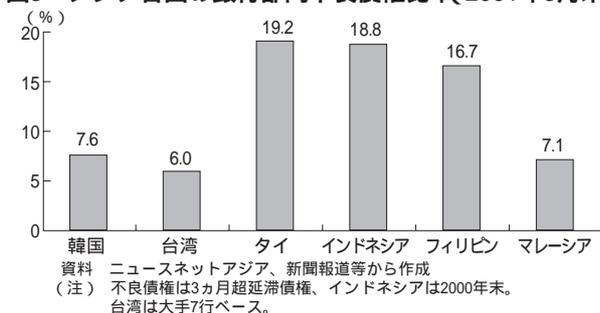
資料 Datastream

鉱工業生産指数等の数字は、輸出の急減速が設備投資を中心に国内需要に波及する景気の下降が進行中であることを示している。特にIT産業の不振を直接受ける形で、韓国、台湾等での景気悪化は厳しいものとなっている（図2）。

懸念される不良債権処理の遅れ

短期的には米国景気の動向に大きく左右されるアジアだが、景気減速のテンポが進むなか多くの国で再び不良債権が増加してきおり、景気回復のリスク要因となる懸念がある。97年夏の通貨危機発生から4年近く経過しているが、その影響を強く受けた国では依然として実質的な不良債権処理は遅れている。

図3 アジア各国の銀行部門不良債権比率(2001年3月末)



タイ、インドネシアでは不良資産を資産管理会社に移転したことで見掛け上ピーク時から減少しているが、実質的な処理は進んでおらず、インドネシアの実質不良債権比率は60%前後であるとされる。タイでは債務リストラ交渉が成立し正常債権とされた後に再度不良化する事例が増えており、不良債権比率は再び増加している。政府主導で銀行再編と公的資本注入が進んだ韓国でも、追加的な資金投入なしには銀行の信用力の維持が難しい状態である。

また、通貨危機の影響が軽微であった台湾でも、景気後退と資産価格の下落等から、大手7行の不良債権比率は6%までに上昇しており、銀行の財務内容悪化に対する政策実行が急務となってきた（図3）。

通貨危機後アジア各国は、通貨切下げによる輸出拡大と積極的な財政支出、低金利で景気回復してきたが、それが内需に本格的にバ

トンタッチされ産業競争力を持続的に改善していくような発展構造を作り上げるまでに到っていない。この問題の核心に不良債権問題があるだけに、時間がかかるにせよこれをどう処理していくか方向性が内外から迫られることになる。特に、インドネシア、タイ、フィリピンでは、政治的な面からも構造改革に関する一貫したコンセンサ形成が難しく、そのぶん改革の進展が遅れ、それが他のアジア諸国との間で成長格差の広がり、固定化につながる懸念がある。

中国～相対的に堅調だが景況感は後退

中国経済の現状は、他のアジア諸国と比較すると堅調さが際立っているとと言える。今年1-5月の実質GDP成長率は8%を維持しており、また同期間の輸出の伸びは低下しているものの11%増を記録している。

中国の場合、輸出に占めるIT財比率が20%程度と小さく（最大輸出品は繊維製品）、かつ価格変動が部品などに比べて小さい最終財が多いことも、今回のIT貿易におけるマイナスの波及効果の影響を軽微にしている。輸出先では、確かに対米輸出は減速しているものの、景気低迷が続く対日、対ASEANで前年比で20%以上の伸びが続いており、中国製品の対外競争力上昇が寄与していると考えられる。

もう一つの中国の強みとなっている直接投資の流入額も年間実行額ベースで400億ドル以上の水準がここ5年続いており、今年1-5月でも151億ドル、前年比18%増と堅調に推移している。年内のWTO加盟を見込み直接投資は引き続き流入が続くとみられるが、これについてはWTO加盟の成否と併せて、プッシュ政権の対中政策のスタンスに大きく左右されよう。

こうした強い面がある一方で、中国においても国営企業改革、金融改革等の実質的な処理は遅れており、失業増、所得格差、経済格差等の構造問題はむしろ悪化している。8%成長とされるマクロ経済の堅調さと現実の景況感との間には相当な温度差があるだけに、今後輸出減速が中国に波及するに従い景況感の後退が進むのは避けられないとみられる。（室屋 有宏）

今月の焦点

主要行12年度決算概況と不良債権処理

要約

主要16行の平成13年3月期決算は、当初計画比2.6倍に上る多額の不良債権処理により、7行で最終損益が赤字となった。4月の緊急経済対策に引き続き、このほど発表された経済財政諮問会議の基本方針案では、不良債権問題の解決が最重要テーマとして掲げられている。今後は、株式の保有制限とともに、政策的に銀行のバランスシートリスク管理が強化されていく見通しである。メガバンクの誕生初年度でもある今年度は、金融行政や経済産業との関わりの中で、従来以上に邦銀の動向に注目を要するだろう。

