

金融市場

2003.11

潮流

公的年金改革の行方 1

情勢判断

国内金融

循環的な回復局面がどこまで続くか 2

国内経済

高齢者の貯蓄 5

海外経済金融

自律的拡大への分岐点に立つ米国景気 ... 6

米国株式市場の活況と今後 9

気になる指標

「景気動向指数」その312

今月の情勢

～経済・金融の動向～13

今月の焦点

わが国経済の持続的回復の条件17

海外の話題

「イギリス（人）は変わったか？ - その3」21

潮流

公的年金改革の行方

年金制度の骨格である国民年金や厚生年金などの公的年金改革の論議が高まっている。これまで5年ごとの年金財政再計算時に給付や保険料の水準を見直ししてきたが、急速な少子高齢化の進展で、近い将来年金給付を受ける中高年層だけでなく、保険料を負担する若年層も、制度の先行きについて不安感を高めている。このため、次回（2004年）の財政再計算時には、将来を見据えた持続可能な制度の再構築を行い、こうした不安感を払拭する必要に迫られている。

公的年金制度が抱える問題点を現時点で整理すれば次のようになる。第一は、現行給付水準（厚生年金は現役時代の所得の6割程度、国民年金は年額79.7万円）と保険料負担水準（厚生年金が労使折半で総報酬の13.58%、国民年金が月額13,300円）では今後の高齢化進展に対応できず、給付水準引下げや保険料負担増加が必須なことである。前記の不安感を和らげるには、先々給付額がどの程度まで削減されるのか、保険料負担はどの程度まで増えるのかを明示する必要がある。第二は、国民共通の基礎年金について、国庫負担を現行の1/3から1/2へ上げる問題である。この点は前回（99年）財政再計算時の国民年金等改正法（2000年成立）の附則に明記されたが、国庫負担引上げには2004年度で2.7兆円が必要とされ、その財源確保が問題となる。第三は、国民年金保険料の未納者増加問題である。2002年度の未納率は37%に達し、早急な対応策が必要である。このほか、パートタイマーへの厚生年金適用拡大や第三号被保険者（専業主婦）の取扱い等の問題がある。

こうした問題点に対して、いくつかの対処案や意見書が提示されている。主なものに、坂口試案（坂口厚生労働大臣の試案）社会保障審議会年金部会や経団連の意見書などがある。前記の第一と第二の問題点について、これらの内容を見ると、坂口試案は、将来の年金保険料負担について、厚生年金は年収の20%（労使折半）、国民年金は月額18,000円台を上限とし、将来の給付水準は、厚生年金の場合現役時代の所得の50%から50%台半ば程度（給付水準引下げ幅は年金積立金の取崩し状況による）を確保するというものである。基礎年金の国庫負担1/2への引上げは2004年度から行う（財源は今後議論）としている。また、労働力人口や賃金の変動に応じて給付をスライドさせる方式（マクロ経済スライド）も提案している。社会保障審議会年金部会の意見書は、主要な意見を併記する形をとっており、意見の一致をみたものではない。経団連の意見書では、厚生年金保険料率引上げは15%までが限界とし、年金積立金（現在残高約150兆円）の活用により保険料率上昇を抑制すべきであるとし、給付については、今後一定の期間をかけて現行水準を2割程度削減するとしている。また、基礎年金については、2004年改正で国庫負担1/2への引上げを確実にし、将来的には、保険料を中心とする方式から、消費税を活用した間接税方式に移行すべきとしている。

前記の対処案や意見書にみられるように、将来の保険料負担の上限や給付水準の引下げ幅を示すことは、年金制度にかかる不安感を和らげる意味で一歩前進である。年金積立金をどの程度取崩すかによって、給付水準引下げ幅と保険料増加幅に違いが出てくるが、少子高齢化の現状を考えれば、今後の年金給付の2割程度の削減は止むを得ないものと思われるし、保険料負担増加幅を抑制するために年金積立金を活用する（経団連意見書）ことは、保険料の世代帰属の観点からも合理的と思われる。基礎年金は、国民皆年金体制堅持等の観点から、将来的には全額間接税方式への移行が望ましいとみられるが、当面は国庫負担1/2への引上げ実現と国民年金未納分の徴収努力を強化すべきであろう。また、今後少子化が想定以上に進み、経済の停滞が長引くようだと、さらなる年金給付削減や保険料負担増加に追い込まれる可能性もある。賦課方式による年金給付は、現役世代から高齢世代への所得移転であり、消費活動には概ね中立とみられるが、厚生年金保険料率上昇による労働コスト上昇を避けるために企業が雇用を一層絞り込んだり、年金積立金取崩しによって金利が大きく上昇したりすると、景気にはマイナスとなる。出生率上昇のための施策や年金制度改革が経済に与える影響を極力少なくするための配慮が必要である。

（主席研究員 鈴木 博）

情勢判断

国内金融

循環的な回復局面はどこまで続くか

= 当面は持続を前提した方が無難

要 旨

世界経済の成長シナリオが強まるなか、商品市況が上昇しデフレ懸念が後退。世界的な金利上昇も生じており、かつ国債増発を前提とすれば長期金利の再低下余地には慎重な見方が必要だろう。株価は、来年の増益シナリオの織り込みを前提とする限り、下ブレは考えにくい。

ドル円相場の想定レンジを円高方向に小幅、再修正する。暴落を誘発しかねない大幅なドル安誘導は考えにくい。ブッシュ政権が選挙をにらみ米国内のドル安要請圧力への配慮をおこなうとの思惑が当面の市場心理を左右。当面、円は堅調に推移すると考える。

表1 金利・為替・株価の予想水準

(単位：円,%、円/ドル)

年度/月	2003年度			2004年度		
	9月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	
無担コール 翌日物	0.013	0.001~0.01	0.001~0.01	0.001~0.01	0.001~0.01	
TIBOR ユーロ円(3ヶ月)	0.0933	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	1.380	1.35±0.10	1.40±0.10	1.50±0.15	1.40±0.15	
為替相場	円ドル	110.480	107.5~102.5	105~110	107.5~112.5	112.5~117.5
	ユーロ円	128.870	125.0~130.0	127.5~132.5	127.5~132.5	125.0~130.0
日経平均株価	10,219.05	11,000	11,250	12,500	12,000	

