

金融市場

2002.7

潮流

回復に向かうアセアン経済と日系企業 ……1

情勢判断

国内金融

当面は、株と債券の泣き別れ …… 2

国内経済

夏季賞与減少のもとマインド*好転が消費支え? … 6

海外経済金融

米国経常収支赤字の拡大と
証券投資からみた最近の資金流入状況 … 8

わが国の2002、2003年度経済見通し

総論 ……10

所得・雇用環境 ……15

民間個人消費 ……16

民間設備投資 ……17

公的固定資本形成 ……18

外需 ……19

民間住宅投資 ……20

物価 ……21

不良債権処理 ……22

米国経済 ……23

今月の焦点

主要行14年3月期決算概要 ……24

都市銀行の住宅ローン戦略—事例3— ……27

中国の台頭を受けるASEAN日系企業の現状と課題 ……30

海外の話題

ORINATION 雑感 ……38

回復に向かうアセアン経済と日系企業

さる5月、研究員とともにシンガポール、タイ、ベトナムの日系企業、ジェトロ、研究機関等を訪問し、最近の経済動向、日系企業の経営状況等の現地調査を行った。

アセアン経済は1997年の通貨危機後の不況から素早く立ち直り回復を続けていたが、2001年に入りアメリカのIT不況の影響を受けて各国とも一転失速し、経済成長率は2000年の5.9%から2001年には1.9%に低下した。特にIT製品輸出を中心に高い成長を続けたマレーシア、シンガポールの落ち込みが激しい。

しかし本年に入りアメリカ経済の回復を受けた輸出の増加と域内貿易の着実な増大によりアセアン経済は再び回復に向いはじめたものとみられる。

今回訪問した企業、研究機関等の景況感も同様であり、またジェトロが本年4月に調査した日系企業のDI（業況感）でも各国で先行きの業績向上を見込んでいる。

今回調査の目的に、最近の日本企業の中国進出ブームの中で、アセアン諸国は日本にとって今後どう位置付けられるのか、また進出日系企業はどのような戦略を有して経営を行っているのか等につき把握することがあった。

私なりに今回確認できたことを4点あげてみたい。第1は、今後の世界生産の増加と先進諸国からの生産シフトは中国、アセアン双方で分担するであろうこと、第2は、中国への生産集中リスクを回避するためにアセアン拠点は極めて重要であること、第3は、アセアンは基本的には自動車、エレクトロニクス、石油化学、食品産業等の輸出基地と位置付けられる。ただし、中長期的には地域内需も十分期待できること、第4は、地場メーカーの未成熟により現地調達比率が低いのが難点であるが域内関税低下により域内調達率が高まりつつあること、また日本からの部品メーカーの進出が増加していることから競争力の一段の強化が期待されることである。

今回訪問した日系企業は家電、化学、繊維、食品等であるが、それぞれ通貨危機を無事切り抜け順調な経営を行っている。また今後の中国製品との競争激化を予想しているが、スピード経営の徹底、高付加価値化による差別化、一段のコストダウンにより十分対応可能との強い自信を有している。

また最近の日本企業の進出としては、タイへの自動車部品等中小企業の進出が目立つほかベトナムへの進出が再び増加傾向を示し、2001年度の日本からの投資額は前年比倍増したことが注目される。

最後にアセアン諸国における現地ジェトロが、日本からの新規進出企業に対し大変親身なサポートとアドバイスを行っていることが印象的であった。

（社長 栗林 直幸）

当面は、株と債券の泣き別れ

(要旨)

株式相場は、米国株価の不安定化や業績回復期待の織り込みから、夏場にかけて軟調地合いが続くだろう。02年度の業績回復の環境は整いつつあるが、相場に再び反発基調が出てくるのは、9月中間決算の発表期以降、03年度の業績展望が増益見通しを描けるかを待たなければならないだろう。

債券相場は当面安定化要因が多い。03年度予算編成でも緊縮スタンスが保たれる可能性が強く、消費者物価の下落も継続する。ゼロ金利の時間軸効果のもと運用難からの押し目買い意欲が国債相場を支えよう。しかし、ペイオフ完全解禁に向けた投資姿勢の変化の可能性、財政赤字拡大や物価の下がり傾向もあり、国債利回りの低下も限られよう。なお、金融の脆弱性に変わりはなく、金融・証券市場のリスクとして残存している。

表1 金利 為替 株価の予想水準 (単位:円,%,円/ドル)

年度/月	2002年度				2003年度
	6月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)
無担コ-ル 翌日物	0.001 ~ 0.01	0.001 ~ 0.01	0.001 ~ 0.01	0.001 ~ 0.01	0.001 ~ 0.01
TIBOR ユ-ロ円(3ヶ月)	0.0908	0.10 ± 0.02	0.10 ± 0.02	0.10 ± 0.02	0.10 ± 0.02
短期プライムレート	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375
新発10年国債利回	1.315	1.40	1.50	1.55	1.55
長期プライムレート	1.95	2.05	2.15	2.20	2.20
為替(円/ドル)相場	119.215	125	125	120	125
日経平均株価	10,621.84	11,000	12,500	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

米国経済の消費についての先行き懸念やハイテク関連銘柄の業績下方修正、さらに中東情勢の緊迫化やテロ不安などの悪材料から、ニューヨーク株式相場が下落。ナスダック総合指数は、01年09月の同時多発テロ直後の水準に接近。

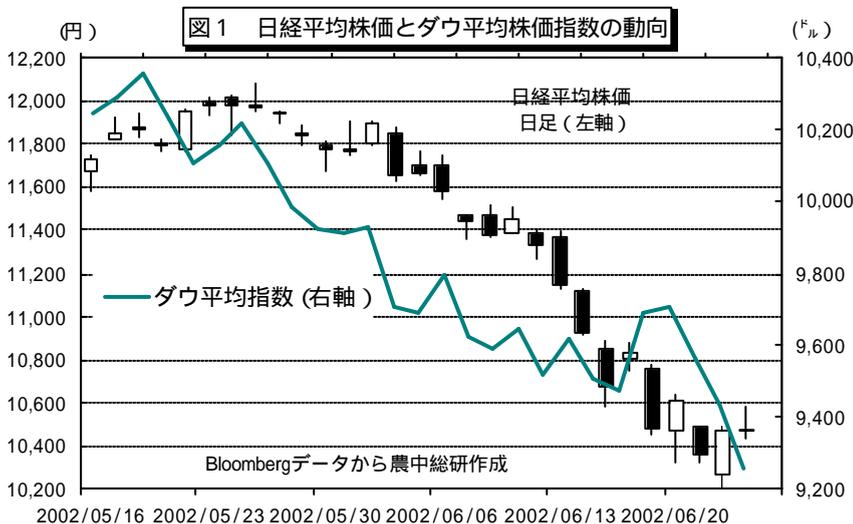
国内経済指標では、景気好転の継続を示すものが多かったものの、政治・政策上の失望材料が目立った。国会審議が空転する一方、追加デフレ対策の策定が遅れ内容的にも速効性に乏しいものとなった上

に、実際の対策実行も秋以降となったこと、および政府税調の税制改革答申が増税色の強いものと市場に受け止められたことから、改めて小泉内閣の経済政策への不満・失望が噴出した。

株価は、外国人投資家の買い越しなどに支えられ、日経平均株価が5月23日、24日、27日と3営業日連続でザラバでは12,000円台に乗せたものの、国内機関投資家の売りに押され上抜け出来ず、反落基調へ。前記のような悪材料に、円高が加わり、12日

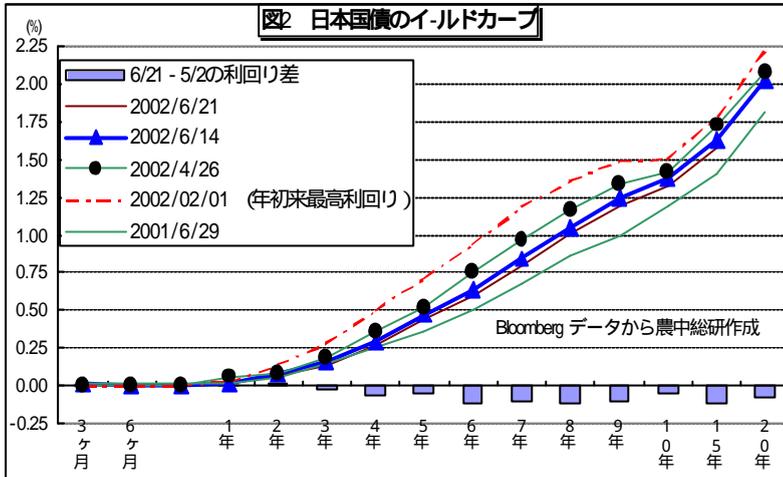
からは4日大幅続落となり、3月1日以来の11,000円割れ。ニューヨーク株式相場の下げから、19日には10,500円割れ。その後も、もみ合いの展開が続いている(図1)。

一方、国債相場では、5月31日にムーディーズ社の2段階格下げが発表された後、6月7日の02年1~3月期GDPも予想の範囲内(前期比:+1.4%)に収まったことを



受け、イベント終了の安心感が広がった。

債先の限月交代に伴って、小反落したが、前記の株安、景気の先行き不安から、6月21日に新発10年債利回りが急低下し、1.3%前半の動きとなっている。



この間、イールドカーブは、ゼロ金利政策の時間軸効果と将来の金利上昇リスクの比較・秤量の中で、残存6～8年ゾーンの債券利回り低下が進み、一旦ブル・スティーブ化の傾向が強かったが、その後9～10年債ゾーンの利回りも低下してきた(図2)。

為替相場はドル弱含みが継続した。ドル・ユーロ相場は一本調子にユーロが上昇し、2000年4月以来0.95ドル/ユーロを上回ってきた。また、円も21日には財務相発言をきっかけに大幅上昇に対し、NYで120円台後半に突入した。この後、週明けの24日、通貨当局は、ドル買い介入を再び実施し、円高進行阻止のスタンスを見せている。

(主要な「金融市場関連データ(日次)」については、後添資料を参照されたい。)

金融市場の見通しと注目点 債券相場 = 当面は安定要因多し

景気については失速こそ想定しないものの、加速感の出にくい状態が続くと考えている。4～6月期GDPは、前四半期に続いて前期比プラス成長が小幅ながら期待できようが、夏場以降、外需の伸び率鈍化と公共投資の後ズレ執行効果が消えて、果たして民需主導に転換できるか、不透明感は当面消えないだろう。

一方、財務省の試算によれば、2003年度は歳出削減をおこなわない場合、35.6兆円の赤字が見込

まれる。財政赤字拡大は避けられないものの、経済財政諮問会議で一般歳出を02年度以下とする方針を決定した。当然、与党の反発が予想され、実現は流動的だが、緊縮・効率的な財政運営を示すハンドリングがおこなわれれば、国債発行額が30兆円を突

破しても相場への影響は緩和される。したがって、従来型積極財政への政策転換や政局の流動化が無い限り、デフレ継続のもとで、当面の国債相場は安定が続くだろう(表2)。

しかし、2003年4月に予定されるペイオフ完全解禁が視野に入ってくると、資金移動の懸念に備え、機関投資家の債券投資にも抑制姿勢への転換が予想される。

また、財物価は下げ止まってきており、電気・ガス代や診療代を除いたコア消費者物価の下落率は縮小に向かいつつある。デフレ状況は2003年度中も残り、ゼロ金利政策の解除はその先と予想しているが、市場は物価の下げ止まりの中で、消費者物価変化率を調整した(差し引いた)実質金利の居所を探す動きを見せ始める可能性にも注意したい。

表 2

財務省の2003年度財政試算

(兆円)

年度	2002年度 度予算	2003年度財政試算	
		(財務省)	(内閣府)
[歳入]			
税収	46.8	46.4	46.4
税外収入	4.4	3.5	3.5
公債金	30.0	A - B = 35.6	34.1
計	81.2	85.5	84.0
[歳出]			
国債費	16.7	17.3	17.0
地方交付税等	17.0	19.2	19.2
一般歳出	47.5	49.0	47.8
社会保障	18.3	19.2	18.9
公共事業	8.4	8.4	8.2
その他	20.8	21.4	20.7
計	81.2	A = 85.5	84.0

(経済財政諮問会議資料から農中総研作成)

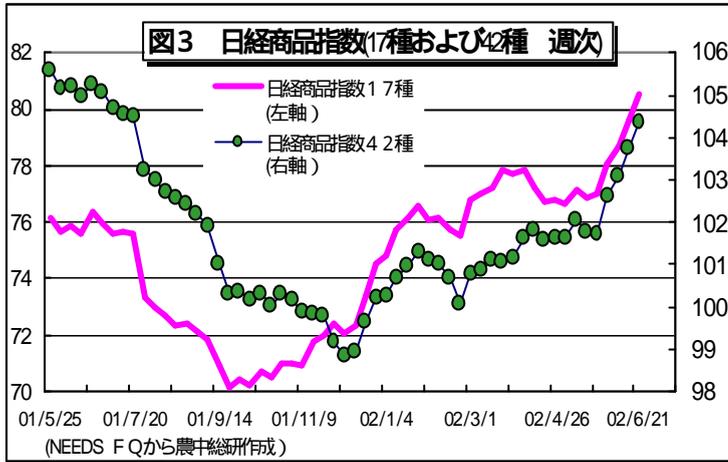
株式相場

= 買い材料不足継続、米国反発待ち

日経新聞による全国上場企業の2003年3月期決算企業の経常増益見通し(6月12日)では、製造業で倍増の+107.6%、非製造業で+22.0%を予想している。売上高増収率は2.6%であるが、増収に伴う増益効果のほかに、ヒト、モノ両面でのリストラ

関連費用が無くなるとともにコスト削減効果が出ることから、現状水準の為替相場であれば、大幅増益の確度は決して低くない。

足元の商品指数動向を見ても、景気好転を受けて市況改善が進んでいる。日経商品指数42種(週次)



の01年度平均の水準を+1.5%程度上りてきた。一部業種での値下げ競争はあるが、売上回復の環境は整いつつある(図3)。

このように、足元のファンダメンタルズは、中間決算に向け業績回復の方向に動いていると思われるが、相場テーマの柱がない現状では、個別銘柄の現実買いの相場エネルギーは大きくない。

投資家は上値買いに慎重であり、当面は、むしろ米国等海外景気の先行き不安と米国株式相場の変動に影響される展開が続くだろう。

米国株価については、不正会計疑惑の捜査企業の拡がり、業績開示への不信感やアナリスト推奨の信頼性低下などのセンチメントにかかわる問題のほかに、予想PERでも歴史的水準に比べて割安感が無

いという指摘がある。米国証券会社の有力ストラテジストでも株価下落を受けて、積極推奨へ切り替えが出て来ており、下値は限定的だろうが、業績下方修正が足元で増加しており、バリエーション的に反発余地も決して大きくない。

米株の不安定化の中で、夏場は材料不足の時期を迎えるとともに、好需給要因も途切れることから、日本株相場も軟調地合は避けられない、という前月の見方を継続する。

しかし、米国企業の業績回復は賃金コスト上昇などから遅れているが、世界経済の回復に沿って回復軌道をたどっていることは間違いない。

米国株相場の安定化とともに、9月中間決算の発表時期以降、2003年の相場展望が視野に入ってくる時点で、増益継続見通しが開けるかが、株価反発のポイントとなろう。現在は、年末に向けた再反発シナリオを予測する。

なお、経済・金融の脆弱性が変わったわけではなく金融機関や過重債務企業の経営不安再燃などは、株価下落のリスクとして注意したい。

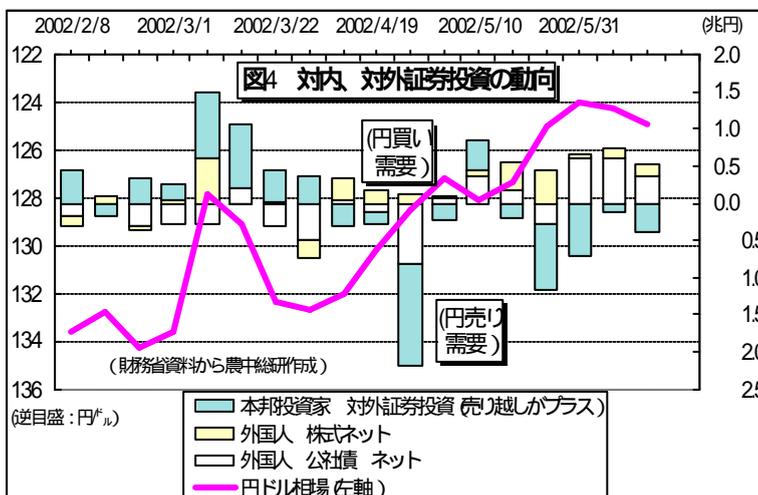
為替相場(ドル円)については、ドル安進行のリスクはあるものの、前月修正した基本的な想定レンジの120~130円/ドルを継続とする。

