

# 金融市場

## 2001.10

### 潮流

同時多発テロと世界経済の行方 1

### 情勢判断

#### 国内金融

テロ・ショックで後景に引っ込む構造改革、  
その向こう側にあるもの 2

#### 国内経済

不況の深化とテロ・ショックの影響 4

失業率5%台後半の可能性も 6

商品、サ・ビスともに進む物価下落 7

#### 海外経済金融

同時多発テロ事件後の米国経済 8

### 今月の焦点

雇用の悪化とセ・フティネットの構築

- 少子高齢化時代の労働市場改革の方向 - 10

わが国法人企業の最近の収益、財務動向 16

### 金融の話題

Q & A 投信の窓口販売について 20

### 海外の話題

人民元為替レ・ト論議 22

# 潮流

## 同時多発テロと世界経済の行方

9月11日の同時多発テロ勃発後、米国は政治・軍事・金融等各方面で迅速に行動し、世界の多くの国が米国と歩調を合わせるように協調的に対応している。政治面では、日米欧ロシアの主要八カ国による国際テロ活動阻止に向けての共同声明、国連におけるテロ非難決議の採択。軍事面では、北大西洋条約機構（NATO）における集団的自衛権の行使に対する基本合意、サウジアラビア、アラブ首長国連邦、エジプト、パキスタン、イラン等の理解・協力、イスラエル・パレスチナの停戦などテロ組織包囲網が短期間で構築されつつある。また、金融面では、短期市場への400億ドル弱の大量資金供給、0.5%の緊急利下げ、株式取引の停止措置および欧州銀行、カナダ、英国、日本等の協調金融緩和などにより、金融市場の混乱回避が図られた。当初心配された資金決済危機も、一部では債券決済のフェイルなども生じたようであるが、全体的には大きな混乱もなく、推移している。

しかし、これら出来る限りの手を打っているにもかかわらず、今後の成り行き、展望については全く不確実である。ブッシュ大統領はテロ組織のネットワークを壊滅すると宣言し、数年にわたる長期戦を覚悟してほしいと国民に訴えたが、軍事専門家さえ、ウサム・ビン・ラディンの身柄拘束および世界中に潜伏している過激派テロ組織との戦いで明確な勝利を得ることは難しいと語っている。対テロ組織戦略として、タリバン政権に対する経済封鎖、テロ組織の資金源を絶つための資産凍結、資本取引・送金の停止措置、軍事的には、テロ組織の拠点へのピン・ポイントの空爆と特殊部隊による奇襲攻撃などが伝えられているが、いずれにしても長期戦は避けられない見込みである。

だが、この戦いが長期化すればするほど、米国にとっては不利となる可能性が高い。まず、米国民の団結と高揚感も時間の経過とともに弱まる可能性がある。戦闘の成果が上がらなければ政府の対応に不満も出てこよう。報復テロへの不安もつのである。アフガニスタンの難民が増加し、その悲惨な状況が報道されれば人道的な見地からの国際世論の批判も増えてこよう。パキスタンの政治的不安定性も気にかかるし、各国の国際的な協調体制にほころびが生じるかもしれない。

同時多発テロ発生後の世界的な株式市場の急落はこのような今後の政治の不確実性とそれに伴う世界経済の長期におよぶ停滞懸念を見据えた動きと思われる。今回のテロ事件は多くの人命を奪っただけでなく、市場経済を長期的に動揺させるインパクトを持つものといえよう。“世界経済は全体的な需要減少のなかで萎縮し、後退する。企業収益が悪化し世界の株式市場は長期にわたり低迷する。米国に一局集中していたグローバル・マネーの流れが変わり、ドル安傾向が強まる。需要減から国際商品市況も低迷し、デフレ圧力が増す。資金の短期シフト、国債シフトが生じ、長期金利の下げ渋り、リスクマネーの流通量の減少が生じる。そして、日本の構造改革はスピードの調整を迫られる。”このようなリスクシナリオは悲観的過ぎるであろうか。いずれにしても、今は市場経済にとっても非常事態であることだけは確かである。

（調査第二部長 鈴木 利徳）

# 情勢判断

## 国内金融

### テロ・ショックで後景に引っ込む構造改革、その向こう側にあるもの

#### 要約

米国同時多発テロは米国を中心に世界的な景気悪化要因となると考えられ、当面、世界の金融市場、特に株式市場の不安定化要因となろう。よって東京株式市場の連動安リスクが当面継続するとともに、業績悪化も悪材料となろう。

景気悪化は債券相場にプラス材料だが、財政再建の可能性は中長期的に不透明さを増している。また市場は金融緩和にデフレ緩和としての意味合いを強めており、追加緩和が必ずしも買い材料とならなくなっている。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

(単位: %、円/ドル)

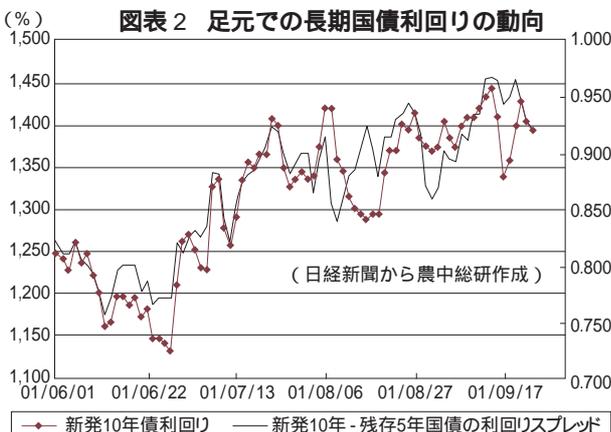
年度/月	2001			2002	
	6月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)
CDレート(3M)	0.050	0.05	0.06	0.07	0.07
短期プライムレート	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375
10年最長期国債	1.210	1.35	1.45	1.60	1.60
長期プライムレート	1.600	1.65	1.75	1.75	1.75
為替(円/ドル)相場	124.3	115	115	120	120
日経平均株価	12,969	9,000	11,000	12,000	12,500

(月末値。実績は日経新聞社調べ)

#### ここ1ヶ月の金融市場概況

世界経済に不透明感が増し、先進国の金融市場、特に株式相場に不安定化の懸念が高まっていた矢先、NY世界貿易センタービル等への同時多発テロというアクシデントが世界を襲った。

NY株式市場では8月下旬から続落し、ダウ工業株指数が10,000ドル割れ、ナスダック指数(総合)も1800ポイント割れとなっていたが、東京株式市場もこれに連動する形で下落をたどり、8月末に日経平均株価は11,000円割れという、惨状を呈していた。



一方、債券市場では株安、景気悪化を示す経済指標の続出となったものの、財政再建路線へ

の疑問増大と改革実行の遅れへの失望、さらに「インフレ目標」導入論議が絡み合って、イールドのステイプ化を伴いながら利回りが上昇する展開となった(図表2)。2002年度当初予算の概算要求提出こそ基準に沿っておこなわれたが、構造改革の具体的実施項目とそのスケジュールを示す「改革工程表」作りが遅れるとともに、補正予算論議では2001年度も新規国債発行額: 30兆円枠を守るかを巡り官邸と与党の考え方が噛み合わないまま、景気悪化から補正予算規模の拡大を迫られるのではないかと、との懸念が台頭した。ムディ・ズ社の日本国債価格付けの引き下げ方向での見直しも加わった。また、銀行等金融法人には株安の中、9月中間決算をにらんで債券投資のリスクを落とす動きが見られた。

為替相場は米国の景気悪化が進行する中、全米製造業協会等米国内からドル高政策修正を求める声が高まってきていることを背景に、円高方向に振れやすい情勢となっていた。

このように米国景気の先行きに神経質になる度合いが高まっていた状況の中、9月11日朝(現地時間)、NY世界貿易センタービルへハイジャック機が激突、NY金融市場がダウンするテロ・ショックがおこった。

明けて12日に日経平均株価は84年8月以来の1万円割れの9610円で引けた。債券相場は12、13日は世界的景気悪化よりも景気悪化等に伴う国債増発懸念に目が行き続落。10年新発国債利回りは1.445%へ上昇。14日には大手流通の一角「マイカル」が民事再生法申請を決定したが、株式、債券両市場ともに不良債権処理や構造改革が進捗するとの思惑から相場は上昇した。

9月17日に再開されたNY株式市場は下げ幅が小さかったS&P500指数で4.9%の下落。大幅下落ではあったが、開場前のFRBによる金利引下げ決定(FFレ-トは3.5%から3.0%へ)が機先を制した形となり最悪予想の範囲内におさまった。その週は下落展開が続いたが、24日の週初からは反発している。

日銀は12日から潤沢な資金供給に動き当座預金は8兆円水準に積み上げ、資金ショートなどの不安心理の除去に動いた。また円急騰に対応して介入を実施するとともに買入資金を市場

に放置するスタンスを示し、27日には当座預金は10.9兆円に達した。

向こう3ヶ月程度の市場の注目点

テロ・ショックの影響が金融市場を不安定化

テロ・ショックによる世界的金融市場の混乱や軍事的緊張の高まりは、構造改革をめぐる関心を後景に退かせることとなろう。臨時国会(27日召集)でも米国支援関連法案に論議の時間を取られる可能性が高い。一方、テロ・ショックによって米国のマインド面での後退は避けられず、世界的景気悪化がどう進展するのか、を注視する必要がある。

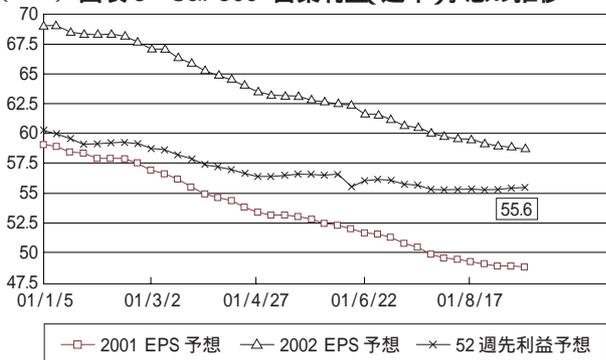
まず、テロ報復の軍事行動がどのような体勢・国際的支援のもとでおこなわれ、どれ位の期間で収束するのか、によって今後の展開は変わってくる。