(月末値。実績は日経新聞社調べ。)

ここ1ヶ月程度の金融市場概況

9月20日の主要7カ国財務相・中央銀行総裁会議後に発表された「為替レートの更なる柔軟性が望ましい」との声明に反応し、ドル安容認観測が強まり、ドル円相場で円高が進行。

円ドル相場は、10月7日に110円を突破。10日の東京外為市場は2年11ヶ月ぶりとなる108円台で終わった。ブッシュ・小泉会談で、大統領は為替相場は市場で決まるべきとの従来の考えを

改めて述べたと伝えられ一部では円高観測が強まったが、スノー財務長官が英国紙にドル安を志向したことは無いとコメント。ドル買い戻しがいった後、北朝鮮のミサイル発射報道が加わり、20日のニューヨーク市場ではドル相場は110円台半ばに円下落。その後は109円をはさんだ動きとなっている。ユーロも対ドルで上昇。6月18日以来の1・ = 1.18ドルをつけた後も高値推移。このためドル円相場での円高にもかかわらず、ユーロ円は127円台後半~129円台後半の動きとなった。

株価は、9月末から10月初めにかけて、円高を受け輸出銘柄を中心に下落したが、NY株式相場が年初来高値を更新するなど世界的株高のもとで、外国人投資家による買いに続き反発。中間決算の好業績報道や景気回復による先行き業績期待も強まり、投信や金融機関から資金も入り始めた。さらに米系証券の日本株を含む海外株ウエイトの引き上げ推奨などもあり、10月17日に日経平均は11,000円台を再回復した。

一方、国債相場は、円高や下半期当初の買い需要に支えられ、堅調に推移する局面もあった。

図1 日経平均と国債相場の動向



Bloombergデータから農中総研作成

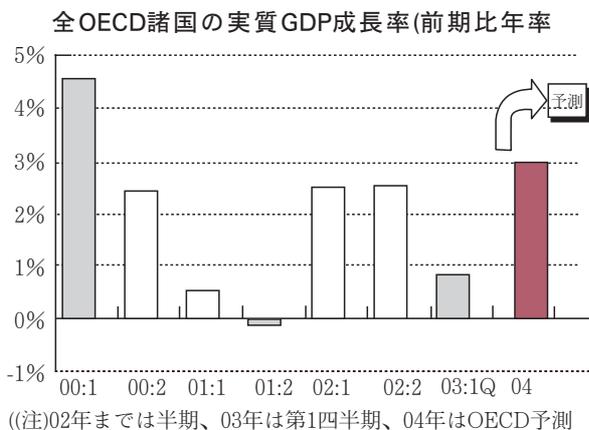
また、日銀・金融政策決定会合で「ゼロ金利政策解除の3条件」が提示されゼロ金利政策の時間軸が補強されたが、景況感改善の継続期待や株高、世界的な金利上昇に加え、国債の前倒し大量発行への警戒感から、軟調な展開となり、新発10年物国債は1.4%台の動きが続いた。

金融市場の見通しと注目点 債券相場

=世界的な成長期待のもと、デフレ懸念後退

世界経済の成長が反転(図2)。米国の成長加速見通しが強まり、日本が景気底離れの可能性を高めるなか、EUも底打ちが期待される状況となっている。ブラジル(B)、ロシア(R)、インド(I)、中国(C)のBRICs4カ国の成長率も高い。

世界的な金融緩和、潤沢な流動性の存在も無視しがたい。需給がタイト化し、国際商品市況は高止まりしている。物価安定は続いているが、春先に比べれば世界的にデフレ的要素は後退している。世界景気は明るさを増しており、世界的に金利が反転、上昇が生じている。



また、わが国の9月全国消費者物価(生鮮食品除く総合)は前年比0.1%の見込みである。政策的・一時的要因が剥落すれば、物価は再下落に転じる可能性があるが、景気回復のもと、わが国でもデフレ圧力は後退している。

消費者物価が一時的に前年比ゼロ%+の状態になったとしても、ゼロ金利解除の3条件のハードルは高く、当面、ゼロ金利が続くことは確かだろう。しかし、世界経済の成長継続と世界的な株高シナリオのもとでは、長期金利の再低下余地は、機関投資家の心理や投資スタンスの面から慎重に見るべきだろう。なお、税収増加は期待あるものの、04年度財政赤字の増加の可能性が強い。とはいえ、40兆円程度の赤字は

市場に織り込まれており大きな波乱要因とならないだろう。

株式相場

=04年度増益シナリオで再上昇基調へ

日銀の9月「短観」によれば、03年度下期の経常増益率は、二桁増益見通しが継続(表1)。10月中の業績予想修正(社数ベース)は、上方修正比率(上方修正社数÷業績予想修正社数合計、I/B/E/S社情報)は6割を引き続き超えている。製造業の想定為替レートは118円程度で、現状の円ドル為替水準は減収要因となるが、国内景気や輸出数量の上ぶれによってカバーできる範囲のものと思われる。

また、04年の3年連続増益予想のもとで来期予想PERは約16倍台に低下。バリュエーション(投資価値)水準にも割安感が出てくる。

米国主導で世界経済が04年も成長をたどる投資シナリオが、年末年始にかけて視野に入り、バリュエーション(投資価値)水準からも買い直しが入ると予測。株価の再上昇を予想する。

米国の経常赤字などドル超過供給によって引き起こされるドル安圧力は大きい。また、米国が04年11月に大統領選および連邦議会選挙を控え、米国内製造業等からのドル安要求へ一定の配慮が考えられる。とはいえ、米国の金融・証券市場の安定(株高、長期金利安定)のため、米国への資金流入が不可欠。ドル暴落リスクをおかすような大幅な軟調誘導は考えにくい。ドル下落は小幅にとどまると見ている。