中間選挙を控えて、米国産業界の要求を背景に米当局のドル高回避への姿勢が続き、ユーロを中心に強含みが予想される。これに対して、通貨当局は、円高の景気回復、企業業績に与える悪影響を抑えるため、円高牽制=120円台前半での市場介入をおこなうスタンスは強いと考える。

国際的な資金の流れとして、海外投資家の対内証券投資が継続しており、需給的に円強含み要因となっている。本邦投資家の対外証券投資はおこなわれているものの、水準は決して高くなく、ヘッジ売りがドル安材料となる部分がある(図4)。

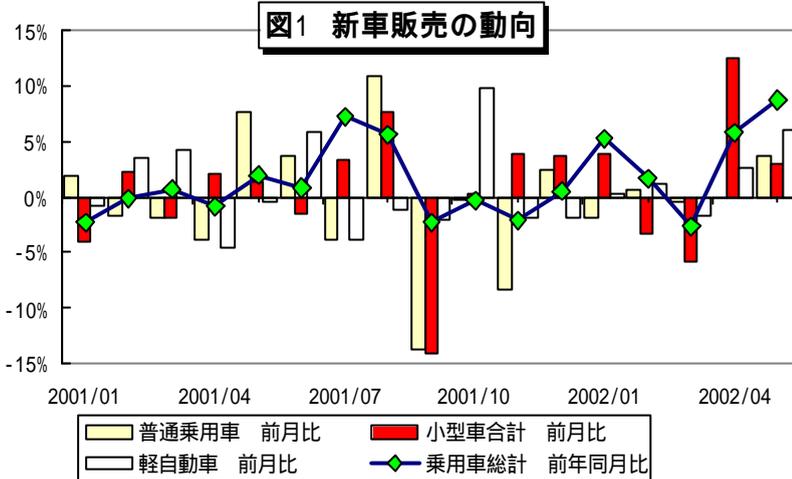
しかし、夏場にかけての株価の軟調継続、景気不安などの環境要因に加え、対外公社債投資の増加に伴って、円高圧力は小幅ながら後退すると見る。

(02.06.25 渡部)



夏季賞与減少のもとマインド好転が消費下支え？

民間最終消費支出(以下、民間消費)が、4～6月期も前四半期に続いて堅調推移している模様である。



(資料)日経Financial Questから農中総研作成

小売販売では、天候・気温要因から季節衣料売上が不調で大型小売店販売は前年同月比のマインドが続いているが、身の回り品売上は前年比増加を維持している。

耐久財関係では、乗用車販売が4月(前月比:+2.6%)に続き、5月も前月比+6.1%となった(当社でセンサス局法-X11により季節調整、図1)。また、デジタルAVの販売増加などから民生用電子機器出荷額も4月に10カ月ぶりに前年比+0.8%とプラスに転じており、FFAワールドカップによって喚起される消費需要も期待できる。

しかし、民間消費の好転がこのまま継続するかについて懸念も指摘される。その要因として先ず上げられるのが、夏季賞与の減少である。

夏季賞与は、年間現金給与総額(事業所規模:5人以上で約420万円)の約9%と試算される。01年度に夏季賞与は、景気悪化を受けて前年比1%減少するとともに、支給事業所比率も前年から3.6ポイント低下し、74.2%となったが、今年も2年連続の減少は避けられず、支給事業所比率も低下が

見込まれる。

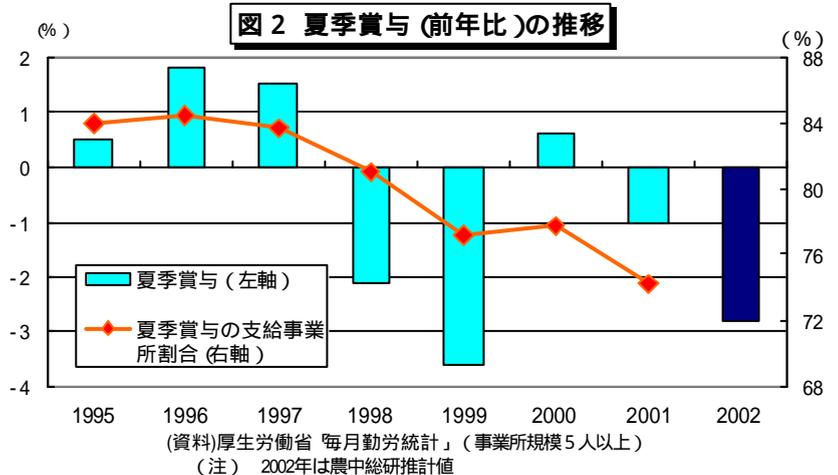
日本経団連による夏季賞与の6月13日現在の妥結状況調査では、全産業で前年比1.4

7%、製造業が同1.42%、非製造業が同1.81%となっている。しかし、今後厳しい内容で妥結する企業が集計に上ってくると考えられるため、減少幅は更に拡大する可能性がある。当総研では、前期企業業績と今期業績予想からの夏季賞与を前年比2.8%と推計している(図2)。

当総研では、景気の底入れによって消費者センチメントの好転が生じていることから、推計程度の夏季賞与の減少であれば消費性向の上昇が補って、民間消費の失速は避けられると見ている。

しかし、消費性向の上昇が期待はずれとなると、夏季賞与の減少分だけ夏場のボーナス商戦を冷え込ませ、景気の停滞感が高まる可能性も否定できない。今後の消費者センチメントの動向に、景気の先行きを決める重要なポイントとなろう。

(農中総研 渡部 田口)



(資料)厚生労働省「毎月勤労統計」(事業所規模5人以上)
(注)2002年は農中総研推計値

米国経常収支赤字の拡大と証券投資からみた最近の資金流入状況

2002年1-3月期の米国経常収支(季節調整済)赤字額は1,124億8,700万ドルで、前期(2001年10-12月期)対比18.3%増となり、四半期の記録としては過去最大規模となった。また2002年4月の貿易収支赤字(季節調整済)は359億3,800万ドルと対前月で10.7%増し、単月の記録としては過去最大規模となった。こうした対外赤字の拡大は、景気回復に伴う輸入の増勢の高まりや、輸入原油価格の上昇を反映したものである。

昨年の景気減速過程でも経常収支赤字があまり改善されることなく、再び赤字が拡大に転じたことにより、米国の経常収支赤字が今後も外国からの資金調達により十分に手当てされるかについて、軟調なドル相場との関連も含めて、改めて関心が集まっている。表1によれば、米国対外収支赤字ファイナンスにおいて証券投資流入が非常に大きな役割を果たしているため、最近の米国の外国からの証券投資動向についてまとめてみた(表2)。

表1 米国対外収支赤字とそのファイナンス状況
(単位:10億ドル)

		2000年	2001年
経常収支		444.69	417.44
直接投資純流入	= +	135.24	1.91
流入		287.68	157.95
流出		152.44	156.04
証券投資純流入	= +	349.65	442.67
流入		474.59	540.32
流出		124.94	97.65
その他投資純流入	= +	41.31	16.22
流入		261.96	197.20
流出		303.27	180.98
誤差脱漏		0.73	39.15
総合収支	+ +	0.38	4.21

資料：IMF International Financial Statistics

外国から米国への証券投資純流入総額は2000年、2001年と順調に拡大した。しかしこれを四半期毎にみると、2001年7-9月期にはテロ事件の影響で落ち込んだという特殊要因に留意

が必要だが、それでも2001年1-3月期をピークに緩やかに減少している傾向が窺える。

これを証券種類別にみると、国債投資は98年以降の財政黒字化による発行額減少の影響もあり、減少気味である。これに対して政府機関債投資は、好調な住宅投資を反映して住宅金融関連機関(連邦住宅貸付銀行、ファニーメイ、フレディマック)の起債が活発であったことから、増勢を維持している。一方社債投資は2001年4-6月がピークでそれ以降はかなり水準が低くなっている。これは、主にIT産業、特に通信業界での企業の信用力低下により起債が低迷したことの影響を受けている。また株式投資は2000年がピークで2001年以降は増勢が徐々に鈍化している。

次に投資国・地域別にみると、まず欧州の投資は社債・株式が主体になっているが、2000年がピークで2001年以降は増勢が鈍化した。欧州の機関投資家が通貨統合を背景に国際分散投資を再構築する観点から米国への投資を活発化させたが、その動きが一段落したことが一因である。

これに対してアジアNIESでは、社債・株式よりむしろ政府機関債中心の投資が多く、投資額が比較的安定的に推移している。また中国の場合、政府機関債とともに国債のウェイトが高い。

一方日本の投資はアジアNIESや中国と同様に政府機関債中心の投資であるが、他地域対比では国債投資のウェイトが高い。機関投資家の性格から、投資額が4-6月と10-12月に多く7-9月と1-3月に少なくなるという傾向に注意する必要があるが、これを平準化させてみても、2001年までは投資額を順調に伸ばしてきた。特に2001年10-12月期には円安期待が強まったこともあり、国債及び政府機関債への投資が急

増した。2002年1-3月期には、その反動でこれらへの投資が減少したが、4月以降機関投資家の外債購入が再度増加しているようである。

なお日本や中国で国債投資の割合が他地域対比高いことの背景には、外貨準備の多くを国債で運用しているという事情もある。

現時点の諸情勢を踏まえると、今後の米国の証券投資流入を巡る環境はやや厳しいものになるのではないかと思われる。

その理由は第一に、繰り返しとなるが、欧州からの米国企業に関する証券投資流入が一巡したことである。

第二に、今後財政収支の赤字化により国債増発が見込まれるものの、現状では景気回復のもたつきにより長期金利が低下しており(直近ピークは2002/4/1の5.43%、2002/6/20時点では4.78%)、米国債投資の盛り上がり欠ける可能

性がある。例えば、過去20年近くの日本の対米証券投資動向(主に国債と政府機関債)をみると、証券投資額と日米長期金利差(米国10年国債利回り-日本10年国債利回り)の相関関係はかなり高い。

第三に企業収益の回復力の弱さ、また大手エネルギー会社エンロン破綻以降の投資の透明性に対する疑念から、米国への投資の優位性がやや失われていることである。

仮に外国からの投資資金流入が先細る場合、ドル安が一段と進む可能性がある。ドル安は輸出競争力を高め景気回復を後押しするであろう。しかし投資資金が十分に流入せず過度のドル安となれば、現在下落している長期金利が再上昇し、それが景気に水を差すリスクもある。

外国からの投資資金の円滑な流入は民間企業にとっても重要である。米国企業は、投資先と

表2 米国の世界各国・地域からの証券投資受入額(純流入額)

(単位:百万ドル)

国・地域	証券種別	1999	2000	2001	2001/1-3	2001/4-6	2001/7-9	2001/10-12	2002/1-3
外国計	合計	350,054	458,369	521,716	155,218	129,414	70,217	166,286	93,097
	うち国債	10,518	53,572	19,158	3,300	13,924	9,147	38,317	3,753
	うち政府機関債	93,060	152,886	165,097	42,453	39,413	32,848	50,368	30,126
	うち社債	159,934	184,154	221,278	67,923	69,561	37,213	43,939	48,952
	うち株式	107,578	174,901	116,183	41,542	34,364	9,303	33,662	17,772
うち日本	合計	43,366	52,006	58,661	4,017	12,947	2,219	39,920	7,655
	うち国債	20,102	10,580	17,774	4,219	3,837	5,141	22,756	6,502
	うち政府機関債	11,639	23,802	28,018	7,759	1,796	5,105	13,288	1,225
	うち社債	5,902	15,554	6,081	365	3,178	1,054	2,249	915
	うち株式	5,723	2,070	6,788	842	4,136	1,201	1,627	987
うちアジアNIES (韓国・台湾・香港・シンガポール)	合計	9,168	16,902	54,063	11,955	8,542	17,611	15,871	8,250
	うち国債	5,054	11,770	2,407	1,070	6,025	4,208	3,154	780
	うち政府機関債	10,676	14,670	25,051	1,615	7,143	8,422	7,871	6,661
	うち社債	4,595	3,306	12,667	3,394	3,370	3,479	2,339	1,096
	うち株式	1,049	10,696	13,938	5,876	4,054	1,502	2,507	1,273
うち中国	合計	16,692	15,553	51,787	12,231	18,684	4,526	16,346	16,152
	うち国債	8,190	3,971	19,117	2,671	9,101	296	7,641	5,145
	うち政府機関債	8,343	18,819	25,979	8,249	8,153	3,140	6,437	8,996
	うち社債	158	808	6,688	1,333	1,405	1,686	2,264	1,960
	うち株式	1	103	3	22	25	4	4	51
うち欧州	合計	200,506	294,867	263,386	98,232	71,524	33,034	59,239	53,121
	うち国債	38,228	50,704	20,510	15	8,620	8,605	3,233	301
	うち政府機関債	28,733	52,735	60,957	17,272	15,181	10,810	17,647	293
	うち社債	111,941	128,182	134,841	46,920	42,168	20,531	22,115	33,131
	うち株式	98,060	164,654	88,098	34,025	22,795	10,298	22,710	19,982

資料: 米国財務省 Treasury Bulletin

(注1) 統計上の制約から2001年の四半期数値の合計は2001年全体の数値と正確には一致しない。

(注2) 国債は市場性があるものに限定されている。

海外経済金融・米国

しての魅力を失わないためにも、これまで以上に収益力強化に努めるであろう。(永井 敏彦)

わが国の2002, 2003年度経済見通し(2002年6月)

総論

景気回復の方向・中だるみ・下降リスクもあり ～民需は2002年度下期に増加へ。2003年度前半は少なくとも回復持続～

2002年度見通しについて

◆米国等海外景気の回復に伴って、外需増加から景気は反転・底入れした。在庫調整も最終局面に向かっており、循環的回復局面の入口に立っている。

◆しかし、当面は夏季賞与や所定内給与の減少など所得環境の悪化から、民間最終消費や民間住宅（持ち家）投資の低迷が続くと見込まれる。また、民間設備投資は、2002年度上半期には抑制が継続し上方修正が現れる可能性は小さいだろう。このため、2002年度上半期の国内民間需要はマイナス成長(前半期比：▲0.3%で前年比：▲2.0%)になると予想する。これに対して、外需増加の継続と繰り延べ執行を含む公共投資が下支えすることから、GDPは前半期比：+0.4%とプラス成長を維持すると考える。

◆2002年度下半期には、公的資本形成が減少し外需拡大も一服するが、これを民間最終消費支出や民間設備投資の増加、および在庫調整の完了が補って、GDPは前年比でも+0.9%のプラス成長になると見込む。雇用・所得環境の改善から民間最終消費が増加し、民間企業設備投資も反転する。しかし、設備投資は、海外生産移転の影響やバランスシート調整もあり、増加率は小幅にとどまるだろう。

◆緩やかながら景気回復が継続すると見ているが、2002年後半の中だるみないし再下降のリスクには注意を要しよう。構造調整圧力のもとで民需増加へのつながりが円滑にいかない可能性があり、夏場から秋口にかけての海外経済と景況感の推移が重要なポイントとなる。世界景気が回復基調を維持するかの可否は、外需動向だけでなく、企業業績や設備投資決定への影響が大きい。また、内外株価の下落や国際情勢の緊迫化などから景況感の下ブレが生じれば、消費マインドの悪化が家計消費を低迷させよう。さらに、ペイオフ完全解禁を03年4月に控え、地方金融機関を含む金融システムの不安定化リスクも残る。

◆なお、小泉政権の構造改革路線の継続を前提とし、真水投入を伴う補正予算は想定しない。

2003年度見通しについて

◆2003年度も循環的回復の基調が少なくとも前半は継続すると予想している。

◆2002年度下半期の景気拡大を受けて、雇用環境の改善と企業業績の回復、心理面での明るさから家計消費と民間企業設備投資の増加が続く。しかし、後半には循環的にも景気下降のリスクが出てくるだろう。

◆輸入の伸びが輸出を上回り、外需寄与はマイナスに転じる。また、2003年度当初予算は公共事業関連予算が2002年度に続き減額される歳出抑制型予算を想定し、公的資本形成の減少が続くと見込む。