国連常任理事国の(暗黙も含め)承認のもと多国籍軍の編成がおこなわれアラブ穏健派の理解が得られることが前提。91年の湾岸戦争のように戦闘の短期終結が期待されるが、テロ首謀者の潜伏するアフガンの峻険な山岳高地で集中総力戦展開が可能か、テロ支援国も攻撃対象に入り戦闘地域が拡大することはないか、というリスクがある。さらにテロ再発リスクも捨てきれない。

について、テロ首謀者捕縛のためにはトマホーク、空爆などによる空からの拠点攻撃だけでは不十分であり、特殊部隊投入を含む地上戦が山岳地帯で困難をきたすという観測もある。また、米国のスタンスも影響するが、周辺国への攻撃拡大の可能性も想定される。決してテロ掃討の軍事行動の長期化リスクは低くないと見るべきだろう。長期化によって金融市場だけでなく、原油はじめ商品市況の変動リスクも増す。

米国景気には2002年半ばには遅くとも自律反発に向かうだろうという期待があったが、このテロ・ショックにより消費者マインドが低下し景気を下押しする懸念が強くなった。湾岸戦争時、消費者信頼感指数は47低下しており、イベント・ショック効果は大きい。テロ報復への軍事行動が長期化すれば、一部の特需効果を除いて世界的な景気をさらに悪化させよう。

(ドル) 図表3 S&P500 営業利益(通年)予想の推移



資料：IBEデータから農中総研作成

米国株価はバリエーション的にグリーンズパンFRB議長が示した「益利回り=長期債金利」の株価水準(金利5%としてS&P500ベースで1100程度)を下回り割高感は後退していたが、予想される業績下方修正ラッシュが株価を下押しする要因になると見込まれる(図表3)。

これにより東京株式市場は先行き好転の視界が不透明さを増した感が強い。米国株価へ連動し東京株式市場の不安定化は当面続き、9月中間決算後には下方修正が悪材料となる。好転模索の展開をしばらく覚悟しなければならないだろう。

また、為替相場は介入によって結局は押し戻されると想定するが、米国経済の悪化のもとでドル高政策修正懸念が円高に振れ易い地合を作ろう。

テロ・ショックの向こう側にあるもの

しかし、テロ・ショックの向こう側に目を向けておくべきだろう。18日の金融政策決定会合は国際的金融協調への対応スタンスを示したが、テロ・ショックはより強力な金融緩和を促している。現状、「インフレ目標」設定という手段をすぐに取り出すことは想定していないが、深まった経済危機への対応=デフレ緩和策として、日銀が一段の金融緩和やより強いコミットメントを打ち出す可能性は高いと考える。一方で短期金融市場はすでにジャブジャブの状態にあり、マネタリ・ベースは前年同月比で10%に到達することが見込まれる。マネタリ・が+10%増加となれば、マネ・サプライ増加率は信用乗数の低下を斟酌しても5%程度まで上がってくることを考えられる。これまでに金融緩和は着実に進行してきている。

これらの金融緩和策は景気悪化と相俟って短期的には名目金利の低下をもたらし側面が大きいと予想するが、中長期ではデフレ緩和 インフレ期待上昇への思惑が債券投資の抑制要素となろう。

また、小泉首相は2002年度当初予算の「新規国債発行額：30兆円」枠を守るだろうが、市場は、米国のテロ報復を支援するため財政的支出拡大に加え、景気悪化での税収減や景気刺激策のため2002年度早期の補正予算の必要性を見ていくだろう。25日には今年度補正予算編成では「30兆円」枠にこだわらないとの報道がおこなわれた。増してや本格的財政再建の行方は不透明だ。

また、竹中経済財政担当相が「骨太の方針において、今後2~3年を集中調整期間としたが、その後のIT不況や米テロ事件で、大幅にシナリオが狂いつつある」と述べるなど、構造改革への取り組みスタンスの後退を印象付けている。また識者の中に構造改革のための財政負担を別枠で調達する「小泉ボンド」構想が支持を集めつつあるが、結果的に財政再建路線の緩みにつながるとも言えなくもない。

これらの状況から、債券相場については短期的に利回り低下局面はあろうが、中長期では利回りレンジは上昇していくと考える。

(2001.09.25 渡部)

国内経済

## 不況の深化とテロ・ショックの影響

### 不況の深化

～デフレ不況から雇用不況へ深刻化の可能性～

2001年4～6月期実質GDP成長率（9月7日発表）が、民間企業設備投資や民間住宅投資、公的資本形成などの落ち込みを主因に前四半期比で0.8%の減少となったことを受け、当社は実質GDP成長率見通しを下方修正した。6月時点の見通しから0.2%下方修正し2001年度（通年）のGDP成長率予測を1.0%とした（9月13日発表、図表1、米国同時多発テロの影響は織り込んでいない）。

ここで注目したいのは実質ベ－スの不振に加え、名目ベ－スの減少の大きさだ。物価下落等デフレの深刻化からデフレ－タが前四半期比1.9%のマイナスとなった結果、名目GDPは前四半期比2.8%のマイナスとなった。瞬間風速での数字ではあるが、年率換算では112%と1割に相当する経済活動金額が縮小したこと

になる。このようなデフレの進行は賃金等硬直的成本構造との関係で企業収益を圧迫するとともに、資産価格下落も加わって実質的債務負担を増大させ、投資や消費を抑制・消極的にさせ、経済縮小の悪循環を招いている。まさにデフレ不況なのだ。

しかし、問題はこれにとどまらない。個別企業がおこなう世界的最適配置の観点からの国内雇用削減や構造改革上迫られる低生産性部門の再編・淘汰が短期的にもたらす国内経済活動の低下リスクである。

米国をはじめとする先進諸国がIT需要の予想以上の冷却に見舞われ、失業率上昇に示される雇用悪化が国内経済低迷を一段と進める雇用不況の可能性が高まっていた（失業率悪化の分析は、本誌「失業率5%台後半の可能性も」を参照されたい）。

2001・2002年度 国内経済見通し(概要)

	単 位	00年度 実績	通 期	01年度				02年度 予想
				上半期	4 - 6月	7 - 9月	下半期	
名目GDP	%	0.6	2.9	2.8	2.7	2.6	2.3	0.8
実質GDP	%	1.0	1.0	0.9	0.8	0.6	0.4	0.6
国内民間需要	%	1.1	0.9	1.1 0.3	0.7 0.0	0.7 0.2	1.0 1.9	0.9
民間最終消費支出	%	0.0	0.7	0.8 0.5	0.5 0.2	0.0 0.5	0.2 0.9	0.2
民間住宅	%	1.9	11.3	11.5 9.7	8.8 9.3	0.6 10.2	1.6 12.9	1.6
民間企業設備	%	4.6	3.7	4.8 1.8	2.8 4.2	3.2 0.6	3.8 8.4	3.6
民間在庫増加	10億円	80.9	102.7	66.9	41.9	25.0	35.8	158.4
国内公的需要	%	0.2	0.8	0.1 0.6	0.8 0.3	0.2 1.4	1.4 1.4	0.7
政府最終消費支出	%	3.3	2.5	1.2 2.3	0.8 2.2	0.7 2.4	1.4 2.6	0.6
公的固定資本形成	%	6.1	3.6	2.8 7.1	4.1 6.6	2.2 2.0	1.3 1.5	3.4
財貨・サービスの純輸出	10億円	12469.9	9838.5	4825.1	2508.8	2316.3	5013.4	10379.2
輸出	%	9.3	5.4	5.7 6.5	2.9 5.7	2.1 7.6	1.5 4.3	3.6
輸入	%	9.8	1.3	3.9 0.6	2.5 2.2	0.9 0.5	1.1 3.0	3.2
デフレーター (前年比)	%	1.6	1.9	1.9	1.9	2.0	1.9	1.4
国内卸売物価 ( " )	%	0.1	0.9	0.8	0.7	0.9	1.0	0.5
総合消費者物価 ( " )	%	0.7	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8	0.3
経常収支	兆円	12.1	10.5	4.9	2.1	2.8	5.6	10.6
貿易・サービス収支	兆円	6.4	2.9	1.5	0.4	1.1	1.4	3.1

(注) 1. 単位%のものは前年(期)比、斜数字は前年同期比。実績値は内閣府「四半期別国民所得統計速報」。2001年4 - 6月は実績。消費者物価は東京都都区部の生鮮食品を除く総合。予測値は当総研による。

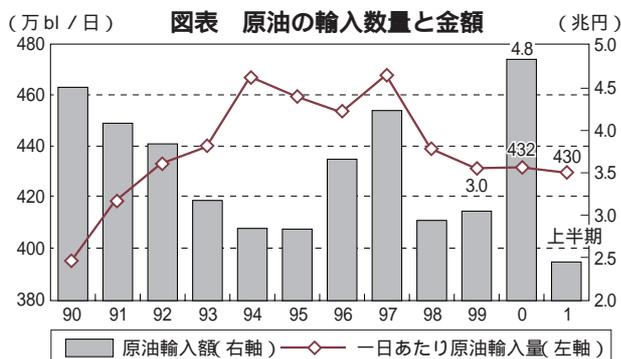
	2000年度	通 期	01年度				02年度 予想	
			上半期	4 - 6月	7 - 9月	下半期		
為替レート	ドル/円	110.5	123.9	122.7	122.4	123	125	120
CDレート3ヵ月物	%	0.35	0.06	0.07	0.07	0.06	0.05	0.07
通関輸入原油価格	ドル/バレル	28.1	25.9	26.8	26.6	27	25	25

テロ・ショックの影響～三つの影響経路～  
 雇用不況の深刻化の可能性が高まった折、9月11日朝、世界貿易センター等を攻撃する同時多発テロがおこった。米国経済に及ぼす影響や軍事的報復の規模など不透明なところが多いが、日本経済に三つ経路を通じ景気悪化のリスク要因となることが想定される。

図表3 対米・輸出数量の伸びと米国GDPとの関係



まずは対米・輸出の減少リスクが懸念される。米国向け輸出は2000年、15.3兆円で全体輸出に占める比率は約30(29.7)%。7.57兆円の貿易黒字を生んでいる。対米輸出数量は現地生産増加にもかかわらず1997年から累計2割伸び日本経済を牽引した(図表)。しかし米国GDPに対する対米・輸出量の(長期)弾性値は2.4程度という推計もある。米国では消費者マインドの冷え込みが懸念されており、米国成長率がマイナスになれば日本の対米輸出が落ち込み、日本経済の打撃は大きい。