ユーロ圏経済の底打ちはユーロ堅調の要素。順調に回復軌道に乗るか不透明感が残るが、ユーロ円相場でもユーロは底固く推移する可能性が出てきた。(当社HPの「Weekly金融市場」も参照されたい。)

(03.10.24 渡部 喜智)

表1 日銀・短観の経常利益見通し(03年9月調査)

(前年度<前年同期)比)

区分		2003年度		2003/上期		2003/下期	
		(計画)	修正率	(計画)	修正率	(計画)	修正率
大企業	製造業	15.4	3.5	20.3	8.3	11.9	0.0
	うち素材業種	17.9	3.9	22.5	5.0	14.5	3.1
	加工業種	14.2	3.2	19.3	10.0	10.7	-1.4
	非製造業	3.0	-0.9	-12.3	-1.4	17.6	-0.6
中堅企業	製造業	17.0	1.2	27.0	4.2	11.3	-0.6
	非製造業	11.2	-0.5	9.5	-2.5	12.3	0.9
中小企業	製造業	26.9	-1.8	33.0	-6.0	23.4	0.9
	非製造業	5.8	2.6	1.6	1.5	8.9	3.4
全規模合計	全産業	10.4	0.9	6.1	1.4	13.7	0.5

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 銀行間 直物 17:00	円・ドル 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	東京 ユーロ 17:00	日経 平均 (225種)	TOPIX 終値	JASDAQ 指数	NYダウ 工業株 30種 平均	S&P 500	ナスダック 株価 指数	米国 財務省 証券 10年物 国債利回り	ドイツ 連邦債 10年物 利回り	NY金 先物・ 期近	WTI ・期近
03/9/1	1.585	136.15	1.751	0.93	0.001	0.0875	0.0534	0.1000	116.69	116.65		0.0000	1.098	128.15	10,670.18	1,027.01	57.16			0.000	4.240			
03/9/2	1.670	134.82	1.867	1.08	0.001	0.0875	0.0534	0.1000	116.87	116.70	116.50	1.0810	1.087	127.06	10,690.08	1,028.91	58.00	9,523.27	1,021.99	1841.48	4.590	4.370	374.3	29.41
03/9/3	1.600	135.10	1.843	1.10	0.001	0.0875	0.0529	0.1000	116.06	116.30	115.95	1.0845	1.083	125.12	10,715.69	1,033.28	57.79	9,568.46	1,026.27	1852.90	4.590	4.380	375.0	29.49
03/9/4	1.475	136.16	1.750	1.02	0.001	0.0867	0.0529	0.1000	116.86	116.80	116.75	1.0945	1.090	126.66	10,646.95	1,030.23	58.05	9,587.90	1,027.97	1868.97	4.500	4.330	374.0	28.98
03/9/5	1.440	136.79	1.696	0.91	0.001	0.0858	0.0529	0.1000	116.87	116.82	116.95	1.1100	1.104	127.87	10,650.77	1,026.21	58.18	9,503.34	1,021.39	1858.24	4.350		378.7	28.88
03/9/8	1.455	137.00	1.678	0.89	0.002	0.0858	0.0541	0.1000	117.12	117.32	116.85	1.1070	1.110	129.66	10,683.76	1,027.94	58.31	9,586.29	1,031.64	1888.62	4.420	4.250	376.2	28.85
03/9/9	1.600	136.10	1.756	0.96	0.002	0.0842	0.0566	0.1000	116.37	116.65	116.85	1.1230	1.119	129.08	10,922.04	1,045.71	58.75	9,507.20	1,023.17	1873.43	4.350	4.300	382.8	29.18
03/9/10	1.550	136.33	1.736	0.94	0.002	0.0817	0.0554	0.1000	116.73	116.80	117.10	1.1210	1.122	131.04	10,856.32	1,043.98	58.84	9,420.46	1,010.92	1823.81	4.270	4.250	381.1	29.35
03/9/11	1.480	136.00	1.764	0.86	0.001	0.0808	0.0541	0.1000	117.17	117.17	117.10	1.1210	1.120	131.87	10,546.33	1,023.93	58.51	9,459.76	1,016.42	1846.09	4.310	4.270	380.8	28.82
03/9/12	1.520	135.63	1.796	0.87	0.001	0.0808	0.0550	0.1000	117.07	117.06	117.25	1.1290	1.130	130.93	10,712.81	1,042.64	59.26	9,471.55	1,018.63	1855.03	4.250	4.140	376.9	28.27
03/9/15	0.000					0.0000	0.0531	0.0000			117.50	1.1285	1.130					9,448.81	1,014.81	1845.70	4.260	4.170	375.6	28.14
03/9/16	1.455	136.38	1.731	0.82	0.001	0.0800	0.0556	0.1000	116.57	117.18	116.15	1.1180	1.119	131.33	10,887.03	1,062.07	60.24	9,567.34	1,029.32	1887.25	4.270	4.190	374.6	27.56
03/9/17	1.425	136.55	1.717	0.82	0.001	0.0800	0.0541	0.1000	116.23	116.15	116.15	1.1285	1.124	129.96	10,990.11	1,072.57	61.14	9,545.65	1,025.97	1883.10	4.180	4.160	377.3	27.03
03/9/18	1.370	137.19	1.662	0.79	0.002	0.0800	0.0544	0.1000	115.81	116.07	115.25	1.1255	1.127	130.40	11,033.32	1,075.73	62.64	9,659.13	1,039.58	1909.55	4.160	4.170	377.7	27.17
03/9/19	1.380	137.05	1.674	0.80	0.001	0.0800	0.0525	0.1000	115.24	115.43	114.05	1.1375	1.135	129.86	10,938.42	1,070.03	62.65	9,644.82	1,036.30	1905.70	4.160	4.150	382.9	27.03
03/9/22	1.225	138.50	1.552	0.71	0.002	0.0800	0.0519	0.1000	112.31	112.20	112.15	1.1465	1.148	128.77	10,475.10	1,043.20	62.17	9,535.41	1,022.82	1874.62	4.220	4.100	388.3	26.96
03/9/23	0.000					0.0000	0.0543	0.0000			112.35	1.1445	1.149					9,576.04	1,029.03	1901.72	4.200	4.100	387.0	27.13
