

金融市場

2003.3

潮流

都心回帰現象を経済再生に活かす …… 1

情勢判断

国内金融

国債相場の安定条件にもチェックは必要 … 2

国内経済

個人消費伸び率鈍化の背景 …… 5

海外経済金融

米国設備投資を巡る最近の環境変化 …… 7

今月の焦点

金融再生プログラムと主要銀行の取組み … 9

郵政公社の資金運用 …… 13

米国における住宅ローン貸出市場の変化と将来像 … 17

2003年度改訂経済見通し

総論 …… 24

所得・雇用環境 …… 29

民間個人消費 …… 30

民間設備投資 …… 31

公的固定資本形成 …… 32

外需 …… 33

民間住宅投資 …… 34

物価 …… 35

国際商品市場 …… 36

郵政公社 …… 37

米国経済 …… 38

海外の話題

中国社会の若返り …… 39

農林中金総合研究所

潮流

都心回帰現象を経済再生に活かせ

都心回帰をともなった東京一極集中の動きが続いている。これまでは、ドーナツ化現象、すなわち東京都の人口が減少するなかで周辺3県（千葉、埼玉、神奈川）の人口が増加し、全体として首都圏に人口が集中していた。今回は、周辺3県の増加に加えて東京都の人口が増加し、特に、中央区や港区、千代田区といった都心部の増加が特徴的である。

都心回帰現象をもたらしている最大の原因は、地価下落と土地供給の増大である。2002年の東京都住宅地公示価格は、90年（バブル期）の水準の44%まで下落しており、また、企業のリストラで工場跡地などの土地供給が増加し、これらがマンション建設に利用されている。住宅価格の下落で短時間通勤や都市生活の快適さを選好する住宅購入者が増え、2002年の東京都新設住宅着工戸数は90年の8割程度の水準まで回復し、マンションなどの分譲住宅に限っていえばバブル期を上回っている。

また、都心部ではマンション建設だけでなく、商業用ビル建設なども増えている。新丸ビルに代表される丸の内再開発や汐留地区、六本木地区再開発などによって、高層ビルの建設が進んでいる。地価下落や企業のリストラの動きに加えて、更新期の近づいたビルが多いことや、容積率緩和などの都市開発にかかる規制緩和がこうした動きを後押ししている。

マンションや商業用ビルの建設増加の動きをみると、東京都の経済は活況なのではないかという思いが湧いてくるが、そうした観点から東京都の経済指標をみると、住宅建設は増えているものの、家計消費支出や大型小売店販売高は前年割れが続くなど消費は総じて弱含みであり、常用雇用指数も前年比マイナスで全国平均よりも悪い。都心回帰や都市再開発の動きが経済活性化に十分につながっているとは考えにくい。

その理由として、経済拡大の連鎖が働いていないことが考えられる。工事を行う建設会社は、東京での事業量は増えてもその他地域の減少で全体の売上高は増えず、利益を上げて借入金の返済に回って新規の投資には向かわないかもしれない。住宅の購入者は、住宅ローンの返済を重視して消費を節約している可能性もある。また、商業用ビルの建設にしても、建設ラッシュは港区や品川区、中央区等の特定地区に限られ、その他地域では低迷しており、新設のビルはテナントが埋まるが、一方で既存ビルの空室率が上昇するなどゼロサムゲームに終始している（この延長に2003年問題がある）ことなどがあろう。

東京は、流通や金融、各種サービス業などにおいて国際都市としての発展が望まれており、都市再生特別措置法の施行で今後数年間にわたり再開発が続き、ビル建設等が行われる見込みである。都心回帰や都市再開発の動きを経済再生に活かすには、ゼロサムゲームから脱却し、経済拡大の連鎖を育てていかなければならない。そのための方策の一つは、オフィスビルの需要拡大策として、外資系企業を呼び込むことである。外資系企業が進出すれば、住宅需要や雇用が増えて消費も増える。外資誘致に関して、法人税軽減などの財政措置が難しいとすれば、有効なのは一層の規制緩和である。構造改革特区政策などを活用し、特定の地域に一定分野に限って大胆な規制緩和を行い、ビル供給増加に対応する需要を確保するなど、経済再生に結びつける工夫が必要である。

（主席研究員 鈴木 博）

情勢判断

国内金融

国債相場の安定条件にもチェックは必要 株式投資は当面のリスクに加え需給にも悪さ

要 旨

デフレ環境と運用難など国債相場の安定条件が一変する可能性は小さく、基本的に高値相場の継続が見込まれる。ただし、堅牢・長期的と思われる安定条件が軟化するリスクにも注意が必要だろう。

株式相場は、03年度の業績展望が不透明であり、需給的にも悪さが継続する可能性がある。イラク情勢の落ち着き、世界経済の反転を待つ必要がある。

為替相場については、ドル安材料が当面多いが、円高を抑制しようとする当局のスタンスから、ドル円相場もレンジを外れる可能性は小さいと考える。

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			
	1月(実績)	3月(予想)	6月(予想)	9月(予想)	12月(予想)	3月(予想)
無担コール 翌日物	0.001	0.001~0.01	0.001~0.01	0.001~0.01	0.001~0.01	0.001~0.01
TIBOR ユーロ円(3ヶ月)	0.0983	0.10±0.02	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	1.375
新発10年国債利回	0.810	0.85	0.95	0.90	1.10	1.20
為替(円ドル)相場	119.205	117.5	120.0	125.0	127.5	130.0
日経平均株価	8339.94	9,250	9,750	9,250	9,500	10,000

(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

1月30日に新発10年国債利回りは0.765%まで低下。しかし、政府・金融当局者の相次ぐ金利低下の行き過ぎ発言をきっかけに、国債相場は水をさされた格好となり、高値警戒感が意識されることとなった。この後、2月4日の10年国債入札が低調に終わったことから、取りあえずの上値を確認する形となった。

その半面で、0.9%レベルでは押し目買い需要も見られており、相場となっている。

ニューヨーク(NY)株式市場でダウが8,000ドル割れとなり、米国経済の先行き不安が意識される中、株価は1月末にかけて続落。外国人投資家の売りに加え、持ち合い解消売りや年金基金の代行返上に伴う換金売りも言われた。TOPIXが6日続落となるとともに、日経平均株価はバブル崩壊後の最安値(8,303円)寸前まで下げた。しかし、公的資金と見られる買いから、先物主導で反発。個人投資家の低位株物色

やヘッジファンドの株の買い戻しもあり、需給好転からやや安心感を取り戻している(図1)。

図1 足元の株価、国債利回りの動向



為替相場は、対イラク情勢の緊迫化がドル売り材料となっており、ユーロ・ドルは一時1.09を超え99年10月以来の高値。これに対し、ドル円相場は介入警戒感が強く、ドル売りが続かず、120円をはさむレンジ内の動きが継続。

原油価格は、NY原油先物（WTI）が37ドル/バレルまで上昇。

（以上の金融証券市場や経済指標の動向は、当社HPの「Weekly 金融市場」を参照されたい）

金融市場の見通しと注目点 債券相場 = 安定条件多いが、予断は禁物

国債相場の安定条件となっているのは、デフレ環境のもとでのゼロ金利政策の継続性と、リスク回避・流動性重視の消去法的な投資スタンスである

デフレ環境については、事態が一変する見通しは立ちにくい。当社見通しでも03年中は消費者物価の下落率は縮小こそするものの、マイナスは残ると見ている。この点から、03年度中、ゼロ金利政策に変更は無いだろう。

しかし、01年後半から02年前半にかけて物価下落が加速していたことと足元の状況は相違している。財物価が横ばい推移しており、サービス価格も公共料金的なものを除けば下落がとまりつつある。景気低迷は続こうが、海外・国際市況要因、企業の価格設定見直しなどに伴ってデフレの緩和傾向が進展する可能性には留意であろう。

また、新発10年国債利回りが1%を大きく下回る水準に低下する中で、期待リターンが下がる一方、想定リスクが上昇することにより、国債への投資スタンスが慎重化するの避けられない。ゼロ金利政策のもとで、消去法での国債投資に変更が生じることは当面予想しにくいが、少なくとも上値買いは抑制されよう。

国債保有残高についても、地銀は02年12月まで漸増を保っているものの、生保は減少に転じ、都銀は下期に入り残高圧縮を進めている。3業態

の国債保有残高はピークであった02年8月から12月末までに 8.3兆円減少している（図2）。残高圧縮の動きは利食い売却という側面も大きい。保有残高が再度、増加するには、改めて投資シナリオが必要だろう。

財政悪化についても無視は。03年度内でも補正予算の早期編成による歳出増に加え、税収不足の可能性（当社試算では名目成長率が0.5%低下すると 1.5~2兆円の税収減）から国債増発リスクが注意する必要がある。

当面、国債相場の安定条件は多く高値相場の可能性は大きい。デフレ環境と金融機関の投資スタンス、財政状況についての判断に予断を持ち過ぎるリスクも考えたい。

株式相場 = 業績不透明 + 需給悪継続

アナリスト予想による03年度業績予想は、2割以上の増益見通しである（図3）。

しかし、対イラク武力行使による世界経済の心理圧迫 景気悪化の不安も残り、世界的に株式投資リスクには敏感になる期間が続く。

需給的にも、持ち合い解消売りが継続すると見込まれることに加え、代行返上する年金基金は03年度も多だろう。さらに郵政公社は株式投資を見送る計画である。個人をのぞけば、売りの受け皿となる投資主体が見出せず、需給の悪さが投資家心理を圧迫するだろう。

為替相場については、ドル円で基本的な想定レンジを115~125円/ドルとする予想を継続する。イラク攻撃など国際情勢の不安定化と米国の財政・貿易の「双子の赤字」懸念を背景に、米国内でもドル安政策への圧力は確かに強いが、日本の通貨当局は円高に強い姿勢で臨むだろうし、米国等海外の一定の理解も得やすい。円の上値は限定的と考える。（03.02.19 渡部 喜智）

図2 都銀等の国債運用ウエイトの動向

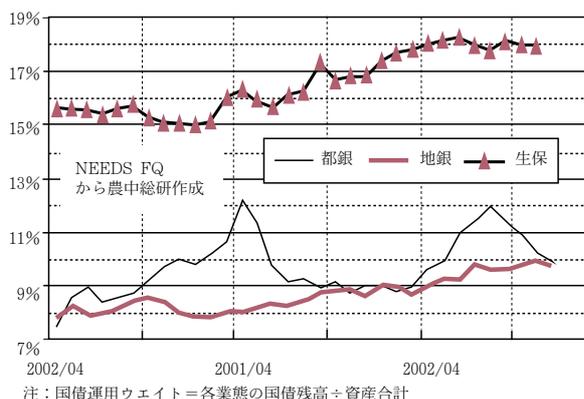
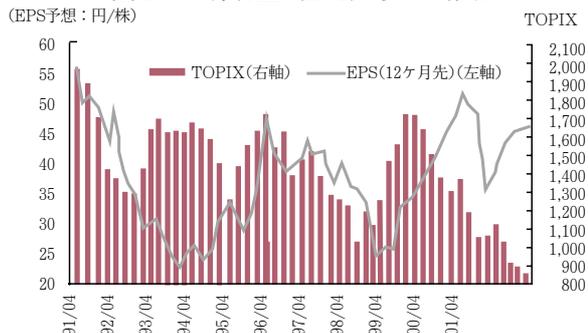


図3 一株利益（EPS）予想の推移



最近の金融市場関連データ一覧 (調査第二部 国内経済金融班)

	長期金利				短期金利			外国為替					内外株価指数				その他			
	新発10年物国債利回り	債券先物10年物期近価格	債券先物10年物期近利回り	金利スワッププレート5年物(円-円)仲値	無担保コール翌日物	TIBORユーロ円3ヵ月	LIBOR円・3ヵ月	TIBORユーロ円6ヵ月	円・ドル相場銀行間直物17:00	円・ドル相場銀行間直物中心値	N.Y.日本円・終値・仲値	N.Y.ユーロ・終値・仲値	ロンドン・ユーロ(米ドル)・仲値	日経平均(225種)	TOPIX終値	NYダウ工業株30種平均終値	ナスダック株価指数	米国財務省証券10年物国債利回り	NY金先物価格・期近	NY WTI原油先物価格・期近
02/12/31							0.0650				118.75	1.0495	1.050			8,341.63	1335.51	3.81	348.2	31.20
03/1/2							0.0688				121.35	1.0355	1.037			8,607.52	1384.85	4.03	346.5	31.85
03/1/3							0.0638				119.70	1.0425	1.042			8,601.69	1387.08	4.01	351.6	33.08
03/1/6	0.905	1.42	1.267	0.330	0.002	0.0967	0.0600	0.0983	119.26	119.30	119.20	1.0465	1.048	8,713.33	860.07	8,773.87	1421.32	4.05	352.1	32.10
03/1/7	0.900	141.99	1.268	0.340	0.002	0.0967	0.0625	0.0983	119.56	119.45	120.45	1.0410	1.042	8,656.50	853.93	8,740.59	1431.57	4.00	347.7	31.08
03/1/8	0.885	142.07	1.262	0.330	0.002	0.0967	0.0606	0.0983	120.14	120.15	119.10	1.0495	1.039	8,517.80	839.55	8,595.31	1401.07	4.01	354.3	30.56
03/1/9	0.845	142.07	1.262	0.340	0.002	0.0967	0.0644	0.0983	118.84	118.90	119.30	1.0490	1.048	8,497.93	839.33	8,776.18	1438.46	4.17	353.7	31.99
03/1/10	0.865	142.81	1.282	0.350	0.002	0.0967	0.0650	0.0983	119.72	119.54	119.20	1.0585	1.054	8,470.45	837.70	8,784.89	1447.72	4.13	354.9	31.68
03/1/13							0.0650				118.10	1.0540	1.056			8,785.98	1446.04	4.12	355.1	32.26
03/1/14	0.870	141.71	1.290	0.350	0.002	0.0975	0.0638	0.0983	118.90	118.90	118.10	1.0555	1.059	8,553.06	845.90	8,842.62	1460.99	4.08	352.4	32.37
03/1/15	0.855	142.25	1.247	0.330	0.002	0.0975	0.0600	0.0983	118.08	118.05	118.15	1.0565	1.059	8,611.75	855.66	8,723.18	1438.80	4.06	351.1	33.21
03/1/16	0.830	142.35	1.239	0.330	0.002	0.0975	0.0625	0.0983	118.04	118.20	117.75	1.0620	1.058	8,609.17	856.30	8,697.87	1423.75	4.08	358.1	33.66
03/1/17	0.825	142.41	1.235	0.320	0.002	0.0975	0.0625	0.0983	117.99	118.00	117.80	1.0670	1.066	8,690.25	859.25	8,586.74	1376.19	4.01	356.8	33.91
03/1/20	0.825	142.45	1.232	0.320	0.002	0.0975	0.0625	0.0983	118.15	118.20			1.067	8,558.82	853.90					
03/1/21	0.820	142.44	1.232	0.320	0.002	0.0975	0.0613	0.0983	119.02	118.80	118.10	1.0730	1.068	8,708.58	863.90	8,442.90	1364.25	3.97	357.5	34.61
03/1/22	0.805	142.54	1.224	0.310	0.002	0.0975	0.0600	0.0983	118.17	118.15	118.25	1.0735	1.071	8,611.04	863.64	8,318.73	1359.48	3.91	359.9	32.85
03/1/23	0.800	142.58	1.221	0.310	0.001	0.0975	0.0588	0.0983	118.22	118.70	118.15	1.0745	1.076	8,790.92	854.06	8,369.47	1388.27	3.94	364.7	32.25
03/1/24	0.810	142.72	1.210	0.300	0.001	0.0975	0.0575	0.0983	117.85	117.98	117.80	1.0830	1.082	8,731.65	854.43	8,131.01	1342.14	3.92	368.4	33.28
03/1/27	0.795	142.84	1.201	0.300	0.001	0.0975	0.0594	0.0983	117.83	117.85	118.50	1.0850	1.083	8,609.47	850.03	7,989.84	1325.27	3.96	369.4	32.29
03/1/28	0.785	142.88	1.198	0.300	0.001	0.0975	0.0588	0.0983	118.84	118.57	118.65	1.0825	1.084	8,525.39	841.12	8,088.84	1342.18	3.97	370.0	32.67
03/1/29	0.775	142.93	1.194	0.300	0.002	0.0975	0.0606	0.0983	118.14	118.15	118.35	1.0840	1.087	8,331.08	825.72	8,110.71	1358.06	4.02	366.3	33.63
03/1/30	0.765	143.11	1.180	0.290	0.001	0.0975	0.0600	0.0983	118.77	118.60	119.00	1.0815	1.076	8,316.81	825.16	7,945.13	1322.35	3.96	369.7	33.85
03/1/31	0.810	142.79	1.205	0.300	0.001	0.0975	0.0613	0.0983	119.21	118.95	119.90	1.0770	1.074	8,339.94	821.18	8,053.81	1320.91	3.96	369.1	33.51
03/2/3	0.825	142.83	1.202	0.300	0.001	0.0975	0.0613	0.0983	120.49	120.15	120.25	1.0785	1.074	8,500.79	837.70	8,109.82	1323.79	3.99	371.6	32.76
03/2/4	0.850	142.56	1.223	0.310	0.001	0.0975	0.0600	0.0983	120.15	120.30	119.70	1.0890	1.087	8,484.90	844.26	8,013.29	1306.15	3.92	379.9	33.58
03/2/5	0.870	142.48	1.229	0.320	0.001	0.0975	0.0625	0.0983	119.32	119.60	120.05	1.0780	1.083	8,549.85	845.29	7,985.18	1301.50	3.99	377.2	33.93
03/2/6	0.855	142.50	1.228	0.320	0.001	0.0975	0.0625	0.0983	119.82	120.00	119.85	1.0825	1.084	8,484.19	839.95	7,929.30	1301.73	3.94	370.7	34.16
03/2/7	0.840	142.63	1.217	0.310	0.001	0.0975	0.0600	0.0983	120.16	119.70	120.25	1.0820	1.082	8,448.16	839.11	7,864.23	1282.47	3.92	370.5	35.12
03/2/10	0.820	142.78	1.206	0.300	0.002	0.0975	0.0581	0.0983	120.33	120.45	121.30	1.0730	1.077	8,484.93	842.69	7,920.11	1296.68	3.97	364.2	34.48
03/2/11							0.0581				121.05	1.0735	1.072			7,843.11	1295.46	3.95	363.0	35.44
03/2/12	0.840	142.52	1.226	0.320	0.001	0.0975	0.0581	0.0983	120.81	120.75	121.40	1.0710	1.074	8,664.17	857.23	7,758.17	1278.97	3.91	353.0	35.77
03/2/13	0.835	142.56	1.223	0.310	0.001	0.0975	0.0569	0.0983	120.77	120.95	120.60	1.0830	1.083	8,599.66	853.01	7,749.87	1277.44	3.87	357.7	36.36
03/2/14	0.835	142.64	1.217	0.310	0.001	0.0975	0.0594	0.0983	120.41	120.40	120.62	1.0790	1.079	8,701.92	858.05	7,908.80	1310.17	3.95	352.2	36.80
03/2/17	0.870	142.35	1.239	0.330	0.002	0.0967	0.0594	0.0975	120.43	120.50			1.074	8,771.89	861.70					
03/2/18	0.870	142.39	1.236	0.320	0.001	0.0967	0.0588	0.0975	119.37	119.25	119.05	1.0690	1.069	8,692.97	856.70	8,041.15	1346.54	3.94	344.3	36.96
03/2/19	0.865	142.48	1.229	0.320	0.001	0.0967	0.0575	0.0975	119.03	119.05	118.75	1.0745	1.074	8,678.44	853.59	8,000.60	1334.32	3.88	350.0	37.16
03/2/20	0.855	142.63	1.217	0.310	0.001	0.0967	0.0575	0.0975	118.92	118.90	118.30	1.0825	1.082	8,650.92	849.35	7,914.96	1331.23	3.86	353.1	36.79
03/2/21	0.825	142.85	1.200	0.300	0.001	0.0958	0.0600	0.0975	118.34	118.37	118.65	1.0775	1.081	8,513.54	840.11	8,018.11	1349.02	3.89	351.8	35.58