◆構造調整圧力が強い中、需給ギャップは大きい(当社推定：GDPの▲5%)。デフレ環境が残り、GDPデフレーター、物価のマイナスは継続すると予想する。このため、2002年度は、実質GDP成長率は+0.2%と水面上に出るものの、名目GDPは▲0.5%のマイナス成長が続く。

◆2003年度中も消費者物価が安定的にゼロ%を上回る局面までには至らないと見ており、ゼロ金

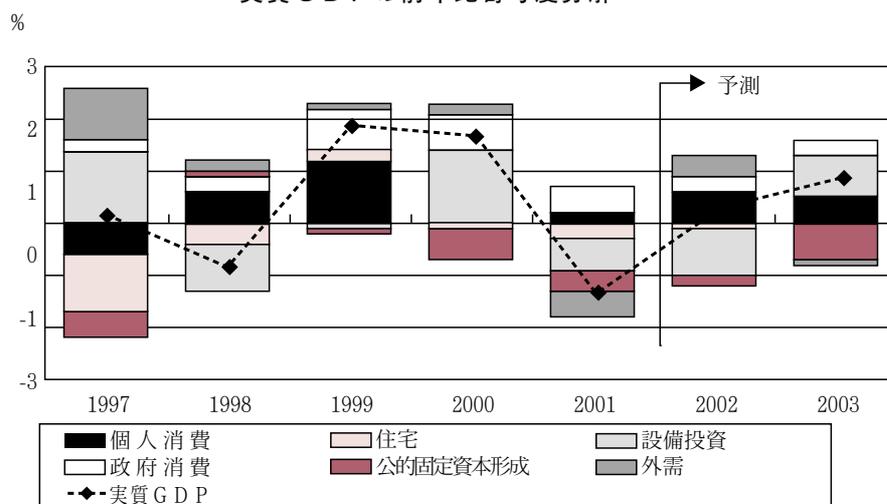
利政策の変更は無いと予想している。しかし、財価格の下げ止まり、安値輸入品の一巡感の可能性、サービス業コストの削減余地の縮小などから、消費者物価の下落率は縮小に向かうと予想する。

2002・2003年度国内経済見通し（前期比または前年比）

	単 位	01 年 度 実績見込み	2002年度			2003 年 度 通 期
			通 期	上半期	下半期	
実質GDP	%	▲1.3	0.2	0.4	0.5	0.8
国内民間需委	%	▲1.1	▲0.4	▲0.3	1.6	1.8
民間最終消費支出	%	0.3	1.1	▲0.2	0.8	0.8
民間住宅	%	▲8.5	▲2.5	▲1.2	▲2.0	▲1.1
民間企業設備	%	▲3.7	▲6.3	▲1.5	4.3	5.2
国内公的需要	%	0.1	0.4	1.0	▲2.1	▲1.7
政府最終消費支出	%	2.8	1.7	0.9	0.8	1.7
公的固定資本形成	%	▲5.8	▲2.8	1.5	▲9.4	▲10.7
財貨サービスの純輸出	10億円	10183.6	12181.8	12725.7	11637.9	11628.7
輸 出	%	▲8.0	6.7	6.0	2.2	3.3
輸 入	%	▲4.7	3.8	3.4	5.2	5.4
国内卸売物価（前年比）	%	▲1.1	▲0.8	▲1.1	▲0.5	▲0.2
総合消費者物価（ ” ）	%	▲0.8	▲0.5	▲0.6	▲0.4	▲0.2
経常収支	兆円	12.0	14.5	7.4	7.1	14.8
貿易収支	兆円	9.1	10.3	5.4	4.9	9.8

（注）前年比及び前期比、消費者物価は生鮮食品を除く全国。予測値は当総研による。

実質GDPの前年比寄与度分解



内閣府「国民経済計画」等より農中総研作成

見通し（各需要項目）の概要

民間最終消費支出

2002年度上半期は減少（前半期比：▲0.2%）が続くが、下半期には増加に転じる（前半期比：+0.8%で前年比：+0.5%）と予想。

主に基本給である所定内給与が正社員層において減少しているとともに、夏季賞与等特別給与や残業手当等の所定外給与も2002年半ばまでは前年比減少が予想される。このように所得環境の低迷が2002年度上半期中は続くが、耐久財の購買意欲を含め消費者センチメントがすでに好転しており、消費性向の上昇によって、2002年度上半期の家計消費水準は維持されると予想する。なお、夏のボーナス商戦が賞与減少やFIFAワールドカップでの需要先食いから不調に終わると、景気の停滞感が生じる可能性がある。

2002年度下半期には、雇用環境が好転し、冬季賞与等特別給与や所定外給与の増加から雇用者報酬が改善し、民間最終消費支出は増加に転じると予想する。

2003年度は、景気回復と雇用改善の持続から、増加が継続すると予測する。

(注) なお、「帰属家賃」分の増加が+0.2~0.3%程度、民間最終消費支出の数字を嵩上げしていると想定されることに注意。

民間設備投資

機械受注や民間建築受注の動向から見て、全体では2001年度下半期の大幅減少に続き、2002年度上半期の設備投資はマイナス（前半期比：▲1.5%で前年同期比では▲14.1%の大幅減）が継続しよう。

設備過剰感が高水準にあることは確かであり、2002年度の当初設備投資計画では産業全体で▲5%以上の前年度比減少となっているものが多いが、2002年度下半期には景気回復に伴って、製造業を中心に増額修正を伴いながら反転すると予想する。また、ソフトウェア開発を含むIT関連投資や競争力強化の新技术投資は下支え役を果たす。

2003年度については、増加基調が継続し、前年度比：+5.2%の増加が続くと予測するが、海外移転に伴ない国内設備投資の増加率は抑えられると予想する。

公的資本形成

2001年度2次補正予算が2002年4~6月期を中心に執行されることから、年度前半の底上げが生じる。しかし、国の公共投資関係費の前年度比：1割カットの方針により、地方公共団体、特殊法人等公的企業も同様の対応が取られることから、2002年度下半期は大幅減少となる。

また、2003年度も、経済財政諮問会議の論議に沿えば、公共事業関連予算の削減は不可避。当初予算での削減率は名目予算ベースで▲6%強に抑えられると見ているが、2002年度に補正予算繰り延べ執行分の上乗せ分があったことから、前年度比では1割程度の減少となる。

民間住宅投資

賃金の伸び悩みに伴う住宅取得能力の低下や住宅取得マインドの後退の影響によって、持家を中心に2002年度に続いて、2003年度も民間住宅投資は小幅減少が続くと予想する。

着工戸数は115万戸を割り込むと予想される半面、住設機器装備の拡充やリフォーム需要増加による住宅投資の底上げが見込まれる。また、生前贈与非課税限度引き上げは、一定の住宅投資促進効果が期待される。

外需

2002年初めから反転した輸出は、2002年度上半期も世界経済の回復から増加基調が維持されると見込む。しかし、海外生産移転から輸出増加率は、従来に比べ小さいものととどまる。

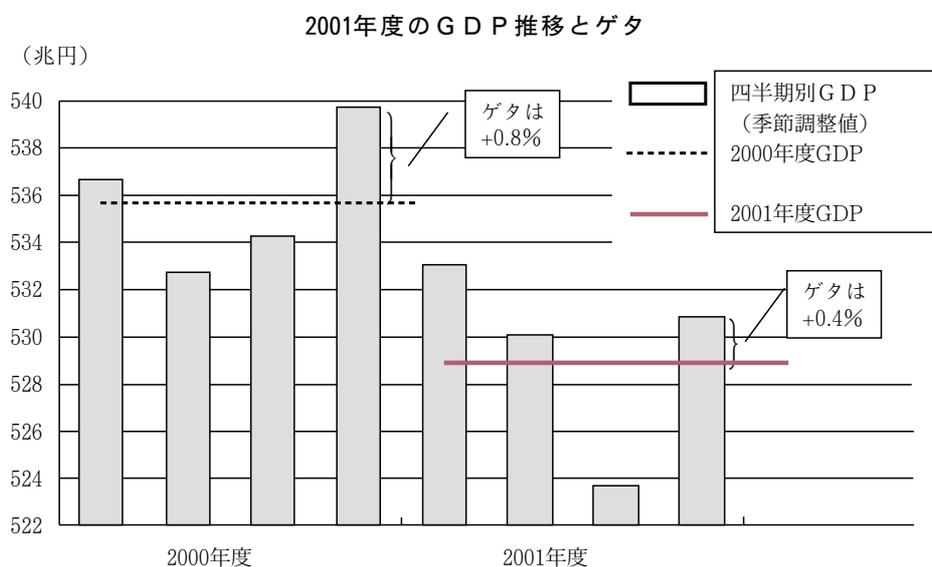
2002年度下半期には、輸出の伸び率が鈍化する一方、輸入の伸びが景気回復に伴う内需の増加か

ら輸出を上回ってくると見ており、その結果、外需の寄与度は縮小する。

2003年度の輸出は、IT関連を中心に引き続き堅調であると予想するが、輸入増加から外需寄与度はマイナスに転じる。

(詳しくは、後添の各項目の説明を参照されたい)

(参考) 2002年度GDP予測におけるゲタ



2002・2003年度国内経済見通し表総括表

	単 位	01 年 度 実 続	通 期	2002年度		03 年 度 通 期
				上半期	下半期	
名目GDP	%	▲2.5	▲0.5	▲1.3	0.4	0.6
実質GDP	%	▲1.3	0.2	0.4 ▲0.4	0.5 0.9	0.8
国内民間需要	%	▲1.1	▲0.4	▲0.3 ▲2.0	1.6 1.3	1.8
民間最終消費支出	%	0.3	1.1	▲0.2 1.6	0.8 0.5	0.8
民間住宅	%	▲8.5	▲2.5	▲1.2 ▲2.0	▲2.0 ▲3.1	▲1.1
民間企業設備	%	▲3.7	▲6.3	▲1.5 14.1	4.3 2.7	5.2
民間在庫増加	10億円	▲2090.4	▲750.0	▲1250.0	▲250.0	0.0
国内公的需要	%	0.1	0.4	1.0 2.0	▲2.1 ▲1.1	▲1.7
政府最終消費支出	%	2.8	1.7	0.9 1.7	0.8 ▲1.7	1.7
公的固定資本形成	%	▲5.8	▲2.8	1.5 2.5	▲9.4 ▲8.0	▲10.7
財貨サービスの純輸出	10億円	10183.6	12181.8	12725.7	11637.9	11628.7
輸出	%	▲8.0	6.7	6.0 5.0	2.2 8.3	▲3.3
輸入	%	▲4.7	3.8	3.4 ▲0.9	5.2 8.7	5.4
内需寄与度(前年比又は前年同期比)	%	▲0.8	▲0.2	▲1.0	0.7	0.9
民間需要(")	%	▲0.8	▲0.3	▲1.5	1.0	1.3
公的需要(")	%	0.0	0.1	0.5	▲0.3	▲0.4
外需寄与度	%	▲0.5	0.4	0.6	0.1	▲0.1
デフレーター (前年比)	%	▲1.2	▲0.7	▲0.9	▲0.2	▲0.2
国内却売物価 (")	%	▲1.1	▲0.8	▲1.1	▲0.5	▲0.2
総合消費者物価 (")	%	▲0.8	▲0.5	▲0.6	▲0.4	▲0.2
経常収支	兆円	12.0	14.5	7.4	7.1	14.8
貿易収支	兆円	9.1	10.3	5.4	4.9	9.8

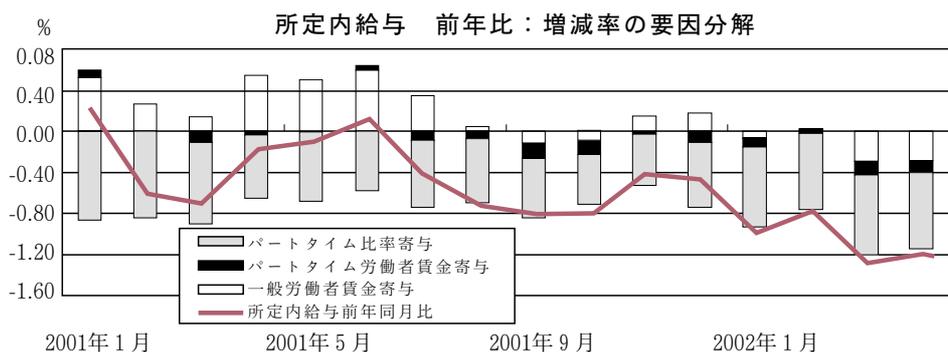
(注) 1. 単位%のものは前年(期)比、斜数字は前年同期比。実績値は内閣府「四半期別国民所得統計報」。
消費者物価は全国の生鮮食品を除く総合。予測値は当総研による。前提は以下の通り。

	単 位	01 年 度 実 続	通 期	2002年度		03 年 度 通 期
				上半期	下半期	
為替レート	ドル/円	125.1	125.8	126.6	125.0	122.5
通関輸入原油価格	ドル/バレル	23.7	24.5	24.0	25.0	25.0

所得・雇用環境

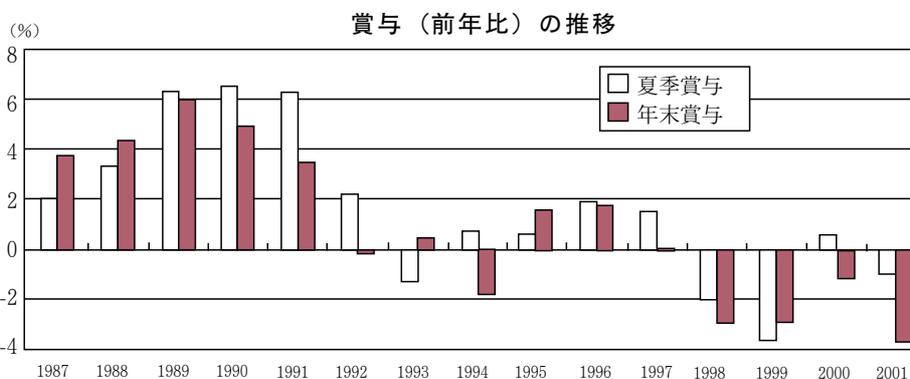
雇用改善は、限定的 ～賃下げ圧力続く～

- ◆完全失業率は、2001年12月に5.5%を記録して以後、緩やかに改善している。しかし、失業者数は2002年4月現在で375万人、前年同月差+27万人と依然高水準である。また、失業期間1年以上の長期失業者数が増え、全完全失業者に占める割合も増加していることが懸念される。
- ◆今後も生産拠点の海外移転や企業のコスト削減などのため、雇用情勢が好転するとしても限定的である。新規求人数では、パートタイム労働者は前年並みに回復してきたものの、正社員層は前年比マイナスが続いている。企業はパートタイム労働者を採用する一方で、正社員については採用を極力抑える姿勢を継続する可能性がある。また賃金に関しては、パートタイム労働者の比率を高めることによって労働コストを抑えていた企業も、2002年度からは正社員の基本給の引き下げに着手し始めた。
- ◆前期の企業業績を反映して夏のボーナスは、前年比で▲3%程度のマイナスを見込む。また、冬のボーナスは、増加に転じると予想するが、今後の企業業績によっては不確定要素もある。



要因分解は以下の式による。

$$\frac{\Delta H_a}{H_a} = \frac{\Delta H_n}{H_a} \left(\frac{(1-r-\Delta r)}{2} \right) + \frac{\Delta H_p}{H_a} \left(\frac{(r)+(r-\Delta r)}{2} \right) + \frac{\Delta r}{H_a} \left(\frac{(H_p+(H_p+\Delta H_p)) - H_n - (H_n+\Delta H_n)}{2} \right)$$
 (資料) 厚生労働省「毎月勤労統計調査」より農中総研作成
 (注1) H：所定内給与 (添え字 a は労働者全体、n は一般労働者、p パートタイム労働者を表す)
 r：パートタイム労働者の構成比
 (注2) パートタイム労働者構成比が上昇した場合、給与水準が一般労働者より低いことから全体としての所定内給与を引き下げる