03/9/24	1.265	138.20	1.577	0.73	0.002	0.0800	0.0530	0.1000	111.81	112.15	111.75	1.1495	1.147	128.11	10,502.29	1,043.66	62.84	9,425.51	1,009.38	1843.70	4.130	4.080	388.4	28.24
03/9/25	1.380	137.35	1.649	0.80	0.001	0.0800	0.0530	0.1000	112.19	111.90	112.20	1.1495	1.153	128.73	10,310.04	1,017.39	63.53	9,343.96	1,003.27	1817.24	4.080	4.090	385.9	28.29
03/9/26	1.395	137.09	1.671	0.84	0.001	0.0800	0.0543	0.1000	112.04	112.00	111.85	1.1470	1.147	128.54	10,318.44	1,021.06	63.08	9,313.08	996.85	1792.07	4.000	4.030	381.8	28.16
03/9/29	1.440	136.77	1.689	0.85	0.001	0.0950	0.0593	0.1075	111.39	111.25	110.80	1.1600	1.157	127.08	10,229.57	1,010.82	64.13	9,380.24	1,006.58	1824.56	4.070	4.050	383.2	28.40
03/9/30	1.380	136.98	1.680	0.83	0.013	0.0933	0.0618	0.1075	110.48	111.20	111.50	1.1660	1.165	128.87	10,219.05	1,018.80	66.04	9,275.06	995.97	1786.94	3.940	4.000	386.1	29.20
03/10/1	1.425	136.89	1.688	0.80	0.001	0.0892	0.0619	0.1067	111.24	111.20	110.65	1.1720	1.171	129.83	10,361.24	1,029.94	67.18	9,469.20	1,018.22	1832.25	3.930	4.000	385.0	29.39
03/10/2	1.390	137.32	1.651	0.75	0.001	0.0883	0.0606	0.1067	111.05	111.00	110.75	1.1695	1.170	130.11	10,593.53	1,057.24	67.77	9,487.80	1,020.24	1836.22	3.990	4.110	383.7	29.84
03/10/3	1.380	137.50	1.636	0.74	0.001	0.0883	0.0600	0.1067	110.43	111.93	110.85	1.1570	1.163	129.34	10,709.29	1,066.86	67.58	9,572.31	1,029.85	1880.57	4.200	4.230	370.0	30.40
03/10/6	1.410	137.44	1.641	0.74	0.001	0.0883	0.0590	0.1067	110.96	111.10	110.95	1.1705	1.170	128.48	10,740.14	1,068.84	68.50	9,594.98	1,034.35	1893.46	4.170	4.170	373.3	30.47
03/10/7	1.385	137.64	1.624	0.72	0.001	0.0883	0.0590	0.1067	110.65	111.00	109.95	1.1760	1.178	129.97	10,820.33	1,075.01	69.69	9,654.61	1,039.25	1907.85	4.250	4.190	377.8	30.41
03/10/8	1.335	137.98	1.595	0.70	0.001	0.0883	0.0614	0.1067	109.77	109.65	109.60	1.1810	1.181	129.65	10,542.20	1,054.75	69.34	9,630.90	1,033.78	1893.78	4.240	4.190	376.0	29.81
03/10/9	1.280	138.19	1.578	0.68	0.000	0.0883	0.0576	0.1067	109.07	109.05	109.10	1.1745	1.174	129.12	10,531.44	1,057.54	39.65	9,680.01	1,038.73	1911.90	4.290	4.250	369.8	31.01
03/10/10	1.350	137.79	1.611	0.70	0.001	0.0883	0.0551	0.1067	108.74	109.15	108.65	1.1800	1.181	127.60	10,786.04	1,073.88	71.39	9,674.68	1,038.06	1915.31	4.250	4.200	374.1	31.97
03/10/13							0.0551	0.0000					1.169					9,764.38	1,045.35	1933.53		4.280	375.7	31.95
03/10/14	1.485	136.80	1.695	0.76	-0.003	0.0883	0.0538	0.1067	109.74	109.20	108.85	1.1725	1.170	127.73	10,966.43	1,087.31	73.15	9,812.98	1,049.48	1943.19	4.340	4.280	376.2	31.82
03/10/15	1.410	137.20	1.661	0.75	0.002	0.0883	0.0563	0.1067	109.09	109.10	109.55	1.1635	1.164	127.85	10,899.95	1,080.30	74.56	9,803.05	1,046.76	1939.10	4.400	4.340	373.1	31.77
03/10/16	1.435	137.15	1.666	0.75	0.002	0.0883	0.0550	0.1067	110.13	109.61	109.95	1.1585	1.169	127.72	11,025.15	1,090.85	77.89	9,791.72	1,050.07	1950.14	4.460	4.350	373.2	31.54
03/10/17	1.435	136.80	1.695	0.79	0.001	0.0883	0.0538	0.1067	109.81	109.85	109.35	1.1680	1.164	127.28	11,037.89	1,094.59	78.20	9,721.79	1,039.32	1912.36	4.390	4.320	372.2	30.68
03/10/20	1.495	135.98	1.766	0.89	0.001	0.0883	0.0563	0.1067	109.41	109.70	110.35	1.1635	1.166	127.79	11,161.71	1,105.59	78.68	9,777.94	1,044.68	1925.14	4.380	4.300	374.4	30.35
03/10/21	1.480	136.39	1.731	0.85	0.002	0.0883	0.0550	0.1075	109.87	109.80	109.50	1.1665	1.168	127.97	11,031.52	1,093.31	75.20	9,747.64	1,046.03	1940.90	4.350	4.260	382.0	30.18
03/10/22	1.440	136.95	1.683	0.80	0.001	0.0883	0.0556	0.1075	109.55	109.55	108.95	1.1805	1.178	128.12	10,889.62	1,073.75	73.77	9,598.24	1,030.36	1898.07	4.250	4.230	386.8	29.92
03/10/23	1.345	137.87	1.605	0.73	0.002	0.0883	0.0556	0.1075	109.50	109.03	109.50	1.1785	1.179	129.47	10,335.16	1,017.03	69.21	9,613.13	1,033.77	1885.51	4.320	0.000	385.0	30.30