二つ目は原油上昇リスクである。2001年上半期に原油だけで2.4兆円、日量約430万バレルを輸入。これ以外にも石油関連製品の輸入が同時期0.5兆円あり、原油価格上昇は所得の海外

漏出という効果を持つ。現状ではテロへの報復攻撃が与える原油価格への影響は限定的と考えられるが、原油価格が1ドル上昇すると通年(115円換算)では1800億円程度の輸入額増加となる。2001年上半期の原油通関価格は約25.7ドルだったことから仮に30ドルに跳ね上がると6700億円程度(GDPの0.1%強)購買力消失だ。さらに石油製品輸入額も当然増加する(交易条件不変と仮定)。

三つ目は為替変動である。円高は輸入購買力増大のメリットも大きい。現在のような不況期には円高は輸出競争力を減退させ労働力や資本の稼働を一段と低下させるデメリットの方が重大だ。また、10%の円高によって、製造業利益は1%減少すると言われる。

影響試算～意外に小さいように見えるが...～

これらの要因のモデルによる影響分析の試算結果は次のとおり。米国経済の01年下期の実質GDP成長率が、当社見通し(テロによる修正含む)の通り1.4%まで低下すると仮定すると、日本の対米輸出数量は3%強減少し、2001年度下期の国内実質GDP成長率は0.1%ポイントの低下要因となる。

また今年10月から半年間、原油価格が1バレル当たり5ドル上昇すると仮定すると、実質GDPへの影響は01年度下半期では僅かだが、タイムラグを置いて02年度は0.1%ポイント押し下げる。原油価格上昇で消費者物価は01年度、02年度ともに+0.1%ポイント上昇する。

円高効果では10月から半年間、1ドル当たり5円円高が継続の場合、輸出と設備投資の減少により01、02年度ともに実質GDPは0.1%ポイント減少する。消費者物価は、01年度に0.03%ポイント、02年度に0.05%ポイント下落幅が拡大する。

このように3つの影響経路を総合すると、実質GDPは01、02年度ともに0.2%ポイント成長率が低下する試算となる。

このように試算上は影響度は意外に小さい。しかし、問題は影響試算に反映されないところにある。テロ事件が景気回復を大きく遅らせる原因となるのかどうか。報復軍事行動の早期終結により逸早く世界経済の正常化に向かうことが切望される。

(名倉、渡部)

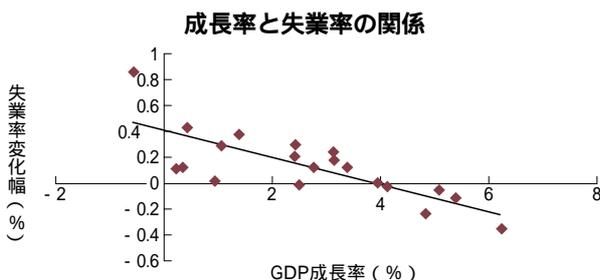
## 失業率 5 % 台後半の可能性も

### 早くも失業率は 5 % を突破

国内の雇用不安が、経済構造改革の行方を揺さぶり始めている。まだ本格的な不良債権処理、特殊法人改革等の経済構造改革が始まっていないにもかかわらず、7月の完全失業率は初めて5%に達した。完全失業者は前年同月に比べて+23万人増と4カ月連続で増え、330万人となった。

### 2002年度までに失業者は50万人増

昨年改訂された新SNA基準に基づいて、実質経済成長率と、失業率の変化幅との関係を過去20年にわたって示したのが図である。



資料 総務省「労働力調査」、内閣府「国民経済計算」  
 (注) 期間は81年度から2000年度まで。失業率は前年3月との差

経済成長率が高まれば雇用が増えるので失業率が下がり、成長率が下がれば失業率が上がるという関係は「オウケンの法則」と呼ばれ、米国などでは早くからその存在が実証されてきた。日本では、終身雇用制などの雇用慣行により、経済成長率が下がっても失業率はあまり上がらず、景気変動と失業率の関係は薄いといわれてきたが、雇用慣行が欧米に近づくにしたがって、関係が成立しつつある。

9月に発表した弊社の経済見通し(米国同時多発テロ事件前に作成)に基づいて、2001年度の実質経済成長率を 1.0%、2002年度を+

0.6%と予想すると、2001年度末の完全失業率は、5.3%、完全失業者数は現在よりも30万人増の360万人程度、2002年度末はプラス成長にもかかわらず、失業率5.6%、失業者はさらに20万人増えて380万人程度に達する。

既に今年になって発表されたIT大手企業の人員削減だけでも総計10万人近くにのぼり、さらに住宅、小売、食品、自動車などの業種で人員削減がはじまっている。不良債権処理などに伴う不採算企業・事業の閉鎖が本格化すれば失業者が400万人近くまで増えるというシナリオは現実味がある。

さらに潜在的失業者(完全失業者にカウントされない隠れた失業者)が増える可能性もある。景気が悪化すると、就職することが難しくなるので、求職をあきらめる人が増える。このような人たちは、完全失業者とはカウントされず、非労働力人口に区分される。総務省の調べでは、2000年8月の潜在的失業者は412万人だったが、非労働人口はそれから現在まで約100万人増えている。すべてが潜在的失業者となったわけではないが、有効求人倍率は昨年末をピークに低下してきており、求職は厳しさを増していることから、潜在的失業者が増えていることは十分考えられる。今後は企業のリストラが進んでいく中で求職は一段と厳しくなる見通しであり、本当は就業したいのに就職活動をやめてしまう潜在的失業者の数が増える可能性は高い。

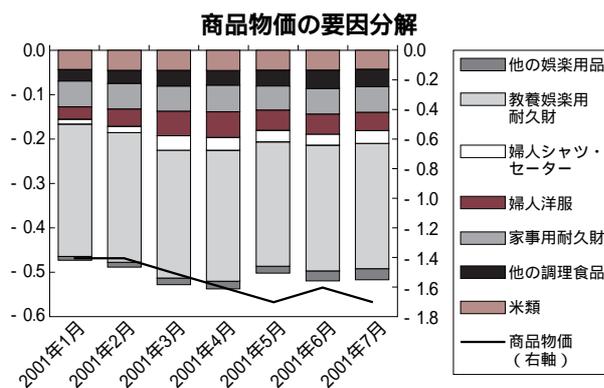
国内外で経済に対する逆風が吹き、財政的に非常に厳しい制約がある中で、経済の低成長・低生産性分野から高成長・高生産性分野への雇用移動がもたらす景気の下押し圧力を短期間で済ますことができるかどうか、小泉政権の命運を握ろう。  
 (名倉 賢一)

## 商品、サービスともに進む物価下落

旧基準に比べて平均0.3%下落幅拡大

2000年基準の新しい消費者物価指数が8月下旬に発表された。7月の生鮮食品を除く全国総合消費者物価上昇率は、旧基準よりも0.2%ポイント低い前年同月比0.9%の下落となるなど、2001年1-7月の平均で新基準は旧基準に比べて0.3%ポイントほど物価の下落幅が拡大している。

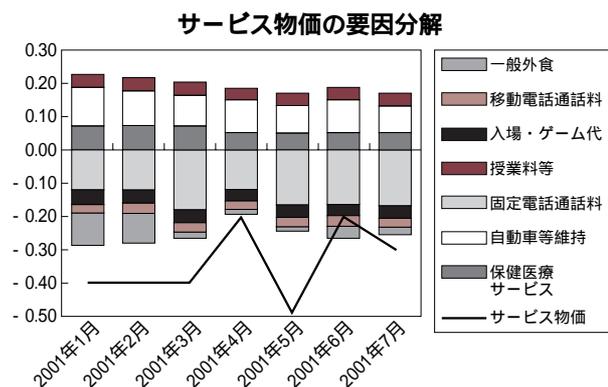
消費者物価指数は、家電製品など値下げ競争の激しい実態を反映していないとの批判が強かった。このため総務省は、値引き競争が著しい商品を調査対象に加えたり、パソコンなどのように非常に早いサイクルで新商品が出回る品目については、性能の向上を価格に反映させ、実態に近い物価変動を反映させるように工夫をこらした。このために新基準では物価の下落幅が拡大し、実態に少し近づいたといえよう。



資料 総務省「消費者物価指数」  
（注）2000年基準の前年同月比増減率、要因分解は左軸

商品（生鮮食品を除く財）とサービスに分けてみると、商品物価は今年に入ってからさらに下落幅を拡大し、7月は1.7%となった。値上がりしている商品は数少なくなっている一方、パソコン、テレビ、ビデオなどの教養娯楽用耐久財の下落に対する寄与度が著しい。これらの商品はコストの安い海外生産品の割合が高く、店頭での値引き競争が激しくなっている。しかしインターネットの通信販売などでは店頭

価格よりもさらに安く購入でき、実態はもっと下落幅が大きい可能性が高い。



資料 総務省「消費者物価指数」  
（注）2000年基準の前年同月比増減率

一方で輸入品の影響を余り受けないサービス物価（持ち家の帰属家賃を除く）は7月に前年同月比0.3%で、引き続き国内需要が低迷していることを物語っている。競争が激しい固定・携帯電話通話料のほか、ゴルフプレー代などの入場・ゲーム代、牛丼などの一般外食等が下落に寄与している。

### 値引き競争が波及

昨年の物価の下落は、ユニクロに代表される衣類やマクドナルドなどのハンバーガーの寄与が大きく、日本銀行もこれらの値引き競争が一巡してほかの商品へ波及しなければ物価の下落は止まるとみていた。しかし需要の低迷が続く中で、商品のほか、電話代や牛丼などサービスにも値引き競争が波及してきている。

新基準になって下落幅が拡大した上、値引き競争が幅広い商品やサービスに波及してきたため、消費者物価の下落傾向は長引きそうである。所得の増加などで需要が高まらない限り、値引き競争は企業の体力消耗戦へとつながる可能性が考えられる。物価が安定的にゼロ%以上となるまで継続される量的緩和政策は、少なくとも今後2年以上は続くこととなる。 (名倉 賢一)

海外経済金融・米国

## 同時多発テロ事件後の米国経済

### 要 約

米国景気は同時多発テロ事件発生以前から停滞感を強めていたが、事件の影響により、景気は一層の下方への圧力を受けることになる。2001年の実質GDP成長率は0%まで落ち込み、2002年後半に景気が回復に向かうが、そのテンポは緩やかであると見込まれる。