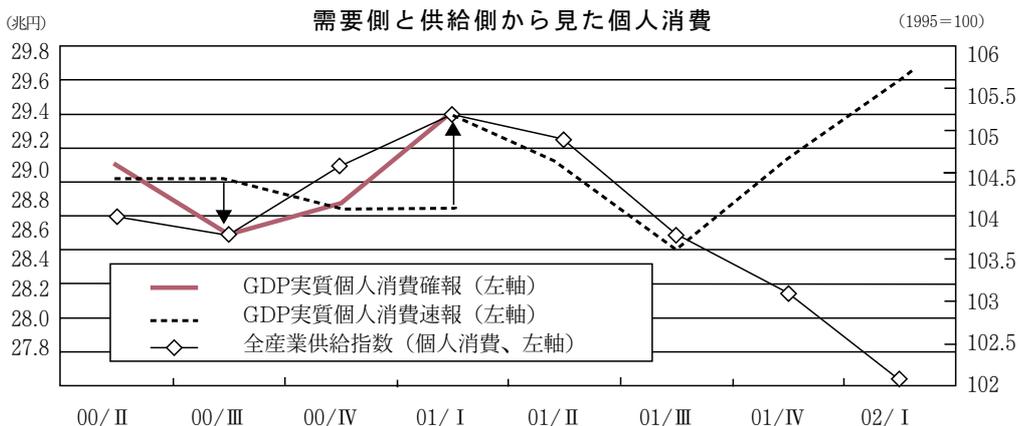
(資料) 厚生労働省 「毎月勤労統計」
 (1990年までは事業所規模30人以上、1991年から事業所規模5人以上)

民間個人消費

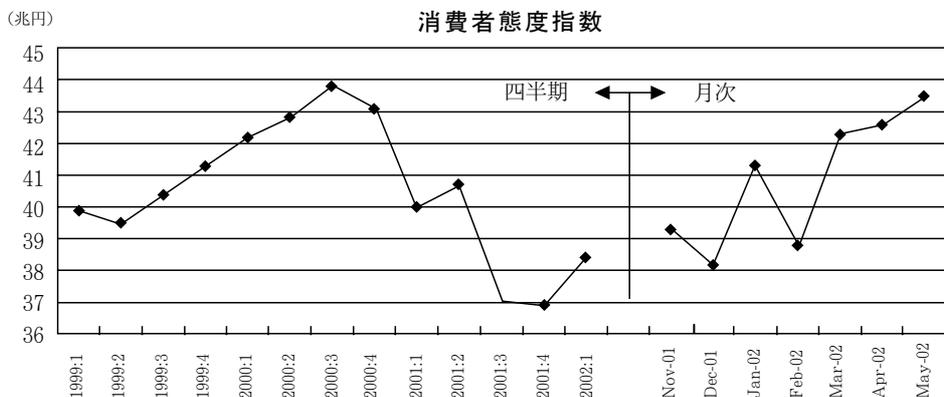
消費者マインドが改善

～多くのリスクを抱えながらも緩やかな回復へ～

- ◆2001年10～12月、2002年1～3月の実質GDP個人消費は2期連続して前期比1%以上のプラスとなったが、雇用情勢等を考えると、実感よりも高くなっている可能性が高い。供給側GDPといえる全産業供給指数の個人消費と比較すると、2000年4～6月期以降のGDP個人消費は2次速報段階から確報へ改定される時、全産業供給指数と同じ方向に改定されている。足元のGDPと全産業供給指数の乖離は甚だしく、GDP個人消費の今後の下方修正は免れないであろう。
- ◆しかし、海外経済の好転や、国内でも大型倒産等が2001年度末に発生しなかったことなどから、消費者マインドが改善していることも事実である。一時期の携帯電話のように消費をリードする商品はまだ見当たらないが、薄型テレビやDVDデッキなどの販売は前年比2ケタの伸び率となっている。FIFAワールドカップの開催によって有料テレビの加入が増え、これらの家電製品の需要を増やしていると思われる。
- ◆夏のボーナスはまだ前年比マイナスが続くと考えられるため、2002年度上半期の個人消費は前期比微減となる見込みであるが、企業業績の好転で冬のボーナスは6年ぶりにプラスになる可能性があり、消費者マインドの好転と相俟って、2002年度下半期には個人消費はプラスに転じ、緩やかな改善が続くと予想する。



資料 内閣府「国民経済計算」、経済産業省「産業活動分析」
 (注) 季節調整値

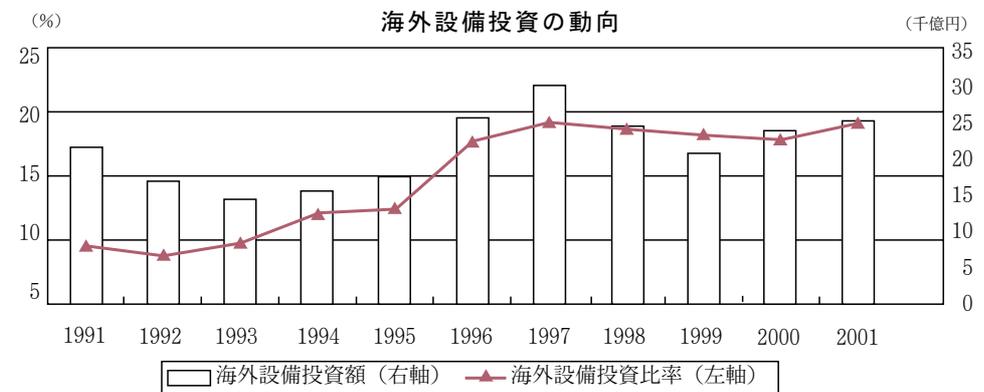
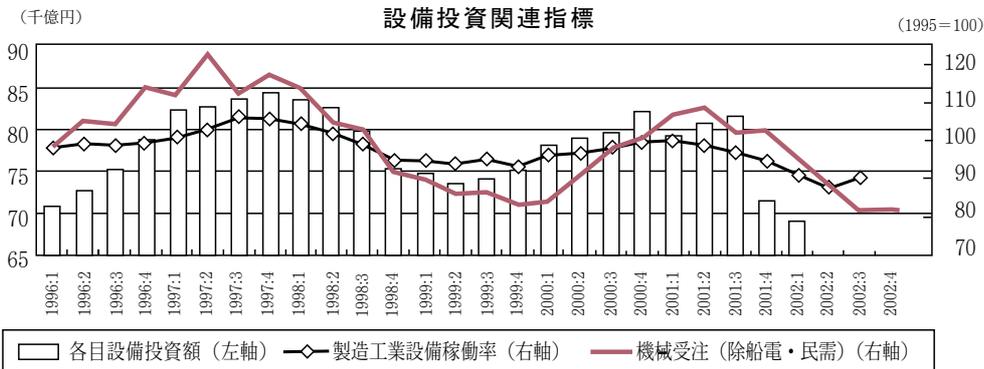


資料 経済産業省消費動向調査
 (注) 四半期は全国の季節調整値、月次は東京都の原数値

民間設備投資

2002年度下半期にはプラスに ～海外設備投資比率は20%程度まで上昇～

- ◆設備過剰感から国内設備投資は低迷が続いており、2002年度上半期も前期比で減少することは避けられない。しかし、設備投資の先行指標となる機械受注、製造工業設備稼働率ともに2002年前半に底入れする兆しが出ている上、企業のキャッシュフローも前年比のマイナス幅を縮めてきており、2002年度半ばには設備投資が下げ止まる可能性が出てきている。
- ◆民間設備投資は、2002年度下半期には前期比+4.3%のプラスに転じると予想する。製造業では、競争力強化のため、合理化投資や研究開発投資が堅調に推移している。自動車は輸出が好調で設備投資は前年比プラスが見込まれており、世界の半導体、携帯電話、パソコン市場も2002年後半には回復する見込みであることから、電機も増加に転じてくるであろう。設備投資に占める割合が米国などに比べると半分にとどまるソフトウェア投資も、幅広い業種で拡大するとみる。
- ◆製造業の海外設備投資比率は、2001年度の19.2%から2002～2003年度には20%程度にまで高まり、国内の設備投資増加額は緩やかなものになるであろう。しかし海外設備投資増加額はこれまで通り数千億円にとどまると予想する。
- ◆2003年度は、世界経済の成長継続、半導体市場の大幅な増加が見込まれていることなどから、IT関連業種を中心に2003年度の設備投資は+5.2%と堅調に推移すると見込む。



公的固定資本形成

公共事業抑制が2003年度も継続の可能性 ～02年度下期は大幅マイナスへ、03年度予算編成論議に注目～

- ◆2001年度補正予算執行のズレ込みによる底上げが02年7～9月期以降、基本的に無くなっていく。発注単価の引き下げに伴ないデフレーターがマイナスとなることから、実質的減少率は緩和されるが、2002年度当初予算で、中央政府の公共投資関係費は前年度比：▲10.7%減少、地方政府の政策的投資経費は前年度比：▲10.4%減少となっており、補正予算が組まれない限り、公的固定資本形成は年度下半期に大幅減少（前年同期比：▲9.4%）に転じると予想している。
- ◆2001年度の税収については3月期決算の赤字企業急増で、大幅な税収減少となろう。2002年度もデフレ下、景気回復が遅れる場合、税収低迷が懸念される。
- ◆財務相は経済財政諮問会議に提出した「財政運営目標」で、2003年度予算編成に当たって一般歳出を2002年度水準以下とする方針を提示した。公共投資関係予算のカット幅は、約▲6%減少と見ているが、地方政府や公社・公団等公的企業も同様な削減をおこなうことから、公共投資全般に減少効果は及ぶ。

財務省の2003年度財政試算

(兆円)

年 度	2002年度予算	2003年度財政試算	
		(財務省)	(内閣府)
[歳入]			
税 収	46.8	46.4	46.4
税外収入	4.4	3.5	3.5
公 債 金	30.0	A + B = 35.6	34.1
計	81.2	85.5	84.0
[歳出]			
国 債 費	16.7	17.3	17.0
地方交付税等	17.0	19.2	19.2
一般歳出	47.5	49.0	47.8
社会保障	18.3	19.2	18.9
公共事業	8.4	8.4	8.2
そ の 他	20.8	21.4	20.7
計	81.2	A = 85.5	84.0

(経済財政諮問会議資料から農中総研作成)

国の13年度 税収累計推移

(兆円)



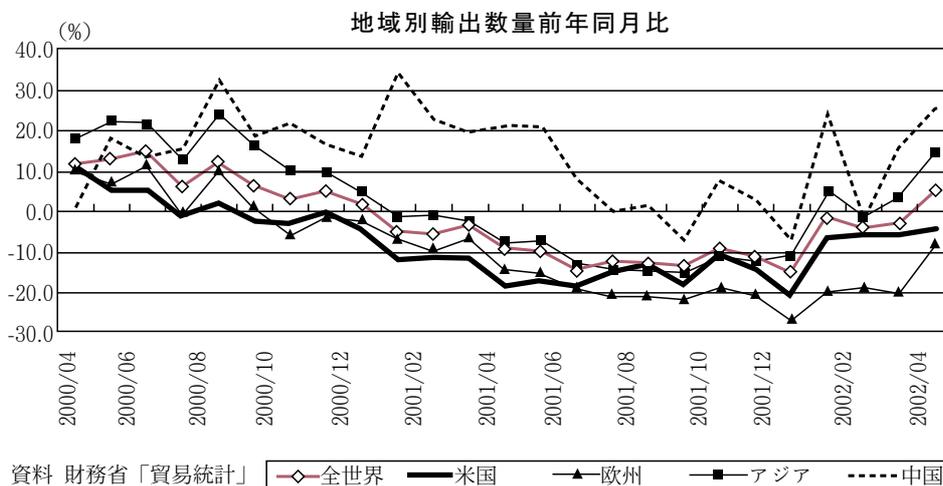
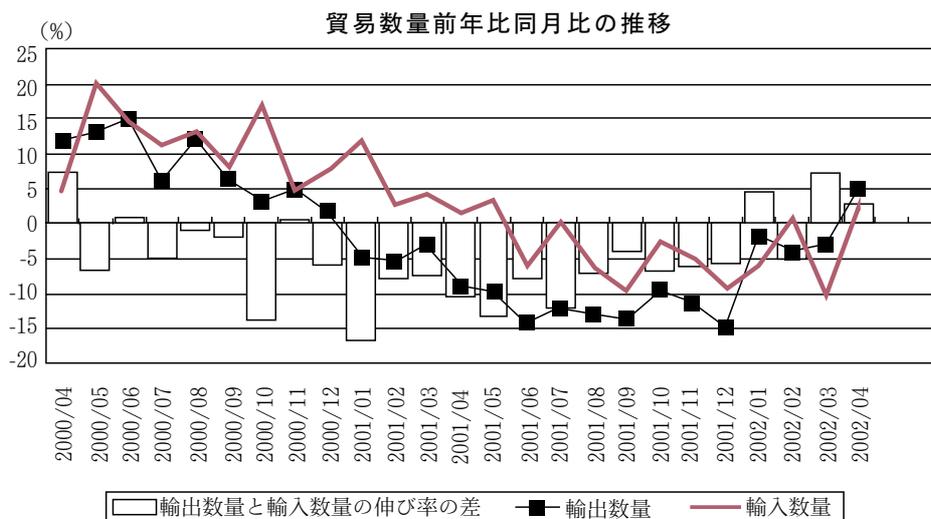
(財務省資料から農中総研作成)

外 需

2003年度の輸出伸び率は鈍化

～2002年度は国内景気を牽引～

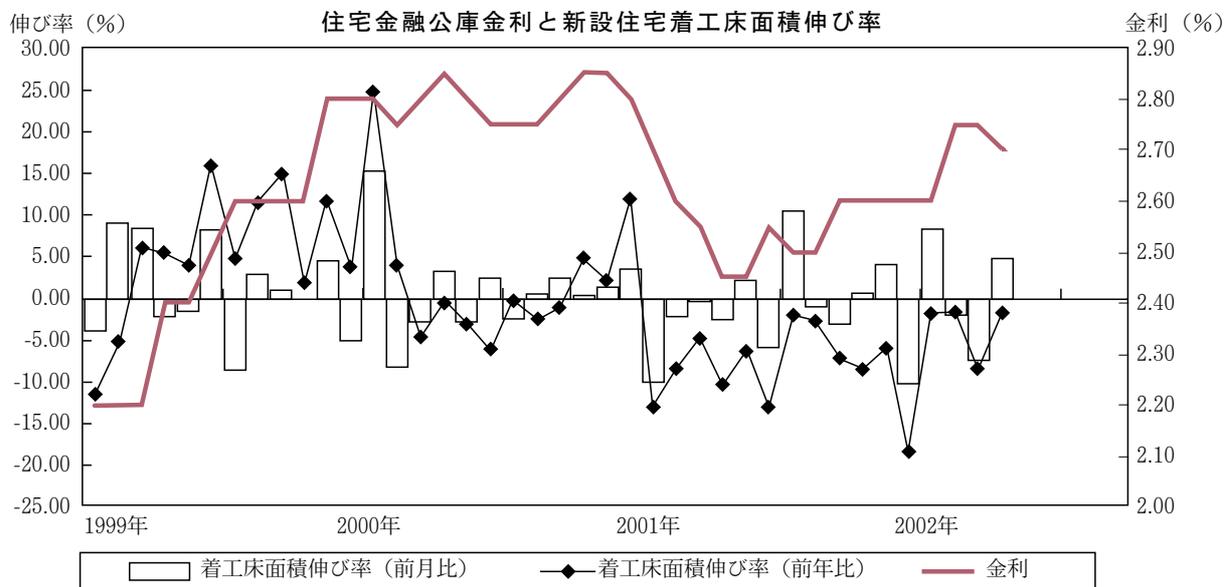
- ◆米国やアジア経済の回復により、輸出数量は2002年4月に16ヶ月ぶりに前年同月比プラスに転じた。対アジアは+14.7%と輸出を牽引しており、中でも対中国は+25.6%と急増している。
- ◆品目別輸出数量は、情報通信関係製品と自動車を中心に増加しており、2002年4月に半導体等電子部品が前年同月比+15.3%、自動車が+15.6%などとなっている。
- ◆2002年度は、世界経済の回復傾向が続くと考えられることから、輸出の増加が続き、内需が弱い国内景気の回復を支えていくと予想する。しかし、米国等の需要はそれほど強くないため、輸出の伸び率は2002年度上半期で前期比+6%、下半期には伸び率は同+2.2%まで縮小し、2003年度も+3.3%と低い伸び率にとどまるとみる。
- ◆輸入は、2002年度下半期から国内個人消費が水面上に出てくることにより、下半期に伸び率が前期比+5.2%まで高まってくると予想する。2003年度も設備投資と個人消費の増加に促されて、+5.4%の伸び率になるとみる。
- ◆2002年度の貿易黒字は輸出の拡大で10.3兆円まで拡大するであろう。2003年度は輸入の伸び率が輸出を上回ることから、貿易黒字は伸び悩むと予想する。一方、所得黒字の増加傾向は続き、経常黒字の増加に寄与していくであろう。