(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

高年齢者の貯蓄

高齢者の貯蓄、そして貯蓄と表裏の関係にある消費の動向が日本経済に与える影響は高齢化の進行とともに大きくなっていく。

ここでは、世帯主の収入のない世帯、総務省「家計調査」の定義で世帯主が60歳以上で無職の世帯（以下、高齢無職世帯）の貯蓄、消費の推移を見てみたい。

図1 高齢無職世帯の消費性向の推移

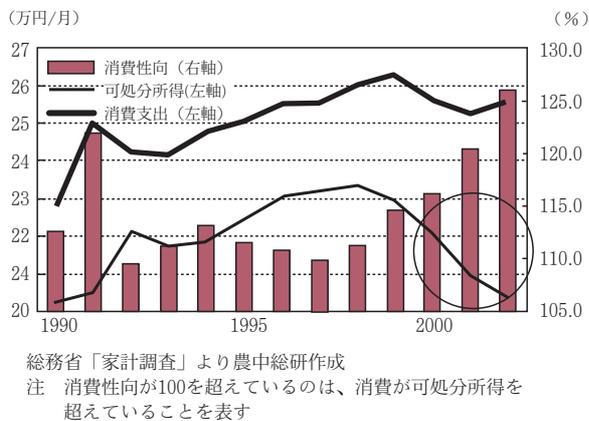


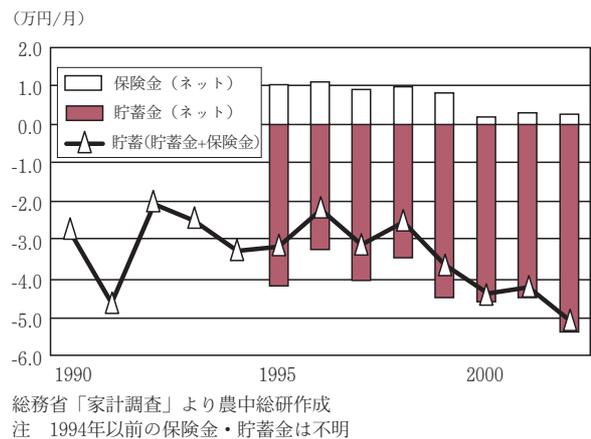
図1に示すように、高齢者の消費支出は可処分所得の減少に比べ高止まっている。この消費支出の動向については、様々な理由が考えられる。一つには、食料や光熱・水道などとも生活必需品への支出の占める割合が高いため支出を控えにくいと思われる。また、多くの高齢者は家を持っており、修繕費やリフォーム代のウェイトが若い世代より高い。保健医療サービスへの支出も多い。さらに若い世代に比べ祝儀・香典・贈与など交際費が高いのも特徴で、付き合いを重んじる高齢者にとって削減が難しいのだろう。また減少しているとはいえ、年金収入の減少に対する不安が他の世代よりは軽いため消費を抑制していない可能性がある。

一方、可処分所得（現金収入から税金・社会保険料を引いた額）は近年減少している。これらの高齢無職世帯の定期的な収入の約9割が公的年金で占められており、2000年度からの厚生年金（新規受給者）の報酬比例部分の給付乗率引き下げや01年度からの厚生年金の定額部分の

支給開始年齢引上げなど年金制度改正により社会保障給付が減少していることが、可処分所得の減少の大きな要因である。この結果、消費性向は97年から02年まで5年連続して上昇している。

高齢無職世帯は、消費と可処分所得の差額を埋めるために、貯蓄（貯蓄金＋保険金）の取り崩しを行っている。2000年代では、前述したように可処分所得の減少と消費支出の横ばいにより、貯蓄金の取り崩しが一段と増えた（図2）。また、保険金についても純増になっているものの、その額は小さくなった。

図2 高齢無職世帯の貯蓄取り崩しの推移



高齢者の消費水準は堅調に推移しており、今後も消費を下支えすると思われる。反面、消費と可処分所得の不足額を貯蓄の取り崩しで賄っているため、年金や利子・配当などの収入が増えなければ、高齢者層部分の貯蓄残高は減少に向う。

特に年金については、2013年度から厚生年金の報酬比例部分の支給開始年齢が60歳から65歳へ段階的に引上げられることになっている。

他の世代の貯蓄増加が高齢者による貯蓄減少を下回るなら確実に家計全体の貯蓄は減少に転じ、日本経済の枠組みの一つである家計からの金融市場への資金流入という前提条件は長期的に崩れていく可能性が高い。

（田口さつき）

自律的拡大への分岐点に立つ米国景気

要 旨

- ・米国景気回復の足取りがより確かなものになっているが、景気の勢いを支える要因としては、コンピュータ等ハイテク産業の好調、及び減税・金融緩和効果が強く現れていることがある。
- ・雇用増加の新たな芽は出てきているが、多くの企業は雇用コストを抑制することで利益を確保するスタンスを維持している。今後雇用は大筋緩やかに増加すると見込まれるが、紆余曲折も予想される。
- ・今後減税効果やリファイナンス効果が力を弱めるまでに、景気の自律的拡大が実現するかがポイントである。
- ・財政収支・経常収支赤字拡大は、長期金利やドル相場の不安定要因にもなりうる。