(日経NEEDS FQから農中総研作成社ホームページ上の「weekly 金融市場」で更新されます)

※空欄は原則休場日でデータなし

国内経済

個人消費伸び率鈍化の背景

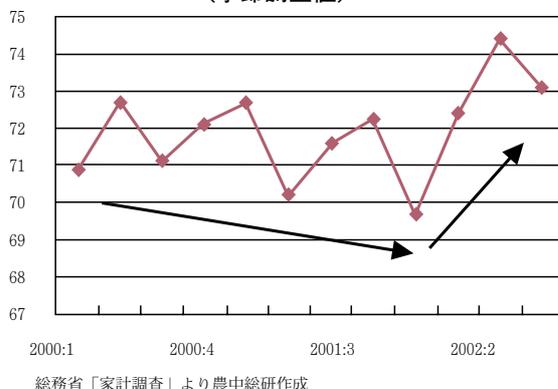
消費性向が低下

2002年の景気回復を支えているのは予想外に堅調な個人消費である。賃金の伸び悩み、ボーナスの減少にもかかわらず、GDPの家計等民間最終消費、いわゆる個人消費は2002年10～12月期まで5期連続で前期比実質増加を続けている。

しかし2002年10～12月の実質伸び率は+0.1%まで低下し、名目伸び率では0.4%と5期ぶりのマイナスに転落した。百貨店、スーパー、新車登録台数など消費の個別指標はいずれも悪化しており、景気を支えてきた消費に腰折れ懸念が強まっている。

家計が所得のうちどれだけ消費に使っているかを示す消費性向（消費支出÷可処分所得、サラリーマン世帯）は2002年1～3月期まで減少傾向をたどっていたものの、その後急速に上昇し、7～9月期には9年ぶりとなる74.4%に達した。所得が減少する中で、生活を切り詰めることは容易ではないため、必然的に消費性向が上昇したことが考えられる。このほかにも2002年6月に行なわれたサッカーの世界カップや夏の猛暑で押し上げられた面もあろう。10～12月期はやや消費性向は低下したものの、まだ73.1%と高止まりしているように見受けられる（図1）。

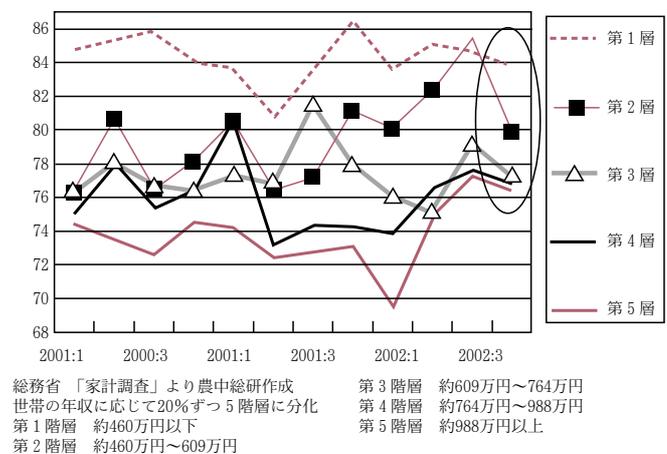
図1 サラリーマン世帯の消費性向
（季節調整値）



しかし年収順に家計を20%ずつ5階層に分けて所得階層別に10～12月期の消費性向をみると、

全階層で消費性向は低下しているものの、年収の多い第4、第5階層は4～6月期よりもまだ高いのに対して、年収の少ない第1、2階層はそれを下回るまで低下している。（図2）。

図2 所得階層別消費性向（季節調整値）

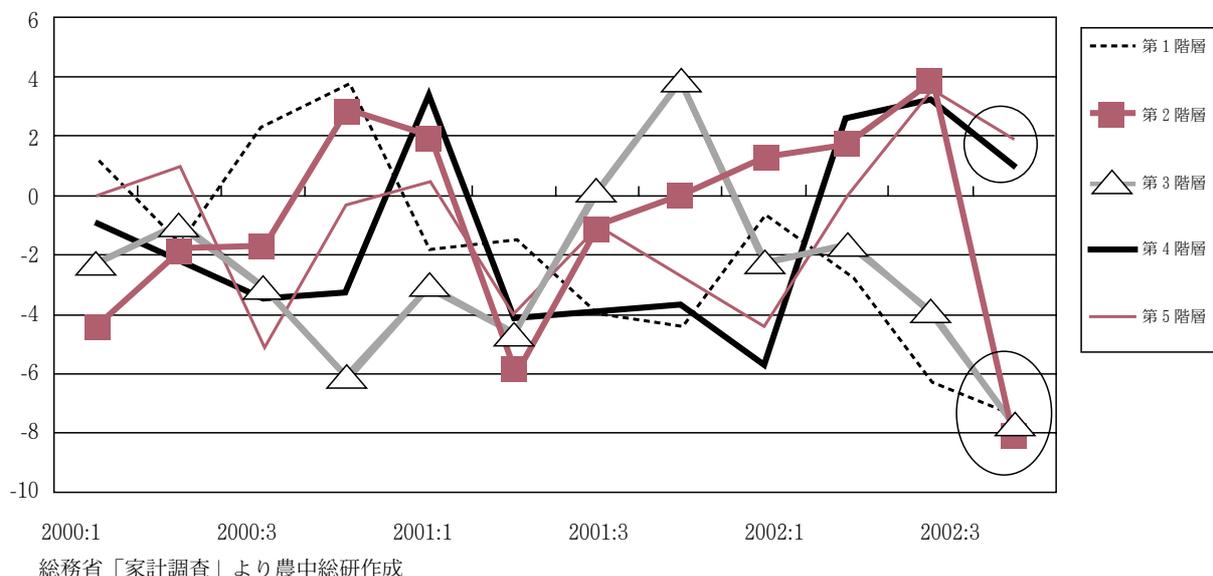


所得階層別に10～12月期の消費支出をみると、さらにその差は顕著である。第4、5階層は依然前年を上回って増加しているのに対して、第1、2階層は前年を下回り、その下げ幅をますます拡大している（図3）。このように所得が比較的高い層の消費はまだ堅調だが、所得が比較的低い層の消費が急速に悪化してきていることが考えられる。

雇用情勢と社会保険料・税負担が圧迫

このように所得層によって個人消費・消費性向の差が出た理由として第一に考えられるのは、第1、2階層の世帯で職を失う人が増え、所得の落ち込みが著しくなっていることである。所得階層別に世帯あたりの無職者人数をみると、第1、2階層平均は2期連続で増加し+0.01%ポイント上昇しているのに対して、第4、5階層平均は2期連続の減少で0.26%ポイント低下し、対照的な動きをしている。このために、第1、2階層の収入は2002年10～12月期に前年比6.5%と過去10年間で最も大きく落ち込んだ（図4）。

図3 所得階層別消費支出の前年比伸び率



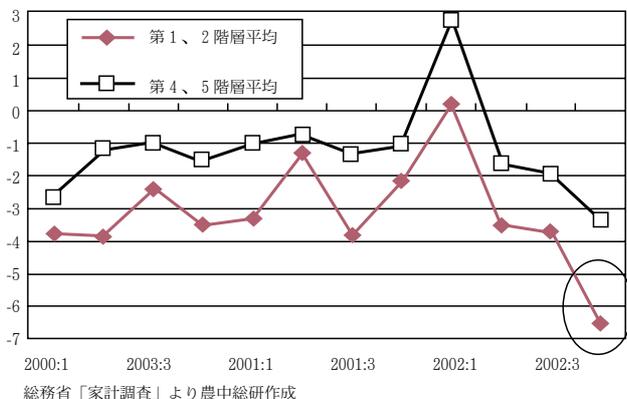
第二は、社会保険料負担と直接税負担が第1、2階層の所得を圧迫しているのではないかとのことである。収入に占める社会保険料の比率は、2002年10～12月に第1、2階層平均が第4、5階層平均を10期ぶりに0.2%ポイント上回るようになった。また第1、2階層では所得減税の行なわれた1999年度以降、直接税の負担率は緩やかな低下にとどまっているが、第4、5階層では直接税の負担率の低下は大きく、結果的に1999年4～6月には第1、2階層平均の直接税負担率は第4、5階層平均よりも5.5%低かったが、2002年10～12月にはその差は4.4%にまで縮まった。

このように第1、2階層では第4、5階層と比較して、所得雇用環境が悪化して収入自体が減少している上、社会保険料や直接税の負担が重いのしかかって可処分所得が減少していることが、結果的に消費支出の差となって現われていると思われる。

今後は、第4、5階層といった比較的所得の多い層の消費支出増加が継続するかどうか個人消費と国内景気動向の鍵を握るといえよう。

(名倉 賢一)

図4 所得層別実収入前年同期比増減率%



米国設備投資を巡る最近の環境変化

要 旨

- ・設備投資増加率（前期比年率）は2002年10-12月期に2年3ヶ月ぶりにプラスに転じた。この間設備投資を抑制してきた主な要因として、過剰設備の存在、企業収益の悪化、企業の負債圧縮という三点が考えられるが、最近これらの要因はやや弱まっている。
- ・現在企業は、売上を容易に増加させられないため、コスト削減による利益確保を図っている。このため企業にとって、省力化効果の高い設備投資が必要になっている。
- ・イラク情勢緊迫化により当面設備投資が先送りされることが十分考えられるが、地政学的リスクが払拭されれば、設備投資の回復傾向が明らかになるであろう。

2002年10-12月期のGDP統計で、設備投資は前期比年率で1.5%となり、9四半期（2年3ヶ月）ぶりにプラスに転じた（図）。これまで設備投資を抑制してきた様々な要因は依然として存在しており、当面力強い回復を期待することには無理がある。しかし、設備投資にとって追い風となるいくつかの環境変化もある。

これまで設備投資を抑制してきた要因

過剰設備の存在

90年代後半に多くの業界で、IT関連投資を中心に設備投資が異常なまでに盛り上がり、その結果としての過剰設備の存在が、設備投資の足かせになっていた。設備稼働率は現状（2003年

1月時点）でも75.7%と低く、このことが生産能力増強投資を抑制している。

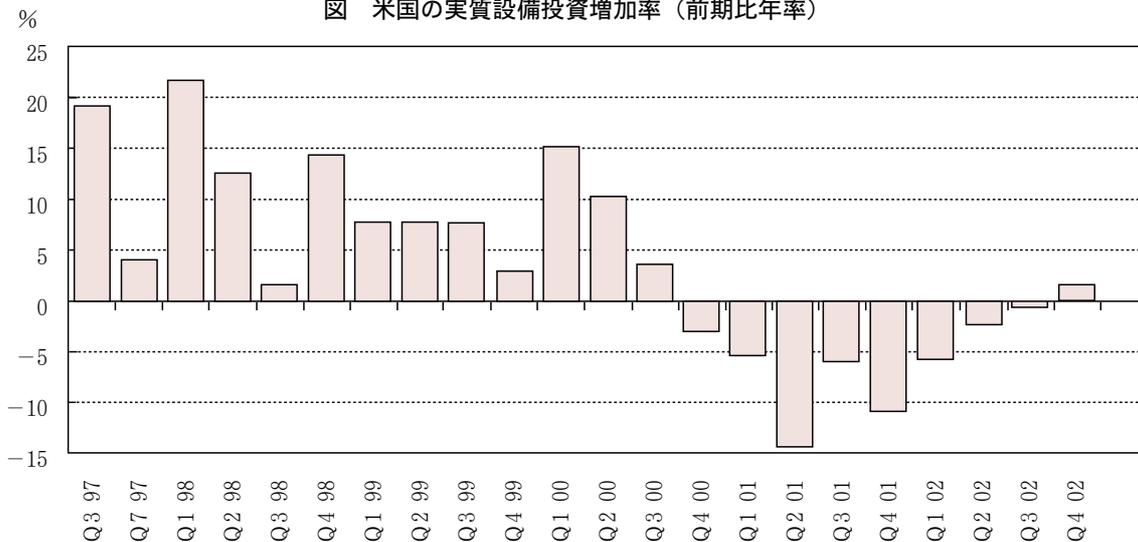
企業収益の悪化

設備投資との関連が深い企業の償却前利益は2000年4-6月期から2001年10-12月期まで連続して減少した。償却前利益は2002年1-3月期以降回復に向かっているが、その水準は、入手可能な直近データである2002年7-9月期までは、前年同期比マイナスである。

企業の負債圧縮

多くの企業は、特に2001年から2002年にかけて、銀行借入の返済・CP償還等の負債圧縮に注力した。大企業の社債発行は活発であったが、これにより調達された資金は他の金利が高い負

図 米国の実質設備投資増加率（前期比年率）



資料：米国商務省

債の返済に充てられた。こうした企業のバランスシート圧縮という動きのなかで、設備投資や在庫投資が抑制された。

なおこうした企業の負債圧縮は、銀行サイドのスタンスによるところも大きい。銀行の企業に対する貸出姿勢は、2000年から2001年にかけて厳格化した（注1）。この期間では、50%前後の銀行が、企業に対する貸出姿勢を3ヶ月前対比で厳格化させたが、この厳格化比率は10年ぶりの高水準であった（注2）。背景には、ITバブル崩壊による企業倒産の増加があったとみられる。

最近みられる環境変化

峠を越えた過剰設備問題

経済活動のグローバル化に伴い、生産拡大のための設備投資が外国で行われるケースも多々あり、設備過剰感はなかなか払拭しがたい。また、極端な過剰投資を行った通信業界や、2001年9月のテロ事件以降需要の落ち込みが続いている航空業界の過剰設備問題は依然として深刻である。

しかし、2001年以降企業が設備投資を大幅に削減したことや、高水準の設備償却を続けたことから、多くの業界では過剰設備の調整が峠を越えた模様である。

一部業種では明瞭な収益回復

2002年1-3月期以降、企業の償却前利益は緩やかながら回復軌道を歩んでいる。特に積極的な雇用者削減を行った製造業、なかでも電気・電子機械、産業用機械産業の収益回復傾向は明瞭である。また最近、売上があまり伸びていないにもかかわらず収益が回復している、という傾向が多くの業種で見られる。つまり、医療やエネルギーなど売上が比較的順調に伸びている業界は別として、多くの企業は、コスト削減強化により収益回復を図っている。

借入需要の回復と貸出姿勢の軟化

銀行の商工業向け貸出残高は2002年秋に底打

ちし、企業のバランスシート圧縮も峠を越したようだ。また2002年に入り、企業に対する貸出姿勢を3ヶ月前対比で厳格化させた銀行の割合は20%前後にまで減少した（注1,2）。

今後の設備投資の見通し

以上、設備ストック・企業収益・負債圧縮の三点から設備投資を巡る環境がやや好転していることを説明してきたが、最近の動向で見逃せないのは、企業が競争力確保のためにある程度の設備投資を行わざるをえないという事情である。

安価な輸入品の増加や、情報通信手段の発達による消費者の商品・サービスに対する選択肢の広がり等により、企業が売上を増加させることは以前よりも難しくなっている。従って企業は、収益を確保するために、労働コストを中心としたコスト削減を強化せざるをえず、積極的な情報化投資により労働力を情報処理機器設備に代替させている。また企業は生き残りのため、より質の高い製品やサービスを販売することが求められている。こうした状況に適切に対応するために、産業用設備やソフトウェアも含めた情報処理機器への投資が、ある程度必要になっている。

イラク情勢が緊迫化している間は、明らかに設備投資は先送りされるであろう。従って2003年1-3月期に設備投資が再び落ち込むことは十分に考えられる。しかし、こうした地政学上のリスクが払拭されれば、それまで抑圧されていた水面下の需要が浮上することもあり、設備投資の回復傾向はより明瞭なものとなるであろう。

（注1）FRBが59の国内銀行と20の外国銀行の貸出担当者を対象に行ったアンケート調査。直近調査は2003年1月に行われた。

（注2）この比率の表示はネットパーセンテージで、厳格化した銀行の比率から緩めた銀行の比率を差し引いた数字。

（永井 敏彦）

今月の焦点

金融再生プログラムと主要銀行の取組み

要 旨

金融再生プログラムでは、当面は主要行への資産査定厳格化とこれに伴う引当金積み増しが焦点で、株価下落に伴う資本減耗等も予想されることから、各行の資本増強の動きが目立つ。これにより3月危機は避けられようが、各行とも増資に伴う配当負担も加わって、一段と収益に向けた業務再構築の模索が続こう。また産業再生や中小企業金融の円滑化、金融機関への公的支援のあり方など新しい金融の仕組みづくりも想定されているが、運用具体化が今後の課題となろう。

当面の焦点は資産査定の厳格化

昨年10月末、政府は強固な金融システムの構築を目指して、新しい金融システムの枠組み、新しい企業再生の枠組み、新しい金融行政の枠組み、を柱とする「金融再生プログラム」を公表した（表1参照）。

このうちでは不良債権処理に伴って懸念される中小企業金融への配慮、金融機関への公的資金による特別支援、では産業再生機構設立の構想が示された点で従来になかった特色があるが、具体的内容は今後の検討に委ねられており、当面の金融機関経営への影響が大きいのは、のうち資産査定厳格化である。期末を控えてメガバンクなど主要銀行は、これに対応した経営方向を明確化しているため、以下に同プログラムの概要とその影響を考えてみた。

（表1）金融再生プログラムの概要

プログラムの区分	主要な内容（工程表の主要内訳）
1. 新しい金融システムの枠組み ・ 中小企業金融 ・ 特別支援	・ 中小企業貸出に関する担手の拡充 ・ 中小企業をサポートする仕組みの整備 ・ 新しい公的資金制度の創設
2. 新しい企業再生の枠組み ・ 企業再生	・ 貸出債権取引市場創設 ・ 産業再生機構設立、RCCの企業再生機能強化
3. 新しい金融行政の枠組み ・ 査定厳格化 ・ 自己資本の充実 ・ ガバナンスの強化	・ 引当に関するDCF手法の採用 ・ 大口債権者に対する債務者区分の統一 ・ 繰延べ税金資産に関する参入の適正化 ・ 優先株の普通株への転換等ガイドライン整備