### 事件発生前から強まっていた景気停滞感

9月11日午前に発生した同時多発テロ事件は、既に米国経済をかなり押し下げる影響をもたらしているが、この事件発生前から景気停滞感の強まりを示すいくつかの指標が発表されていた。

2001年8月の失業率は4.9%と前月の4.5%から大幅に上昇し、97年7月以来の高水準となった。また同月の非農業雇用者数は対前月で11万3,000人と大幅な減少を示した。また8月の鉱工業生産指数は前月比 0.8%と低下し、過去数ヶ月の傾向と比較しても低下幅が一段と大きくなった。さらに注目されるのは住宅着工件数の減少である。これまで景気減速が進行するなかでも住宅着工は顕著な増加を示したが、8月には前月比 6.9%と大幅な減少に転じた。

### 同時多発テロ事件は景気をさらに押し下げ

同時多発テロ事件が米国経済にもたらす影響については、一時的影響と今後数ヶ月にわたる影響の二点に分けて整理する必要がある。

一時的影響としては、まず建物・設備の物理的損壊による影響があげられる。今回の保険被害額は200～300億ドルといわれている。また倒壊した世界貿易センタービル近辺では一時的な金融機能の麻痺、例えばニューヨーク証券取引所の取引停止、ウォール街での一部銀行の業務停止が発生した。また数日間とはいえ、航空規制は生産活動への障害をもたらした。現在ハイテク産業を中心とした米国製造業はサプライ・チェーン・マネジメントにより、製品や部品の在庫を極力手元に置かないようにしている。平常時に合理的なこの手法も、物流が止まれば機能停止となる。例えば空港閉鎖により、

外国から空輸される半導体等部品が搬入されなくなり、生産への支障が生じた。自動車メーカーも、部品調達障害により一時的に生産を停止した。一方テロ再発への警戒により、一時的に娯楽施設の閉鎖やイベントの中止といった措置がとられた。これらの事例は数日間限りのことであるが、通常速度を緩めても立ち止まることがない経済活動が一時的とはいえ停止した影響は無視できず、2001年7～9月期のGDPを押し下げることとなる。

次に今後数ヶ月にわたる影響であるが、消費者心理はここ暫く萎縮し、個人消費が低迷することとなる。90年8月のイラクのクウェート侵攻時にも消費者心理の落ち込みがあったが、今回事件は、建国始まって以来の本国、それも政治経済の中心地への攻撃、未だに正確な人数が掴めない未曾有の犠牲者数、基本的インフラの安全性に対する信頼感の揺らぎという形で、米国国民に遥かに大きな心理面への影響を与えた。今年のクリスマス商戦はかなりの苦戦となる。また旅行関係の支出は大きく減少するであろう。航空機利用が手控えられることが見込まれるためである。また観光地のホテルやレストランの客数減少といった波及効果も予想される。

但しこうした需要の落ち込みは、公的需要拡大によって若干カバーされるであろう。米国議会・政府は、同時テロへの報復軍事行動への準備を進めており、「非常時」体制への移行を鮮明にしている。またテロ対策や復興資金等への400億ドルに上る緊急予算が可決された。

### 事件発生後のマーケット動向

米国が近く軍事行動に踏み切るとみられているにもかかわらず、原油価格は一時的な上昇に

止まり足下ではやや弱含みになっている。ロンドン国際石油取引所の北海ブレントは現在26ドル/バレル前後で推移している(図1)。90年8月の湾岸危機発生時と比較しても、かなり落ち着いた動きである。

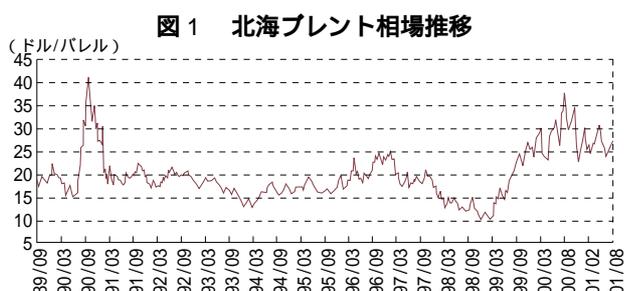


図1 北海ブレント相場推移

事件の影響で4日間閉鎖されたニューヨーク株式市場は17日に再開された。大幅な下落が予想される株価にも配慮して、FRBは市場再開前にFFレート誘導水準及び公定歩合を0.50%引き下げ、各々3.00%、2.50%とした。しかしながら、17日のダウ平均終値は事件前の10日対比684.81ドル安(下げ幅としては過去最大)の8,920.70ドルとなった(図2)。業種別にみると、今回事件で大きな被害を受けた、或いは今後需要の落ち込みが見込まれる航空・旅客機製造・金融・保険・娯楽・ホテル業界の株価が下

げを先導した。



図2 米国株価の推移(NYダウ、日次)

### 2001年・2002年の米国経済見通し

今後の米国経済のシナリオは、軍事報復がどの位の期間になるかに依存する。しかしこれは現時点では不確実であるため、「仮に軍事報復が2001年12月末頃までには一段落する、原油価格は大幅に上昇しない」という前提で今後の米国経済見通しを表1のとおり策定した。2001年の実質GDP成長率は0%となり、2002年度においては景気が下期に回復に向かうものの、そのテンポは緩やかになると見込んでいる。

(永井 敏彦)

表1 米国経済見通し総括表(同時多発テロ発生後)

	単 位	2000年 実績	2001年 予想	2001年		2002年 予想	上期予想	下期予想
				上期暫定値	下期予想			
実質GDP	%	4.1	0.0	1.9	1.4	1.3	0.5	2.8
個人消費	%	4.8	1.4	3.4	0.5	1.2	0.2	2.6
設備投資	%	7.6	4.4	1.4	10.0	1.5	7.1	4.7
住宅投資	%	11.1	0.7	0.4	1.8	1.7	1.0	2.4
在庫投資	10億ドル	50.6	23.9	32.8	15.0	7.5	2.5	12.5
純輸出	10億ドル	399.1	398.0	407.5	388.4	405.5	404.5	406.5
輸出	%	9.5	2.8	1.1	6.7	1.3	2.7	5.4
輸入	%	13.4	2.2	2.6	6.7	1.4	2.2	5.2
政府支出	%	2.7	4.1	2.9	5.3	2.9	3.8	2.1

(注) 1. 単位が%のものは、前年(同期)比増加(上昇)率  
2. 在庫投資と純輸出は実額

# 今月の焦点

## 雇用の悪化とセーフティネットの構築

少子高齢化時代の労働市場改革の方向

### 要 約

90年代以降の景気の長期低迷などを背景に失業率が急上昇している。新規学卒市場の縮小や自発的失業の増加などから若年層の失業者が増え、90年代後半からは企業のリストラで中高年の失業者も増加している。情報サービスや介護等の人員未充足産業への就業を可能にする職業訓練などのミスマッチ対策のほか、本格的な高齢化社会の到来に備えて、多面的就労を可能とする労働市場の抜本的改革の必要性が高まってきている。

このところ雇用問題が社会的関心事となっている。景気の悪化などを背景に、本年7月の完全失業率が統計開始（1953年）以来初めて5%台に上昇し、これに加えて、政府が進めようとしている不良債権処理などの構造改革にともない、今後さらに失業者の増加が予想されるためである（注1）。こうしたなかで、政府も2001年度の補正予算編成等を通じて雇用対策を強化している。

以下では、90年代以降の失業構造の分析をベースに、雇用のセーフティネットの構築や今後の労働市場改革の方向性について考察する。

### 90年代以降悪化した雇用情勢

#### 失業者増加の三つの特徴

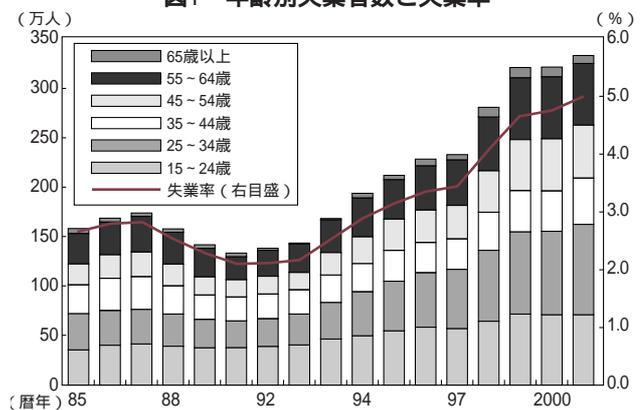
失業者が本格的に増加してきたのは、図1のように93年以降であり、それまでは失業者は87年の173万人がピークで、失業率も2%前後の水準で推移していた。93年以降2000年まで（ともに年平均）の8年間で、失業者は178万人増加し、失業率の上昇幅は2.5%に達した。景気の落ち込みが大きかった98年に大幅に悪化した。景気が回復過程にあった95～96年や99～2000年でも失業者は増加した。この間の特徴的な動きとして、次のようなものがある。

第一は、若年層の失業者増加である。15～

34歳の年齢層の失業者は失業者全体の約半分を占めており、失業率でもこの年齢層の上昇率が高い。また、この年齢層では自発的失業が多く（図2）、2000年ではこの年齢層の失業者の43%がこれに該当している。

第二は、特に90年代後半からの傾向として中高年齢層の失業者が増加したことである。たとえば、50～64歳年齢層の失業者は、92年には失業者全体の23%を占めていたが、2000年には28%に拡大した。この年齢層では勤務先企業の倒産やリストラによる非自発的失業が多くなっている（図2）。

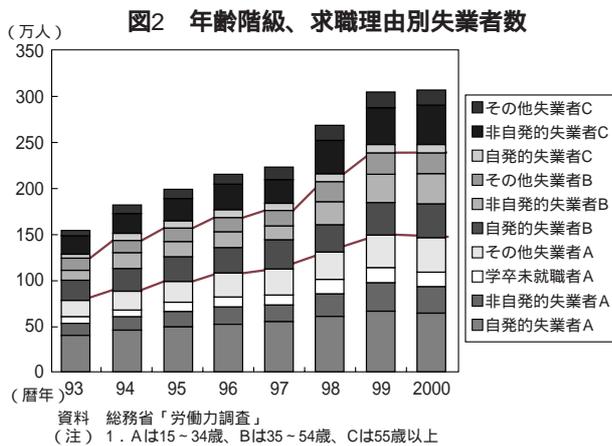
図1 年齢別失業者数と失業率



資料 総務省「労働力調査」  
 (注) 1. 2000年までは年平均、2001年は7月の数値

第三は、男子の失業率の増加である。93～2000年にかけて失業率上昇幅は2.5%に達した

が、この間男子の失業率が2.9%上昇したのに対し、女子の失業率は2.2%の上昇にとどまった。男子に典型的な正規雇用が減少する一方、女子を中心にパートタイマーなどの非正規雇用が増加したためである。