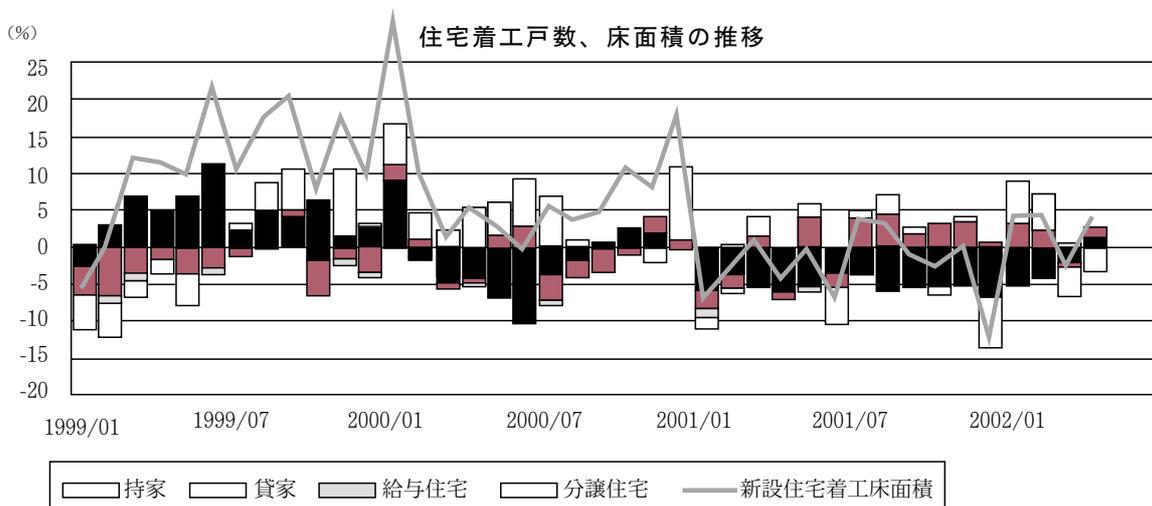
民間住宅投資

持家を中心に減少見通しを継続 ～賃貸住宅が下支え～

- ◆景気に底打ち感が出てきたものの、所得の持続的増加が見込めない中、家計の住宅投資に対する慎重姿勢は継続しよう。したがって、持家着工戸数は減少継続を見込む。
- ◆賃貸住宅着工戸数は、(1)需要面では賃貸志向が強まっていること、(2)供給面では土地資産の有効利用や投資収益対象としての狙いから、横ばいから微増の底固い動きを見込む。分譲住宅では、単身世帯や中高年世帯の一部に利便性の高い都心型マンションを購入する動きが、引き続き見られよう。
- ◆また、住宅取得資金にかかる贈与税軽減は、一定の住宅投資促進効果が期待される。
- ◆以上より、持家着工戸数は減少、賃貸住宅着工戸数は横ばいから小幅上昇、分譲住宅着工戸数は限定的減少という見通しを継続する。



(資料) 国土交通省「月間住宅着工統計」
(財) 住宅金融普及協会「月刊ハウジングデータ」より農中総研作成



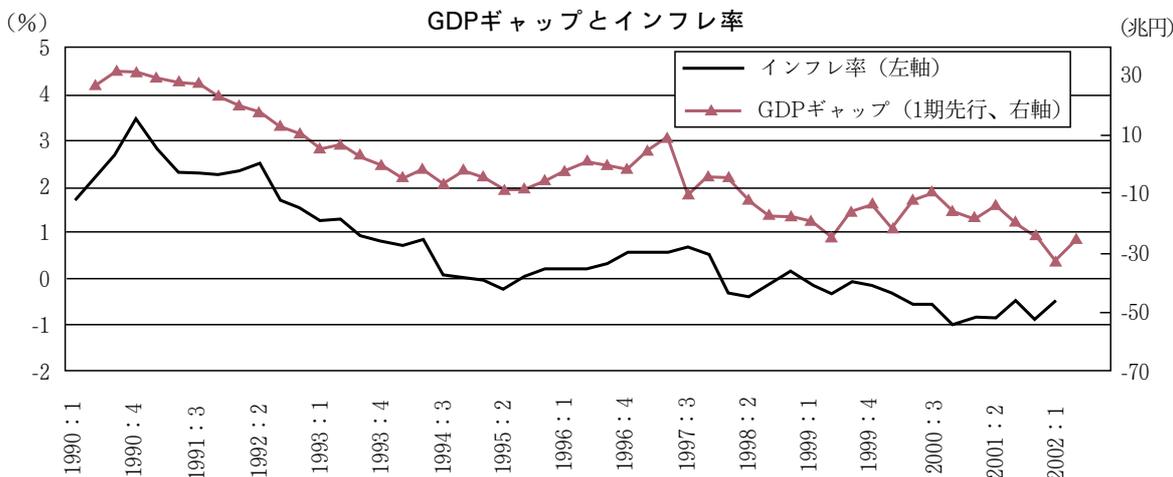
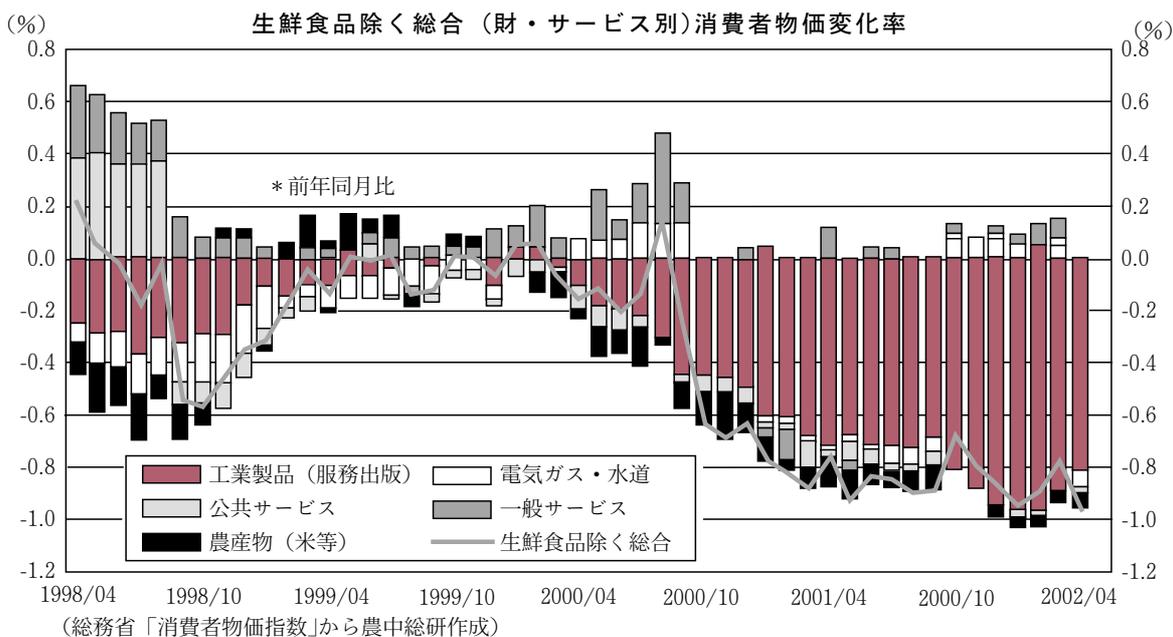
資料 国土交通省「住宅着工統計」から農中総研作成
(注1) 前年同月比増減率 (注2) 棒グラフは戸数

物 価

デフレは縮小するも、解消には至らず

～ゼロ金利政策の解除は2004年度以降～

- ◆家電やパソコンなどの工業製品による消費者物価指数の押し下げ傾向は、円安や国内景気の底入れなどで値引き競争が一段落し、足元にきて緩みつつある。一方で、自動車保険や教育費などのサービス費が価格の下落幅を拡大させてきている。今後は、賃金の低下が物価下落に作用してこよう。
- ◆物価の持続的下落（デフレ）は、需給ギャップの拡大が主たる原因と考えるが、2002年度はプラス成長となることによって、需給ギャップの拡大は緩やかになる。しかし景気回復は緩やかである上に、輸入浸透度の上昇傾向は2002～2003年度も続くと考えられ、輸入品の増加による物価下落圧力は継続するとみる。
- ◆このため、消費者物価指数の下落率は2002年度▲0.5%、2003年度▲0.2%と縮小していくものの、デフレを解消するまでには至らない。この結果、安定的に消費者物価指数前年比がゼロ%以上となるまで継続されるゼロ金利政策の解除は、2004年度以降になると予想する。



不良債権処理

主要行14年3月期決算概況

～全行で赤字決算、不良債権残高は増加～

- ◆主要行は14年3月期決算において7.6兆円の不良債権処理（信託勘定除く、単体ベース）を行った。しかし、金融庁・特別検査の影響もあり、不良債権残高（再生法基準）は、26.7兆円と前年度比5割近く増加した。
- ◆実質業務純益（業務純益＋一般貸倒引当金繰入額＋信託勘定不良再刊」処理額）4.2兆円を超える7.6兆円の不良債権処理を行った上、株式関係損益もマイナスとなり、全行で最終損益は赤字となった。
- ◆これにより、剰余金（tier1）は大幅に減少したが、4大メガバンクグループ合計で28兆円にのぼるリスクセットの圧縮に対応し、自己資本比率の低下幅は小幅にとどまった。ただし、繰延税金資産と公的資金の占める割合が高まっており、実質的な資本勘定は悪化した。
- ◆収益力向上のためには、メガバンク各行は、リストラの加速に加え、法人向け貸し出しの利鞘適正化や住宅ローンの伸長等で利鞘を確保する方針を表明している。

H14/3期、主要決算概要（単体ベース）

（億円）

	(注)実質業務純益	業務純益	臨時損益	うち不良債権処理損(▲)		うち株式等関係損益	経常利益	当期利益
日本興業	2,157	1,320	-5,712	5,674	-26	-4,392	-3,874	
第一勧銀	3,664	2,671	-9,657	9,344	95	-6,986	-3,927	
富士	3,761	3,448	-5,512	4,778	-804	-2,064	-1,296	
みずほ合計	9,582	7,439	-20,881	19,796	-735	-13,442	-9,096	
東京三菱	4,633	4,423	-7,772	4,638	-2,872	-3,349	-2,252	
三菱信託	1,562	1,254	-1,797	1,507	-196	-544	-327	
MTFG合計	6,195	5,677	-9,569	6,145	-3,068	-3,893	-2,579	
UFJ銀行	5,896	5,169	-18,681	16,716	-1,175	-13,512	-10,147	
UFJ信託	1,205	418	-2,298	1,188	-1,049	-1,879	-1,317	
UFJ合計	7,101	5,587	-20,978	17,903	-2,224	-15,391	-11,464	
三井住友銀行	11,834	6,788	-12,009	10,385	-1,307	-5,221	-3,229	
大和銀行	1,103	325	-5,785	3,178	-2,477	-5,460	-4,346	
あさひ銀行	1,962	1,586	-8,529	4,941	-3,352	-6,943	-5,847	
大和銀ホールディングス	3,065	1,911	-14,314	8,118	-5,829	-12,403	-10,193	
中央三井・三井アセット	1,626	1,240	-4,780	1,294	-2,826	-3,545	-2,850	
住友信託	1,503	1,201	-1,877	752	-1,101	-677	-422	
みずほアセット信託	668	254	-1,882	1,359	-503	-1,628	-1,812	
単純合計	41,574	30,097	-86,292	65,753	-17,594	-56,199	-41,645	

(注)実質業務純益 = 業務純益 - 一般貸倒引当金繰入額(信託勘定不良債権処理額)

資料 各行決算資料

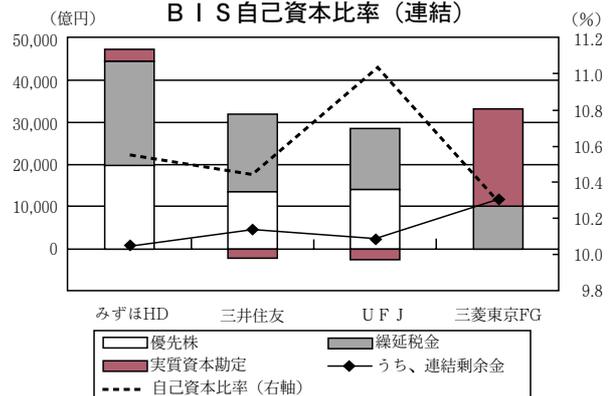
主要行不良債権の状況

（億円）

	不良債権処理			金融再生法規準開示債権		
	H14/3	H13/3	増減	H14/3	H13/3	増減
みずほ合計	21,939	7,220	14,719	50,237	41,957	8,281
MTFG合計	6,471	6,931	-461	42,695	45,321	-2,626
UFJ合計	18,974	11,593	7,381	64,822	26,705	38,117
三井住友銀行	15,431	8,191	7,240	59,000	28,225	30,776
大和銀ホールディングス	9,231	4,799	4,432	29,659	20,831	8,828
中央三井・三井アセット	1,279	1,427	-148	9,569	8,440	1,129
住友信託	814	1,153	-339	6,890	5,328	1,562
みずほアセット信託	1,501	335	1,167	4,941	3,501	1,440
単純合計	75,641	41,649	33,991	267,814	180,308	87,506

単体ベース、メガバンクグループは傘下銀行の単純合計 資料 各行決算資料 信託勘定を除く

H14/3 メガバンク資本勘定構成比と BIS自己資本比率（連結）



資料 各行決算資料

米国経済

緩やかな回復を続ける米国経済

～最終需要の強さは依然不透明～

- ◆製造業の受注や生産、非製造業も含めた企業の景況感指数（ISM指数）が着実な改善をみせている他、非農業雇用者数の減少にも歯止めがかかりつつあることから、景気は回復軌道に乗っている。2002年から2003年にかけて、大きな流れとしては、景気は緩やかな回復を続けよう。
- ◆但し、2001年から2002年初めにかけて大型減税、金利低下、エネルギー価格低下等実質購買力押し上げ要因もあり比較的底堅かった家計需要（個人消費と住宅投資）は、以下の理由により2002年下半期には減速する。①これら購買力押し上げ要因の力が弱まっている、②企業は当面収益力回復のために、雇用や賃金水準につき当面抑制的対応をとるとみられる、③株価下落による逆資産効果により、主として金融資産保有額が大きい高所得者層の支出が抑制される、④家計の負債依存度が高まったおり、所得に対する元利金返済負担が重くなっている。
- ◆企業においては、外国との競争の激化やディスインフレ等を背景に、商品やサービスの価格引き上げがままならず、労働コストの圧縮が行われるものの、エネルギーや保険料等のコスト上昇もあり、収益をめぐる環境は依然として厳しい。さらに設備稼働率が依然低水準ということもあり、企業設備投資の回復力は弱いものにとどまろう。なお中東情勢の緊迫化やテロ再発等のリスクが顕在化すれば、経営者のマインドの悪化により設備投資の低迷が長引く可能性もある。
- ◆アジア景気や欧州景気にも底打ち感がみられること、ドル高がある程度修正されたことから、輸出の回復感がこれまでより明瞭になろう。

2002－2003年米国経済見通し（概要）

	単 位	2001 年	2002 年	2003 年		
		実 績	通 期 予 想	上 半 期 (1～6月) 予 想	下 半 期 (7～12月) 予 想	年 期 予 想
実質GDP	%	1.2	2.4	3.6	2.5	2.7
個人消費	%	3.1	2.9	3.6	1.8	1.9
設備投資	%	▲3.2	▲6.2	▲7.4	1.8	2.8
住宅投資	%	1.5	1.9	4.7	▲3.1	▲0.1
在庫投資	10億ドル	▲61.5	1.1	▲8.9	11.0	16.3
純輸出	10億ドル	▲408.7	▲448.4	▲445.3	▲451.5	▲453.5
輸出	%	▲4.5	▲2.4	0.9	5.4	6.9
輸入	%	▲2.7	0.9	5.3	4.6	5.2
政府支出	%	3.6	6.9	7.9	8.0	5.7

(注) 1. 単位が%のものは、前年比増加率または前半期比年率増加率（半期の増減率を年率換算したもの）
2. 在庫投資と純輸出は実額の年率換算値

ISM指数の推移



主要行 14 年 3 月期決算概要

主要行の 13 年度決算が発表された。不良債権処理コストが増加し、株式売却損益がマイナスとなったことで、主要行は全行で赤字決算を余儀なくされた。今年度決算で黒字転化を見込む主要行は、本来業務である預貸利鞘の拡大を本格的に打ち出し、不良債権処理コストを業務純益の範囲内に収める計画である。