資料 金融庁「金融再生プログラム」により作成

まず金融機関の不良債権処理については、2005年3月期までに「主要行（12行）の不良債権比率を2002年3月期に比べ半減させる」として目標を厳格化（注）これを実現するため金融庁の特別検査実施を決定。その際DCF手法（コラム1）の導入、自己査定と金融庁査定の格差見直し、銀行間で異なる大口債務者についての債務者区分統一等の方針が示された。DCF手法適用の対象は、差当たり主要行の要管理先および破綻懸念先のうち、与信額が1000億円以上の大口債権者とされており、該当債権は要管理先債権の約6割、10兆円程度とみられている。債務者区分の統一は、産業再生法で再生機構が債権買取りを「適正な時価」を基準に行うこととしているため、適正な時価を実現するうえでも必要な措置。

この結果、要管理・要注意債権の処理が2005年3月期までに半減するよう加速され、またDCFの導入により要管理債権部分を中心に引当金が積み増しとなる可能性が高い。市場では、東京三菱銀行（SEC基準で決算、DCF法を採用）の要管理債権への引当率が33%と他の主要行に比べ約10%程度高いことから、各行の引当率が10%程度上昇すると見ている（みずほは要管理債権に対する引当率を18-35%に上げる計画）。

因みに2002年9月期の金融機関の不良債権（金融庁・2月公表）は、最近の処理促進にも拘わらず、全国銀行で40.1兆円、主要銀行分は23.9兆円と依然かなりの高水準に達しており、これ

ら不良債権の早期処理は主要行にとって大きな負担となる。

なお、再生プログラム策定前に当局・銀行間で意見の対立した「自己資本のうち繰延べ税金資産の資本参入」(コラム2参照)や公的資金注入金融機関の経営者責任(ガバナンス)については、金融審議会の作業部会での検討に委ねられることとなった。

(注)これまでの不良債権処理の目標は、主要行に対して「破綻懸念先以下の債権について既存分は2年以内、新規発生分は3年以内にオフバランス化すること」とされていた。

(コラム1)

DCF(ディスカウント・キャッシュフロー)法
貸出債権の価値を評価する手法で、貸出債権の将来予想される元利回収額(キャッシュフロー)を現在価値に引き直して合計額を債権評価額とするもの。評価額が帳簿価格よりも低い場合には、その差額分を貸倒引当金に計上する。金利減免の場合、従来の邦銀の手法では、金利支払いが行われる限り引当の増加にはならないが、DCF法では元利の減免となるので減免時に損失を認識し、その分の引当金が増える。

(コラム2)

税効果会計に基づく繰延べ税金資産
わが国では、不良債権の無税償却について銀行の裁量が認められないため、銀行が有税で不良債権の間接償却を行うと、会計上の税引き前利益と課税所得に相違が生ずる。この前払いした税金部分の負担軽減のため3年前に導入されたのが、税金部分の自己資本への繰入を認める現行制度。近年、銀行の不良債権処理促進によりこの繰延べ税金資産が、中核的資本の過半を占めるに至ったが、予定した利益が上がらないと、税金資産が回収されないこととなり、資本の健全性が問題視された。

各行の自力資本調達強化と収益対策

金融庁の査定厳格化の方針を受けて、各行とも不良債権処理を促進しており、これに伴う処理負担増加と株価低迷による株式含み損(12月末現在で一行当たり5000億円超)も加わって、最終損益の大幅下方修正を余儀なくされている。

こうした状況下、公的資金の再注入による行政の経営介入を回避し、経営の自由度を確保するため自力の資本増強を積極化している。こうした各行の努力は銀行の体力、経営戦略により幾分異なったものとなっているが、第1に海外投資家からの第三者割当を含めた過去に例を見ない大型増資、第2にグループ内の再編や合併を含む大幅な組織改革の併行、第3に不良債権や株式を含む信用リスクの大幅な圧縮を伴っている等の点に特徴がある(表2)。

これを各行別にみると、以下のとおり。

みずほグループは、第一生命など国内外の機関投資家や取引先による優先株引受けにより総額1兆円の増資を計画、また3月に「みずほフィナンシャル・グループ」を設立し、銀行・証券・信託とカード、システムを含む全てのグループ企業を統括する新持ち株会社を設立。さらに下期1兆円の保有株式売却、グループ4行で03年度中に不良債権を管理する専門会社新設、企業の再生を専門的に手掛ける計画。

三井住友銀行は、ゴールドマン・サックスを引受け先とする1500億円の優先株増資に続いて、3月末までに3000億円の内外機関投資家向け追加増資を発表。同時にわかしお銀行と合併、子会社わかしお銀行を存続会社として合併差益の捻出を予定、あおぞら銀行の株式購入にも意欲的。

UFJグループは、不良債権を別会社に移管(民間型産業再生機構)この別会社が優先株1200億円発行しメリルリンチが引受けのほか、トヨタ・グループからの300~500億円を含め優先出資による調達1100億円を予定。さらに上期2.7兆円、下期1兆円のリスクアセット圧縮を計画。

三菱東京フィナンシャル・グループは、普通株の公募により3500億円の増資、また主要行で最高の7000億円の不良債権を整理回収機構(RCC)に売却する方針。

りそなグループは、3月の大和・あさひの分割合併による「りそな銀行」「埼玉りそな銀行」への再編などスーパー・リージョナル戦略に沿った組織改革、国内取引先企業を中心に優先出資証券で1000億円の資本調達を予定。

これと同時に、各行2005年3月末までに早期

(表2) 主要行の損失処理と増資予定

	貸出残高	不良債権残高 (同比率)	不良債権の 処理損失	保有株式の処 理・含み損失	2002年度業績 見通し	増資予定(引受け先)	発行方法
みずほ	746,876	49,731 (6.2%)	20,300	10,059	7,800 ▲19,500	10,000 (国内8500、海外1500)	優先株 (第三者割当)
三井住友	652,376	57,031 (8.7%)	7,000	12,773	10,800 300	1500 (米ゴールドマンサックス) +3,000	優先株 (同)
U F J	481,048	50,180 (10.4%)	4,800	6,437	7,350 700	1,200 (米メリルリンチ)+1,100	優先株 (同)
三菱東京	499,069	36,750 (7.4%)	4,600	7,236	6,450 ▲1,850	3,500	普通株の公募
りそな	307,526	31,484 (10.2%)	3,650	1,000	1,060 ▲1,850	1,000	優先出資証券

資料：各行発表と各紙報道から作成

- (注) 1. 貸出・不良債権残高は2002年9月末、保有株式の処理・含み損失は12月末の計数
2. 2002年度業績見通し——連結ベース、上段は業務純益、下段は最終損益
3. 単位は億円

退職制度の導入などで15%程度人員・店舗の削減(みずほが従業員の年収を平均10%カット、三井住友が賞与削減、三菱東京が役員報酬の引き下げなど)を検討している。

これら大型増資について市場の評価は好意的ではないが、いずれにせよ配当負担が大きくなるのは事実であり、各行とも従来以上に収益確保に本腰を入れて取組んでいる。

その第1は、リスクに応じた金利設定。銀行の債権流動化や産業再生機構などへの売却、当局の債権売買市場創設支援など債権の適正な時価形成が行われる環境が整備されてきたことが、金利水準の是正を積極化している背景。

第2は、各行が自行の特徴を踏まえたビジネスモデルを模索するなかで、投資信託窓販のほか先端金融技術を活用した資産流動化や中小企業再生など相応の非金利収入ビジネスを強化していること。

第3には、在来型の銀行業務の延長上にあるリレーションバンキングの強化とリテール業務の拡充。中小企業向け貸出のほか、個人向け住宅ローン、無担保消費者ローンに重点を置く等であるが、いずれも所期の実績を挙げるまでにはなお時間を要するとみられる。

中小企業金融、特別支援などでの 新しい金融システムの可能性

「新しい金融システム」では、金融再生が産業再生と表裏一体であるとの認識に基づき、不

良債権の処理促進に伴って懸念される貸渋りや中小企業金融への対策を列挙している。これらのなかでは、主要行の不良債権のうち中小企業が債務者である分をRCCに売却した場合に、中小企業再生信託やデット・エクイティ・スワップを活用して再生をサポートする仕組みの整備や再生手続きに入った企業へのDIPファイナンスに対する信用保証制度拡充、中小企業の資金調達支援のための売掛債権担保証券化(ABCP)市場創設とこれを受けた日銀の貸出担保適格化措置(昨年12月)などは前向きの動きとして評価される。

しかし、中小企業企業向け計画未達成先への業務改善命令など過度の公的関与は金融機関経営の自由度を損なう恐れもあり、この面では当局の自重も肝要である。

他方、自己資本の不足する金融機関への公的支援のあり方についても、金融審議会で検討されることとなった。金融機関への公的資金注入につき現行法上想定されているのは、金融危機発生時の公的資金注入(預金保険法102条)のみであり、危機発生を未然に防ぐような公的支援の仕組みはない。これを補完するため提案されているのが、金融機関に対する「特別支援」の枠組みである。この適用基準につきプログラムでは、「個別金融機関が経営難や資本不足もしくはこれに類似した状況に陥った場合に、特別支援の枠組みを即時適用」としているが、具体的な運用は金融審議会で半年程度かけて結論

をまとめる方針。上記の銀行増資については「高コストで不自然な組織変更を伴う対応」(一部エコノミスト)との批判もあり、公的資金も活用すべきとの意見も根強い。ただ、特別支援を受けることとなった金融機関代表者の責任のあり方や注入した公的資金の国民負担のあり方については考え方が分かれている。

今後、公的資金注入行への優先株の転換権行使や経営健全化計画未達先への監督権行使についても見直される予定となっており、これらの議論と併せてコンセンサスを得て特別支援の枠組みを定着させていくことが必要である。

産業再生機構の狙いと問題点

再生プログラムでは、これまで不良債権処理の難関とされていた問題大口先企業につき、企業再生に取り組む「産業再生機構」設立で打開しようとした点が評価されている。

同機構は、預金保険機構の下にRCCと並んで設立、「要管理先」等に分類される企業のうち再生可能と判断される企業の債権買取り、再生への追加融資や出資、信託、保証機能等を備えた金融機関とする。機構の資本金は1000億円

不良債権の買取りのための資金枠として10兆円を政府保証で民間から借入れ、メイン行と対象企業から再生支援の申込みがあると再生委員会が再生可能性を基準に照らして審査し、可能性が高いと判断すれば、「適正な時価」で債権を買取り、メイン行と協調して企業再生を後押しする。再生の過程で、採算部門と非採算部門の分離、債権放棄など行われる。問題は産業再生機構の債権買取り基準(注)であるが、これについては、債務者企業について財務健全化基準と生産性向上基準を満たし、再生計画が3年以内に終了すること、当該債権の処分が可能となる蓋然性が高いこと、とされており運用面での裁量の余地は大きい。同機構の活用についても、適用基準や損失発生時の負担のあり方などについて、十分な議論を尽くし透明性の高い基準を設けて実行に移されることが望まれる。

(注)債務者企業の二つの基準は次のとおり。

財務健全化基準 有利子負債のキャッシュフローに対する比率が10倍以内、 経常収入が経常支出を上回ることの双方を満たす。生産性向上基準 自己資本利益率(ROE)が2%以上向上、 従業員1人当たり付加価値額が6%以上向上のいずれかを満たす。

(荒巻 浩明)

郵政公社の資金運用

要 旨

郵貯・簡保資金は現在国債残高の約 1/4、地方債残高の約 4 割強を保有しているが、郵政公社発足後も国内債中心のバイ・アンド・ホールドを基本とするとしており、郵貯・簡保資金の動向は両市場の価格形成に大きな影響を与えよう。また、調達と運用の期間のミスマッチによる金利変動リスク、預託金利対比での運用利回りの低下、非金利収入の増大など経営安定化に向けて解決すべき課題は多いと言える。

本年4月1日から日本郵政公社が発足する。依然として国営ながら、公社として独立採算の下、郵便局数2.4万局超というネットワークを有し、職員29万人という巨大組織が稼動し始めることになる。郵貯および簡保の資金運用額は360兆円を超える。このような巨大公的金融機関の資金運用は、市場運用を基本としたものになるが、わが国の金融市場に大きな影響力をもつことは否めない。本稿では、現在までの両資金の運用状況を概観した上で、今後の資金運用について公表資料をもとに紹介する。最後に、わが国金融市場、特に国債市場および地方債市場における両資金の状況について、また今後の経営の安定化について問題点を整理する。

郵貯、簡保、財政融資資金の資金運用状況

現在までの資金運用状況を紹介するために、郵貯、簡保、及び同資金の預託先である財政融資資金特別会計における資金運用状況を概観する。

表1は郵貯の資金運用についてみたものである。240兆円余りの資金を有し、その6割強を財政融資資金特別会計に預託している。財投改革以前は全額旧資金運用部に預託義務があったが、01年より全額自主運用(期限未達の既預託分を除く)が開始され、資金全体で見ても自主運用の割合が増大している。

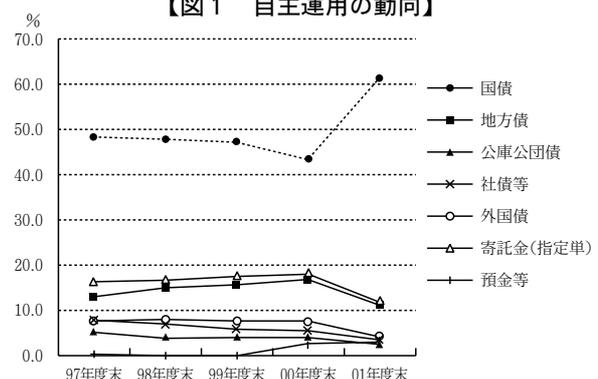
郵貯の自主運用資金についてのみ、97年以降の状況を取り出してみると(図1)、国債の割合

【表1 郵貯の資金運用状況(01年度末)】

	兆円	%
有価証券	72.2	30.2
国債	52.7	22.0
地方債	9.9	4.1
公庫公団債	2.5	1.1
社債等	3.3	1.4
外国債	3.8	1.6
貸付金	0.7	0.3
地方公共団体	0.0	0.0
預金者等	0.7	0.3
指定単	10.5	4.4
預金等	2.7	1.1
自主運用計	86.1	36.0
財政融資資金預託金	153.1	64.0
合計	239.2	100.0

が一貫して約50%と高かったことがわかる。01年度から全額自主運用が開始され、資金が急増(00年度末比28兆円増)するが、その大半が国債(含む財投債)に振り替わって運用されている。このため01年度の自主運用資金に占める国債(含財投債)の割合が急拡大している。但し、

【図1 自主運用の動向】



01年度財投債を約18兆円引受ており、結果として預託金が減って財投債を含む国債の保有割合が急増した状況になっている。

表2は郵貯の自主運用部分の指定単となっている資金について、その内容を示したものである。5割強を国内外株式で運用されているが、国債も2.3兆円（指定単の22%）保有されている。

【表2 郵貯指定単（簡保事業団運用）の状況】

	兆円	%
国債	2.3	22.0
地方債	0.2	1.5
公庫公団債	0.2	1.5
社債等	0.8	7.2
外国債券	1.4	13.6
国内株式	4.2	39.6
外国株式	1.4	13.3
短期運用	0.1	1.3
合計	10.5	100.0

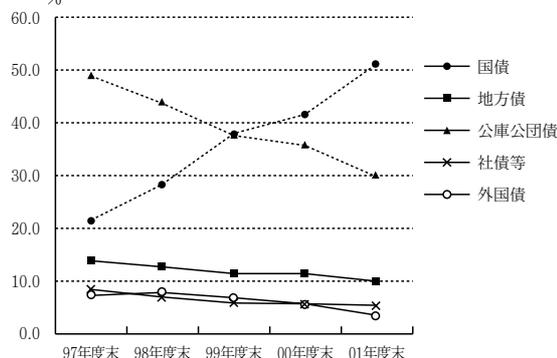
次に簡保の資金運用状況をみると（表3）、郵貯とは異なり旧資金運用部への預託義務はなく、財投協力として運用されてきたため、直接財政融資資金への預託金という項目は小さい。

【表3 簡保資金の運用状況（01年度末）】

	兆円	%
有価証券	72.1	57.8
国債	36.7	29.5
地方債	7.2	5.8
公庫公団債	21.6	17.4
社債等	4.0	3.2
外国債	2.5	2.0
貸付金	30.4	24.4
地方公共団体	18.4	14.8
国・公庫公団等	6.1	4.9
簡易保健福祉事業団契約者	3.3	2.6
契約者	2.6	2.1
運用寄託金	13.0	10.4
預金等	5.3	4.3
財政融資資金預託金	3.0	2.4
国債	0.9	0.7
合計	124.8	100.0

全資金の約6割が有価証券投資にまわされており、貸付金としては地方公共団体向けの融資

【図2 簡保の有価証券投資の動向】



が大きくなっている（14.8%）。有価証券投資の動向をみると97年度末に比して01年度末時点で国債の占める割合が急増していることがみてとれる。

郵貯と同様に指定単（運用寄託金）の部分の運用状況を見ると（表4）、その6割が国内株式に運用されている。但し、指定単の評価損が5.4兆円（02年9月末時点）と報告されており、本体の評価益（4.5兆円、02年9月末）を超える金額であった。

【表4 指定単（運用寄託金+簡保事業団貸付）】

	兆円	%
国債	1.0	6.4
地方債	0.1	0.4
公庫公団債	0.1	0.7
社債等	0.2	1.3
外国債券	2.7	16.4
国内株式	9.6	59.1
外国株式	2.2	13.4
短期運用	0.4	2.3
合計	16.3	100.0

次に両資金、特に郵貯資金の大半が預けられている財政融資資金特別会計の運用についてみる（表5）。約2割が有価証券保有、8割は財投機関への融資である。貸付機関別では、地方公共団体が最大の貸出先となっている。ちなみに同会計の資金調達に預託金や財投債発行であるが、01年度末での郵貯及び簡保の預託金の貢献度は41.2%である。

【表5 財政融資資金特会の運用（01年度末）】

	兆円	%
現金預金	7.0	1.6
有価証券	87.8	20.3
国債	76.0	17.6
地方債	0.0	0.0
政治関係機関債	0.6	0.1
特別法人債券	10.5	2.4
その他	0.7	0.2
貸付金	334.2	77.3
政府関係機関	71.3	16.5
一般会計および特別会計	92.6	21.4
政府関係機関	110.4	25.5
その他	60.0	13.9
その他	3.3	0.8
合計	432.4	100.0

【表6 同会計の調達資金に占める郵貯・簡保】

	兆円	%
郵貯預託金	153.1	40.4
簡保預託金	3.0	0.8
合計	156.1	41.2

(注) 預託金には自主運用分を相殺し、割合については、分母432.4兆円から上記自主運用分を控除した額から算出している。

以上が郵貯、簡保及び財政融資資金特別会計の資金運用の状況であるが、4月1日より日本郵政公社が発足し、300兆円を大きく上回る巨額資金を運用することになる（実際の全額自主運用は財政融資資金が全額戻った後の2007年以降）。