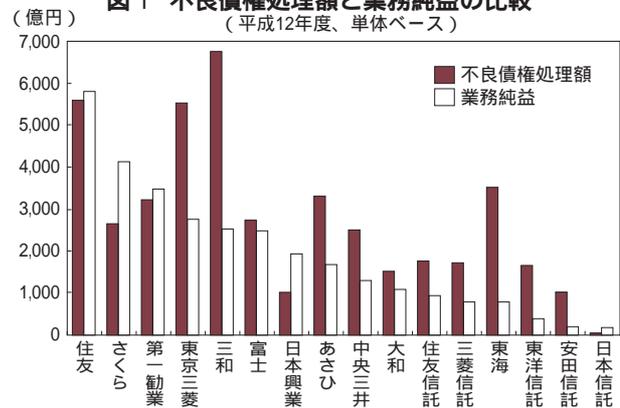
多額の不良債権処理で7行が赤字決算

主要16行(注1)の平成13年3月期決算が発表となり、前年に引き続き業務純益を超える高水準の不良債権処理費用の計上が目撃されている(図1)。

主要行は、トータルで3兆円(一般貸倒引当金繰入前は3.4兆円)の業務純益に対し、4.4兆円の不良債権処理費用を計上した。株価低迷により、株式売却益が昨年度の半分以下の水準に減少した結果、最終損益は悪化し、16行中7行が赤字決算となった。

このように多くの銀行で、赤字決算を辞さずに多額の不良債権処理を実施したのは、3月の株価急落を受けて金融庁が公的資金注入の

図1 不良債権処理額と業務純益の比較
(平成12年度、単体ベース)



資料 各行決算短信

赤字容認の姿勢に転じたことが後押しとなっている。UFJが先陣を切って赤字決算を表明し、その後他行も追随する形となった。この結果、

平成13年3月期決算概況

(単体ベース、億円)

	H13/3				増減 (H13/3 - H12/3)							
	業務純益	株式売却損益	経常利益	当期利益	不良債権処理額	不良債権残高(再生法)	業務純益	株式売却損益	経常利益	当期利益	不良債権処理額	不良債権残高(再生法)
住友	5,803	2,599	1,684	557	5,580	15,616	2,297	-2,268	-81	69	-1,227	-3,554
さくら	4,114	951	1,907	822	2,611	12,609	833	-2,467	308	251	-1,888	-4,627
第一勧業	3,463	702	1,319	725	3,222	16,598	5	-779	-870	-164	400	-1,089
東京三菱	2,740	-490	-2,385	-1,741	5,540	34,590	-1,205	-4,004	-4,575	-2,504	495	16,179
三和	2,504	2,068	-1,648	-1,481	6,747	12,962	-763	-656	-3,403	-2,311	2,845	-43
富士	2,461	1,987	1,350	681	2,711	12,272	-185	-1,393	-883	-341	-671	-866
日本興業	1,923	527	1,213	619	1,006	13,087	-290	-1,532	-175	17	-1,211	-3,479
あさひ	1,668	1,872	-131	-98	3,295	12,694	114	343	-1,012	-414	1,251	4,058
中央三井	1,274	586	539	240	2,487	8,440	325	-2,163	-1,003	-257	6	-323
大和	1,096	311	-48	-110	1,532	8,138	339	-734	-424	-291	-106	-2,215
住友信託	916	807	729	426	1,765	5,328	-56	55	-38	96	264	-2,372
三菱信託	803	321	116	184	1,724	9,301	-711	-890	-1,149	-339	244	-611
東海	801	968	-956	-683	3,517	9,078	-623	-2,218	-2,146	-1,130	300	2,293
東洋信託	387	704	-66	-37	1,634	4,664	262	-191	-360	-115	-56	-237
安田信託	170	937	439	59	990	3,501	65	-158	629	-168	-811	-630
日本信託	149	-12	1	-45	54	1,430	16	-200	108	92	-406	-501
合計	30,272	14,838	4,063	118	44,415	180,308	423	-19,255	-15,074	-7,509	-571	1,983