不良債権が急増

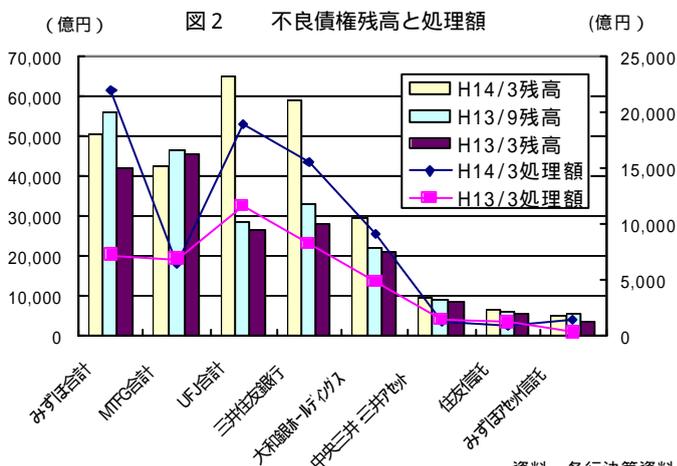
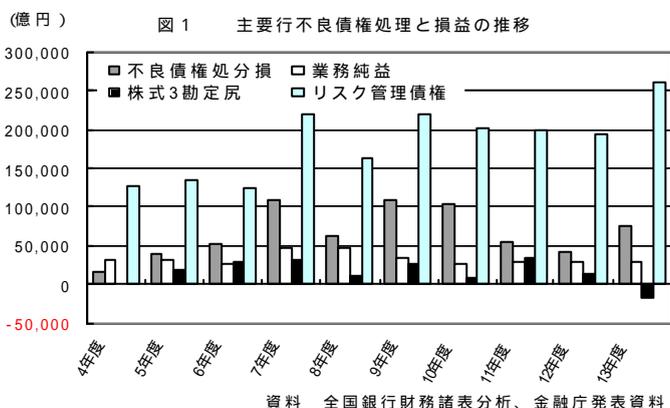
主要行(注)の 14 年 3 月期決算では、中間決算発表時における通年計画 6.2 兆円をも超える 7.6 兆円(単体ベース、信託勘定除く)の不良債権処理額が注目された。これは、過去最大の規模であり(図 1)、前年度と比較すると約 8 割も増加している。

不良債権残高は、とりわけ下期に急拡大した。金融庁は、昨年末から大口問題融資先に絞った特別検査を実施しており、1.9 兆円はそれによる増加分だと言われている。さらに、UFJ、三井住友、大和銀行は、年度末までに通常検査も受けており、とりわけこの 3 行での増加が目立っている(図 2)。

なお、主要行を個別に見てみると、唯一 MTFG (三菱東京フィナンシャルグループ)は不良債権残高を前年度より減少させている。邦銀にとっては明るい兆しの一つであり、この傾向が他行にも広がっていくのが注目されている。

全行で赤字決算

銀行の収益力をあらわす実質業務純益(一般貸倒引当金・信託勘定不良債権処理額繰入前の業務純益)は、前年比 2 割以上の増益となっている。これは業務粗利益が 1 割強増加したためであり、それには以下の要因があげられる。



円安や海外での金利低下により、外国債券売買やスワップ取引等の市場業務で利益が出た銀行が多いこと。

投信販売、シンジケートローン、対顧デリバティブ取引、等により手数料収入が増加したこと。

一部の銀行で海外関連会社の配当金収入が増加したり、株式を売却したこと(UFJ 銀行、三井住友銀行、旧富士銀行)。

一方、経費は、一部の銀行で統合費用がかかったこともあり、物件費は微増となったが、行員数の削減により人件費は減少したため、トータルでは前年比若干の減少となっている。

ただし、業務純益は、一般貸

表1 H14/3期、主要行決算概要(単体ベース)

(億円)

	(注)実質 業務純益	業務純益	臨時損益	うち不良債 権処理損 ()		うち株式等 関係損益	経常利益	当期利益
日本興業	2,157	1,320	-5,712	5,674	-26	-4,392	-3,874	
第一勧業	3,664	2,671	-9,657	9,344	95	-6,986	-3,927	
富士	3,761	3,448	-5,512	4,778	-804	-2,064	-1,296	
みずほ合計	9,582	7,439	-20,881	19,796	-735	-13,442	-9,096	
東京三菱	4,633	4,423	-7,772	4,638	-2,872	-3,349	-2,252	
三菱信託	1,562	1,254	-1,797	1,507	-196	-544	-327	
MTFG合計	6,195	5,677	-9,569	6,145	-3,068	-3,893	-2,579	
UFJ銀行	5,896	5,169	-18,681	16,716	-1,175	-13,512	-10,147	
UFJ信託	1,205	418	-2,298	1,188	-1,049	-1,879	-1,317	
UFJ合計	7,101	5,587	-20,978	17,903	-2,224	-15,391	-11,464	
三井住友銀行	11,834	6,788	-12,009	10,385	-1,307	-5,221	-3,229	
大和銀行	1,103	325	-5,785	3,178	-2,477	-5,460	-4,346	
あさひ銀行	1,962	1,586	-8,529	4,941	-3,352	-6,943	-5,847	
大和銀ホールディングス	3,065	1,911	-14,314	8,118	-5,829	-12,403	-10,193	
中央三井・三井アセット	1,626	1,240	-4,780	1,294	-2,826	-3,545	-2,850	
住友信託	1,503	1,201	-1,877	752	-1,101	-677	-422	
みずほアセット信託	668	254	-1,882	1,359	-503	-1,628	-1,812	
単純合計	41,574	30,097	-86,292	65,753	-17,594	-56,199	-41,645	

(注) 実質業務純益 = 業務純益 - 一般貸倒引当金繰入額(信託勘定不良債権処理額) 資料 各行決算資料

倒引当金繰入額の増加により前年比微減となり、臨時損益も、不良債権処理損の拡大や、前年度までプラスだった株式関係損益がマイナスとなったことで、全行で赤字決算となった(表2)。

株式関係損益は、バブル崩壊後初めてマイナスに転じており(図1)、今回の決算では不良債権処理損を、有価証券売却益で埋めるとこ

ろか、さらに損失を拡大させることになった。

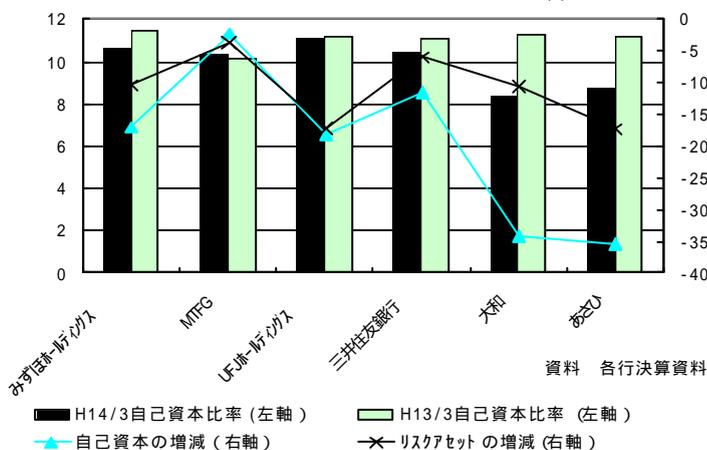
赤字決算に加えて、保有有価証券含み損の60%が剰余金から差し引かれることで、主要行の資本勘定は減少した。そのため、自己資本における公的資金と繰延税金の占める割合は高まっている。ただし、BIS 自己資本比率は、各行ともにリスクアセットをトータルで 28兆円と大幅に圧縮したことで、概ね 12 年度の

11%台から 13 年度は 10%台へと小幅低下にとどまったが、一部 8%台にまで急低下したところも見られる(図3)。

今後の見通し

近年、多額の不良債権処理が続いてきたことで、主要行は不良債権処理の山は越えたと見ており、15年3月期の処理額は14年3月期の半分以下の水準となる 2.5 兆円

図3 連結自己資本比率と構成要素の増減 (%)



を計画している。実質業務純益は市場関係部門の業務利益を固めに見積もることで1割減の3.7兆円を見込んでおり、全行で黒字転化の見通しである。

2004年度からは、株式保有規制もあり、銀行は経営を不安定化させる株式残高の圧縮を加速させる。株式関係損益でプラスとならない以上、黒字決算のためには、計画どおり不良債権処理コストを業務純益の範囲内に収めることが必須となる。

邦銀メガバンクの収益は預貸業務によるところが大きく、貸出金利息が収益源の半分近くを占めている。ここ数年、手数料収入の拡大が目標に掲げられてきており、投信販売等で伸ばしてはきているが、収益全体に占める割合は依然として少ない(図4)。

メガバンクが、今回の決算発表とともに打ち出した業務計画では、本業回帰ともいえる預

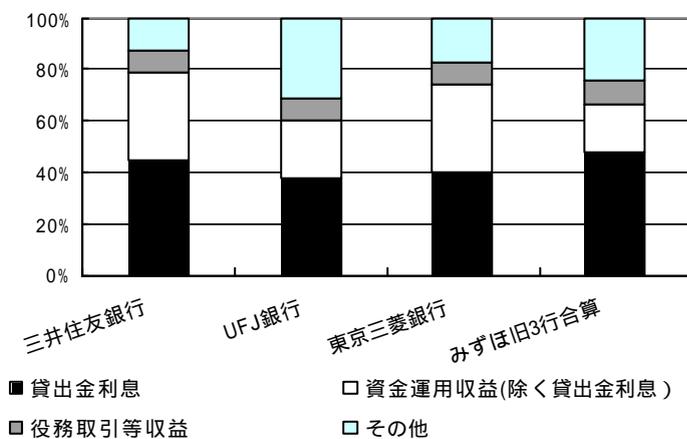
貸業務での収益力向上が重視されており(表2)、住宅ローン等個人向けローンの拡大や、法人向け貸出の適正利鞘確保に注力としている。しかしながら、貸倒可能性が低くスプレッドも高いとされる住宅ローンは、住公廃止を睨み、あらゆる金融機関が積極的な取組を見せており、収益性は低下している。そのため、特に4大メガバンクにおいては、法人向け貸出での倒産リスクを織り込んだ信用リスクに見合った適正利鞘確保の可否が焦点となるだろう。

合併再編によって競合銀行数が名実ともに減少した中、貸出金利引上げに向けて、各行はあらゆる方策を尽くしていくこととなる。リスクアセットを増加させたくない邦銀は、内部格付に応じた金利が取れない場合には、残高の減少も厭わない旨、表明しているところもある。現在、低コストで安定的に資金調達を行って

いる企業にとっても、意識改革が必要となるであろう。

(萩尾 美帆)

図4 メガバンクの経常収益内訳



(注) 主要行:みずほFG、三菱東京FG、UFJホールディングス、三井住友銀行、大和銀ホールディングス、三井トラストホールディングス、住友信託銀行、みずほアセット信託銀行

表2 4大メガバンクの貸出金利鞘改善目標

	貸出金の利鞘改善目標
みずほFG	13年度は、利鞘改善表面化せず、国内預貸金利鞘は前年度比±0%。 14年度は、みずほ銀行の短期貸出主体に+20bpの改善目標。
三井住友銀行	中堅中小企業の13年度利鞘は前年度比 00%悪化。大企業は±0%。 14年度は、単年度期中平均+25bp、期末比で+50bpの金利引上目標。 25兆円×25bp=625億円だが、貸出金減少を見込み、ネットでは400億円の収益増見込。
UFJ	13年度は資金需要伸び悩む中、通年では貸出スプレッドの改善効果表れず、前年比±0%。 ただし14年に入ってから改善傾向が顕在化し、1~3月で+4bpの向上。 標準スプレッド未確保先について平均+60bp以上改善目標。法員貸出全体に対する押し上げ効果は20bp超。今年度より取引先向け「行内格付の開示」をスタート。
三菱東京FG	東京三菱銀行の13年度国内預貸金利鞘は 00%悪化。 今後3年間で、信用リスクに見合ったプライスとして+30bp以上の改善を目標。

資料 各行決算説明会資料

都市銀行の住宅ローン戦略 一事例 3 一

C銀行

C銀行は、昨年都銀2行が合併して誕生した。母体となるX銀行とY銀行は、ともに財閥グループの中核銀行であり、強固な法人顧客の基盤を持つ。そのため、住宅ローンについては、他行同様に積極的に取組みつつも、一方的な審査緩和や金利引下げ競争には、距離を置いた慎重な姿勢も感じられる。

C銀行個人部門の概要

他の都銀と同様、C銀行も個人リテール業務の収益力への期待は大きい。法人部門の不良債権処理負担等により、銀行も収益が厳しい中で、当面収益を「潜在的に」積み上げられる部門は、個人部門しかないと考えている。しかし、リテール部門の現状は、店舗、人員、ATM等により高コストであり、収益性は高くない(表1)。そのため、高コスト体質を変えていかないと収益は増強できないと、認識している。

C銀行の母体となった、旧X銀行と旧Y銀行は、合併前から個人部門と法人部門を分けており、部門別収益も算出していた。しかし、その時期はせいぜい2年前からであり、今のところ、採用・人事、システム機能は共通となっている等、厳密に分かれているわけではない。個人部門は、専務以下、常務・部長というラインであり、個人

事務部は、営業店指導等を担当している部署である。

行員のキャリア形成は、入行して数年の営業店配属を経て、個人、法人部門に分かれていくのが一般的ではあるが、あまり明確ではないそうである。

なお、昨年4月に導入されたリテール専門のCS職は、転勤のない総合職である。旧Y銀行で、個人顧客対応を担当していた新総合職という職種が母体となっており、実態は女性ばかりになっている。

住宅ローンの位置付け

個人部門における住宅ローンの重要性は高い。しかし、金融機関の金利引下げ競争は激化しており、住宅ローンだけに頼るのはよくないと考えている。住宅ローン、アパートローン、小口無担保ローン(本体のカードローン、子会社の消費者ローン)のそれぞれに、目標を置いて推進している。

競合する金融機関は、4大メガバンクグループだが、金利と審査緩和の競争になっており、他行比優位性を打ち出すのは難しい。そのため、C銀行では、事務の集中やローンプラザ等推進の体制でコストを削減することで、金利競争に対応していく方針である。現在、事務は、かなりの部分がセンターへの

表1 部門別収益(H14年3月期)

	粗利益	経費()	業務純益
個人	3,155	2,810	345
法人	5,838	2,060	3,778
企業金融	1,663	315	1,348
国際	784	534	250
市場営業	5,077	264	4,813
本社管理	2,018	718	1,300
合計	18,535	6,701	11,834

資料 決算説明資料

法人部門は、国内中堅・中小企業取引を担当
企業金融部門は、営業部所管の日系大企業とそのグループ会社を担当

集中化が進んでいるが、顧客との書類のやり取り等の業務はまだ支店に残っている。

住宅ローンの目標は、貸出に占める比率ではなく、金額そのもので設定している。2002年3月期で、年間の新規実行額は1兆3,000億円あったが（うちローンプラザが8,000億円、支店が5,000億円）、返済分を除いた純増額はかなり少なくなる。

ローンプラザと販売チャネル

C銀行の住宅ローンの販売ルートは、業者が7割、店頭3割(職域・支店の割合は不明)である。

約50店ある「ローンプラザ」は、住宅ローンを業者ルートで開拓する拠点である。平成7~8年頃から力を入れ始めたので、時期は他行比決して早くはない。営業店登録をしており、支店と同格であるが、支店と同じ立地のところもある。一部では、土曜日の営業もしている。ローンプラザの職員は、地域限定のCS職ではなく、普通に転勤のある職員である。

業者との関係は、財閥グループ企業とは限らないが、行内でも重視している大手業者はあり、ローンプラザも、近くの手業者との取引が中心である。担当者同士の属人的な関係は、無いとはいえない。

リテールの新規開拓方法は、支店の立地によって異なっている。行内でも意見がわかれるところだが、主に都心の店舗は職域開拓、郊外店は店周開拓に注力している。

店頭での顧客開拓のためには、支店ごとに職域とMC（マネーライフ・コンサルティング）デスクで推進している。MCデスクは、支店で相談業務を行いながら、ローンや投信を販売する機能である。今のところ、担当者は各支店で1名(CS職や一般職)程度であり、試行的な位置付けであると思

われる。

合併前の旧Y銀行は店頭重視（既存の個人顧客重視）で、ローンも各支店で開拓する方針だった。一方、旧X銀行は、効率的に増やすために業者や職域開拓に力を入れていたそうである。

インターネットチャネルについては、一部の業者からは、ネット上で住宅ローンの事前相談を受け付けている。個人もHP上でローンを申し込める機能はあるが、実際に申し込む顧客は少ない。