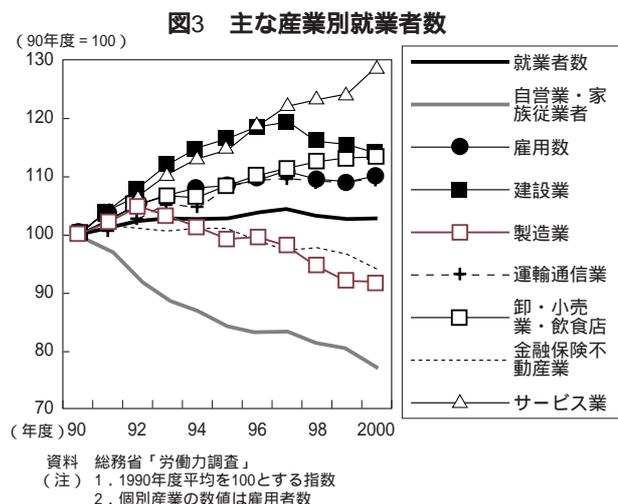
### 産業サイドからみた雇用動向

こうした失業者の増加は、主として雇用の受け皿となる産業の雇用吸収力が弱まったことに原因がある。図3によって、自営業・家族従業者を含む90年代以降の産業別就業動向をみると、雇用者数は98、99年度を除き増加傾向で推移したものの、自営業・家族従業者が大きく低下し、全体の就業者数はほぼ横這いにとどまった(この結果、労働力人口増加分がほぼ失業者となった計算)。自営業・家族従業者の減少は、農林業就業者が大幅に減少したほか、卸小売業・飲食店(いわゆる個人商店)や製造業(家内工業的製造業)の減少も大きい。経済の成長力低下による売上(生産)減少のほか、規制緩和の影響や中国などアジア諸国との競合激化も背景にあるとみられる。

雇用者数は、98、99年度を除き増加したが、産業別には、製造業は92年度をピークに減少を続け、特に、98、99年度に大きく減少している。

グローバル化の進展でアジアを中心に海外への生産移転が進む一方、製品輸入の拡大で国内生産が低迷したためとみられる。建設業は90年代前半は雇用吸収力が最も大きかったが、97年度をピークに減少に転じた。財政悪化で公共事業が抑制されたことが影響している。金融保険・不動産業も90年代半ば以降減少傾向である。これに対し、卸小売業・飲食店が増加傾向で推移したほか、サービス業が一貫して増加し、97年度以降では最大の雇用吸収業種となっている。情報サービスや人材派遣業、医療、介護などの業種で増加している。

以上のように、90年代(特に93年)以降失業者が増加したのは、自営業・家族従業者の減少に加えて、製造業の雇用が93年度以降減少に転じたことの影響が大きい。さらに90年代半ば頃まで雇用を吸収してきた建設業が98年度から減少したことで、失業者の増加幅は一段と拡大した。雇用の受け皿はもっぱらサービス業であり、本年6月に政府が発表した「530万人雇用創出計画」でも、その大部分がサービス産業で生み出される計画である。



### 若年層と中高年層の失業構造 新規学卒市場の縮小とフリーター問題

前記のように、失業者数は90年代以降急増し、2001年7月現在で330万人に達しているが、このうち15～34歳の若年層（失業者162万人）と55歳以上の中高年層（同69万人）で、失業者全体の7割を占める。なかでも、若年層の割合が大きい。若年層の失業増加には、新規学卒市場の縮小と自発的失業の増加にみられるような若者の生活スタイルの変化があろう。

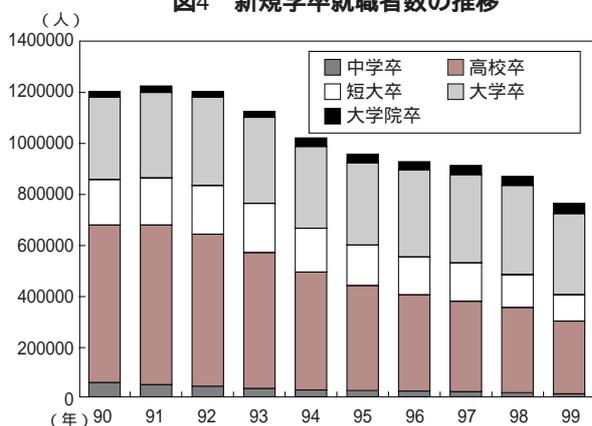
これまでは、高校、大学などの学校卒業と同時に企業に就職し、定年まで勤める（終身雇用）のが一般的で、賃金も勤続年数が長くなるにつれて上昇する（年功型賃金）ケースが多かった。終身雇用の下では、企業が雇用調整を行う場合、労働時間の調整や配置転換などを先に行い、止むを得ず人員調整に至る場合も新規採用の削減が優先された。このため、90年代になって産業の雇用吸収力が弱まるに伴い、新規学卒就職者の減少が続き（図4）、学卒無業者が急増した。また、就職した後に離職するケースも多く（厚生労働省調査では96年卒で学卒就職後3年以内に離職する割合は、高卒約5割、短大卒約4割、大卒約3割）、パートやアルバイトなどの就業

と失業を繰り返している若者（いわゆるフリーター）が多くなり、こうした傾向が若年層の失業増加をもたらしている。資格取得など一定の目的意識を持っている者もいるが、漠然とフリーターを続けているものも多く、健全な社会の構築といった点からは問題がある。

### 中高年層の失業と年功型賃金

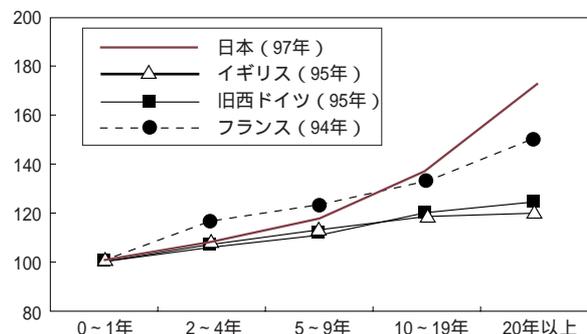
中高年層の失業が目立ってきたのは、90年代後半、特に98年以降である。終身雇用の下では正規雇用者の削減は雇用調整の最後の手段となるが、98年以降企業の倒産やリストラで正規雇用者が失業する（非自発的失業）ケースが増えている。中高年層の失業が問題なのは、再就職が難しいことであろう。中高年層が仕事に就けない理由として、求人との年齢と自分の年齢が合わないとするものが多いが（表1）、企業が求人者に年齢制限を行う背景として、年功型賃金の存在が指摘されている（注2）。日本の賃金カーブは勤続年数が長くなるほど上昇し（図5）、労働生産性との対比では、若年層の賃金が相対的に低く抑えられ、中高年層では割高となっている。従って、企業が新規に人員を採用しようとする場合、コストの低い若年層に集中しがちである。

図4 新規学卒就職者数の推移



資料 文部科学省「学校基本調査」  
（注）1. 各年3月卒の人数

図5 賃金の勤続年数別格差  
（製造業男子生産労働者）



資料 日本労働研究機構「データブック国際労働比較」  
（注）1. 勤続年数0～1年（日本は0～2年）の賃金=100とする指数  
2. 日本は0～1年が0～2年、2～4年が3～4年  
3. 日本は月所定内給与、その他は月総収入額

また、終身雇用の下で、個々の労働者は企業特  
殊的熟練(注3)は養成されても、世間一般で役  
に立つ知識や技能は乏しく、その意味で転職が  
難しいといった面もある(ただし、表1の調  
査ではこうした面はあまり出ていない)。

中高年層は家計を維持する中心的担い手であ  
るだけに、中高年層の失業増加は社会的にも問  
題がある。

### ミスマッチの存在

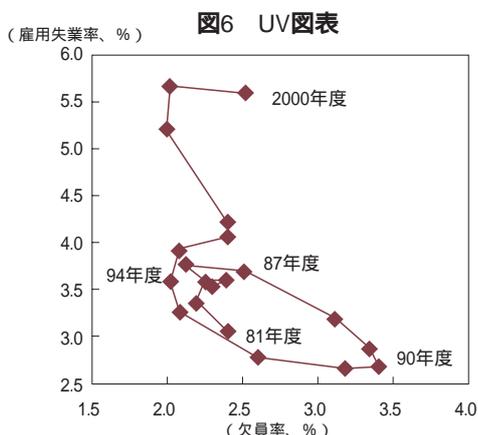
前記のように、93年以降失業者が増加してい  
るが、一方で、すべての産業で必要人員が満た  
されているわけではない。図6をみると、90年  
代以降失業率が上昇したが、欠員率(必要人員  
に対する未充足人員の割合)は2%程度の水準  
で下げ止まっている。企業の労働需要に対して  
労働供給が十分でない状態、すなわちミスマッ  
チの存在を示している。未充足人員が大きい業  
種はサービス業であり、なかでも、情報サービ  
スや医療、介護などの業種である。

ミスマッチが生じている原因を表1によって  
考察すると、最も多いのが年齢のミスマッチ  
(求人の年齢と自分の年齢が合わない)であり、  
特に、45歳以上の中高年層に集中している。次

に多いのが職種によるミスマッチ(希望する仕  
事がない)で、若年層(15~34歳)に多い。知  
識や技能面のミスマッチや賃金・給料のミスマ  
ッチも若年層が多くなっている。なお、女性の  
場合には「勤務時間等が合わない」が比較的多  
い。このように、若年層では職種や技能、賃金  
面でのミスマッチが多く、中高年では年齢によ  
るミスマッチが中心である。

### 雇用対策と今後の労働市場改革の方向 政府の雇用対策

失業者増加の過程で、政府もさまざまな雇用  
対策を行ってきた(表2)。これらを整理すれ  
ば、雇用吸収産業の育成対策(IT、医療、介  
護等の新市場開拓のための規制改革等)、雇  
用を維持・創出する企業に対する助成金等(雇  
用調整助成金、各種奨励金等)、職業紹介機  
能の充実(官民の情報ネットワーク構築等)、  
教育訓練や能力開発(学卒未就職者の能力開  
発等)、雇用保険制度の拡充等(2001年4月  
施行の雇用保険法改正等)に分けられる。さら  
に、2001年度補正予算に関連した雇用対策  
では、教育や環境等の分野での公的雇用(補助  
教員や森林作業員等)の拡大、雇用保険制度の