不良債権処理額は、信託勘定も含む

今まで邦銀は株式売却等の益出しでカバーできる範囲でしか不良債権処理をしていない(=処理の先送り)との不信感があったが、その払拭の一助となった。

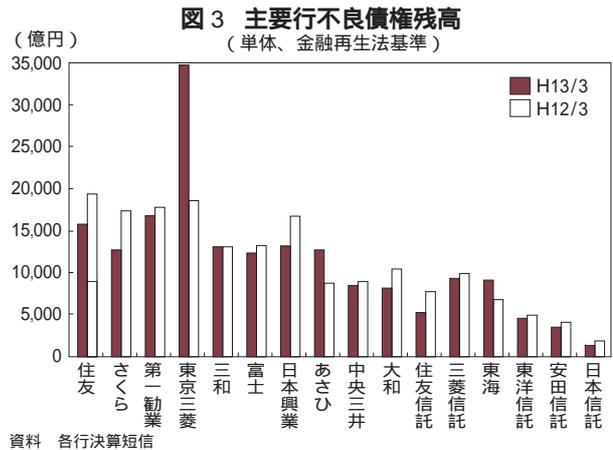
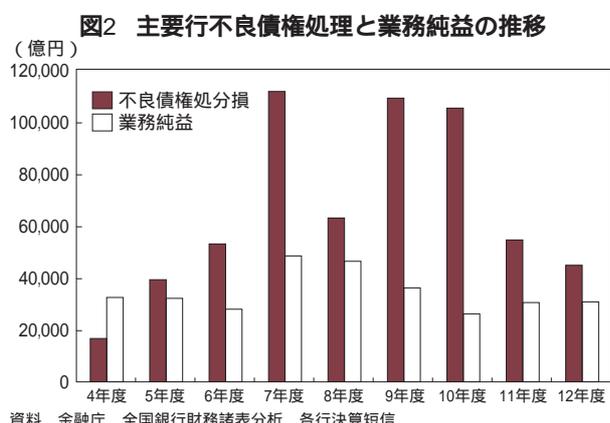
(注1) 主要16行：東京三菱、富士、第一勧業、日本興業、住友、さくら、三和、東海、あさひ、大和、三菱信託、住友信託、中央三井信託、東洋信託、安田信託、日本信託、の各行。(住友とさくらは今年4月に合併)

不良債権の状況

平成9・10年度は、年間10兆円を超える不良債権処理があったことを考えると(図2)、12年度は4.4兆円と金額的にはピークアウトしたと思われるものの、当初計画との比較では2.6倍の水準であり、予期せぬ多額の規模になったとの見方もできる。

しかし、処理をした割には、不良債権残高は減少していない(図3)。金融再生法基準の不良債権は12年3月末が17.8兆円だったのに対し、13年3月末では18.0兆円と、むしろ増加している。

これには景気低迷が長期化したことによる融資先企業の経営悪化と、銀行側の査定の厳格化という両方の要因がある。査定の厳格化について、今回最も注目されたのは、東京三菱銀行の要管理債権の増加である。同行は、要注意貸



出先のうち、その企業の信用力に見合った金利を取れていない場合は、金利減免をしてなくとも要管理債権に分類することにした。(査定基準は文末資料参照)

要注意債権は、コストがかかっているものの、一般的にそれに見合った金利を取れているとは言えない。もともと日本では、銀行が企業向けに貸出を行なうにあたっては、不動産等の担保が重視されており、信用リスクに応じた貸出金利のスプレッドで倒産リスクを吸収していくという考え方は、あまり一般的ではなかった。しかし、近年の資産価格下落で担保依存の不安定性が表面化し、米国のように金利で損失をカバーするという考えが注目されるようになった。

現時点ではその過渡期にあり、十分に取引先の信用リスクに応じた金利を適用できているとはいえないが、今回の東京三菱銀行の決断、新たなBIS規制案でも信用リスクに応じた自己資本を求めていること等により、経営不振企業に対しての金利引上げ圧力が高まると同時に、他行にとっても今後償却負担が高む可能性があると思われる。

総資金利鞘は縮小

主要行では平成5年以降、業務純益を超える

不良債権処理費用の計上が続いており（図2）収益力回復とリストラによる利鞘改善が緊急の課題である。

信託を除く10行ベースでみると、12年度は総資金利鞘が、6行で縮少しており、これらの縮少幅は、0.02%～0.22%の範囲であった。一方、拡大した4行の拡大幅は0.02%～0.03%の微増にとどまっており、トータルでは利鞘は縮少していると思われる。この主因は金利収入の減少であるが、貸出金利回り低下の背景には、優良企業の資金需要の弱さと銀行の競争激化がある。

経営健全化計画では、各行ともに預貸利鞘の拡大による増益を見込んでいたものの、現実には順調には進んでいないことが伺える。経営健全化計画で中小企業向け貸出の数値目標を掲げたことが、無理な貸出伸長につながり、利鞘を悪化させることになったとの指摘もある。なお、大半の銀行で、市場関連部門は、予想以上に収益を拡大した。

上記のように、資金収支は悪化したものの、一方で経費率は改善した。16行全体の人件費は前年比370億円、物件費は120億円減少した。従業員数の削減や国内支店・海外現法の統廃合、事務処理拠点の集約化など経費削減を積極的に進めた様子が伺える。

また、手数料ビジネスによる役務取引等収入は、大手都銀中心に約1,000億円増加した。投信販売や対顧デリバティブ、シンジケートローン（コミットメントライン）への取組みが収益に貢献しており、今後とも収益源の多様化が期待されている。