現在、設立会議において今後の運用方針が話し合われているが、国内債中心のバイ・アンド・ホールドを基本とした市場運用というのが原則となる。現状の運用状況からも国内債券、特に国債（含財投債）による運用がかなりの比重を占めるのは容易に推測できよう。

【表7 中期経営計画における資金運用計画】

	国内株	外国債券	外国株
郵貯	2%以下	3%以下	1%以下
	合算して概ね4%以下		
簡保	2-6%	2-6%	0-3%

(注) 4年間を一期。第1期は2003-2006年度。

日本郵政公社の資金運用にみる課題

日本郵政公社は前述の通り、国内公共債中心の運用となるが、2つの視点から、課題について検討したい。第一に、基本的な問題であるが、前述のような運用計画で今後郵政公社の経営は安定していくのであろうか、という点である。

近年の郵便、郵貯、簡保は非常に厳しい経営を余儀なくされてきた。郵便事業は債務超過のままのスタートであり、郵貯は3年間赤字を続け、大量償還問題が終わった昨年は黒字に転換したものの貯金残高の減少が今後予測されている。簡保は、簡保事業団の5兆円を超える評価損の処理が財務内容を悪化させた。図3は、4月1日時点での日本郵政公社のバランスシートであるが、資本に相当する部分は3事業あわせて1兆円しかなく、郵貯の230兆円、簡保120兆円という巨額の資金を運用していくのに十分な資本とは言いがたい。郵政公社の今後4年間の収支計画では、郵貯がその利益の大半を担うことになっている。郵貯事業の計画では、運用収入は減るものの、調達費用の急減のために収益は確保される予定である。しかし、調達と運用の期間のミスマッチから今後の金利上昇に対する対策が十分なのかという指摘も多い。調達の支柱である定額貯金の商品性も問題視されている。また、郵貯の運用力についても、従来は全額預託の中で、預託金利は国債+0.2%という収入が保証されていたが、今後は直接の公共債運用であり、すでに0.2%分の金利収入は期待できない。低金利下の中での公共債中心の運用で、経営自身を安定化させていくには厳しい状況であろう。郵便局のネットワークを活用した非金利収入の増大も今後の課題とされている。簡保の経営は、他の民間生保と比較して健全であるとされているが、郵貯と同様、官業としての恩恵（免税、政府保証、保護機構負担金の対象外など）の大きさから、民営化の道筋が見えてくるならば、このような恩恵への依存は解消せざるを得ない。

次に懸念される点は、国債市場および地方債市場におけるプレーヤーとしての日本郵政公社の大きさである。

【表8 国債財投債の現在高にみる郵貯・簡保】

(01年度末、中段兆円、下段%)

合計	郵貯	簡保	財政融資資金
469	54.2	39.8	70.9
100	11.5	8.5	15.1

【表9 地方債の現在高にみる郵貯・簡保】

(01年度末、中段兆円、下段%)

合計	民間金融機関	公的金融機関	地方債(証券)
163.3	11.2	92.7	57.8
100	6.9	56.8	35.4

内 郵貯10.4兆円
簡保 7.6兆円

資料：日銀「資金循環表」時価ベース

国債市場では、両資金は90兆円を超える金額を保有し、財政融資資金経由で保有している分を預託金の貢献度で試算し合算した場合、120兆円(国債残高の約1/4)を超える。地方債についてみると、地方債残高の3割超が地方債(証券形式)の発行で調達されているが、その約3割を郵貯・簡保が保有している。ローン形式の地方債について郵貯は財政融資資金経由で貸し出している部分大きいですが、国債と同様に試算すると、総額で地方債残高の約4割強を郵貯・簡保資金で保有していることになる(弊社「金融市場2月号」参照)。

以上のように、国債・地方債市場における郵貯・簡保の存在は大きい。1月30日の経済財政諮問会議でも、資金循環からみた課題が論じられている。日本郵政公社設立会議でも懸念される事項として委員より指摘されている点である。

民間の巨額な資金が郵貯・簡保を通じて政府部門に流れ込んでおり、この点をどのように捕らえ、改革していくのか。国及び地方政府の財政運営とも併行しながら、今後大きな課題となっていく問題である。また、国債市場および地方債市場にとっても、このような大きなプレーヤーの存在は、今後の日本郵政公社の公共債中心の運用を考えると、プライスリーダーにならないような配慮がされているようであるが、非常に影響が大きい存在であることは否定できない。特に地方債市場は、発展段階にあり、同市場を整備育成していく上でも、日本郵政公社の動向は非常に重要となつてこよう。

【図3 日本郵政公社のバランスシート】

(資産の部)	(負債の部)
資産合計 414.9兆円	負債合計 413.9兆円
内訳 郵便3兆 郵貯289兆 簡保123兆	内訳 郵便3.4兆 郵貯287.8兆 簡保123兆
	(資本の部) 合計 1兆
	郵便▲0.4兆円 郵貯 1.3兆円 簡保 0.1兆円

資料：郵政事業庁 (H15.4.1時点)

以上、依然として日本郵政公社の最終の姿が明確に見えてこない中での一考察ではあるが、4月1日の発足を目前に、今後の動向が注目されよう。

(丹羽 由夏)

(注)本稿の図表のデータは、記載が無い限り全て「郵便貯金2002」「簡易保険2002」「財投リポート2002」による。

米国における住宅ローン貸出市場の変化と将来像

～ 第6回 まとめと今後の方向について ～

要 旨

米国の住宅金融システムはアンバンドリングを通じ広域市場へと変化していく過程で、激しい競争とリテール金融機関の大規模な再編を伴った。大手商業銀行は巨大化による規模の経済の追求だけでなく、住宅ローン業務をリテール金融として取り込む統合化で他業態に対し優位性を発揮している。今年以降住宅ローンの量的拡大が収束に向かう中で、安定した成長が期待できる新規ローンへの取組みを各業態とも強化しており、価格面だけでなく質の高い金融サービスの重要性が高まっている。

これまでみてきたように、米国の住宅ローン市場は長期にわたる過程の中で、非常にローカル性の強い市場から、海外資金をも取り込む広域市場へと変貌した。こうした過程はそれまで一つの組織や金融商品に束ねられていた金融機能を分解するアンバンドリング（unbundling）と表裏をなす形で進んだ。米国の住宅金融市場の歴史は、アンバンドリングを通じた資金流入の広域化の歴史だといっていよう。

一連のレポートの最終回となる今回は、なぜ米国の住宅ローン市場が今日のような姿になったのかその背景と結果についてもう一度整理したうえで、これからの方向性について考えてみたい。

1. なぜ米国でアンバンドリングが浸透したのか

米国の伝統的な住宅金融システムの下では、住宅ローンはS&Lや貯蓄銀行などの貯蓄金融機関が提供し、ローンの資金源も貸出先も同じコミュニティ内で行われてきた。これが次第にオリジネーション（ローンの組成）、サービシング（元利金回収）、様々なリスクの引受け等という形に住宅ローン商品が分解され、またそれぞれの業務も独立した金融組織に分割されていった。

なぜ米国の住宅金融システムがこうした経路を辿ったのか。結論的にいえば、アンバンドリングを通じた資金流入の広域化は、米国の住宅金融システムに内在する障害を克服しようとし

た試行錯誤の結果であり、その過程で生まれた制度や金融イノベーションを新たなビジネスへと発展させていったのが、こんにちの住宅金融システムの姿だと考えられる。

ではアンバンドリングをもたした主要因について、以下で3点具体的にみてみたい。

米国経済の歴史的、地理的な条件

米国は南北戦争を経て19世紀末に新興工業国として台頭するが、その過程は重工業の発展に資本蓄積が進む東部と、広大なフロンティアと激しい人口増加に特徴付けられる西、南部という大きく異なる経済構造を持っていた。これを反映して東部に資金が偏在する一方で、西、南部では慢性的な資金不足からモーゲージ金利も東部に比べ数%高い状態にあった（例えば、1920年で中央部大西洋岸が5.7%、南西部中央部で7.9%、山岳地域7.5%であった 片桐P.82）。

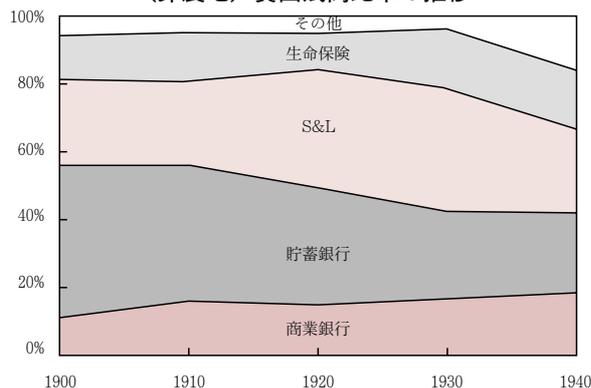
望ましい仕組みとしては、金利の低い地域から高い地域に資金が流れ資金需給が全米レベルで均衡することであろう。しかし、住宅ローンはその性格からして（担保評価や借り手の信用力等）地域性が強く、また米国では州際業務規制など公的規制もあり、住宅ローンの資金需給を広域的にバランスさせる障害となった。こうした条件の下で、米国で住宅ローンの中心的な担い手となったのは、ローカルな市場を前提とする貯蓄金融機関であった。

しかし一方、住宅ローン市場を広域化させる

仕組みが、部分的にせよ当時から存在していたことも注目しておきたい。代表的なものとしては、東部の生命保険会社が資金の出し手となり、モーゲージ・カンパニーが西、南部等で住宅ローンのオリジネートを行う関係である。モーゲージ・カンパニーは生保にローン売却した後、引き続きサービシング業務を受け持った。

こうしたチャンネルが19世紀後半には形成され、1920年代には全オリジネーションの約1/5を占めていた(図1)。部分的にせよ、資金の出し手(レンダー)と組成(オリジネーター)が分化する仕組みが出来ていたことが、その後の米国でアンバンドリングが展開される素地となったと考えられる。

図1 1900~40年における金融機関別モーゲージ(非農地)貸出残高比率の推移



資料「Statistical Abstract of the US」より作成

政府による公的支援措置

米国の住宅金融システムの原型は、大きな資金偏在を残しつつ、ローカル性が強い小規模な貯蓄金融機関を中心的担い手として成立した。その後、この制度が経済金融環境の変化に対して機能不全を起こすと、政府は信用補完と資金流入の確保を柱とする支援措置を通じて市場機能の「回復」を図ったが、これは結果的に伝統的システムの基盤を掘り崩し、アンバンドリングを通じた資金流入の広域化を促進する効果を持った。

最初の住宅金融システムの危機は1930年代の大恐慌期で、実体経済の急激な収縮により住宅金融は機能停止状態となった。これに対する支援措置として、貯蓄金融機関等への流動性供給、モーゲージ買取機関(ファニーメイ)の設立、

住宅ローンへの信用補完(FHAローン)などが、ニューディール政策の一環として実施された。

特に、FHAローンは政府が住宅ローンの信用リスクを補完すると共に、契約期間の長期化と定期償還方式を民間住宅ローンに普及させる契機となった。また、政府主導による住宅ローンの標準化・規格化、流動性向上は、70年代以降の証券化の基盤を用意した。

二度目の危機は、1960年代末以降の高インフレ・高金利の到来、金融自由化の進展といった状況下で、貯蓄金融機関からの資金流出、破綻が相次ぐ事態が発生し、これに対し政府による大規模な住宅ローンの買取支援が展開され、それらが後に証券化されることで新たな金融マーケットが形成されていった。

証券化の最大の意義は、ローカル市場の預金に依存する貯蓄金融機関、商業銀行以外の資金を住宅ローン市場に呼び込み、地域間の資金偏在を解消させた点にある。証券化の導入により、住宅ローンの原資の中心は、それまで預金から年金、投信等の機関投資家の資金にシフトし、証券化商品のイノベーションを通じて彼ら向けの商品開発が大きなビジネスとして発展した。

IT化・情報化

90年代以降、顕著になってくるIT化・情報化の流れがアンバンドリングに与えた影響は、住宅ローンの製造部門(システム、商品開発、資金提供等)では集中、受付・販売部門では分散という2つの再編の方向をもたらした。

レンダー側では大量の案件を迅速に処理するためのIT投資が巨大化し、システム開発の固定費の影響を大きく受ける製造部門、サービシング、証券化部門では規模の経済性が大きく作用するため、効率性の観点から組織を大型化するインセンティブが強まってくる。

一方で、前回(本誌2003年2月号)ふれたように、住宅ローンの顧客獲得、受付分野は製造部門と分離し、分散、多様化する傾向が近年高まっている。顧客獲得・受付業務は、製造部門に比べ規模の経済性が小さく、営業活動もモーゲージ・ブローカーにみられるようなフェイス・トゥ・フェイスが基本となっている。

そのため製造部門に強みを求める大手レンダーと、受付・販売業務に比較優位を持つ中小レンダー、異業種、モーゲージ・カンパニー等との間でのいわゆる製販分離が生じ、両者間で相互に業務をアウトソースし合う分業関係が構築されるようになった。

2. モーゲージ・レンダーの変化

次に、アンバンドリングを通じた資金流入の広域化によって、住宅ローンのオリジネーション市場及びその担い手がどのように変化したのかについて、2つのポイントを整理しておきたい。

巨大化・寡占化の傾向

伝統的な住宅金融システムの下では、住宅ローンはローカルな市場条件で決定されていたのに対して、証券化ベースのシステムではアンバンドルされた業務ごとに全米レベルでの価格形成が明確な形で行われるようになる。

このなかでオリジネーション業務は、オリジネーション手数料を求めるフィー・ビジネスへと変質した。手数料はモーゲージ・カンパニー等の新規参入による競争激化で低下していった。こうした傾向は、住宅ローン商品の差別化が難しいことや、政府支援機関等を通じて住宅ローンの標準化・規格化、取引ルールの基準化が進んだためいっそう厳しいものとなった。

こうした環境を生き残っていくには、いかに低コストで効率的に住宅ローン数量を確保するか、しかも地域分散を効かせるために全米から集めることが出来るかが第一の条件になっている。

そのため大手レンダーとしての基本戦略としては、大規模なIT投資と多様なチャンネル網を強みとしながら、規模の経済を追求するのが合理的となる。具体的には、審査システムの自動化、CRMなどIT化の推進と効率的なチャンネル戦略の構築に重点が置かれている。チャンネルに関してはコスト面からコールセンター、インターネットを重視する一方、顧客との接点を重視する観点から軽量店舗（キオスク、カフェスタイル）の拡充も行われている。また、前述したような受付・販売部門のアウトソースも進んでおり、

大手レンダーのチャンネルは多様化の方向にある。

かたや大手レンダーに対し価格競争力、多様なチャンネル網などで劣る中小レンダーは、ビジネスの変動過程で次第に淘汰されるか、アウトソースを利用し自らはローンの受付・販売に特化する傾向が鮮明になっている。

American Banker誌（Sep. 11, 2002）によれば、2001年のオリジネーションでは、上位25レンダーが全体の69%のシェアを占めており、このウエイトは過去10年間で倍増している。特に上位10レンダーは、合併・買収を通じた巨大化の指向が顕著である。（本誌2002年11月号参照）

サービシング業務はオリジネーション以上に規模の経済が働く分野であり、IT投資負担も大きく、レンダーと共にサービサーが巨大化する要因といえよう。さらに、一昨年来のリファイナンス・ブームによる期限前償還の急増で、サービシング権利の売買価格は下落し、多くのレンダーがサービシング業務から撤退している。サービシング業務が「買い手」市場となっていることで、大手サービサーへの集中が進んでいる。

統合化を通じた大手商業銀行の優位性

米国の伝統的な金融システムでは、地域、業務制約が強く働いており、貯蓄金融機関と商業銀行は業態間での棲み分けが事実上存在していた。しかし、こうした棲み分け関係は、住宅金融システムの変化を端緒としながら、その後の規制緩和等を通じ崩れていくことになるが、その過程は大手商業銀行に主導されるリテール・バンキングの再編とほぼオーバーラップするものとなった。

商業銀行は70年代には住宅金融などリテール金融への関心を強めていくが、その動きは80年代に入ると加速した。特に大手商業銀行は、傘下にモーゲージ子会社を設置し、また本体でも住宅金融関連を強化、店舗展開も貯蓄金融機関を買収しながら、全米レベルでのリテール・バンキングに本格的に乗り出す戦略をとった。

これに対して、貯蓄金融機関は商業銀行へのイコール・フットイングを進めるが、一部の大手を除けば業態そのものが衰退するなかで、商業銀行による草刈り場のような状態となる。さ

らに1994年に州際業務規制が本格的に撤廃されると、これを契機に営業エリアを先行的に取り込む目的から、金融機関の合併・買収が一層加速した。

巨額なIT投資、店舗ネットワーク網、様々な金融子会社、強いブランド力と顧客ロイヤリティ、預金調達によるローコスト・ファンディング等を強みとし、住宅金融に関してはオリジネーション、サービシング、自前の証券化機能と垂直的に統合していくと共に、消費者金融、カード、保険など関連リテール業務を水平的に展開し、縦横の統合で顧客の囲い込み、クロスセルで先行していった。

こうした大手商銀の統合化戦略をアンバンドリングの観点で考えてみると興味深いことに気付かされる。冒頭で述べたように、米国の住宅金融の歴史はアンバンドルと資金流入の広域化という方向で動いてきた。しかし、アンバンドル化された住宅金融システムは業務ごとに収益を分け合うシステムであり、なかでも市場参加者の多いオリジネーションやサービシングは収益性低下とともに業務量の変動性が高まった。

これに抗する形でレンダーの巨大化・寡占化へのインセンティブが強まるが、それがそのまま専門化していくよりは、巨大金融グループへの再編、統合への力がより強く働いた。結果として「アンバンドリング＝資金流入の広域化」の枠組みは、次第に大手商銀を中心とする巨大金融グループ内で自己完結性を強めるようになった。

これを金融機能の面でみると、一度アンバンドルされた商品や業務を再び総て取り込むのではなく、IT技術やアウトソースなどを活用しながら、自然な形で自己に適合的に再構築、リバンドルする動きと理解できる。

例えば、30年固定のように収益性の低い商品や変動の激しいローンの販売・受付は外部に委ねる一方で、自らは製造部門、商品では変動金利やホーム・エクイティ・ローンなどをその他個人ローンと共にリテール金融の枠組みでリバンドルする、また顧客セグメントに対応しプライベート・バンキングとしてリバンドルしていく動きである。

図式的にいえば、バンドル＝ローカル市場＝

貯蓄金融機関、アンバンドリング＝広域市場＝専門化、リバンドル＝広域市場＝統合化・巨大金融グループ、という経過にまとめられるのではないだろうか。このうちの流れをの中に取り込んでいったのが、大手商業銀行に主導された統合化ではなかったかと考えられる。

こうした大手商銀の戦略に対して、巨大化を通じた専門化を指向してきた大手の貯蓄金融機関、モーゲージ・カンパニーも統合化による総合金融サービス業へ指向を強めることで生き残る戦略に転換してきている。