ハイテク産業と減税・金融緩和効果が支える景気

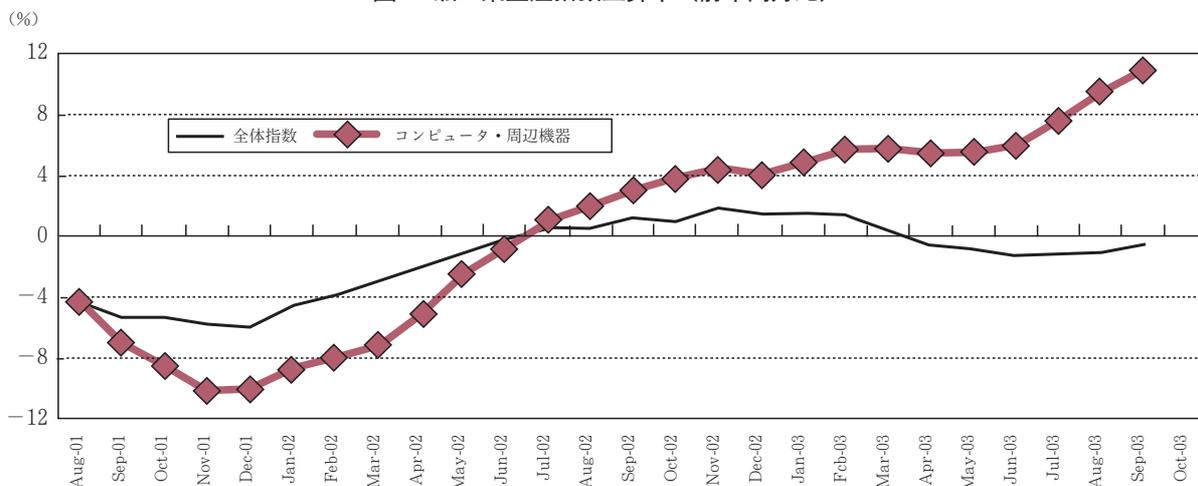
最近発表される多くの経済指標は、景気回復の足取りがより確かなものになっていることを示している。9月の非農業雇用者数は季調済対前月で5万7千人増加となり、2002年11月以来10ヶ月ぶりの増加となった。また9月の鉱工業生産指数は季調済対前月で0.4%上昇した。さらに9月の住宅着工件数は季調済対前月で3.4%増加した。

景気の勢いを支えている原動力は、第一に、コンピュータ等ハイテク産業の好調である。図1のとおり、鉱工業生産指数を前年同月比で見ると依然前年比マイナスであるが、その構成

項目の一つであるコンピュータ・周辺機器の生産指数上昇率は相当高くなっている。一方それ以外の製造業の大半では、生産指数の前年割れが続いている。

第二は、減税・金融緩和の効果が強く現れていることである。7月から連邦税減税に関する税還付金の小切手が家計に送付されたことにより、家計の可処分所得が増加した。またFRBがFFレート誘導水準を1.0%と低い水準に据え置き、8月12日のFOMC以降「緩和的な金融政策がかなりの期間にわたって維持されるであろう。」とのスタンスを表明していることが、長期金利上昇をある程度抑制している。7月以降の長期

図1 鉱工業生産指数上昇率（前年同月比）



資料：FRB

金利上昇にもかかわらず住宅着工が比較的好調な理由は次のとおりである。長期金利は多少上昇したとはいえ、歴史的には稀有の低水準である。米国では15年、30年といった長期固定金利の住宅ローン利用度が高い。従って、先行き金利の顕著な低下を期待しがたくなった現在は、長期固定金利ローン借入の絶好の機会であり、駆け込み需要も発生したとみられる。

雇用情勢の改善とその影響

9月の雇用統計発表までは、多くの指標が景気回復を示していたにもかかわらず、重要度が高い指標の一つである非農業雇用者数が悪化を続けていたため、景気への方向感はずしも明確なものではなかった。しかし、10月3日に9月の非農業雇用者数が対前月でプラスになったことが発表されて以来、雇用悪化の重しがはずれ、景況感は改善方向に傾くこととなった。ミシガン大学の消費者センチメント指数が9月までの悪化から10月に改善に転じたことは（9月：87.7 10月89.4）、明らかにその流れに沿ったものである。

最近では、雇用統計の動向が金融市場に大きな影響を及ぼしている。図2によれば、8月の非農業雇用者数が対前月で9万3千人減少（その後4万1千人減少に改訂）と発表となった後、景気回復に対する不透明感が払拭できなかったことから、株価と長期金利が下向き始めた。そして

逆に、9月の同指標が対前月で5万7千人増加と発表になってからは、景気回復感がやや高まったことから、株価と長期金利が上向き始めた。

このように、雇用統計の景気への方向性に対する影響度が高いことから、その中身については少し詳細にみていく必要がある。最近の雇用動向の背景として、以下の四点を押さえておく必要がある。

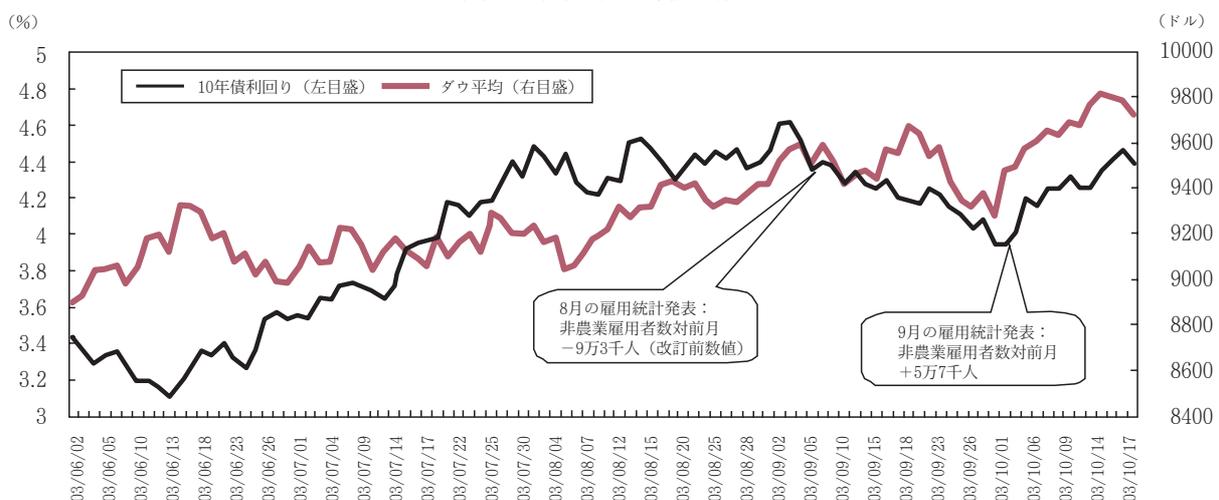
伝統的な大企業での雇用はあまり増えていないが、コンピュータシステム・ソフトウェア開発等を手掛ける、個人経営も含めた新興小企業での雇用が増加している。