バランスシートの状況

貸出金の伸び悩みと、不良債権の直接償却実施はあったものの、有価証券残高の増加により、

主要行の総資産は前年比11%拡大した。

有価証券の内訳をみると、債券は残高が急増し、主要行の国債保有残高は、前年比2倍以上の50兆円以上に達している。これには、企業の需資低迷による貸出不調に加え、今年1月のRTGS導入に伴い短期金融市場での取引の担保として持つ動きが広がったことがある。12年度は長期金利が低下しており、超低金利により含み益は増加した。

一方、株式は簿価ベースで2.5兆円減少しており、持合い解消等による売切りは3兆円に上ったとみられる。「銀行の株式保有制限」については、最近のマスコミ報道等によると、金融庁は2004年をメドに銀行の株式保有残高を自己資本額と同額以下に抑える総量規制を採用する方針を示している。また、リスクウェイトも現行の5割増しとすることで、自己資本比率規制の面からも厳格な運用を行なうとしている。このように、銀行のバランスシートについては、今後は政策的にリスク管理強化が強制されていく見込みである。

今後の見通し

4月に発表された緊急経済対策では、不良債権処理が第一の目的に掲げられた。その後、経済財政諮問会議でまとめられた「経済・財政運営の基本方針案」でも、不良債権問題の解決は「経済再生の第一歩」と位置づけられており、直接償却の促進が明示されている。

具体的には、主要16行については破綻懸念先以下合計11.7兆円の債権を、オフバランス化（最終処理）することが求められている。その進捗度については、金融庁が管理し、12年度の既存部分8.3兆円は2年以内、新規発生部分3.4兆円は3年以内に処理を進めていく見込みで

ある。現在の担保と引当による保全率は、実質破綻先が100%、破綻懸念先が82.3%であるが、それより保全率の低い要管理債権が破綻懸念先以下に落ちないための工夫が必要となる。

不良債権の最終処理については、清算型処理や、会社更生法・民事再生法等を利用する法的整理では倒産・失業の急増で社会的不安を招くとの懸念がある。そのため、債権放棄を中心とする再建型の私的整理が最終処理の主軸となる見方が強い^(注2)。しかし、債権放棄は不透明であるとの社会的批判もあるため、このほど経団連、全銀協等は債権放棄を中心とした企業の私的整理についての指針を策定する研究会「私的整理に関するガイドライン研究会」を発足させている。ここでは、INSOL（国際的な企業整理専門家組織）の原則等を参考にしたガイドライン作りを検討する予定であるが、今のところ、民間が主導権を取っての指針作りには消極的であると言われている。

(注2) 不良債権の最終処理は、大きく分けると 清算型処理、再建型処理、流動化（バルクセール等）の3種類がある。このうち、再建型処理には私的整理による再建放棄と、会社更生法・民事再生法を活用した法的整理による債権切捨てがある。

一方では、不良債権処理を促進することで、99年3月の公的資金注入時に提示した経営健全化計画で掲げた利益を達成できなくなる銀行が出てくるとの懸念もある。しかし、これに関して金融庁は、公的資金注入行の赤字決算については、不良債権の厳格な処理が要因ならば、行政上の措置は必要ないとの方針を発表しており、利益が計画比3割以上減少した銀行に対しても、直ちに業務改善命令が発出されるというわけではない。

13年度の主要行の不良債権処理については、上記のような政策的な構造改革への取り組みもあ

り、引き続き業務純益を上回る規模となる可能性が高い。急激な処理原資の増加も見込み難い中、赤字決算容認への下支えも依然として必要であろう。

また、地域金融機関についても、大手行取引先に融資していたり、ペイオフ解禁で不良債権比率が金融機関の評価基準として注目されることから、本件とは無関係ではいられないだろう。

緊急経済対策発表以来、不良債権と持合い株式という邦銀バランスシートの2大問題が日本の景気回復への最重要課題として、政策的に管理強化されることとなった。ただし、その強制力については、今のところ未知数ではある。4大メガバンクのスタートの年でもある今年度は、新たな収益確保への取組みや、非金融部門からの銀行業務参入等の動きもあり、今まで以上に金融行政や経済産業との関わりの中で銀行の動向が注目される年となるであろう。

(萩尾 美帆)

資料

不良債権分類基準（イメージ図）

リスク管理 債権	金融再生法に基づく 開示基準での開示	自己査定 の債務者区分
破綻先債権	破綻更生債権及び これらに準ずる債権	破綻先
延滞先債権	危険債権	実質破綻先
3ヶ月以上 延滞債権	要管理債権	破綻懸念先
貸出条件 緩和債権	正常債権	要管理先
		要注意先
		正常先

資料 各行決算書、各項目の縦幅は金額を意味せず