資料 総務庁「労働力調査」、労働省「一般職業紹介状況」  
(注) 1. 欠員率 = (有効求人数 - 就職件数) / (有効求人数 - 就職件数 + 雇業者数)  
2. 雇用失業率 = 完全失業者数 / (完全失業者数 + 雇業者数)

表1 失業者が仕事につけない理由(2000年8月現在、単位 万人)

	賃金・給料が合わない	勤務時間等が合わない	求人の年齢と合わない	希望する種類の仕事がない	自分の知識や技能を生かせる仕事がない	自分の技術や技能に合う仕事がない	正職員・パートなど希望する形の仕事がない	近くに仕事がない	その他	合計
15~24歳	3	6	5	17	5	1	4	5	22	67
25~34歳	7	11	3	16	5	6	7	5	24	85
35~44歳	4	5	8	6	2	0	3	3	10	40
45~54歳	4	1	20	4	1	1	2	2	16	50
55~64歳	2	1	29	6	3	1	1	3	12	58
65歳以上	0	0	6	1	0	0	0	1	2	10
合計	21	25	70	49	15	9	17	18	85	309

資料 総務省「労働力調査特別調査報告」  
(注) 1. その他には「仕事自体がない」も含まれる。

拡充（保険期間の延長等）、人材派遣業における中高年を対象にした派遣期間の延長（3年程度）などの対策が検討されている。

### 欧米の経験

70～80年代に欧米では高失業が蔓延し、種々の対策が実施された。そうしたなかで失業率を大きく低下させた国として、米国やイギリス、オランダなどがある。

米国では、80年代始めに8%台後半にあった失業率が、現在までに4%台半ば程度まで低下している。規制緩和や技術革新等による新規産業の成長が主因であるが、これらを可能にした柔軟で競争的な経済システムにも土壌があった。

イギリスも、80年代始めに10%を超えた失業率が現在までに5%程度まで低下している。サッチャー政権以降の各種規制緩和策、民間の職業紹介や人材派遣業の活用、地域や民間を主体とした職業訓練制度や職業資格制度等の諸改革が成果をもたらした。

オランダでも、失業率は80年代始めにイギリス同様10%を超えていたが、現在までに3%を下回るまで低下している。82年に行われた政府、経営者、労働組合による政策合意（ヴァッセナー合意）のもとで、パートタイム労働を活用したワークシェアリングの推進、フルタイム労働とパートタイム労働の労働条件等（時間当たり賃金、休日取得、各種保険・年金等の取扱）の均等化などが行われ、これらによる企業収益改善や消費の増加等で経済成長が促進された。こうした政策によってオランダでは共働き世帯が増えるなど、新しいライフスタイルが生み出された（いわゆるオランダモデル）。

### 日本型雇用のセーフティネットの構築

労働は単に働いて賃金を得るだけでなく、医

療や年金、失業保険などの社会保障システムと深くかかわっている。日本経済は、少子高齢化の進展で医療・年金等の社会保障システムの再構築を迫られており、高齢世代には保障削減（医療費自己負担拡大や年金支給年齢引上げ等）、現役世代には負担増大（増税、各種保険料引上げ等）が予想され、財政赤字拡大や足元の雇用悪化とともに将来不安を高めている。また、中国などアジア諸国の追い上げによる産業競争力低下も重なり、家計や企業の期待成長率が低下し、現実の景気低迷につながっている。

こうしたなかで、日本型の雇用のセーフティネットを考えるには（注4）、少子高齢化の進展を前提に、医療や年金、失業保険等を含めた持続可能な雇用システムを構築していく必要があり、その解決の方向は、生涯を通じた労働期間の延長（高齢者労働の活用）と女性の労働参加を増やすことである。これによって現役世代の

表2 近年の政府の雇用対策

名称	時期	内容
緊急雇用開発プログラム	98年4月	雇用調整助成金の助成率引き上げ 雇用保険対象者の教育訓練給付制度の創設等
雇用活性化総合プラン	98年11月	緊急雇用創出特別基金創設（中高年を雇用する事業主に支給） 中高年の職業能力開発等（アビリティガーデンの活用等）
緊急雇用対策	99年6月	新規・成長分野雇用創出特別奨励金の活用 緊急地域雇用特別交付金の創設 キャリア交流プラザの開設等
新生経済対策に基づく雇用対策	99年11月	中小企業地域雇用創出特別奨励金を創設 特定地域・下請企業離職者雇用創出奨励金の創設 21世紀人材立国計画の推進 雇用保険法の改正等
ミスマッチ解消を重点とする緊急雇用対策	2000年5月	IT化対応職業訓練拡大 学卒未就職者の能力開発推進 官民の一元化情報ネットワーク構築 求人年齢制限の緩和指導・啓発等
日本新生の発展戦略	2000年10月	円滑な労働移動促進のための雇用対策法等の改正等
緊急経済対策	2001年4月	新市場開拓（IT、医療、介護等）に資する規制改革イノベーションのための重点投資・システム改革 雇用面のセーフティネットの整備（緊急雇用創出特別助成金、新規・成長分野雇用創出特別奨励金の拡充、雇用保険法改正法の円滑な施行）
530万人雇用創出計画	2001年5月	サービス部門による530万人の雇用創出計画
産業構造改革・雇用対策本部中間取りまとめ	2001年6月	新市場・新産業育成による雇用創出 人材育成・能力開発の推進 安心して働ける就業環境の整備 雇用面のセーフティネットの整備

資料 政府発表資料により当方作成

負担が軽くなり、生産年齢人口減少による労働力人口減少を緩和することも可能となる。高齢者には年齢による体力衰えがあり、女性には出産や育児等の負担があるため、社会が幅広い労働形態(パート労働や在宅勤務等の非正規労働)を受入れていく必要がある。

こうした観点から障害となるのは、一つは、求人者の年齢制限とその背後にある年功型賃金の存在である。前にも述べたように、年功型賃金カーブでは中高年層は若年層に比べてコスト高となるが、労働生産性等を反映した賃金体系になれば、求人者の年齢は問題とされないはずであり、中高年層が年齢に関係なく雇用されるには、そうした方向でこれまでの慣行を見直す必要がある。その場合、求職者の労働生産性はその人の持つ技能、知識等によって判断される。このため、各種職業訓練や能力開発手段の充実、一般に認められる職能資格体系の整備(イギリスの事例が参考)などが重要となろう。

次に、女性などの労働参加を促すには、保育所充実等の子育て負担軽減措置のほか、非正規雇用(パートタイム労働等)にかかる労働条件を改善していく必要がある。これには時間当たり賃金水準のほか、医療・雇用保険、税制や年金等の取扱い(注5)が含まれる。こうした非正規雇用の労働条件改善に関しては、前記のように、正規雇用(フルタイム労働)との均等化を進めたオランダ方式が一つの成功例といえる。なお、女性の労働参加が増えることは共働き世帯の増加につながるが、非正規雇用の労働条件改善により、夫が失業しても妻の就業で家計が支えられるようになるなど、セーフティネット構築につながる。

また、これはフリーター対策としても重要である。増加しているフリーター層が、このままの状態では年齢を増していくことは好ましいこと

ではない。フリーターに多い非正規雇用の労働条件の改善によって、将来の生活設計が可能になるようにすることは(注6)、社会的にも望ましいと思われる。

前記(表2)のように、政府もさまざまな対策を講じているが、その効果の出現にはかなり時間を要するものも多い。2000年5月の「ミスマッチ解消を重点とする緊急雇用対策」では、求人者年齢制限の緩和・指導なども打ち出されているが、年功型賃金体系が根強い現状では、実際の効果に疑問もある(注7)。公的雇用の拡大などは当面の失業者救済策としては効果的と思われるが、長期的には行財政改革等の点で問題もある。

雇用対策は、単に経済合理性だけでなく、労働者保護や広くは人間の尊厳にも関係した難しさがある。しかし、現実の雇用悪化の進行や近い将来での本格的な高齢化社会の到来を考慮すると、従来の慣行の見直しや保険・年金・税制等の再構築を含む労働市場の抜本的改革の必要性が高まっているように思われる。

(注1) 不良債権処理にともなう失業の発生について、第一生命経済研究所では失業者111万人、日本総合研究所では50万人程度、内閣府では13~19万人などの推計がなされている。これらの失業者推計数の違いは、対象不良債権の範囲(第一生命経済研では範囲が広い)や失職後の再雇用を含めるかどうか(内閣府では含めている)によるもので、これらの影響を除けば大きな違いはない。

(注2) 清家篤「年齢差別禁止の経済分析」日本労働研究機構『日本労働研究雑誌』2001年7月号などを参照。

(注3) 企業特殊的熟練とは、その企業で特殊的に通用する熟練度をいい、その企業外では有用性は乏しいもの。

(注4) ここでは雇用のセーフティネットを、労災や疾病、失業などの保険制度に限らず、年金なども含む労働者の生涯設計全体にかかる安全網として考察する。

(注5) サラリーマンの妻の場合、配偶者控除や国民年金保険料負担の有無等の税や年金にかかる諸制度が就労に影響する。

(注6) 現状ではパートタイマーが厚生年金や確定拠出型年金(企業型)に加入するには、労働時間数等において一般労働者の4分の3以上が必要。

(注7) 米国では76年に「雇用における年齢差別禁止法」が制定され、40歳以上が年齢差別禁止対象となっている。

(鈴木 博)

# わが国法人企業の最近の収益、財務動向

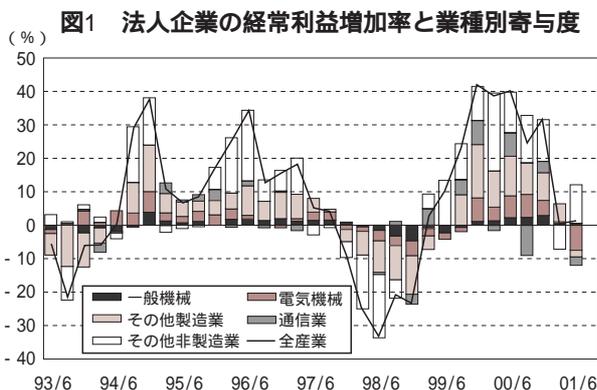
## 要 約

わが国企業の収益体質、財務内容は97～98年の金融危機後、大企業製造業中心にある程度の改善がみられたが、IT景気を中心では損益分岐点売上高が増加し続けていた等の弱さも含んでいた。加えて非製造業の資産効率の低さ、過大負債問題は依然として大きな問題として残っており、中期的な改善に向けたポイントにさしかかりつつある。