業態にかかわらず大手金融機関のリテール戦略が同質化する一方で、こうした展開が困難な中小金融機関との間での二極化が進んでいる。中小金融機関は、多かれ少なかれニッチ金融機関として生き残ることが求められる環境にあるといえよう。

彼らはアウトソースや提携を効果的に利用することで自らは提供できない商品やサービスを提供しつつ、地域密着という強みをニッチ市場で活かしていくのが共通な戦略といえよう。中小の商業銀行（いわゆるコミュニティバンク）は地域性の強い中小企業貸出に、また貯蓄金融機関は安定的で顧客との長期取引につながる新規住宅ローンに注力し、良質資産の積上げを図る方向にある。

3.住宅ローン市場の将来像

さて、最後に今後の米国の住宅ローン市場の方向性について若干考えてみたい。

収束に向かう住宅ブーム

2001、02年と低金利や住宅価格上昇を追い風とした空前のリファイナンス・ブームは、今年は一巡感が強まり、オリジネーション業務が縮小することは避けられないとみられる。モーゲージ・バンカーズ協会（MBA）の予測では、今年のオリジネーション額はリファイナンスが減少するため、昨年の2.46兆ドル（推定）から1.77兆ドルに低下すると見込んでいる。

加えて今後懸念されるのは信用リスクの上昇で、雇用環境の悪化を主因に延滞比率（90日以上の遅延）は既に上昇している。住宅ローン全体で4.77%（コンベンショナル・ローンは3.10

%) 抵当流れの比率は1.23% (同0.87%)とこれも記録的レベルとなっている(MBA調べ、2002年第2四半期)。信用リスクの高まりから、特にサブプライム、ホーム・エクイティなどでは、金融機関の融資姿勢は慎重化している。また、ファニーメイ、フレディーマックも、キャッシュ・アウト型リファイナンスの買取基準を今年2月に入り厳格化した。

金融緩和が続き企業の需資が弱いため、レンダの融資基準が急速に厳格化されないまでも、これまで量的拡大から質重視のマーケットへと変化するとみられる。

新規ローンの取組み強化

これまでもモーゲージ・ビジネスはブーム後の縮小過程で再編・淘汰を繰り返してきた。今回もレンダが過去2年の業務水準に対応して人員、IT投資などの能力増強を行っているだけに、こらからの下降局面で熾烈な生き残り競争を予想する向きが多い。

こうした中でレンダの戦略は、規模の大小にかかわらず、変動の激しいリファイナンス依存から、より安定的で顧客との長期取引につながる新規ローンでのシェア拡大を目指そうとする動きが強まってくるとみられる。市場のポテンシャルとしても、今後着実な伸びが期待でき、

またリファイナンスに比べローカル性が強く寡占化も進んでいないため、これからの発展余地が大きいとみられる(図2)。

進む製販分離の傾向

新規ローンやクロスセルの深耕等、新しい需要を作り出していく場合には、やはりフェイス・トゥ・フィエスの要因が非常に重要である。既にオリジネーション業務での製販分離の傾向が強まっているが、新規市場の開拓のために、大手レンダによる受付・販売業務のアウトソース、モーゲージ・ブローカーの活用はより多様化しながら進むとみられる。

また、受付・販売業務はモーゲージ・ブローカーや中小レンダだけでなく、顧客との接点を持つ不動産、建築業者、ファイナンシャル・プランナー等がブローカー業に参入する例が増えよう。また、顧客とのリレーションを既に持っている証券、投信、生保、クレジットカード会社などは、アウトソースを大胆に利用して伸びてくる可能性が高いとみられる。例えばブランド力があるAmerican Express、Merill Lynch等は、総合金融サービスを進めながら優位性を発揮できるポジションにある。

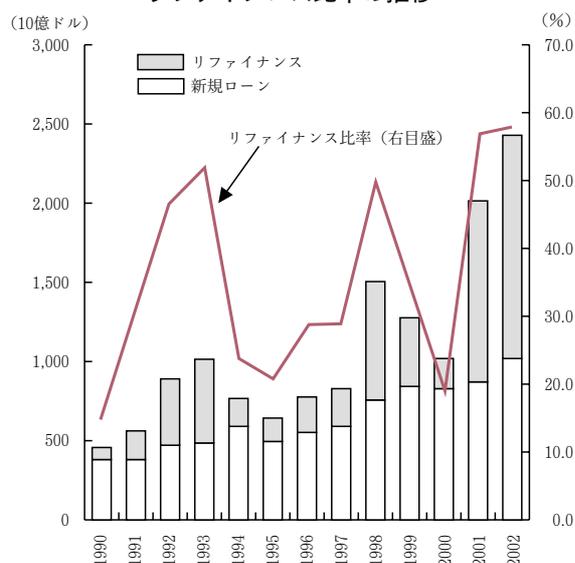
また、モーゲージ・ブローカー等のニッチ市場も拡大するとみられている。今後、米国で新規の住宅の買い手となるのは、移民やマイノリティに属する人々が中心になると予想されている。こうした人々のニーズは、言語や地域特性などの点で個別性が強いいため、専門性の高いモーゲージ・ブローカー等が必要になるとみられる。

サービスとテクノロジーの結合

証券化以前のシステムでは、地域間での資金偏在と資金供給の不安定性が大きな構造的な問題であったが、証券化以後こうした点は解消され商品性も顧客ニーズに沿ったものとなっていった。総じてみれば、米国の住宅金融システムは公的支援を伴いつつ「効率化」され、住宅ローンの借り手サイドで改革されたといつてよいだろう。

しかし、この反面リテール金融機関の大規模な再編過程で、金融サービスの水準低下という問題が鮮明になっていることも事実である。モー

図2 住宅モーゲージのオリジネーション額及びリファイナンス比率の推移



資料 Mortgage Bankers Association
(注) 2002年度は推定値。

ゲージ業界でも、M&A等により短期間に巨大化したレンダーでは内部の組織統合がうまく進まず、大規模なシステム障害やサービス低下から顧客離れを起こしている事例もある。

また今回のリファイナンス・ブームにおいては、オリジネーターのサービス低下に対する顧客の不満が広く指摘されている。不明瞭な手数料、時間がかかるオリジネーション、事務ミス等、これらは直接的には能力を超えた業務量の拡大・集中に起因しているものの、構造的な要因も無視できないとみられる。

それでもブーム時は業務量が多いため収益を上げることが出来たが、今後はどのように需要を作り出していくか、掘り起こしていくかというスタンスへの転換が迫られてくる。特に新規ローンや他の金融商品のクロスセルを目指す場合、顧客の信頼、満足度がより重要であり、それが長期取引につながるだけに、サービスの質改善は不可欠な要因となろう。

この点に関しては、大手より中小レンダーの方が概して高い評価を得ている。あるレンダーは顧客数を限定することで、サービスの維持を図る戦略を打ち出している。また一部の貯蓄金融機関ではモーゲージを売却しないことで顧客ロイヤリティを獲得しようとしている。貯蓄金融機関等は、地域情報に詳しく新規の住宅取得向け融資では依然相当なシェアを持っており、ニッチ・プレーヤーとして生きる場合、こうした戦略もあり得るのかもしれない。

一方、大手のメイン戦略としては、テクノロジーをベースにした規模と範囲の経済の追求であり、製造部門への特化と販売・受付分野の多様化、分散化をこれからも進めていくとみられる。しかし、そうした方向だけで収益増や業務量の変動回避に直結するわけではないだけに、自らの強みと質の高い顧客サービスをどのように有機的に結合できるかが大きな課題として残されているといえよう。

<全体を通した主要参考文献>

- ・池尾和人「情報化と金融仲介」
(池田・奥野編『情報化と経済システムの転換』東洋経済新報社、2001年)
- ・井村信哉『現代アメリカの住宅金融システム』
(東京大学出版会、2002年)
- ・長田訓明「金融制度改革と住宅金融」第1～6回
(住宅金融公庫『House & Loan』、1999年11～2000年4月)
- ・片桐謙『アメリカのモーゲージ金融』
(日本経済評論社、1995年)
- ・沼田優子『米国金融ビジネス』
(東洋経済新報社、2002年)
- ・藤原康史「アメリカの個人ローン業務」(1)(2)
(信金中央金庫総合研究所『New York通信』2001年3月)
- ・箕輪圭樹「アメリカに学ぶ成功要因とビジネスモデル—審査・事務のスピードを高めるためのプロセス設計を」
(『金融財政事情』2001年7月)
- ・峰岸誠・石崎寛憲「米国家計支出はなぜ堅調か—資産価格依存型支出行動の光と陰」
(日本銀行『日本銀行調査月報』2002年8月)
- ・L.T.ケンドール、M.J.フィッシュマン編『証券化の基礎と応用』(東洋経済新報社、2000年)
- ・デュワイト・B・クレイン他『金融の本質 21世紀型金融革命の羅針盤』
(野村総合研究所、2000年)
- ・住宅金融公庫編著『欧米の住宅政策と住宅金融』(住宅金融普及協会、2000年)
- ・Marshall W. Dennis, Mortgage Lending Fundamentals and Practices, Reston Publishing Company, 1981
- ・Mortgage Bankers Association, "Mortgage Channel Demographics Market Research", May 1999
- ・Solomon Smith Barney, "The Impact of the Internet on Mortgage Prepayments" February 2001
- ・American Banker, various issues.

2003年度改訂経済見通し

(2003年02月)

～構造調整圧力に国際情勢緊迫が加わり不安定さ増す～

2003年度経済見通し（2003年02月）

総論

構造調整圧力に国際情勢緊迫が加わり不安定さを増す

～ 03年度前半は不透明感濃く、後半も外需寄与はあるが構造調整圧力等から停滞、03年度通期で 0.4%のマイナス成長を予測 ～

2002年10～12月期 = 実質GDP成長率プラスだが、デフレ状況は不変

02年10～12月期の実質GDPは前四半期比：+0.5%（年率2.0%）増のプラス成長。実需ベースの底固さを指摘する見方もあるが、デフレータの基礎データの一つである卸売物価指数が企業物価指数に入れ替わったこと等からデフレータが 0.6%のマイナスとなり、この結果、名目GDP÷デフレータ=実質GDPが押し上げられた部分も否定できない。

これに対し名目GDPは前四半期比：0.1%減で三四半期ぶりのマイナス成長、うち名目の国内需要は同：0.4%減のマイナス成長であり、デフレ状況の厳しさに変わりはない。販売価格ダウンなどから企業等の収益環境は引き続き厳しく、コスト圧縮の動きが経済全体に悪影響を及ぼしている。名目GDPの動きに景気実態の厳しさが表れている。

2003年1～3月期 = 民間設備投資、公的資本形成の寄与も限定的

ソフトウェアを含む民間設備投資は強さこそ無いが、機械受注の動き等から判断してプラス成長を維持するとともに、補正予算の公共投資追加が年度内に一部執行され公的固定資本形成もプラス成長に転じると予測する。また、政府最終消費支出もインフルエンザ罹患増や被保険者本人負担引き上げ前の駆け込み受診などから、前四半期比でプラス成長を予想する。

しかし、10～12月期に+0.1%成長となった家計等民間最終消費は、収入減少など先行き懸念が高まる中で消費者心理が悪化しており、消費抑制姿勢の強まりから、マイナス成長に転じると予測する。ただし、消費性向の高止まりから底割れは無いと予想する

また、輸出が米国向けを中心に前四半期に比べ落ち込む一方、輸入は小幅減少にとどまる結果、外需はマイナス寄与に転じると見ている。

これらの結果、設備投資、公的資本形成の寄与はあるものの、03年1～3月期の実質GDPは5四半期ぶりにマイナス成長（0.5%減）に転じる。

2003年度上半期：内外ともに景気圧迫要因多く、マイナス成長へ

制度改正に伴う社会保険等負担増、定昇制度見直しなど賃金の切り下げの動き、03年夏季賞与も全体としては前年割れの可能性があるとともに、不良債権処理の加速に伴う雇用悪化の影響も加わり、家計等の民間最終消費のマイナス転化は避けられまい。02年度下半期（02年度10月～03年3月）比：0.3%減を予測する。

また、対イラク武力行使の緊張状態が続けば、少なくとも03年度上半期の前半は交戦終結まで心理的圧迫の影響が残るだろう。それによって、世界的に経済活動にマイナス効果を及ぼす。

企業は設備投資計画を年度前半は先送り・抑制することが予想される。民間設備投資は、企業マインドの悪化と財務改善スタンスから減少に転じ、2002年度下半期比：0.8%減となると予想。

また、原油高が継続すれば企業収益の悪化要因となるとともに、石油関連製品の値上げによって家計の実質的な購買力が低下し、消費への悪影響が想定される。

外需は、輸出減少が4～6月期は継続すると予想する。イラク攻撃があっても実質的な早期終結によって、7～9月期には輸出が立ち直り外需は好転に転じると見ており、上半期全体でもプラス寄与となるだろう。

また、公的固定資本形成は、02年度補正予算での公共事業追加等が寄与し、プラス成長となる。これらの結果、民間需要は2002年度下半期比：0.9%減、GDP全体でも0.4%減を予測。景気停滞の圧迫感は半期の前半で特に意識されるだろう。

表 2002・2003年度 国内経済見通し
(前期比)

	単 位	2001年度	通 期	2002年度		通 期	2003年度	
				上半期	下半期		上半期	下半期
実質GDP	%	▲1.2	1.5	1.7	0.5	▲0.4	▲0.4	▲0.3
国内民間需要	%	▲0.9	0.8	1.6	0.4	▲0.9	▲0.9	▲0.3
民間最終消費支出	%	1.4	1.5	1.0	0.4	▲0.2	▲0.3	▲0.1
民間住宅	%	▲8.0	▲2.4	▲1.5	▲0.5	▲1.1	▲0.4	▲0.9
民間企業設備	%	▲3.4	▲1.2	1.3	1.7	▲0.1	▲0.8	▲0.4
国内公的需要	%	▲0.0	0.5	▲0.2	0.3	0.5	0.9	▲1.2
政府最終消費支出	%	2.2	2.0	0.8	0.7	0.9	0.3	0.3
公的固定資本形成	%	▲4.9	▲3.6	▲2.9	▲0.7	▲1.0	2.1	▲5.4
財貨・サービスの純輸出	10億円	10476.4	14092.6	13669.3	14516.0	15138.2	14727.5	15549.0
輸 出	%	▲7.2	11.7	9.8	3.9	3.3	▲0.4	3.4
輸 入	%	▲3.2	5.7	5.3	3.3	2.1	▲0.9	2.7

(前年同期比)

	単 位	2001年度	通 期	2002年度		通 期	2003年度	
				上半期	下半期		上半期	下半期
実質GDP	%	▲1.2	1.5	0.7	2.2	▲0.4	0.1	▲0.8
国内民間需要	%	▲0.9	0.8	▲0.3	2.0	▲0.9	▲0.6	▲1.2
民間最終消費支出	%	1.4	1.5	1.6	1.4	▲0.2	0.0	▲0.4
民間住宅	%	▲8.0	▲2.4	▲2.8	▲2.0	▲1.1	▲0.9	▲1.3
民間企業設備	%	▲3.4	▲1.2	▲5.1	3.0	▲0.1	0.9	▲1.1
国内公的需要	%	▲0.0	0.5	0.9	0.1	0.5	1.2	▲0.3
政府最終消費支出	%	2.2	2.0	2.5	1.4	0.9	1.0	0.7
公的固定資本形成	%	▲4.9	▲3.6	▲3.7	▲3.6	▲1.0	1.4	▲3.4
財貨・サービスの純輸出	10億円	10476.4	14092.6	13669.3	14516.0	15138.2	14727.5	15549.0
輸 出	%	▲7.2	11.7	9.3	14.1	3.3	3.6	3.0
輸 入	%	▲3.2	5.7	2.6	8.8	2.1	2.3	1.8
国内企業物価 (前年比)	%	▲2.5	▲1.6	▲2.1	▲1.2	▲0.9	▲1.0	▲0.8
総合消費者物価 (")	%	▲0.8	▲0.8	▲0.9	▲0.8	▲0.4	▲0.5	▲0.3
経常収支	兆円	11.9	13.7	7.2	6.6	13.1	6.0	7.1
貿易収支	兆円	9.1	11.7	6.0	5.7	11.3	5.1	6.2
為替レート	ドル/円	125.1	121.6	123.1	120.0	123.8	121.3	126.3
通関輸入原油価格	ドル/バレル	23.7	27.2	25.8	28.7	28.5	32.0	25.0

(注) 消費者物価は生鮮食品を除く全国。2001年度と02年度上半期は実績。予測値は当総研による。

下半期：外需寄与はあるが、構造調整圧力続き循環的下降リスクの恐れも

2003年度下半期は、米国経済の緩やかな立ち直りから輸出増加による外需の寄与は期待できるが、不良債権処理の加速や企業のコスト削減などの構造調整圧力が景気を下押しする。また、循環的な景気下降のリスクも残る。

民間設備投資は減少が継続するが、外需増加に伴って底入れに向かい減少率は縮小(前半期比：0.4%減)する。また、03年度中の補正予算を想定しないとすれば、公的固定資本形成の減少率は、上半期比：5.4%減と予想。

これらの結果、前半期比：0.3%減(前年同期比：0.8%減)のマイナス成長を予想。

デフレ＝一部に緩和傾向、ただし消費者物価のゼロ%超過は予想せず

03年度中消費者物価の下落率は縮小するものの、安定的にゼロ%を上回る局面までには至らないと見ている。景気の再悪化も予想されるもとで、構造的需給ギャップ(当社推定：GDPの約5%)や規制緩和での競争圧力、技術革新の成果、賃金等のコスト引き下げが重なって、デフレ環境は残り、ゼロ金利政策の変更は無いと予想している。

このため、名目成長率は03年度上半期で前年同期比 1.1%、下半期で同 1.8%、03年度通期では 1.5%と名目のマイナス成長が継続するとみる。

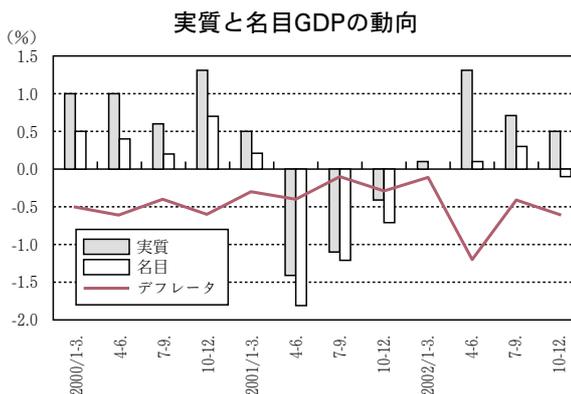
しかし、原油を含む国際商品市況の反発・上昇から現地通貨建て輸入物価が上昇しているとともに、アジア地域での需給引き締まりを背景に素材産業が製品価格の復元に動いており、日経商品指数は上昇基調をたどっている。この結果、電機製品の値下がりなどは継続しているものの、全体的に財(モノ)価格は下げ止まりを見せている。デフレの緩和傾向の進展にも留意が必要であろう。