住宅ローン金利の引き下げ

今年4月に、10年2.9%の「新築限定ローン」を打ち出したのは、住公の機能縮小を踏まえて、住公の独断場ともいえる新築市場の取り込みを図ろうと考えたからである。融資対象を新築に限定しているため、個人顧客からの反応はそれほど多くはないが、業者からの反応は大きいそうである。

低利新築ローンを借り入れるためには、以下の全ての条件を満たす必要がある。

借入れ時に満20歳以上満70歳の誕生日まで、完済時に満80歳の誕生日まで。

C銀行指定の保証会社の保証を受けられること。

融資対象物件には、同行の指定する保証会社を抵当権者とする抵当権を第一順位で設定する。（住宅金融公庫等公的融資は、第一順位抵当権の設定が必要となるので「新築限定ローン」と併用では取扱えない。）

その他にも、4月1日から9月30日まで期間限定で「おとくな住宅ローン」を取り扱っている。これは、店頭金利から0.5~0.7%の優遇を行うものである。このローンの利用にあたっては、「One'sダイレクト」（モバイルバンキング）の契約をした上で、給振、年金受取、積立預金、財形

預金、C銀行系クレジットカードの利用、のいずれかの取引をしていることが条件となる。

住宅ローンの固定・変動貸出の比率は、実行ベースで、固定7割(2~3年が多い)、変動3割くらいである。借換え比率は3割であり、業者ルートの7割以外は、ほぼ借替えとなっている。延滞率の目標値は特に設定していない。

住宅ローンの審査

C銀行の審査は、相対的に厳格である。返済負担率は、年収400万円以上が35%以下、300~400万円が30%、300万円以下が25%と債務者の所得に応じて変化させている。保証会社の担保掛目は、業者によってその評価額が違い、基本的には80%としているが90~95%の場合もある。査定金利は、一律4%で計算している。返済余力(収入支出)を重視しているため、同じ年収の債務者でも、家族構成により貸出可能金額は変わってくる。

銀行によって、審査の厳しさが違うので、業者は銀行を使いわけている。

審査の回答日数はルートによって異なっており、ローンプラザでは保証会社の審査役が常駐しているので1~2日で回答できるが、平均では5~10日かかる。自動審査システムは、現在開発中であるが、稼働時期は未定である。ローンのデータは、平成2~3年からの分は蓄積されている。

債務者によって、保証率を変えることはしていない。しかし、金利については、引き下げるケースはある。その場合、個別対応とキャンペーンがあり、個別対応については、属性(優良顧客、安全性)により判断している。

B銀行(金融市場6月号参照)ほどではないが、C銀行も個人部門と法人部門を明確に分けており、リテールのエキスパートと言える行員がおり、リテール部門の収益力への期待も大きい。

しかし、リテール部門の相対的に高いコストの削減は、金融機関に共通の課題である。各行ともに事務の集中化等に取り組んでいるが、それだけでは不十分であり、これといった決め手はないように見受けられる。

(萩尾 美帆)

中国の台頭を受ける ASEAN 日系企業の現状と課題

中国との差別化を志向するタイ、中国集中リスクへのヘッジ先として再評価されるベトナム

日系企業の中国ビジネスへの関心が急上昇しているが、ASEAN での事業も戦略転換等を含め着実に拡大させている。中国経済の台頭は、ASEAN の日系企業にその強み弱みを再認識させる触媒となり、これまで以上に事業の再構築を大胆かつスピードアップする効果をもたらしている。ASEAN、中国を中心にした現地生産の加速は、日本国内の事業再編を強めることになる。

はじめに

かつて我が国企業のアジア進出は、円高、国内賃金上昇、貿易摩擦等の外的要因に対応する形で、劣位化した産業なり製品分野を順次海外移転させる構造があった。しかし、近年においては企業がより能動的、戦略的に現地市場への対応や生産移管を行うように変化しており、高付加価値品も含めアジアでの海外生産が加速的に拡大する環境にある。

もう一つ最近の日系企業によるアジア進出の特徴として、積極的な中国への取組みが挙げられる。中国への企業進出はこれまでも「期待」と「幻滅」を繰り返しており、今なお多くの企業にとって中国での事業展開には様々な課題や不安を伴っている。それにもかかわらず、ここ数年の間に中国を世界的な生産拠点として、また最も成長性の高い市場として位置付ける認識は日本の企業にも浸透し、中国抜きに海外戦略を描けない状態になってきている。

このような環境変化を「日本の工場」とされる ASEAN の日系企業は、どのようにみているのか、また対応しているのだろうか。

小稿では、タイ、ベトナムを中心に現地サイドの視点から、その動きを探ってみた。まず1で ASEAN 日系企業の事業展開について概観し、2、3 ではタイ、ベトナムの最近の状況について、訪問先ヒアリングの内容も含めて紹介し、最後に若干のまとめを行いたい。

1. ASEAN と中国の位置付け

日系企業はアジアでの生産を強化 拡大の方向

前述したような近年の日系企業の行動について、我が国の直接投資行動に関する代表的調査である国際協力銀行 (JBIC) のアンケート調査により幾つか確認しておこう (2001 年海外直接投資アンケート調査結果報告』2000 年 10 月時点、対象企業は生産拠点 1 社以上を含み海外現地法人を 3 社以上有するわが国製造業 792 社で、回答は 501 社)

まず、国内外事業における最優先課題としては「海外生産の強化 拡大」を挙げる回答が最多で (54.4%)、前回調査の第 6 位 (20.9%) から急上昇している。収益確保のために、海外事業を経営戦略のトップマターに置き、意欲的に取組む傾向が強まっている。特に、資本金 10 億円未満の企業では回答比率が 76.1% に達しており、小規模企業の方が海外展開に生き残りを託する強い姿勢がうかがえる。

こうした動きとともに、回答結果は国内事業へ

表1 中期的 (今後3年程度) に有望事業展開先国 (複数回答)

順位	今回調査	回答率	99年調査	回答率	97年調査	回答率
1位	中国	82	中国	55	中国	64
2位	米国	32	米国	39	米国	36
3位	タイ	25	タイ	27	インドネシア	28
4位	インドネシア	14	インド	15	タイ	25
5位	インド	13	インドネシア	15	インド	23
6位	ベトナム	12	ベトナム	11	ベトナム	19
7位	台湾	11	スロベニア	9	フィリピン	14
8位	韓国	8	フィリピン	9	スロベニア	13
9位	スロベニア	8	英国	9	ブラジル	8
10位	シガポール	6	ブラジル	8	台湾	8

資料 国際協力銀行

の取組みは今後も弱まり、国内生産を代替する形で海外生産が進展して行く方向を示している（回答企業全体の海外生産比率は23.0%、3年後の04年計画値は29.9%へ上昇予想）。

今後3年程度のスパンで有望な事業展開先については、表1にあるように中国が引き続き1位で、その割合は80%を超え強い関心がうかがえる。次いで米国、タイ、インドネシアの順となっている。

中国とASEANを比較した場合では56.7%の企業が「中国の方が魅力的である」とし、その理由として「マーケットの成長性」を多くが挙げている。一方、「ASEANの方が魅力的である」とする回答は10.2%、「今のところ判断を行うことが出来ない」とする企業が33.0%あり、中国に対しては期待とともにリスク分散を含め慎重に対処する姿勢もみられる。

また、中国の方がASEANより魅力的とする回答の中には、「ASEANでの拠点展開が一巡し、次のステップとして中国を重視しているがASEANを軽視しているわけではない」とする指摘も多い。

ストックベースの事業展開でASEANは先行

次に、日系製造業企業のアジアでの事業展開について、経済産業省の『平成12年度海外事業活動調査』（平成12年度）により概観しておきたい。

日系製造業現地法人（日本側出資比率10%超の海外子会社と日本側出資比率50%超の海外子会社が50%超出資している海外孫会社）の2000年（予測）売上は、地域別には北米23.7兆円、アジア18.8兆円、欧州12.0兆円となっている。3極の中ではアジアの伸びが最も高く、通貨危機後98年を底に売上高は急回復している。

アジアの中ではASEAN4ヶ国（タイ、マレーシア、インドネシア、シンガポール）が7.7兆円、中国が2.9兆円とな

っている（表2）。売上高伸び率では、中国の方が若干高くなっているが、売上規模そのものはやはり進出時期が早かったASEANが中国の約2.6倍と圧倒している。

業種別構成ではASEAN、中国ともに加工組立産業に集中しているが、ASENの方がよりその傾向が強い。電気機械の売上高では、依然としてASEANが中国の3倍、輸送機械では3.3倍の規模にある。こうした事実は、前述のJBICアンケートにあるように、「日系企業にとってASEANは一巡し次の投資先としての中国」とする回答を裏付けるものといえよう。

表2 日系現地法人のASEAN、中国での売上高（10億円、%）

		99年	構成比	2000年予測	構成比
ASEAN4	製造業	6,362	100.0	7,690	100.0
	食料品	126	2.0	126	1.6
	繊維	242	3.8	272	3.5
	化学	457	7.2	555	7.2
	鉄鋼	235	3.7	259	3.4
	非鉄	255	4.0	344	4.5
	一般機械	208	3.3	241	3.1
	電気機械	2,998	47.1	3,577	46.5
	輸送機械	1,311	20.6	1,701	22.1
	精密機械	83	1.3	109	1.4
中国 (除く香港)	製造業	2,225	100.0	2,896	100.0
	食料品	57	2.6	67	2.3
	繊維	152	6.8	175	6.0
	化学	103	4.6	124	4.3
	鉄鋼	74	3.3	102	3.5
	非鉄	59	2.7	76	2.6
	一般機械	187	8.4	268	9.3
	電気機械	934	42.0	1,225	42.3
	輸送機械	390	17.5	516	17.8
	精密機械	88	4.0	116	4.0

資料 経済産業省『平成12年度海外事業活動追加調査』

2. タイの日系企業

エレクトロニクス産業で中国に対する危機感

タイでは台頭する中国経済がWTO加盟等により一層強力になり、特にエレクトロニクス産業が大きな影響を受けるのではないかという危機感が強くなっている。中国は成長性の高いハイテク

分野での輸出を急速に伸ばしており、既にタイの輸出品と海外市場でバッティングし始めている。

エレクトロニクス産業は、今後も高い成長が期待できる分野であり、リスクヘッジの観点からも中国にだけ投資が集中することはあり得ないとされる。しかし、中国という強力なライバルの出現を受けて、タイまたそれ以外 ASEAN のエレクトロニクス産業も、スピード感のある市場対応と高付加価値化という課題に現在直面している。

中国の強みは外資系だけでなく地場メーカーの力が強く、部品産業の集積が進んでいる点にある。例えば、華南 珠江デルタでは地場系の外、台湾系、香港系、日系を中心に PC、複写機、携帯電話などの世界一の組立拠点になっており、かつ部品の現地調達率が 8 割以上に達している (JETRO バンコク)。

これに対して、ASEAN では地場メーカーは脆弱で、基本的に製造業は日系を中心とする外資系が圧倒的優位の状態にある。今後、ASEAN のエレクトロニクス産業が中国に対抗していくためには、部品産業を強化していく必要に迫られている。その点で、日系中小メーカーの ASEAN 進出余地は、中国以上に大きいと期待されている。

また、ASEAN 各国が単独で中国に対抗することは困難なため、AFTA の自由貿易スキームに加え、ASEAN 内物流網の整備や非関税障壁の撤

廃を早急に進めていく必要がある。部品供給の点では、マレーシア、シンガポールに既に集積があり、域内でこれをより有効に活かす具体的な仕組みが求められている。

人材面では、タイに限らず ASEAN ではワーカーより中間管理職、エンジニアに問題があるようだ。ワーカーの賃金を比較すると、タイ・バンコクでも中国沿海部に近い水準であり、質の面でも中国に劣らないとの見方が一般的だ (表 3)。しかしエンジニア、中間管理職レベルでは、質量ともに中国に劣位しているとの指摘が多かった。この背景には教育システムがあり、例えば中国の理工系大学卒は年間 42 万人、タイでは 1.4 万人と彼我の差がある。

人件費コストの内、ワーカーが占める割合は一部に過ぎず、例えばワーカーとエンジニア、管理職層の人員構成が 7 対 3 であっても、人件費ウエイトでは、その比率が逆転するのが現実だという。

ハイテク産業は、ますますエンジニアリングに依存するようになっており、自国に付加価値の高い産業を誘致、振興するためには、人的能力の開発を長期的に進めていくことが不可欠となっている。

輸出産業として動き出すタイ自動車産業

表3 アジア主要都市の投資関連コスト比較 (2001年11月、単位：米ドル)

	上海	深セン	ホーチン	バンコク	ケララポール	シンガポール	ジャカルタ	マニラ
ワーカー賃金/月	190 ~ 279	85 ~ 157*2	96	141	198	421	67	92
エンジニア賃金/月	285 ~ 463	118	155	302	712	1,249	138	173
中間管理職/月	434 ~ 907	341	476	622	1,510	2,087	337	350
法廷最低賃金/月	59	53 ~ 69	41	93	なし	なし	56	114
事務所賃貸料/月/m ²	30	13	16	10	11	59	21	11
外国人アパート賃貸料/月	2,150 ~ 4,000	664	1,800	1,350	1,316	2,367	2,500	1,489
国際電話日本向け(3分間)	2.9	2.9	6.9	2.3	2.6	1.0	1.9	1.2
業務用電気料金/kwh	0.07	0.09	0.07	0.04	0.05	0.07	0.03	0.03
工場輸送費*1	700	1,226	1,500	1,451	697	540	675	1,084
ビュッガーリットル	0.35	0.38	0.35	0.30	0.34	0.68	0.14	0.32
法人税率 (%)	33	33	10 ~ 25	30	28	25	10 ~ 30	32

資料 ジェトロ『通商弘報』より作成

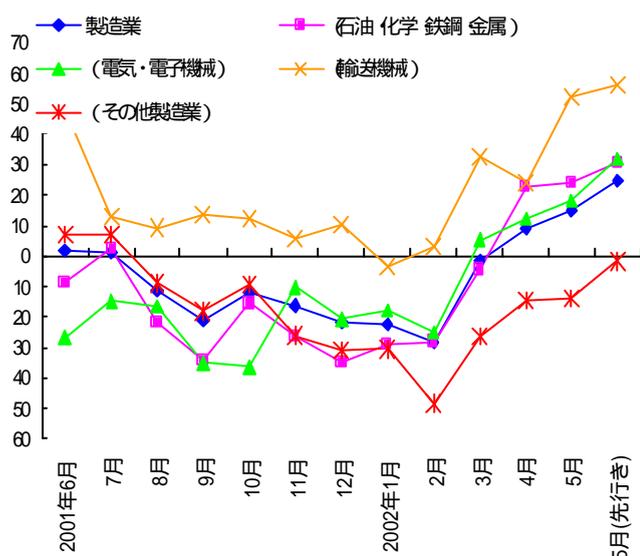
*1 40フィート輸送 (市内 最寄港 横浜港)

*2 残業代など各種手当てを含む。

タイは日系自動車メーカーの集積度が高い国であるが(自動車生産シェアの約3/4が日系)内外市場での欧米系との激しいコスト競争に勝つために、日系各社は現地調達率を大幅に引き上げる方針を最近相次いで表明している。

例えば、トヨタはタイ(ASEAN含む)での現地調達比率を2003年までに100%にする宣言している。ホンダも同様な方針を示している。そのために両社とも、タイの工場に生産拠点だけでなくエンジニアリング機能を持たせていく戦略である。

図1 タイ業別の業況判断DIの推移(製造業)



資料 JETRO

現状、部品を日本から輸入する場合、33%の関税に輸送、梱包コストを加え約40%コスト割高となる。したがって、生産コストの大幅な引下げのためには、現地調達比率の引上げが決定的に重要である。日系メーカーの現地調達比率は、現在60~70%程度(輸出品で50%程度)である。これを100%近くまで引き上げ、合わせて生産台数が今後3~4年後に100万台へと倍増するとの予測に基づけば、タイの部品産業は近い将来現在の

の3倍規模となる見込みである。

こうした動きを反映して、最近日系のタイ進出では、自動車関連で親会社への部品供給を目的にしたものが増えている。タイ政府も中国がエレクトロニクス産業において台頭する中、せめて自動車産業においては優位を保ちたいとの決意から、自動車関連メーカー等には積極的な支援を行っている。

タイの自動車産業の強みは、部品産業の集積を背景に輸出産業化していることである。既にタイはピックアップ・トラックの輸出拠点としての地位を得ているが、部品生産の現地化が進むと、乗用車を含め本格的に輸出産業化していき可能性が大きい。