雇用の外国への流出が起きている。製造業の生産拠点が外国に移るのみならず、サービス業においても特定部門の業務を外国にアウトソースする動きが強まっている。

健康保険料企業負担分など福利厚生費が高止まっており、現在年間6%を超える上昇率になっている。企業は、費用増加分を販売価格に転嫁することが難しいため、賃金上昇を抑制するか、新規雇用を手控える、といった措置をとっている。

製造業の雇用は引き続き減少しており、雇用が増加している業種は、コンピュータ関連・人材派遣関連の企業向けサービスが中心である。参考までに9月の雇用者数増加の大半は、これら産業によるものであった。IBMが年間1万人の大型採用に乗り出す方針を明らかにしたが、

図2 長期金利と株価の推移



資料：データストリーム

これはサービス部門とソフト開発部門を中心に人員を増加させるものである。

以上の背景を総合的に勘案すれば、コンピュータ・ソフトウェア関連のサービス産業が今後の雇用増加の芽となりそうであるが、多くの企業は依然として雇用コストを抑制することで利益を確保しようとしている。今後雇用者数は大筋として緩やかに増加するとみられるが、紆余曲折もあるだろう。

今後の景気の方向性をどうみるか

現状の景気は、まだ「需要増加 生産増加 雇用増加 所得増加 需要増加」という自律的拡大実現までには至っていない。需要増加は雇用所得が増加した結果ではなく、これまでのリファイナンス（住宅ローン借り換え）による手元資金の増加、7月以降児童扶養控除枠拡大に伴う小切手還付が集中的に実施されたことによる減税効果、株高による富裕層を中心とした資産効果に支えられたものである。

しかし図3のとおり、住宅ローン金利が7月以降上昇に転じて以来、借入申請指数は大幅に低下した。9月には住宅ローン金利が若干低下したが、借入申請指数は殆ど増加していない。住宅着工件数が堅調で新築住宅購入に関する借入申請が底堅い一方で、リファイナンス申請が急減している。

リファイナンス効果や減税効果が強めにでる2003年7-9月期の成長率については高い水準が見込まれるが、問題はその後である。両効果が力を弱めるまでに、景気の自律的拡大が実現するかが、今後のポイントとなる。

注目度が高まる財政収支・経常収支の赤字

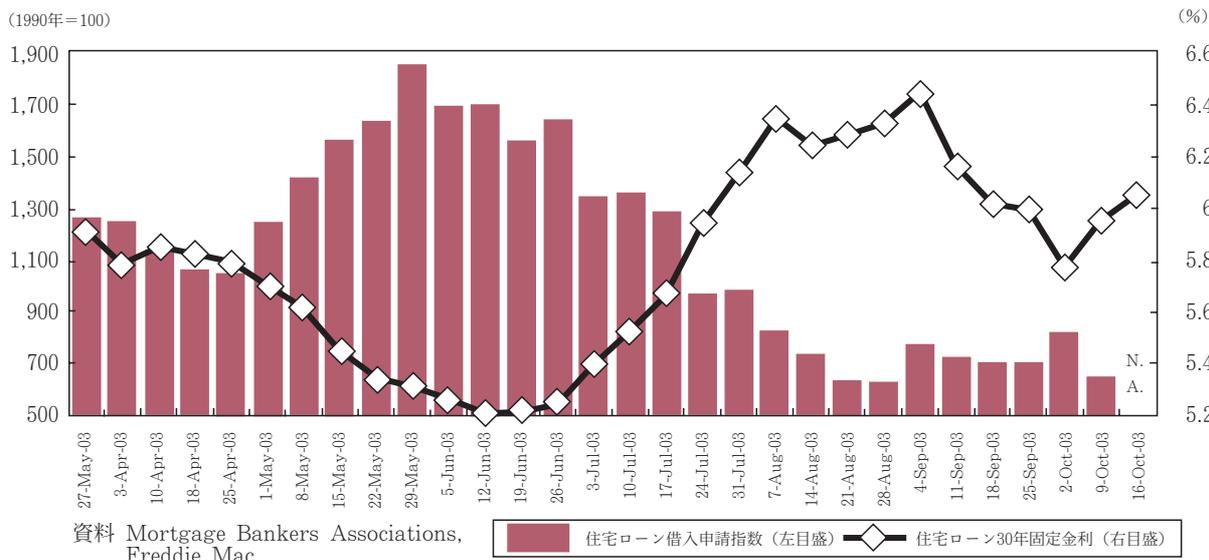
議会予算局（CBO）は8月26日に、2004会計年度（2003年10月から2004年9月まで）の財政赤字が4,800億ドル（対名目GDP比率では4.3%）になるとの予測を発表した。これに加え、イラク復興費の追加負担、ブッシュ減税の恒久化等の財政支出拡大も議論されるとみられ、財政赤字拡大歯止めの道筋はみえていない。

一方2003年4-6月期の経常収支赤字は1,387億ドル（対名目GDP比率は5.1%）と、前期1-3月期とほぼ同じ金額の過去最高水準であった。最近輸入の伸びはやや鈍化しているが、製造業の生産拠点の多くが外国に移転しているという構造要因から、今後景気が一段と上向けば再び輸入が増勢を強める公算が高く、経常収支の動向からは目が離せない。