(参考1) デフレによる実質値と名目値の著しい乖離

・2002年10～12月期の国内総生産(GDP)は前期比実質GDP伸び率は+0.5%と大方の予想に反してプラス成長となった。年率にすると+2.0%であり、かなりの伸び率である。

・実質経済成長率が予想に反してかなりの伸び率となった原因は、デフレタのマイナス幅が拡大したことがあげられる。10～12月期の名目成長率は前期比 0.1%だったが、GDPデフレタが前期比 0.6%と大きな落ち込みとなったため、実質成長率は+0.5%に押し上げられた。特に民間設備投資のデフレタは前期比 1.0%と大幅なマイナスになった。

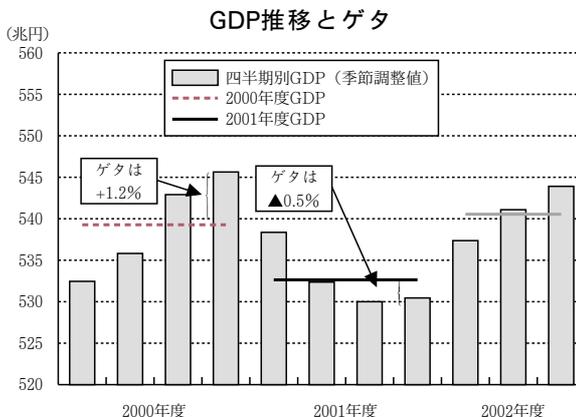
・デフレタは名目値と実質値の差であるため、デフレタのマイナス幅が拡大すると、実質値は押し上げられることとなる。今回デフレタのマイナス幅が設備投資を中心に大きくなったのは、デフレタの作成に使われる日本銀行の卸売物価指数が、企業物価指数に変わり、物価の下落率を拡大させたことが大きな要因である。
 ・このように統計作成上の問題も実質GDPがプラスとなった一因である。10～12月期の名目GDPでは国内需要項目の中で民間在庫を除く全項目が前期比でマイナスとなっており、景気実態の厳しさを映すとともに、国民の実感に近いと思われる。



内閣府「国民経済計算」より農中総研作成

(参考2) 2003年度GDP予測におけるゲタ

- ・2002年度のGDP成長率のゲタは 0.5%。
- ・2003年1～3月期が前期比： 0.7%とすると、2003年度のGDP成長率のゲタは+0.1%となる。



(内閣府：国民経済計算から農中総研作成)

1. 財政金融政策の前提

財政

- ・2002年度補正予算で編成された公共事業は国費ベースで1.5兆円規模、地方等を含む事業規模で2.6兆円と内閣府が試算。これに災害対策費を加え全体で真水3兆円規模（02年度内の執行は1兆円程度）と想定。
- ・また、国の03年度公共投資関係費が02年度対比 3.7%減となるとともに、公共事業関係の国庫補助金の削減（5.6%）等を踏まえ、地方、公社・公団等公的企業の公共投資額も名目ベースで数%の減少を予測。なお、当見通しでは現状のところ、03年度補正予算編成を前提としていない。
- ・政府消費支出については、02年度に続き03年度も人事院勧告で公務員給与単価の削減が実施されるとともに、医療費抑制（自己負担引き上げによる受診減少等）、一般経費削減の政府方針および公的資本減耗の低迷に基づき、03年度も伸びの低下を見込む。
- ・名目GDPはデフレと景気悪化により政府見通し（前年度比：0.2%）を下回ると予測する。仮に0.5%下ブレすると、税収見通し（41.8兆円）を1.5兆円程度未達となる可能性がある。

金融政策

- ・ゼロ金利政策は2003年度を通じて継続。また、国債買い切りオペの増額（現状 月額1.2兆円）等の緩和追加はありえようが、外債やETF（指数連動型株式投信）の日銀購入などの非伝統的金融手段への取り組みは想定しない。

不良債権処理

- ・自己資本の自力増強が進められているが、「金融再生プログラム」の具体化に伴って特別検査の実施、資産査定厳格化と税効果等自己資本の3面から、大手行を中心に経営内容の実態が問題視される可能性がある。
- ・産業再生機構の設立後、その業務開始によって債権買取の可否をめぐり、一部企業の信用不安が強まる懸念があるが、基本的には金融システム安定の効果をもたらすと考える。

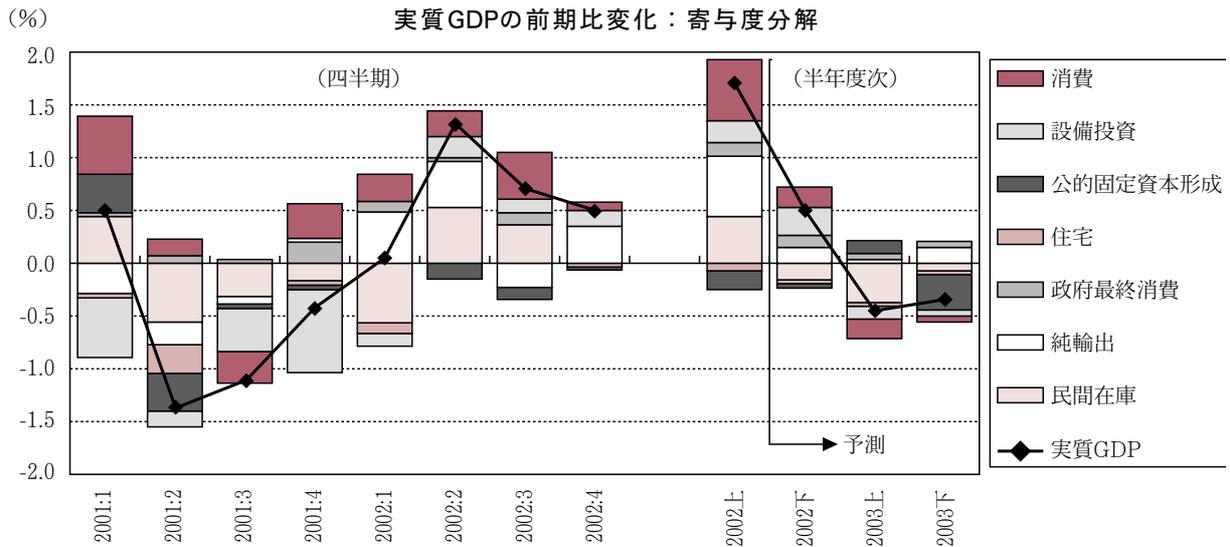
2. 米国経済見通しとIT関連需要の基本的考え方

対イラク武力行使と米国経済

- ・対イラクへ武力行使の戦闘は局地戦にとどまり、湾岸地域への波及は無いと想定。よって交戦終結時期は後ズレするとしても、心理的には短期に好転し原油価格は安定化に向かうと見る。
- ・米国の国内経済への戦時的圧迫感の影響も限定的と想定。したがって消費者心理への悪影響は短期に終了すると予測するが、個人消費や住宅投資を中心に低金利効果は鈍化し03年の両者の成長率は低下しよう。しかし、年後半には減税拡大等が一定程度、消費を下支えすると考える。
- ・慎重な企業行動は継続するが、企業設備投資は年後半から緩やかな回復軌道に乗る。これらから米国経済は03年後半に成長が持ち直し、通年で前年比：+2.0%の成長を予想。

IT関連需要

- ・世界のPC生産は2003年も一ケタ台後半の出荷台数増にとどまると予想。低迷を脱しきれない。
- ・携帯電話は中国等アジアでの生産が牽引するとともに、カラー液晶端末やモバイル・データ技術採用の新機種投入によって02年に続き6~8%程度の生産増加を見せると専門調査機関は予想。また、デジタル・カメラや薄型TV、DVD製品などデジタル家電への世界需要は堅調な伸びが見込まれる。これによって、わが国企業への部材需要の増加が期待できる。
- ・米国企業のIT関連投資について資本支出は微増となる見込みが予想されているが、サービス関連支出は削減が予定されており、決して楽観できない。IT関連投資の本格回復は04年に持ち越される公算が大きい。



2002・2003年度 国内経済見通し総括表

	単 位	01年度 実 績	通 期	2002年度		通 期	2003年度	
				上半期	下半期		上半期	下半期
名目GDP	%	▲2.5	▲0.5	▲0.9	▲0.1	▲1.5	▲1.1	▲1.8
実質GDP	%	▲1.2	1.5	1.7 0.7	0.5 2.2	▲0.4	▲0.4 0.1	▲0.3 ▲0.8
国内民間需要	%	▲0.9	0.8	1.6 ▲0.3	0.4 2.0	▲0.9	▲0.9 ▲0.6	▲0.3 ▲1.2
民間最終消費支出	%	1.4	1.5	1.0 1.6	0.4 1.4	▲0.2	▲0.3 0.0	▲0.1 ▲0.4
民間住宅	%	▲8.0	▲2.4	▲1.5 ▲2.8	▲0.5 ▲2.0	▲1.1	▲0.4 ▲0.9	▲0.9 ▲1.3
民間企業設備	%	▲3.4	▲1.2	1.3 ▲5.1	1.7 3.0	▲0.1	▲0.8 0.9	▲0.4 ▲1.1
民間在庫増加	10億円	▲2194.6	▲1906.0	▲1455.9	▲2356.2	▲4575.0	▲4400.0	▲4750.0
国内公的需要	%	▲0.0	0.5	▲0.2 0.9	0.3 0.1	0.5	0.9 1.2	▲1.2 ▲0.3
政府最終消費支出	%	2.2	2.0	0.8 2.5	0.7 1.4	0.9	0.3 1.0	0.3 0.7
公的固定資本形成	%	▲4.9	▲3.6	▲2.9 ▲3.7	▲0.7 ▲3.6	▲1.0	2.1 1.4	▲5.4 ▲3.4
財貨・サービスの純輸出	10億円	10476.4	14092.6	13669.3	14516.0	15138.2	14727.5	15549.0
輸出	%	▲7.2	11.7	9.8 9.3	3.9 14.1	3.3	▲0.4 3.6	3.4 3.0
輸入	%	▲3.2	5.7	5.3 2.6	3.3 8.8	2.1	▲0.9 2.3	2.7 1.8
内需寄与度 (前期比)	%	▲1.3	0.7	1.1	0.3	▲0.6	▲0.5	▲0.5
民間需要 (")	%	▲1.2	0.6	1.2	0.3	▲0.7	▲0.7	▲0.2
公的需要 (")	%	▲0.1	0.1	▲0.1	0.1	0.1	0.2	▲0.3
外需寄与度	%	▲0.5	0.7	0.6	0.2	0.2	0.0	0.2
デフレーター (前年比)	%	▲1.3	▲2.0	▲1.7	▲2.3	▲1.1	▲1.2	▲1.0
国内企業物価 (")	%	▲2.5	▲1.6	▲2.1	▲1.2	▲0.9	▲1.0	▲0.8
総合消費者物価 (")	%	▲0.8	▲0.8	▲0.9	▲0.8	▲0.4	▲0.5	▲0.3
経常収支	兆円	11.9	13.7	7.2	6.6	13.1	6.0	7.1
貿易収支	兆円	9.1	11.7	6.0	5.7	11.3	5.1	6.2

(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GDP速報」。
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。

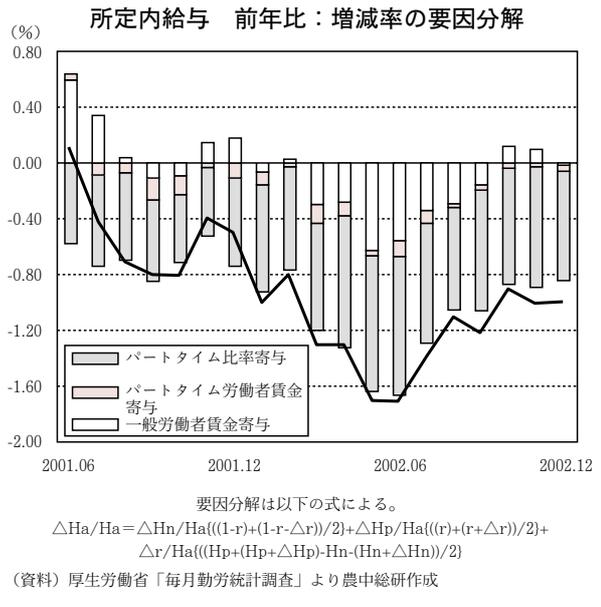
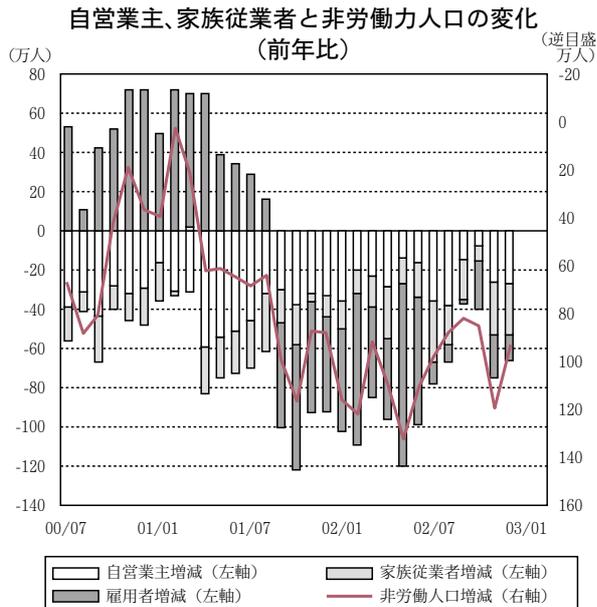
	単 位	01年度 実 績	通 期	2002年度		通 期	2002年度	
				上半期	下半期		上半期	下半期
為替レート	ドル/円	125.1	121.6	123.1	120.0	123.8	121.3	126.3
通関輸入原油価格	ドル/バレル	23.7	27.2	25.8	28.7	28.5	32.0	25.0

所得・雇用環境

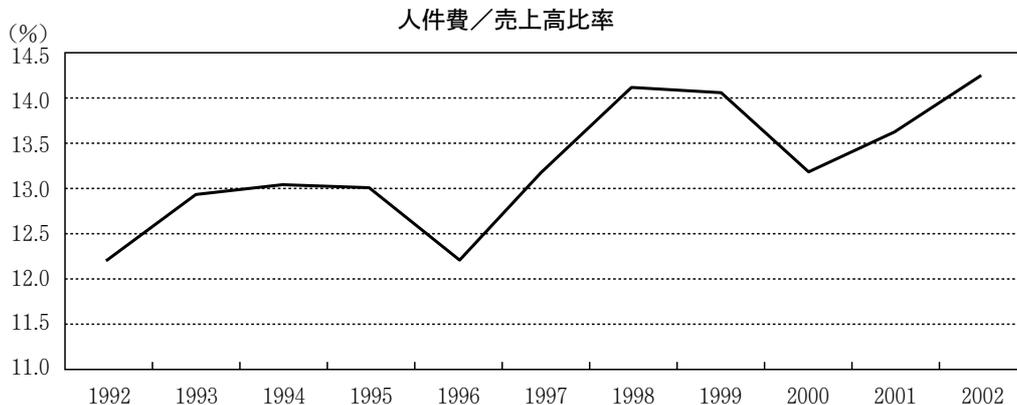
雇用環境の低迷継続

～ 「定昇制度」見直し・圧縮で賃金減少が続く可能性 ～

就業者数は、2002年10月から再び前年差で見た減少幅が拡大してきた。また、12月の完全失業率は過去最悪の5.5%に並んだ。ちょうど1年前の01年12月に過去最悪の5.5%を初めて記録したが、当時と比べて就業者は 71万人減少しているとともに、「仕事をせず、求職活動をしていない（この中には、採用条件などが厳しく就職を断念し求職活動を止めた人々も含む）」非労働力人口も+94万人増加している。雇用環境の実情は、02年12月の方が厳しいともいえる。賃金に関しては、基本給を中心とする所定内給与が正社員においては下げ止まってきた。しかし、増加に転じる気配は乏しい。また、03年春闘交渉にあたって、トヨタ自動車労働組合がベースアップ要求を見送るという報道を皮切りにベア・ゼロの企業側提案が続出。さらに経営者側からは定昇見直し・圧縮といった提案が見られる。2002年7～9月期の売上高人件費比率（法人企業統計）は14%と高止まっており、デフレ下において人件費が経営の重しとなっている。経営者側からは定昇廃止に向けた提案をするなど、賃金制度改正に向けた意欲が見られ、これによって基本給等所定内賃金の減少が継続する可能性がある。（田口 さつき）



(資料) 総務省「労働力調査」から農中総研作成



(資料) 財務省「法人企業統計」より農中総研作成
 (注) 2002年は4～6月期と7～9月期の平均

民間個人消費

賃金抑制が重くのしかかる個人消費

～ 03年度は6年ぶりのマイナスも ～

2002年の景気を支えてきた個人消費は、先行き不透明感と緊迫化する国際情勢などを受け消費者マインドの悪化から消費性向が下落。10～12月期は実質前期比：+0.1%増（7～9月期は+0.8%増）と伸び率を低下させた。実質ではかろうじて増加を維持したが、名目前期比では0.4%減となっており、所得の低迷、雇用情勢の不安定化を背景に個人消費の息切れがみられる。

現在の個人消費を牽引するのは、高価格のPDPテレビやDVD・HDDレコーダー、カメラ付き携帯電話など比較的高価格の家電商品が中心となっている。これらの商品はワールドカップサッカーなどで普及が加速し、依然売れ行きは衰えていない。

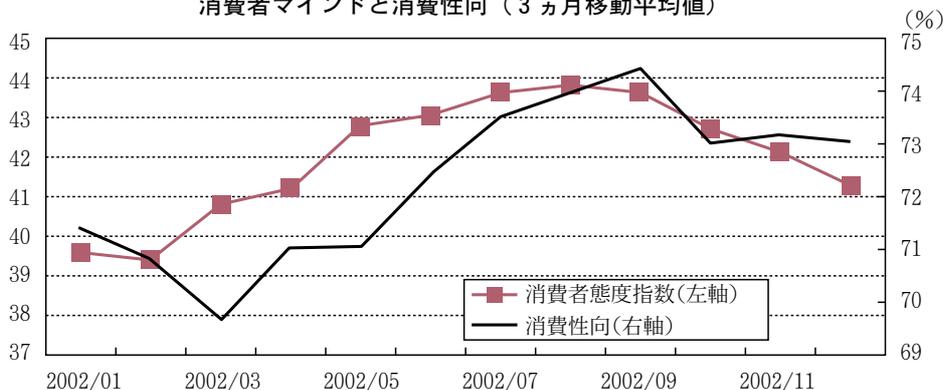
しかし企業は定期昇給の圧縮などに取り組んでおり、2003年度も所得減少が続く可能性が強く、雇用の拡大も難しい。さらに03年度は家計の社会保険料負担の増大が見込まれるなど家計の消費支出を抑制する要因が多くあり、すくなくともイラク情勢の終結までは消費者マインドの悪化は続くだろう。03年度の上半期の個人消費は前期比実質 0.3%減を予測する。2003年度下半期はイラク紛争の早期終結を前提とすれば、海外旅行なども回復する可能性がある。しかし年金制度改革に伴う消費税引き上げ論議などが消費者マインドに大きく影響を与えることが予想されるとともに、2004年には配偶者特別控除の廃止といった所得増税などが控えており、消費が回復していくとは考えにくい。03年度通期では6年ぶりとなる 0.2%減のマイナスに落ち込むと予想する。
（名倉 賢一）