### 2けた増益から急激な悪化へ

わが国企業のマクロの経常利益（財務省『法人企業統計季報』ベース）は、99、2000年度と2けた増益を記録したが、2001年1～3、4～6月期には前年並み水準へと急激に鈍化、2001年度全体では減益への移行が確実視されている。97年～98年の金融危機を契機にした厳しいリストラの結果として、「減収増益」局面すら実現する中で指摘されてきた「企業の収益体質改善」の実態を再検討する必要がある。

99年度以降の増益局面がIT（情報技術）需要に牽引されたものであったことは明らかで、経常利益増加率の業種別寄与度でも、製造業における電気機械、非製造業における通信業の寄与は前回（94～96年度）に比べれば格段に大きい（図1）。



資料 財務省「法人企業統計季報」  
 (注) 前年比。資本金1千万以上の法人企業が対象。なお98年度、99年度の経常利益については、事業税の表示区分変更が影響を与えており、財務省の試算によれば、98年度、99年度の増益率はそれぞれ5.5ポイント、2ポイント上振れている。

また素材産業でもITに関連する分野が売上

や収益の伸びを主導していたことも改めて指摘するまでもなからう。

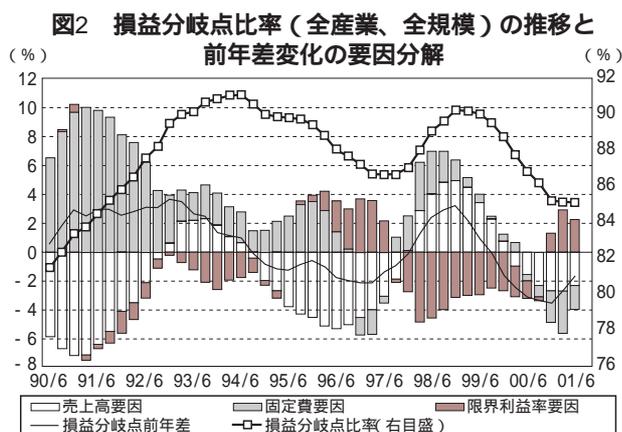
そして、アメリカを初めとしてIT需要が鈍化したことが減益局面への移行のきっかけであるが、IT需要の鈍化が企業収益の「急激な」悪化につながった経緯に関しては、「IT需要増が企業業績にどのような影響を与えたか」という観点から、もう少し検討を加えておく必要がある。

### 損益分岐点比率変動の要因分解

94～96年度と99～2000年度の2回の増益局面における企業の収益体質の相違を「損益分岐点比率」を手がかりに考える。損益分岐点比率とは利益ゼロとなる売上高である「損益分岐点売上高」と実際の売上高との比率で、比率が小さい程、売上の鈍化に対しても赤字となるリスクが小さく、収益体質が強固であることを意味する。損益分岐点売上高は具体的には固定費/限界利益率（ $= 1 - \text{変動費} / \text{売上高}$ ）で示せるから、損益分岐点比率が低下するためには現実の売上高が増加する、限界利益率（売上高一単位当りの変動費を除く粗利益）が上昇する、固定費（通常、人件費、金融費用、減価償却費を固定費とする）を削減するの3通りのルートがある。

法人企業（全産業、全規模）の損益分岐点比率の変化（前年差）を上記3つの要因に分解してみると、94～96年の増益局面での損益分岐点比率低下は、専ら売上の増加によってもたらされたものであり、限界利益率上昇や固定費削

減等はマクロ的には寄与していなかったことが明らかだ(図2)。

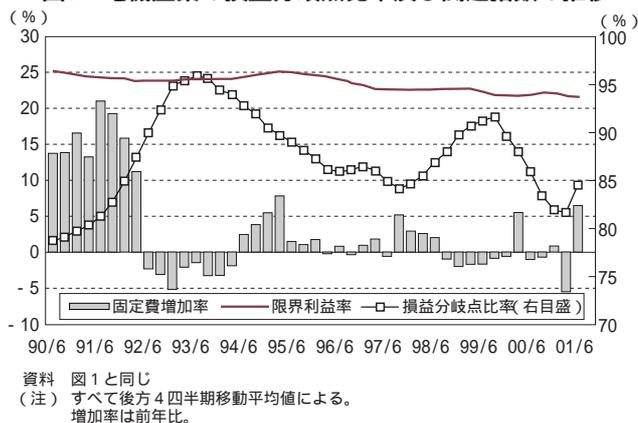


それに対して99年以降の増益局面では、売上高の伸びに加え、限界収益率の改善、固定費の削減といった企業リストラが収益体質の改善につながっており、その点からは、低成長時代に対応した、収益体質強固な企業に向けての一定の前進がみられたと言える。しかし2000年度後半になると、固定費削減姿勢は依然続いているものの、限界収益率が悪化に転じ、収益体質を弱める方向に寄与していた。99年度の「固定費削減+限界収益率向上」による収益体質改善が2000年度には固定費削減にのみ依存した収益体質改善となったことに、収益体質改善ペースの鈍化が既に現れていた。

損益分岐点比率変化の3つの要因の推移については、業種別にも大きな相違がある。中でも特徴的なこととして、典型的なIT業種といえる電機、通信業に共通して指摘できるのが、「限界収益率の持続的低下」と「固定費削減の遅れ」である。電気機械においては、技術革新の中でハイテク商品の陳腐化が速く、市況商品化して限界収益率を圧迫していることが考えられるし、通信関連ビジネスでも、新規参入増加による価格競争激化が、限界収益率悪化につながった面

があろう(図3、4)。

**図3 電機産業の損益分岐点比率及び関連指数の推移**

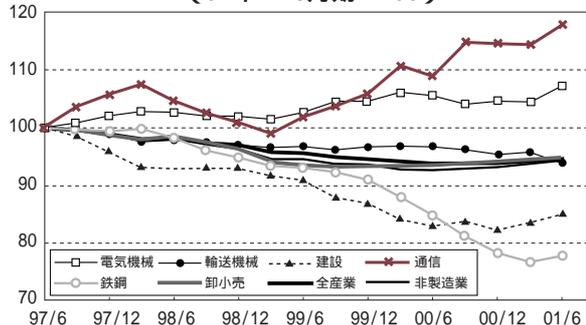


**図4 通信業の損益分岐点比率および関連指数の推移**



その結果、それら業種においては、他の大半の業種と異なり、損益分岐点売上高は足元まで

**図5 業種別損益分岐点売上高の推移 (97年4~6月期=100)**



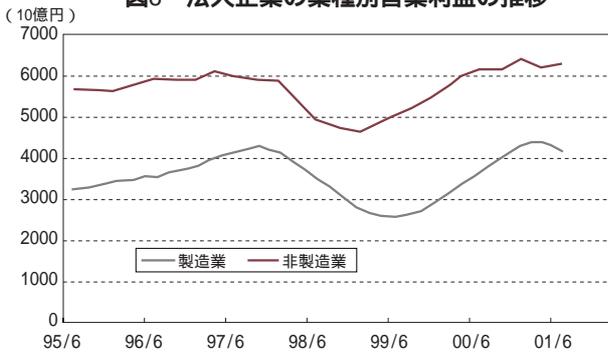
資料 財務省「法人企業統計季報」  
 (注) 後方4期移動平均。90年代後半の全産業ベースのピークであった97年4~6月期を100として指数化。各業種のピークは必ずしも同期とは限らない。

増加基調となっている（図5）。

「損益分岐点売上高の上昇を上回る現実の売上高上昇」が、それら業種の増益を支えていたが、裏返せば、売上高の鈍化に対して脆弱な収益体質の中での増益局面だった。そしてその体質が露呈したのが、足元の急激な減益（ないし企業によっては赤字化）の状況といえる。電気機械セクターでも不採算部門の整理縮小等、本格的なリストラが進展しつつあるが、それらが当該産業の収益力向上に結びつくかが注目される。

一方非製造業は、通信や建設（売上急激な鈍化）を除けば、足元でおおむね損益分岐点比率も低く（全体では85%程度）、その点からは、ある程度の売上減少に対しても対応力がついてきたともみられる。実際、4～6月期も、非製造業セクター全体では、売上高が前年比+25%、経常利益が+17.1%と増益基調を維持している。フローでは非製造業の方が堅調そうに見える（図6）。

図6 法人企業の業種別営業利益の推移

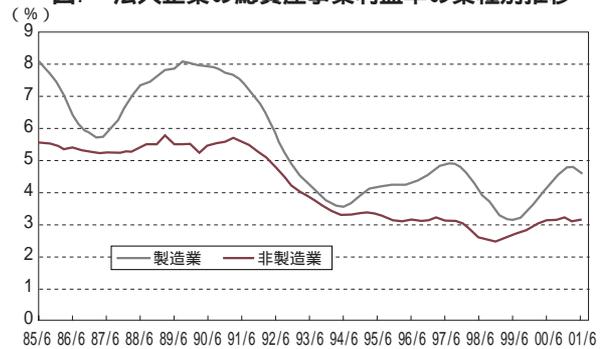


資料 図1と同じ。  
（注）後方4四半期移動平均。

しかしストックに対する利益率をとれば、非製造業の資産効率の低さは歴然としている（図7）。非製造業は、全体としては、不稼働資産の整理、低収益セクターから高収益セクターへの資源の移動という点で遅れをとっている。非製造業におけるその問題は、フローの利益が増加しているうちとはともかく、それが鈍化した時に、不稼働・低収益資産の裏側にある過剰債務の問