日系については、今年以降トヨタ、ホンダが日本向けを含めタイからの乗用車輸出を開始する予定である。タイの日系自動車メーカーは、通貨危機で最も打撃を受けた分野であったが、事業をダイナミックに再構築していくことで、新たな発展段階に入ってきているといえよう。

タイの景気は今年に入り回復基調にあり、日系進出企業の業況判断DIもここにきて改善している(図1)。特に輸送機械は、前述したような構造変化の中で、足下とりわけ大きな改善を示している。

手作業中心の熟練形成と商品開発力を高める～冷凍食品メーカーA社の事例

大手自動車メーカーの戦略だけが、ASEANの日系企業の理想ではない。「何かひとつ光るもの」というのが、海外展開を成功させるための重要なキーワードのようだ。中国との競争が激しい日本向け冷凍食品生産で、「丁寧な仕事」をコアの強みとし、好業績を挙げている食品メーカーA社の事例を紹介したい。

A社は日本の大手水産会社のタイ現地法人で、

1990年に地場食品メーカーとの合併で設立された。その後、通貨危機直前の97/7にパートナー側の要請により株式を買取り、出資比率は96.4%となっている。現在、従業員は1,700名、日本人派遣は6名である。売上は50億円程度で、全量親会社に納入している。

業況は操業以来好調で、現状は生産が間に合わない状況にある。当社の昨年の生産量は97年に対し3.5倍に増加している。受注増に対応しこれまで第二、第三工場と拡張してきたが、今年中に新工場の建設に着手する予定である。

A社の販売品目数は160アイテム位で、主に業務用の冷凍食品を生産している。現在、数量的にはエビフライ(パン粉を付けて冷凍したもの)、たこ焼き(日本のコンビニ向け)、点心類などが中心であるが、メニューの交替は激しい(表4)。

A社は設立時から、「日本でも中国でも作れないもの」をコンセプトに、大量規格品ではなく1つ1つ手作業で作る冷凍食品を手がけてきた。A社のこうした取組み姿勢は、日本の外食産業やコンビニ等が求める製品差別化ニーズともマッチし、A社の販売拡大につながった。現在では、外食産業、居酒屋向けのメニューを相手側と一緒に開発する体制が出来上がっている。またA社が顧客から得た高い評価が、親会社の国内他工場の販売促進にもつながっている。

	1997	1998	1999	2000	2001
生産数量(9年=100)	100	164	187	220	353
あじフライ	15.9	11	11.3	12.6	6.4
えびフライ	49.9	35.7	36.3	24.5	21.4
その他フライ	7	6.8	5.9	8.6	7.1
天ぷら他	4	4	2.2	4.6	3.8
粉皿品	4.6	3.6	2.5	5.3	1.7
調理皿品	1	2.2	1.9	5.4	3.5
水産皿品	2.2	0.5	0.4	0.9	0.3
たこ焼き類	11.8	25.3	19.3	22.6	36
点心類	1.5	9.9	19.6	14.7	19.4
日本以外	2.1	1	0.6	0.8	0.4

資料 本社資料より

いもの」をコンセプトに、大量規格品ではなく1つ1つ手作業で作る冷凍食品を手がけてきた。A社のこうした取組み姿勢は、日本の外食産業やコンビニ等が求める製品差別化ニーズともマッチし、A社の販売拡大につながった。現在では、外食産業、居酒屋向けのメニューを相手側と一緒に開発する体制が出来上がっている。またA社が顧客から得た高い評価が、親会社の国内他工場の販売促進にもつながっている。

中国との競争についてA社は、差別化を強める形でむしろプラスに作用したとみている。確かに価格競争はきつくなっているが、当社の「日本でも中国でも作れないもの」が奏功し、影響は限定的であるという。A社の製品単価はキロ530円で、輸入実績統計でみた中国産の377円/キロ、タイ産の463円と比べて相当高く、高付加価値品への特化がうかがえる。

タイでの冷凍食品生産のメリットとして、質が良い安い労働力がある。A社のワーカーの日賃金は、165バーツ(1バーツ=約3円、500円弱)で残業代(5割増)を加えると300バーツ前後である(年間労働日は300日位)。賃金コストは日本の1/20位で、中国沿海部と余り変わらない水準である。当社が設立された90年の日賃金は100バーツ程度だったが、為替が1バーツ=5.5円だったので名目賃金では現在と変わっていないという。

しかし、賃金の優位性だけでは日本の市場が求める製品をタイムリーに安価に供給する「現場」をタイに作り上げることは難しい。例えば、日本向け冷凍食品のレベルは高く、作り方も微妙である。特にタイ人にとって、食味の違いを理解してもらっただけでも大変だったという。

その対応の一つとして、A社には日本に6ヶ月間研修に行く制度がある。2年間働くこと応募資格がもらえるが、希望者も多々労働のインセンティブになっている。この制度を通じ、日本への理解が広がるとともに、技能向上や定着率を高める効果があった(研修後は2年間の勤続義務がある)。

このような地道な取組みを積み重ねることで、「丁寧な仕事」をする効率的工場をタイに作ることにA社は成功している。手作業を中心にした熟練の蓄積は、陳腐化リスクを抱えるライン投資を抑えつつ、市場ニーズに即応することでA社の競争力の源泉となっている。

3. ベトナムの日系企業

再評価されるベトナム投資

ベトナムは1986年から「ドイモイ(刷新)」政策により市場経済への移行、対外開放に踏み出し、その効果が本格化した90年代前半に入ると外国投資も大きく伸びた。日系企業のベトナム投資も90年代半ばに大きく盛り上りをみせた(図2)。

ベトナムが持つ魅力として、能力が高く低廉な労働力、7,800万人の人口、豊富な天然資源(油田の存在)等、外資はベトナムをややパラダイス的な潜在市場とらえていた。だが現実には、投資環境整備の様々な立遅れ、市場規模の小ささ等、期待先行のブームは剥落し、97年通貨危機の発生もあってベトナムへの直接投資は一挙にシュリンクした。

しかし、ここ数年再びベトナムの評価が上昇、90年代半ばに比べると本格回復といえないものの、投資は着実に増加してきている。日本からベトナムへの新規投資は昨年40件、金額1.63億ドルで一昨年に対し倍増した。

この背景には、90年代半ばの直接投資の大幅な落込みと中国の台頭が危機感となり、ベトナム側の外資政策がドラスティックに改善させた点大きい。現地日系企業数社へのヒアリングでも、ベトナムの投資環境は改善されてきているとのこと

だ。

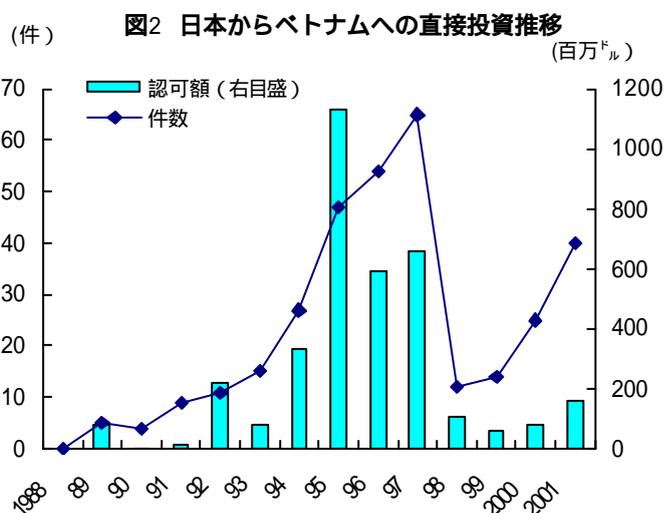
例えば、従来投資認可は1年位かかったが、現在は1~2週間前後で取得できるようになっている。また、合併事業における取締役会での全員の一致原則の緩和、外貨バランス義務(輸入に必要な外貨を輸出等でバランスさせる)廃止等の規制緩和も進んでいる。

ベトナムの投資事業環境は、依然問題も多いものの「遅々として進んでおり」、また「政府は聞く耳を持っているので粘り強く交渉することが重要」であるという。(JETRO ホーチミン)。

中国集中のリスクヘッジ先としてのベトナム

昨年の日本からのベトナムへの投資は、北部ハノイ周辺に集中、キャノン、デンソー、住友ベークライトなど大型案件が相次いだ。こうした大企業のベトナム進出は、中国一極集中のリスクを回避するという要因が働いている。

大手企業は、中国内に複数の拠点をもち設備増強を図るところが多いが、突然の政策変更等、中国の事業運営のリスクをヘッジしたい意向がある。その対象として、ベトナムはインドネシア、フィリピンのような社会的な不安がない、またタイと比べて労働コストが低い等の点から選択されて



資料 ジェトロ資料より作成

いる。

もう一つ、日系企業では ASEAN 内での生産拠点再編から、事業をベトナムに移管する動きがある。例えば、高度管理部門をシンガポールに残し労働集約部分をベトナムに移転するとか、マレーシアが高コストなためベトナムに事業全体を移す等の事例がある。

また、中小企業ではまさに生き残りを賭け、最初の進出先としてベトナムに出るところも多くなっている。「中国はリスク等が不透明なのでベトナムに行ってみる」という動機など、中国ブームの余波が作用しているといえよう。

ベトナム人ワーカーへの高い評価

ベトナム進出企業は、共通してベトナム人の低廉で質の良い労働力を高く評価している。

ベトナム人ワーカーは、「器用で目がいい、教えたことを守る、中国より上ではないか」(大手下着メーカー)「ベトナム人は頭がいい、コンピュータスキルが高い」(食品メーカー)「質は日本人より高い」(ベトナム人は視力がいいこともあり人間が機械を代替している。その方が正確だし、コスト節約になる」(大手家電メーカー)など、どのヒアリング先も高く評価していた。

ベトナム政府は労働集約製品の輸出については、労働力の質の高さや中国との差別化を図る観点から、中国製より「高品質でやや高めの価格帯」を狙う意向があるようだ(例えば、5ドル位のTシャツ)。中国の場合、大量生産による低価格実現を重視し、労賃上昇を抑えるために人の入れ替えを頻繁に行う傾向があり、そのため技能の蓄積が少なく少し仕事が雑になってきている」との声も出ているという。これに対して、「ベトナムの仕事は丁寧で、日本に対する感情的なもつれもないため素直な取引が出来る」メリットもあるという(JETRO ホーチン)。

ワーカーに対する高い評価の一方、ベトナムでもやはり技術者、管理職のレベル、不足等の指摘が多かった。長い戦争とその後の統制経済からくる経験不足が響いている。ただ、近年「越僑」として国外に流出していた優秀な人材(米系が多い)が大分戻ってきており、ベトナムの経済発展に対し、影響を及ぼし始めている。

ある日系の大手電機メーカーは、輸出向け部品製造だけでなく設計、マーケティングも現地化し、自立させようと試みている。ベトナムは潜在的に人的能力の高い国だけに、こうした取組みが定着すると、企業の進出先としてより興行きが広がってこよう。

大手下着メーカーB社の事例

最後にベトナムにおける輸出型の日系企業について、大手下着メーカーB社の事例を紹介しておきたい。

B社の親会社は、厳しい市場環境に対応するため、ブランド力の強化を図るとともに、国内直営店事業と海外生産を推進し、収益構造を改革しようとしている。ベトナムのB社は、組織的には親会社量販本部の下で、ローコスト生産を担う役割が期待されている。

ベトナム以外のアジアでは、中国を生産・販売市場としても最重視しており、北京、広東省に独資で進出している。また、合併でタイ、インドネシア、フィリピン、マレーシアに生産拠点がある外、韓国、台湾に販社がある。

B社のベトナムへの進出は1997年で、経営の独立性を維持したかったため独資で行った。工場は、ホーチン市に隣接するビエンホア省内の工業団地に立地している。従業員は625人で、男性17名(主に機械修理担当)を除いて全て女性である。日本人派遣は2名。

親会社の製品は、主にデパート向け高価格帯

ブランドと量販店向け中価格帯の2ブランドがあるが、ベトナムでの生産は全て後者で、当該ブランドの25%程度を占める。生産量は6品種、年間280万枚で、全量輸出で主に日本、台湾、韓国、香港、フランス向けである。B社は生産量の10%を現地で販売するライセンスを持つが、現状ベトナムは市場とはなっていないとの見方である。

下着生産は非常に労働集約的で、ワーカーには丁寧な仕事と仕様変更等に対する柔軟な対応が求められる。また、B社に対しては、親会社から毎年加工賃の引下げの要求がある。こうした課題に対しベトナム人の能力は十分高く、コスト的にも競争力があり、当社は順調な生産増と利益を実現している。

B社は採用にあたり、経験者は意識的に採用しない方針にしているが、これは自社のチーム中心のやり方を定着させたいためである。製品の出来具合が、丁寧かどうかは教え方次第、親会社の広州工場の不良品発生率は1%を切るが、合併からスタートした北京では3%と高い。ベトナムは1%以下であるという。

低い労賃コストと自社の仕事のやり方を現地に定着させたことが、B社の強みとなっている。従業員の賃金は、月100万ドン弱約8,000~8,500円程度である。ボーナスは2ヶ月程度、土曜日は月2回休みである。ホーチミンでの賃金水準は、外資系で100万ドン位が多く、地方ではその半分になる。

B社の雇用契約は1年毎だが、現状は自動的に更新している。当社は、ベトナムの賃金水準は絶対的には低いものの、年々3~5%ずつ上昇しており、将来的には賃金コストを抑える措置が必要になるかもしれないとする。台湾系企業などでは、毎年一定数の人員入替えを実施し、賃金コストを抑えている。

B社にとりベトナムでの最大の問題は、川上産

業がないため部材を全て中国から輸入しなければならない点である。現地で調達できるのは、ダンボール位だという。製品コストに占める労務費の割合は3割程度で、材料費の占めるウエイトが高いためにコストダウンには限界がある。ASEANではタイの素材産業が発展しており、綿、ナイロン繊維等の入手可能である。

B社に限らず、ベトナムでは現地調達の難しさが産業発展の大きな障害になっている。家電大手メーカーでは、マレーシアから部品を輸入する際、「キッティング」(kitting)という形で生産に必要な数量だけ数えてセットで輸入する義務があり、コスト負担になっている。

現地調達比率を上げるためには、ベトナムがAFTAに参加し、ASEAN全体で素材調達、製造、販売先として一体化していくと、ベトナムにとっても、現地進出企業にとっても大きなメリットがある。ただし、国内に競争力のない国営企業が多いベトナムにとって、これはセンシティブな問題でもある。

若干のまとめ

今回タイ、ベトナムの日系企業のヒアリングを通じ強く感じたことを、幾つか列挙しまとめとした。

第一に、訪問した現地日系企業が日本の下請け工場との位置付けではなく、日本と同等以上に効率的な工場になっていることである。通貨危機後、ASEANの日系企業はほとんど撤退せず、事業構造の転換等を通じ競争力の改善を図ることで、むしろ戦略性を高めた。

第二に、ASEANにとって、中国が台頭したことは触媒的な効果を生んでいるように思える。日系企業の裏庭的な存在であったASEANにとり、強力なライバル中国が現れたことは、それぞれの強み弱みを再認識し、これまで以上に事業の再

構築を大胆かつスピードアップする契機になったといえよう。その結果として、今後両者の間で棲み分けが進み、相互に市場を与え合うような関係も強まってくると期待できる。

第三に、日系企業の現地生産は、アジアを中心に今後加速度を増すと予想される。前述のような競争環境を通じ、ASEAN、中国におけるモノ作りの現場はより効率的になり、内需も着実に広がってこよう。こうした過程そのものが、日系企業の現地生産拡大の動きと相互促進的に進行していくと考えられる。これと同時に、日本国内での事業再編圧力は続くと思われる。

第四に、大手だけでなく中小企業でもアジアに複数の拠点を持つことが当たり前になりつつある。「ASEAN か中国か」という発想はナンセンスとなり、自社の強みを積極的にアジアで定着させることで事業拡大を志向する中小企業が増加してくるとみられる。

以上のようなことは、いわゆる「空洞化」を通じ日本経済の利害と様々な対立を生むことは避けられない。しかし、おそらく日本の製造業の生き残る唯一の方法が、低コストで良質な製品を作る取組みを徹底することだとすれば、その最適な生産現場が国内かASEAN、中国かはますます二次的なことになってくる。

日本経済の活性化のためには、日本の企業が事業再編を大胆に進める一方、「海外の工場」で得た利益をプラスサムの日本にもたらすビジネスモデルが多く生まれることが望まれる。

(室屋有宏)