消費指標の推移（前期比%）



内閣府「国民経済計算」、総務省「家計調査」、経済産業省「鉱工業指数」

消費者マインドと消費性向（3ヵ月移動平均値）



総務省「家計調査」、内閣府「消費動向調査」より農中総研作成
消費者態度指数は東京都。消費性向（勤労者）=消費支出÷可処分所得

民間設備投資

企業の設備投資抑制スタンスは継続

～ デフレで回復の実感は乏しく ～

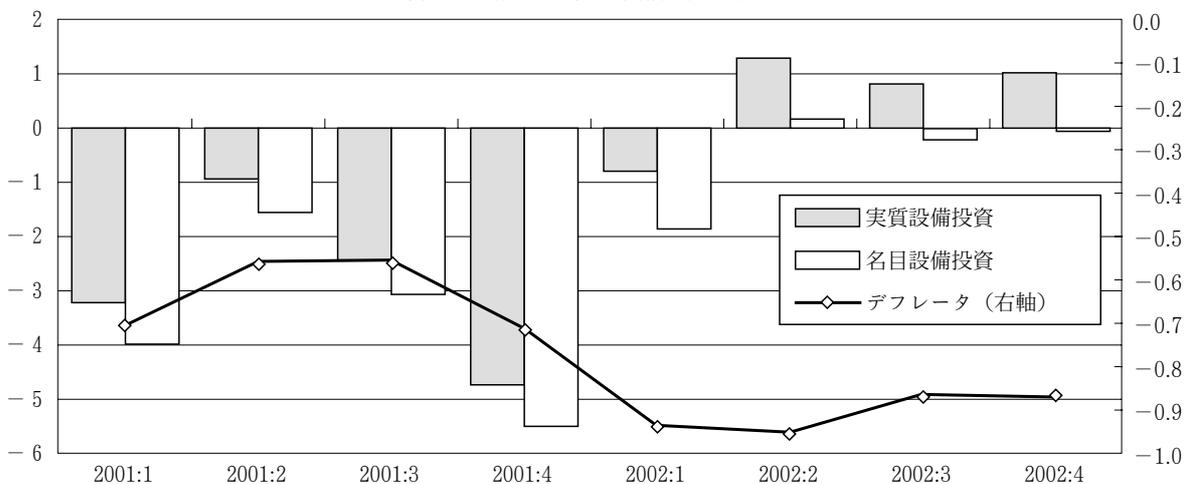
2002年度10～12月期の実質設備投資は、前期比+1.0%増と3期連続の実質増加となったが、名目では前期比 0.04%減と2期連続で減少した。デフレータの算出に使われた新しい国内企業物価指数は、以前の国内卸売物価指数に比べてマイナス幅が大きく、設備投資デフレータが前期比で 1.0%減とマイナス幅が大きくなったことで、実質値が上方に押し上げられた。しかし名目値がマイナスであることから設備投資回復の実感は乏しい。

輸出増加で業績を回復してきた製造業は、国際情勢の不透明感、米国経済の先行き不安で設備投資に依然慎重であり、「法人動向調査」によれば製造業の02年度下半期（10～3月）計画は前年比 11.6%減と大幅な減少が続く。

2003年上半年期は世界情勢の先行き不透明感が尾を引き、薄型ディスプレイなど一部の電気機械設備投資に動きがみられるものの、企業は財務改善を優先して設備投資に対する抑制スタンスに変わりはないとみる。下半期になれば、米国経済の回復に伴ってデジタル家電製品向け半導体等に明るさがみえ、輸出が引き続き好調な自動車でも、新型車に対応するための投資が増加していくと予想する。しかし回復が見られる業種は一部に限られ、02年度の設備投資を支えた国内大型都市開発プロジェクトがピークを超えていくことなどから、前期比でマイナス幅を縮小させるにとどまり、これにデフレが加わって回復感の乏しいものとなる。

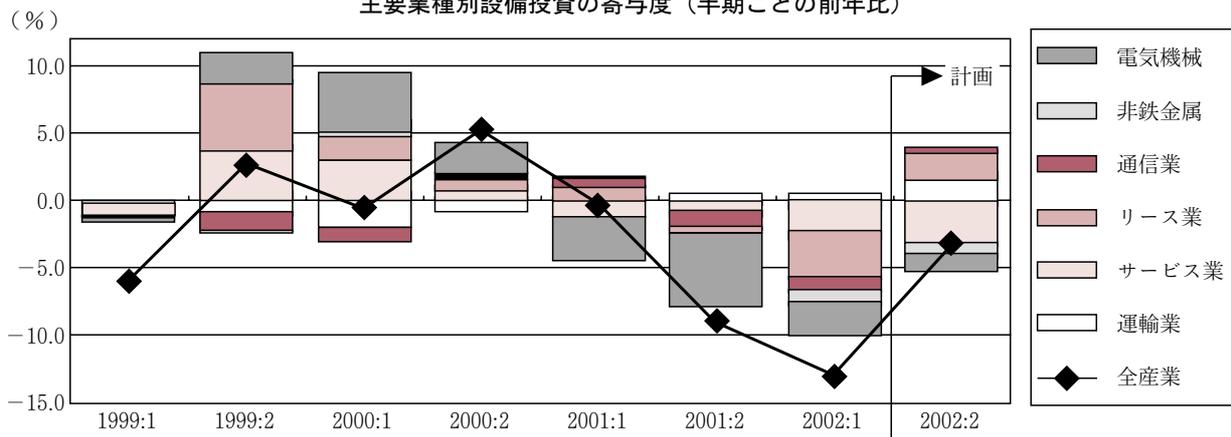
（名倉 賢一）

名目と実質の設備投資前期比（%）



内閣府「国民経済計算」より農中総研作成

主要業種別設備投資の寄与度（半期ごとの前年比）



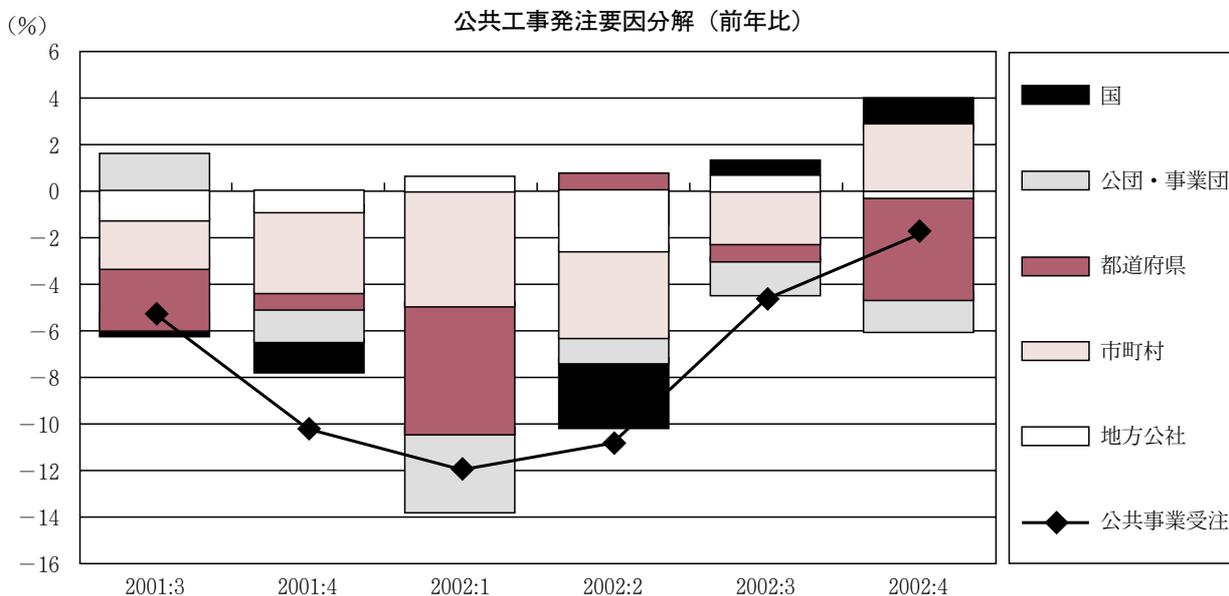
内閣府「法人企業動向調査」より農中総研作成

公的固定資本形成

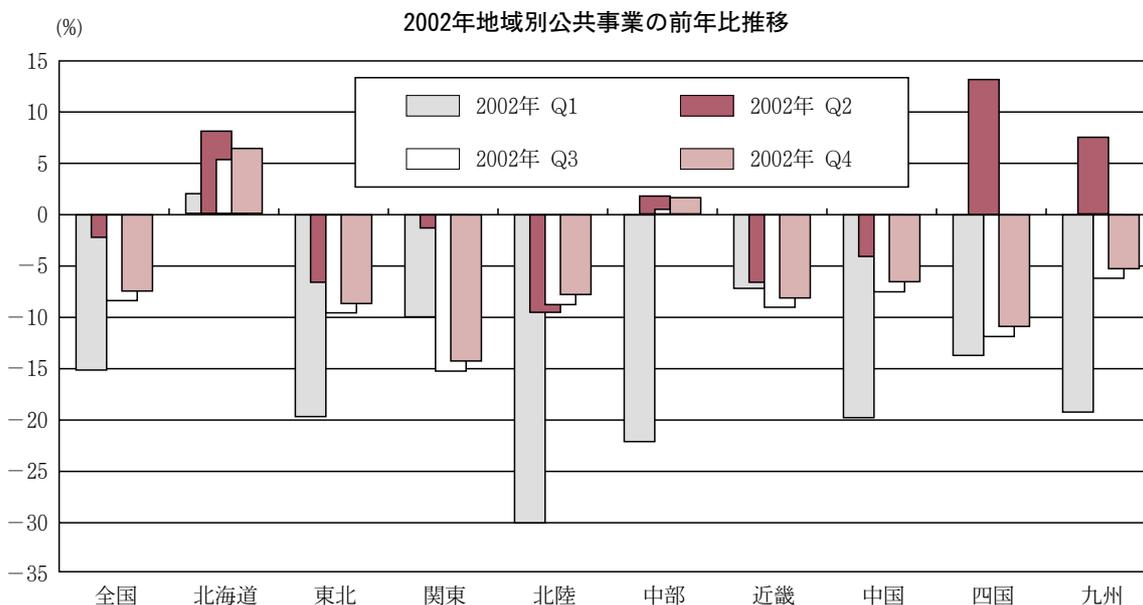
国、地方ともに公共事業削減の影響

～ 03年度も 1.0%減を予想 ～

2002年10～12月期の公的固定資本形成は、前期比 0.5%減で3四半期連続のマイナスとなった。ただし名目では7期連続でマイナスが継続している。
 国からの公共工事発注は前年比で2期連続のプラスとなった。また、10～12月期は市町村の発注もプラスに転じた。しかし都道府県と公団・事業団は財政難から減少傾向が継続している。
 2003年度予算では、国の公共投資関係費は対前年度比 3.7%減となった。また公共事業関係の国庫補助負担金は同 5.6%減と国から地方への公共事業関係の支出は減少する見通し。地方単独の公共事業も同 5.5%と減少の計画となっている。2003年度上半期は補正予算効果（真水3兆円を想定）によりわずかに前期比プラスとなるが、下半期には国、地方ともに大きく減少し、通期で 1.0%減と5年連続の前年度割れを予想する。（名倉 賢一）



保証事業会社協会「公共工事前払金保証統計」より農中総研作成



保証事業会社協会「公共工事前払金保証統計」より農中総研作成

外 需

外需は 03 年度前半低迷

～ 後半の立ち直りはやはり米国か... ～

2002年10～12月期の財・サービスの輸出は前四半期比+4.5%増と4四半期連続して前四半期を上回った。輸出数量ベースでも、前四半期比+1.7%増と2期ぶりの前四半期比プラスとなった。しかし、2002年12月の輸出数量は前月比 8.0%減と大きく減少し、先行き不透明感が増している。

米国経済は、センチメントを示す全米供給管理協会（ISM）指数が02年11月から3ヶ月連続して50%を越えているが、地政学リスクが払拭されない間は、個人消費、設備投資に明るさは見えず、03年度上半期まで輸出は一時的に伸び悩む。EU経済についてもドイツのIFO指数は低迷しており、景況感の改善は見られない。

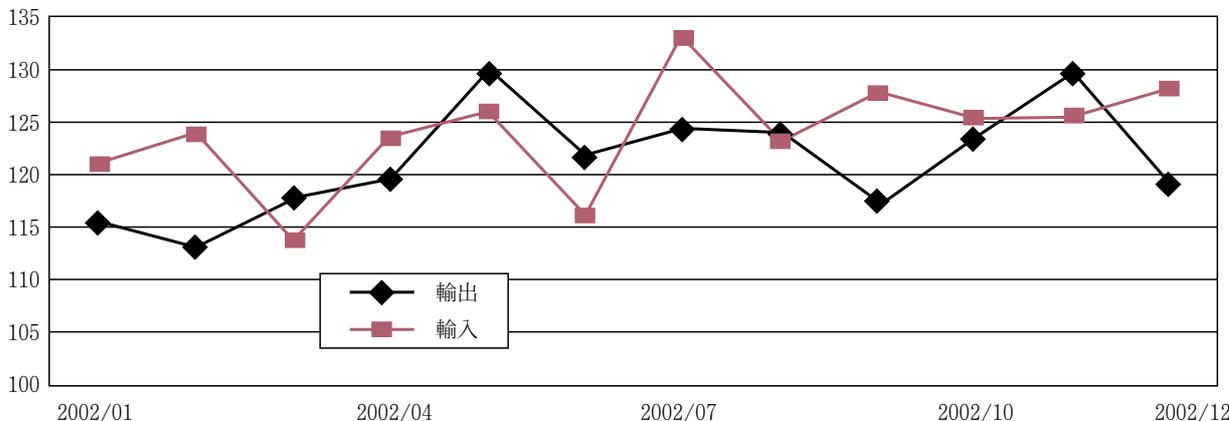
アジア諸国は米国向けの輸出割合が高く、米国の需要動向が日本からアジア向け輸出の鍵を握る。また、中国やアジアの住宅建設や公共事業が堅調であることから、鉄鋼などの金属及び同製品に根強い需要がある。

イラク問題が早期に解決したとしても、米国やEU諸国では民間設備等がすぐ回復せず、本格的な景気回復は2003年度下半期となろう。したがって、輸出等の動きは、2003年度上半期は前半期比： 0.4%減、下半期は同：+3.4%増、通期で前年比：+3.3%の増加を見込む。

（田口 さつき）

(1995年=100)

貿易数量の推移



(資料) 財務省「貿易統計」

地域別輸出品構成比 (2002年)

米国 (28.5)	EU (14.7)	アジア(中国を除く) (33.5)	中国 (9.6)
輸送用機器 39.1	一般機械 25.5	電気機器 30.8	電気機器 26.8
一般機械 21.3	電気機器 23.5	一般機械 19.4	一般機械 20.9
電気機器 17.4	輸送用機器 23.3	その他 11.4	化学製品 12.5
その他 10.0	その他 11.4	化学製品 10.9	金属及び同製品 10.5
化学製品 4.9	化学製品 7.9	金属及び同製品 10.0	その他 10.2
精密機器 3.0	精密機器 3.8	輸送用機器 7.6	繊維及び同製品 7.0
金属及び同製品 2.7	金属及び同製品 2.4	精密機器 5.4	輸送用機器 6.1
非金属鉱物製品 0.7	繊維及び同製品 1.1	繊維及び同製品 2.0	精密機器 4.1
繊維及び同製品 0.5	非金属鉱物製品 0.9	非金属鉱物製品 1.5	非金属鉱物製品 1.6
食料品 0.4	食料品 0.1	食料品 0.9	食料品 0.4

(資料) 財務省「貿易統計」 () 内は日本の輸出額に占める対象国の割合

民間住宅投資

03年度も冴えない住宅投資

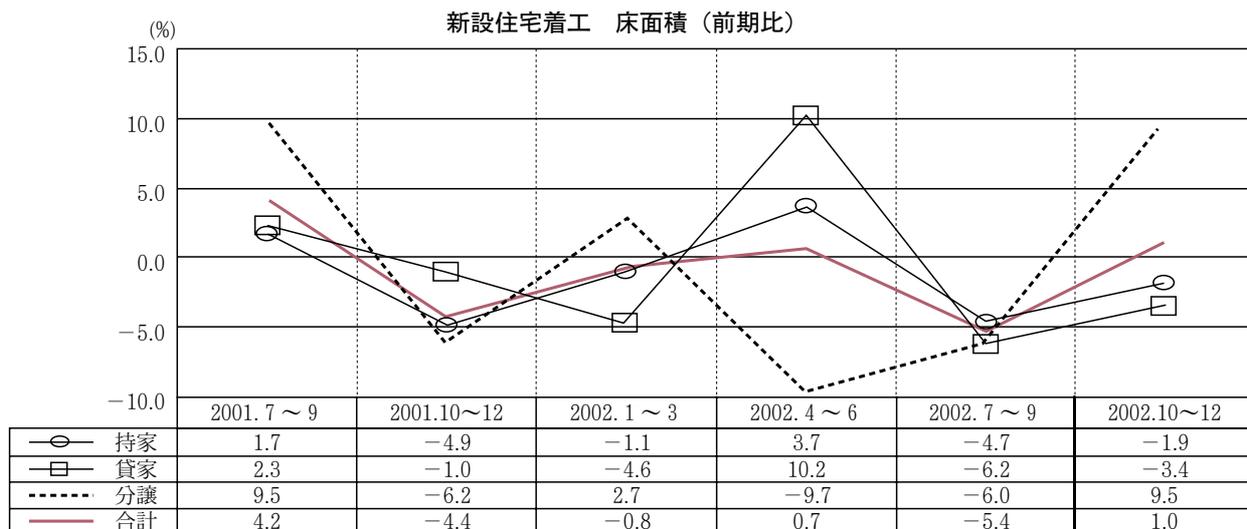
～ 分譲住宅建設もピークアウトか ～

2002年10～12学期の民間住宅投資の実質成長率は、前四半期比： 0.9%減、前年同期比： 3.4%減となった。

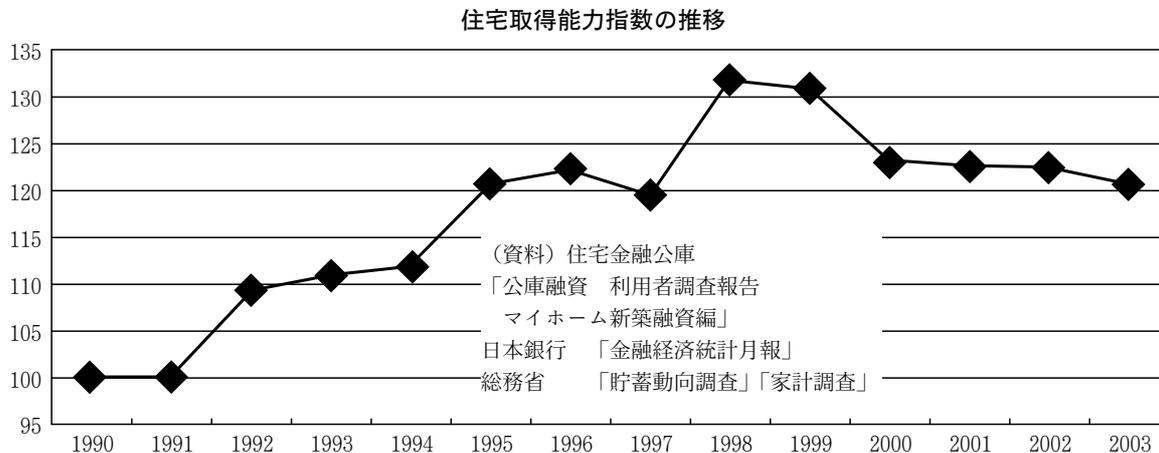
民間住宅投資の先行指標である02年10～12月期の住宅着工床面積（季節調整値・農中総研推計）は、前期比+1.0%と僅かながら増加となった。うち、持家が前期比 1.9%減、貸家が同 3.4%減に対し、分譲が同+9.5%増と牽引した。