題として顕在化する。次に、企業のバランスシート調整について足元の状況を確認する。

図7 法人企業の総資産事業利益率の業種別推移

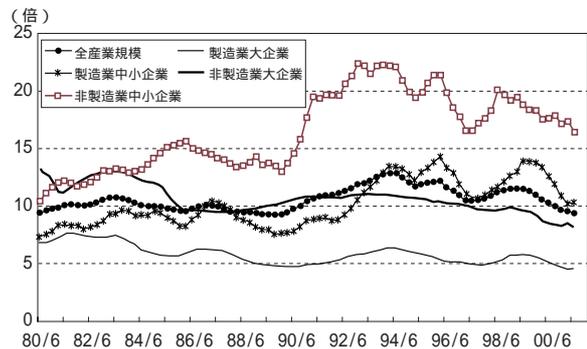


資料 図1と同じ  
（注）総資産は期首・期末平均をとり、営業利益に受取利息等の金融収入を加えたものを事業利益とした。後方4四半期移動平均。

バランスシート調整の遅れは中小企業中心  
企業のバランスシート調整の進展度合いを示す指標として有利子負債残高対キャッシュフロー倍率に着目する。

法人企業全体での同倍率は2000年度に入り10倍を切り、バブル前の水準と同程度になったことで、バランスシート調整の進捗を示すとされることが多い。ただし、図8の通り、製造業、非製造業ともに中小企業の改善は遅れ気味であり、特に非製造業中小企業でバブル前の水準よりも依然としてかなり高く、総体的には中小企業でバランスシート調整の遅れが目立つ。

図8 法人企業の有利子負債対キャッシュフロー倍率の推移



資料 図1と同じ  
（注）有利子負債は長短借入金、社債、受取手形割引残高を加えたもの（期首期末平均）。キャッシュフローは、経常利益\*0.5と減価償却費を加えたもの（年率換算）。後方4四半期移動平均。資本金規模10億円以上を大企業、1億円以上10億円未満を中堅企業、1億円未満（1千万以上）を中小企業とする。

表1 業種別有利子負債キャッシュフロー倍率と売上高営業利益率

業種・規模	有利子負債キャッシュフロー倍率			売上高営業利益率		
	80～85年度 平均	2000年度 平均	変化幅	94～96年度 平均	2000年度 平均	変化幅
全体	9.97	9.83	- 0.13	2.77	3.11	0.34
大企業	8.89	6.86	- 2.03	3.40	4.03	0.63
中堅企業	11.12	9.62	- 1.49	2.14	2.30	0.16
中小企業	11.35	15.80	4.46	2.43	2.59	0.16
製造業	7.24	6.37	- 0.87	3.50	4.15	0.65
大企業	6.70	4.76	- 1.94	3.93	4.57	0.64
中堅企業	7.67	6.00	- 1.67	2.89	3.49	0.60
中小企業	8.56	11.38	2.82	3.01	3.67	0.66
化学	7.28	4.10	- 3.18	6.14	8.28	2.14
鉄鋼	9.68	9.33	- 0.35	2.90	4.27	1.36
一般機械	7.21	9.01	1.80	2.94	3.64	0.70
電気機械	3.10	4.17	1.07	3.07	3.83	0.76
輸送用機械	2.62	3.67	1.05	2.53	3.29	0.76
非製造業	12.64	11.86	- 0.77	2.48	2.67	0.20
大企業	12.03	8.40	- 3.63	3.05	3.63	0.58
中堅企業	13.81	11.48	- 2.33	1.88	1.88	0.01
中小企業	12.97	17.53	4.56	2.28	2.32	0.03
建設業	10.75	15.22	4.48	3.37	2.43	- 0.94
卸売業	23.88	19.14	- 4.75	1.01	1.22	0.22
小売業	12.92	14.02	1.10	1.60	1.55	- 0.05
不動産業	28.67	39.46	10.79	9.63	9.17	- 0.47
通信業	5.86	4.12	- 1.75	3.98	5.15	1.18
サービス業	6.70	7.22	0.53	3.14	3.57	0.43

資料、(注)図8と同じ。

業種別にみれば、やはり建設、不動産、流通といった業種でバランスシート調整の遅れが顕著だ。

そして問題なのは、それら業種では90年代前半の増益局面である94～96年度よりも2000年度の方が、収益性(売上高営業利益率)が低下していることだ(表1)。このことには、「収益性が低下しているために負債返済が遅れている」という面だけでなく、過大な負債への対応が先になるために資産の効率的な再配分(積極的な事業再編)が遅れている、という事態の両面があろう。過大負債の中で収益性の鈍化が続けば、債務問題の改善はますます難しくなる。

もとよりバランスシート問題は、同じ業界であっても個社ごとに大きく異なり、このようなマクロ分析には限界があるが、個社レベルでも、バランスシート悪化に端を発した収益力格差の拡大といった事例は多いとみられ、それが企業間格差の拡大につながっている面があろう。

### 不良債権の処理を促す動き

政府は9月21日に発表した「改革先行プログ

ラム(中間とりまとめ案)」の中で、「不良債権処理の強化と金融活性化」をかけた、主要行に対する検査の強化を通じて、「企業業績や市場のシグナルをタイムリーに反映した適正な債務者区分及び償却・引当を確保する」としており、一方でRCC(整理回収機構)等を通じた不良債権買い取りについても強化の方針が出される等、不良債権処理を促す枠組みの詳細が今後明らかになるとみられる。基本的には「再建可能な企業については、極力、再生の方向で取り組む」方向での対応が目指されるものの、不況下での不良債権処理であり、前述のような中小企業バランスシート調整の遅れを考えれば、連鎖的な破綻を招くリスクも否定できない。

97～98年の金融危機を経て、日本の企業も大企業製造業中心に収益体質、財務内容の強化が一定程度進んだが、より大きな債務を抱える非製造業分野の強化という難しい課題をクリアできるかが、当面の景気後退局面を経た後の、わが国経済の展望を描くにあたってのポイントになることは確かだろう。

(小野沢 康晴)

## 金融の話題

### Q&A

## 投信の窓口販売について

答える人：宮嶋主席研究員

このコーナーでは、トピックス的な金融の話題について質疑応答形式で解説したいと思います。今回は、金融機関が投資信託（投信）販売に取り組む背景およびJAの対応等について当総研の宮嶋主席研究員に伺いました。

**質問：**金融機関はなぜ投信販売に力を入れているのですか。

**宮嶋：**金融機関が運用についてのリスクテイク能力が低下してきたという事情があり、そうした中で預金を集めても運用先に苦慮してしまう。そこで自らの運用能力に見合った調達があればよいという考え方が広まってきた。しかし、それでは縮小均衡に向かってしまう。金融機関の本来の仕事はお客様の資産を預かることであり、預金であっても投信であっても“預かり資産”という考え方からすれば一緒である。投信を販売することで個人と資本市場をつなぐバイパスを通し、その仲介役を果たすことで手数料をもらう。そういう役割を果たそうとしているわけです。

**質問：**都市銀行では普通の窓口で販売しているのですか。

**宮嶋：**店舗のなかで預金の窓口とはっきり分け、投信専用のコーナーを作らなければいけません。預金とは全く別の商品であるという認識をもって販売しなければなりません。

**質問：**地域金融機関が投信を扱う場合の留意点は。

**宮嶋：**相場商品であるので元本割れになる場合もあります。そんな時こそ、電話を一本かけてお客様の資産状況を説明するなど販売資産をきちんとフォローしていくことが必要です。アフターケアが必要な商品であり、同じ担当者が最後までケアすることが大切ではないでしょうか。そういう意味では地域金融機関こそ投信販売に相応しい体制を持っているといえます。

**質問：**来年のペイオフを控えて投信に資金が移行することは考えられますか。

**宮嶋：**投信の場合は資産は信託銀行で管理されており、信託銀行においては信託銀行プロパーの資産とは分別管理されております。信託銀行が破綻しても投信の資産は保護されることになっている。そういった意味では、元本割れも少ないMMFなどはペイオフが解禁される場合預金に替わる投資先となるのではないのでしょうか。

**質問：**JAの投信販売の状況は。

**宮嶋：**6月末の投信販売の純資産はJA全体で約12億4千万円（JA自らが窓販で購入した分も含む）。JAが投信を取扱っている県は23県であります。信連で約10億円、農中で約47億円の実績があります。都長銀・信託銀行で合わせて5兆3千億円（3月末、以下同じ）、生損保で5千億円、地銀で9千

億円、第二地銀で1千億円、信金で3千億円になります。信金は今年に入ってから急速に伸びてきています。

**質問：**投信は種類が多くて分かりにくいとよく言われますが。

**宮嶋：**一般的にはそういうこともあるかもしれませんが、系統で販売している商品は非常にオーソドックスなものであり、分かり易い商品構成になっていると思います。投信というのは、それを運用している有価証券の性格をそのまま反映しているので、どういうものに運用されている商品なのか、きちんと理解しておくことが大切です。

**質問：**途中で解約した場合は。

**宮嶋：**商品によって解約手数料がかかります。その他に信託財産留保金という解約に伴うコストを負担しなければならないものもあります。出来れば長期投資する方がよいと思います。

**質問：**買う側としてはどのような点に気を付ければよいのですか。

**宮嶋：**運用資産によってリスクの在り所がみんな違うので、分散投資することを薦めます。そうすることでリスクを軽減できます。当然ですが、得られるリターンも平準化されます。JAでは、「資産設計ファンド」というライフステージによって資産配分を変えていく投信もあります。年が若ければ将来に向けて資産形成のためにある程度リスクを取って高いリターンが期待できるもの、株式とか、為替がからんでくる海外の資産に運用する。年を取ってからは、あまりリスクを取らずローリスク、ローリターンの国内債で老後の資金を運用していく。若い頃は積極型、それから中間型に切り替え、高齢になるにつれて安定型に移行するというものです。この投信は入門編としてはいいファンドではないでしょうか。

**質問：**JAの窓口で投信を販売する場合、JAの顧客層にあった商品つまり高齢者向きの商品を販売する必要があるのではないのでしょうか。

**宮嶋：**老後の資金と考えている高齢者であれば、元本割れの少ないMMFのようなものが、また、老後の資金は十分にあり、子供や孫のために資産を繋いでいきたいというのであればある程度のリスクを取った商品を選べば良いと思います。

**質問：**JAの場合、積み立て型の投信が相応しいのではないですか。

**宮嶋：**分散投資ということを考えた場合、リスクの異なる商品をバランスよく組み入れることをまず第一に思い付きますが、それとともに時間分散ということも重要です。基準価格が日々動いている商品ですので、買ったタイミングによって将来のリターンが違ってくる。であれば、100万円を一回で買うのではなく10万円づつ10回に分けて買うという時間分散が大切です。

以上