そのため、2003年1～3月期の民間住宅の成長率は若干の改善が見込まれるが、02年度下半期全体の住宅投資は前半期を下回り前半期比： 0.5%減。02年度通期は前年比 2.4%減を予測する。しかし、堅調であった分譲も10月の2,866千㎡が11、12月は2,500千㎡台と減少している。大型マンション着工も一息ついた状況である。また、雇用・所得不安が続く中、持家住宅着工も明るい展望はない。さらに借家についても、投資が活発化する動きはみられないだろう

2003年から住宅取得資金に係る相続時清算課税制度の特例など住宅取得促進のための税制改正・創設がなされたが、雇用・所得環境の悪化を打ち消すほどの効果はなく、03年度の民間住宅投資は、前年比： 1.1%減、新設住宅着工戸数は112万戸を予測する。（田口さつき）



（資料）国土交通省「住宅着工統計」から農中総研試算・作成



（注1）住宅取得能力指数は（資金調達可能額/住宅価格）×100を1990年度=100として指数化したもの。
 （注2）資金調達可能額=貯蓄額+公庫融資平均借入額+民間ローン借入額
 （注3）民間ローン借入額=（勤労者年間収入×返済負担率(0.25)-公庫融資平均借入額×公庫ローン年賦率）
 民間住宅ローン年賦率
 （注4）2002・2003年度は推計値。

物 価

デフレに一部緩和傾向

～ 原材料価格等の上昇でモノの価格下げ止まり ～

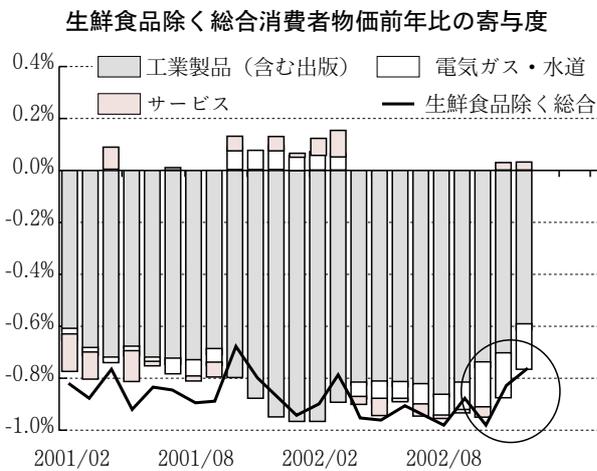
12月の全国消費者物価指数(生鮮食品を除く、CPI)は、前年同月比 0.7%下落となったが、2ヶ月連続で下落幅を縮小させた。12月の生鮮食品を除く財も同 1.3%下落となり、2ヶ月間で下落幅を0.3%ポイント縮小した。このように足元で財(モノ)を中心として物価が下げ止まりつつある。

第一の原因は石油を中心とした原材料の値上がりである。日経商品指数は、中東情勢への不安感などによる石油の値上がりや、アジア地域での需給逼迫化で上昇が続いている。粗原材料の値上がりはタイムラグを置いて、輸入物価を通じて国内消費者物価の工業品を中心にデフレ幅縮小、または物価押し戻しに作用していると考えられる。

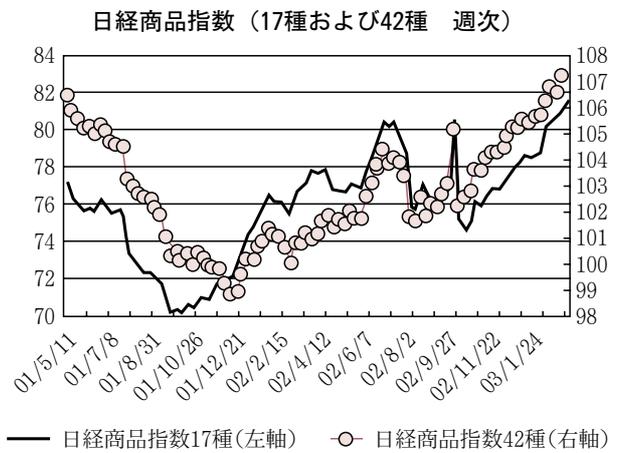
第二は値下げ競争の一巡である。外食、衣料品など値引き競争をリードしてきた業界で値引きをやめたり、一部商品を値上げするなどの動きがでてきており、安売りだけでは消費者をひきつけられなくなっている。このため、価格は維持しながら商品やサービスに独自性を打ち出すなど、顧客争奪戦に変化が生じている。

足元でデフレを拡大させている品目の内容は公共料金的性格の強いものが中心となっており、これまでとデフレの内容が異なってきている。今後、石油価格の上昇等を背景に電気料金などの値下げは一服し、デフレの緩和傾向がさらに強まると予想する。ただし、景気の再悪化から需給ギャップが大幅に拡大するようなことがあれば、デフレ解消にさらに時間がかかる可能性もある。

(名倉 賢一)



(総務省「消費者物価指数」から農中総研作成)



(NEEDS FQ から農中総研作成)

1年前に比べてデフレを緩和させている品目と拡大させている品目(2002年12月)

デフレを緩和させている品目			デフレを拡大させている品目		
品名	寄与度増加幅	主な内容	品名	寄与度減少幅	主な内容
通信	0.16	電話料金	電気代	▲0.20	
菓子類	0.06	チョコレート	持ち家の帰属家賃	▲0.11	
教養娯楽用耐久財	0.05	パソコン	ガス代	▲0.05	
一般外食	0.05	ハンバーガー、牛丼	保健医療サービス	▲0.03	診療代
放送受信料	0.03	NHK以外	家事用耐久財	▲0.02	電気冷蔵庫
切り花	0.03		上下水道料	▲0.02	
灯油	0.02		資料 総務省「消費者物価指数」		
宿泊料	0.02		生鮮食品を除く全国総合消費者物価指数前年同月比に対する寄与度の1年前との変化幅%		
かばん類	0.02	輸入ハンドバッグ	1年前よりも寄与度が増加している品目が「デフレを緩和させている品目」、寄与度が減少している品目が「デフレを拡大させている品目」		
婦人服	0.02	ワンピース、スカート			
入場・ゲーム代	0.02	ゴルフプレー代			

国際商品市場

イラク情勢と原油価格等国際商品市場

～ 交戦が限定・局地的であれば、原油価格は下降へ ～

実際の原油購入価格を映すOPECバスケット価格（7油種平均）が31 \$ /blを超え、2月14日現在32.3 \$ /blとなっている。この背景には、イラク情勢の緊迫化に加え、ベネズエラの原油生産減少（ゼネスト終結で生産回復へ）や北米の厳冬による石油製品在庫の減少から需給が締まり、投機的な買いに拍車がかかっていることが上げられる。

12月初めから始まったゼネストによってベネズエラの産油量は日量300万バレルの水準から12月には月平均で83万バレルに激減。これにより世界的需給もタイトになり、在庫も減少した。また、寒波から、米国の燃油需要が増加し、在庫量、在庫日数ともに落ち込んできたことも、イラク情勢が緊迫化する中で、需給不安をかきたてた。

交戦に伴う原油価格高騰説も根強いが、湾岸戦争等の例のとおり、交戦地域が他の湾岸諸国に波及しないし産油施設の破壊・損害が生じるかがポイント。基本的には、交戦波及リスクの見極めがついた段階で季節的需要の剥落もあり、原油価格は下降に向かうと考えられる。ただし、イラクを除く他OPEC諸国の増産余力はイラク隣接地域からの供給減少を考慮すれば表面的な数字ほど大きく無いとも言われる。万が一、他に原油生産の供給不安がおこれば、ショック吸収の余地は小さい。非OPEC諸国の増産や高水準にある石油備蓄の緊急放出が、価格高騰の抑制には不可欠である。

また、原油価格の高止まりが続けば、所得流出によって、先進諸国経済は企業収益の悪化や家計の消費抑制の影響を受ける懸念が高まる。日本の石油および石油関連製品の需要を日量450万バレル程度と概算すれば、前年比：5ドル/バレルの上昇によって、約1.0兆円（1ドル＝120円換算）の所得が海外産油国に流出し、国内購買力が低下することになる。

（渡部 喜智）

OPECの原油生産比率と原油価格



PIW、OPEC データから農中総研作成

OPEC 諸国の生産の現状と能力

(1,000バレル/日)

項目	生産量 (03/01月)	生産割当 (03/2月～)	生産能力	増産余地
国				
サウジ	8,570	7,963	9,525	956
イラン	3,650	3,597	3,750	100
イラク	2,416	—	2,850	434
クウェート	1,990	1,966	2,250	261
UAE	2,080	2,138	2,400	320
カタール	725	635	800	75
中立地帯	(539)		(650)	(111)
ベネズエラ	625	2,819	2,750	2,125
ナイジェリア	2,175	2,018	2,500	325
リビア	1,383	1,312	1,350	-33
アルジェリア	1,045	782	1,050	5
インドネシア	1,100	1,270	1,225	125
合計	25,758	24,500	30,450	4,692
イラク除く合計	23,342	24,500	27,600	4,258

※サウジ、クウェートは中立地帯分の生産割当、生産能力を含む。
（資料）PIW(02.09.23)等から農中総研作成

郵政公社

郵政公社スタートへ

～ 債券主体の慎重な投資姿勢、利益は1兆円台確保の計画 ～

- ◆4月から日本郵政公社がスタートする。15年度運用計画において、調達サイドでは郵貯残高の減少が継続の見通し。15年度の減少額を▲7.5兆円（14年度末残（予算値）：235兆円⇒15年度末残：227兆円）と予測。14年度に比べ約▲3.7兆円減少額が拡大すると見ている。その他原資では、財政融資預託金の逐年償還分16.7兆円と運用の回収金22.5兆円の増減がほぼ相殺しあって、原資合計では14年度に比べ、▲3.6兆円のマイナスとなる計画である。
- ◆これに対し、運用サイドでは、信託銀行への指定単の新規預託中止が注目される。従来、指定単の中で運用されていた内外株式投資は、15年度中、公社設立時に保有する時価ベース残高程度に限定される。有価証券運用では、14年度に比べ長期国債が約2.2兆円増加、外国債券に対しても運用額全体の1.6%、財投債引受を除く運用の2%強を配分しているのに対し、株式の追加投資はおこなわない、という慎重スタンスが目立つ。
- ◆なお、TOPIX完全連動という前提で試算すると、株価下落に伴い株式投資の評価損は02年9月末から1月末の間、▲1.80兆円から▲2.06兆円に評価損が広がったと推定されるが、国内債券の評価益増加（日経国債プライス・インデックスの完全連動という前提で試算する+0.6兆円増加）によって十分、カバーされていると考えられる。
- ◆収益計画では、貯金支払利子等の資金調達費用の減少を運用収益減少が上回り、運用収支差は0.5兆円悪化する。しかし、過去の比較的金利の高い時期の債券および預託金の運用が残り、運用利回りは1.7%前後と推定される。人件費、物件費等の営業経費の削減は小幅にとどまるが、当期損益は約1.1兆円の黒字が計画されている。（渡部 喜智）

郵貯資金の15年度運用計画

前年度差は14年度の予算計画との差額（億円）

運用の部	金額	前年度差	原資の部	金額	前年度差
債券	219,865	▲10,135	財政融資資金預託金	166,500	▲70,730
国債	200,962	▲14,538	郵便貯金増減見込	▲75,303	▲36,822
うち、財投債引受	99,600	▲36,400	回収金	225,113	71,188
うち、長期国債	101,362	21,862			
地方債	6,000	500			
公庫公団債・社債	8,000	▲500			
外国債券	4,903	4,403			
地方団体貸付	10,000	200			
預金者貸付等	6,444	▲687			
預託金（指定単）	0	▲23,500			
預金・短期運用	80,001	▲2,242			
合計	316,310	▲36,364	合計	316,310	▲36,364

(郵政公社資料から農中総研作成)

(注)預金・短期運用のうち、15年度末のFB・TB・同現先の運用予定額45,500億円を含み、国債からは除外。旧金融自由化対策資金の預託金（47,500億円）は運用、原資の双方相殺の形で除外。

郵貯の試算運用ポート

(兆円、%)

14/9月 現在	資産残高	時価	構成比	評価損益
財政融資資金預金	142.3	142.3	59.9	-
有価証券運用等	94.4	95.1	40.1	0.7
国内債券	76.7	79.4	33.4	2.7
外国債券	4.4	4.6	1.9	0.2
国内株式	4.3	2.5	1.0	-1.8
外国株式	1.5	0.9	0.4	-0.6
短期運用	7.5	7.7	3.3	0.2
合計	236.7	237.5	100.0	0.7

15年度 郵貯収益計画

(億円)

項目	年度	14(2002) 郵貯特会	15(2003) 郵政公社
資金運用収益		64,161	47,728
資金調達費用		36,470	25,033
(貯金支払利子)		21,922	13,058
収支差①		27,691	22,695
役務取引等収益		-	804
役務取引等費用		-	75
収支差②		-	729
その他業務収益		7	783
その他業務費用		3,849	1,342
収支差③		▲3,842	▲559
営業経費④		11,567	11,420
(人件費)	13年度	6,514	6,151
経常利益		12,282	11,446
①+②+③-④		12,282	11,446
特別損益		-	▲91
当期損益		12,282	11,355

(注)14年度は郵貯特会、15年度は公社計画であり、必ずしも比較は出来ない。その他業務費用には償還損等の諸支出金、価格変動準備金繰入を含む

米国経済

2003 年後半以降設備投資主導で緩やかな回復 ～ 対イラク攻撃の帰趨が鍵にぎる ～

米国等の対イラク攻撃に向けての緊張感の高まりやベネズエラの反政府ストなどの影響により、原油や一次金属等工業原材料の価格が高騰しており、これが家計や企業の収支を圧迫している。企業収益(固定資産減価償却前)は2001年10-12月期に底を打ったが、最近では仕入れ原材料価格上昇を販売価格に転嫁しきれないという要因もあり、収益回復の足取りは遅々としている。従って多くの企業は、雇用者数増加や賃金上昇を抑制する形で労働コストの節約に努めている。こうした企業収益回復力の弱さや売上回復力の不確かさにより、これまでの企業設備投資の回復力は極めて緩慢なものであった。また最近では、イラク情勢緊迫化に伴う設備投資先送り傾向もみられる。

一方家計支出は2002年において、減税効果、リファイナンス(住宅価格上昇と金利低下を活用し、低利の住宅ローンに借り替えると同時に借り増しすること)、自動車販売促進策の影響で底堅く推移してきた。しかし最近では、雇用の先行きに対する不安感の高まりや株価下落等の影響により、消費者心理の悪化が著しい。また最近、クレジットカード等消費者金融の返済遅延や回収不能が増加しており、借入増加を伴った消費拡大は曲がり角に差し掛かっている。

米国等による対イラク開戦の見通しについてはなおも流動的なところがあるが、攻撃開始時期が3月という見方が有力である。戦闘に入った場合には、米国等の短期決戦による勝利をメインシナリオと考える。そして対イラク紛争解決の道筋が明らかになれば、それまで抑圧されてきた家計や企業の消費・投資意欲が表面化し、2003年後半には景気は緩やかな回復に向かおう(下表参照)。しかし、イラク側が市街戦に誘導することで戦線が膠着し、紛争が長期化する可能性も否定できない。この場合は、家計や企業の消費・投資マインド回復が遅れ、経済成長率はメインシナリオよりも低下しよう。

イラク問題が1~2ヶ月程度の短期間で収束に向かえば、2002年後半以降、企業設備投資が緩やかながら景気回復を先導するであろう。企業は、設備稼働率が低水準であることから生産能力増強投資には依然として慎重姿勢を維持するであろうが、競争力確保のための更新・省力化を中心とした投資を続けるであろう。一方家計消費も2003年後半には回復に向かうが、2002年のような持続的な金利低下という好環境には恵まれず、リファイナンスブームの終焉により、その回復力はごく緩やかであろう。

2003年1月7日に発表となったブッシュ大統領の景気対策案については、株式配当課税撤廃や所得税減税前倒し等が盛り込まれていたが、その景気浮揚効果、財政赤字拡大による長期金利上昇の可能性、所得分配の公平性の観点から異論が続出しており、これを実施するまでにはなおも検討時間を要するとみられる。従って2003年内での経済対策の効果は限定的なものにとどまろう。

(永井 敏彦)

2002-2003年 米国経済見通し(メインシナリオ)(2003年2月)

	単位	2001年 実績	2002年 通期 速報値	上半期	下半期	2003年 通期 予想	上半期	下半期
				(1~6月) 実績	(7~12月) 速報値		(1~6月) 予想	(7~12月) 予想
実質GDP	%	0.3	2.4	3.5	2.5	2.0	1.7	2.2
個人消費	%	2.5	3.1	3.5	2.8	1.8	1.2	2.1
設備投資	%	▲5.2	▲5.8	▲6.3	▲0.6	1.3	1.1	3.8
住宅投資	%	0.3	3.8	6.7	2.9	0.9	1.1	▲1.5
在庫投資	10億ドル	▲61.4	▲0.5	▲12.0	11.1	12.0	9.0	15.0
純輸出	10億ドル	▲415.9	▲482.2	▲467.0	▲497.5	▲518.0	▲511.0	▲525.0
輸出	%	▲5.4	▲1.3	2.6	5.3	2.6	▲0.5	6.2
輸入	%	▲2.9	3.5	8.1	7.8	4.1	1.4	6.0
政府支出	%	3.7	4.4	5.7	3.0	4.0	5.1	2.7

(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