財政収支・経常収支の赤字拡大は、長期金利やドル相場を不安定化させることで景気の下振れ要因ともなりうるため、今後一段と注目されることとなる。

（永井 敏彦）

図3 住宅ローン借入申請指数と住宅ローン金利の推移



米国株式市場の活況と今後

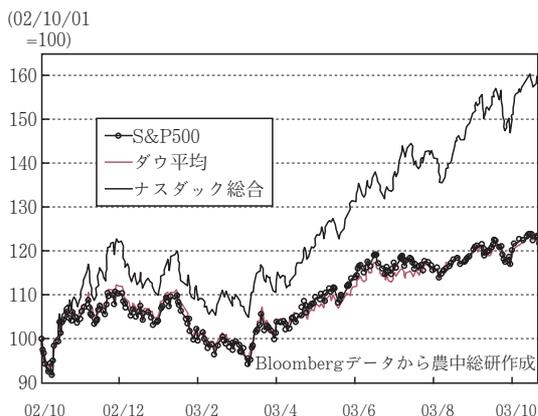
世界的な株価上昇を先導

春先の世界を覆っていた不安心理は、イラク戦争の終結とSARSの終息によって解消。景況感が改善に向い、成長は反転した。先行きの成長期待も世界的に強まりつつある。特に、米国経済は減税の底上げ効果も加わり、03年7～9月期の前期比GDP成長率が5%以上となる可能性が予想されている。最も懸念されていた雇用面にもようやく明るい兆しが現れており、04年も4%近い成長が見込まれている。

このような中、米国の株式市場は他に先んじて3月中旬に反発。出来高を伴いながら上昇基調をたどり、10月に入って年初来の高値を更新している。米国の株価上昇は、日本を含む他の先進国からアジア、南米、中東など途上国株式市場に波及している。

代表的な株価指数によって、ここ一年間の上昇率を見ると、ダウ平均（工業株30種）やS&P500指数で20数%、ナスダック総合指数では何と6割も上昇してきた（それぞれの指数の特徴等は後添資料を参照されたい）。

図1 米国株価指数の過去1年のパフォーマンス

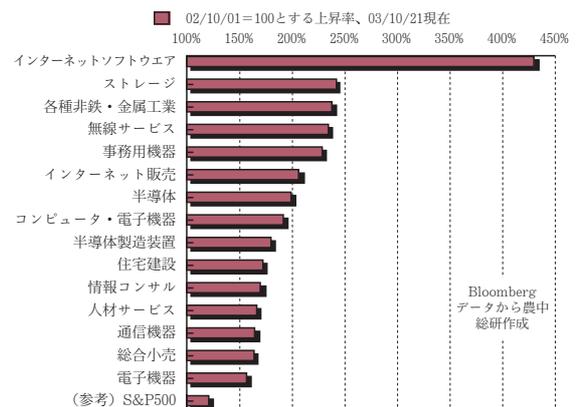


この結果、ニューヨーク株式市場（総合指数）の時価総額は、12.5兆ドルから14.6兆ドルへ2.1兆ドル（1ドル＝110円換算で約231兆円）増加。ナスダック市場でも約105兆円増加した。このような株高は、家計を中心に資産効果をもたらし、消費などへプラスに作用している。

何が上がったのか

何が上がったのか？ S&P500指数の業種別指数の過去一年、02年10月以降のパフォーマンスを比べて見よう（図2）。

図2 景気動向判断のためのDI（全国）



上昇率の上位業種には、幾つかの循環的景気敏感業種のほか、いわゆるハイテク成長業種が並ぶが、これも二つに分けられよう。

すなわち、半導体や半導体製造装置など循環的な好況局面入りから反発した業種とともに、インターネットが社会に定着し、それに基づくビジネス・モデルの経営成果を実現できた勝ち組企業への株式投資が盛り返しているインターネット関連業種の上昇が目立つ。

前述のように、ナスダック総合指数が他の指数に比せずば抜けたパフォーマンスとなっているが、これも前述の業種別株価指数の反発内容と軌を一にするものである。

ナスダック指数は、マイクロソフト（ソフトウェア）、インテル（半導体）、シスコ・システムズ（ネットワーク機器）、デル（PC）、アムジェン（バイオ）などの上位15銘柄で全体の42%を占め、かつコンピュータ関連業種と通信関連業種が合計で5割超のウエイトを持つ（表1、資料 表2）。

ともすればビジネス・モデルの期待先行の面も否めなかったITバブルがはじけ、2000年後半以降、米国経済は過剰設備とバランスシート調整の克服に苦悩した。

表1 ナスダック総合指数のウェイト上位銘柄 (%)、03/10/21現在

銘柄名	業種	ウェイト	過去一年の株価変化率
1	マイクロソフト	11.1	26.9%
2	インテル	7.3	119.2%
3	シスコ・システムズ	5.1	93.3%
4	デル	3.3	50.1%
5	アムジェン	2.8	42.7%
6	オラクル	2.2	40.5%
7	コムキャスト	1.5	42.8%
8	イーベイ	1.3	111.3%
9	アプライド・アテリアルズ	1.3	79.2%
10	クアルコム	1.2	52.5%
11	フィフス・サード・バンコープ	1.1	-12.5%
12	コムキャスト	1.0	40.7%
13	ヤフー	0.9	341.8%
14	インターアクティブコープ	0.9	84.1%
15	ネクステル・コミュニケーション	0.9	182.9%
		計	41.9

(農中総研作成)

過去一年の株価変化率=02/10/01~03/10/21の変化

しかし、ようやくパソコンや携帯電話などIT関連製品需要が世界的に復活するとともに、デジタル化やブロードバンド化は着実に進展し、インターネット社会を前提としたビジネス・モデルが、確かな経営成果を企業にもたらし始めた。

日本と同様に米国においても、経済のグローバル化に伴う海外へのモノと情報の両面での生産移転が、雇用や需要に与える痛みは大きい。

しかし、循環的な景気回復に加え、インターネットやバイオなどの革新的技術が生活に浸透・定着し、中長期的な成長に寄与していく投資環境が形成されつつある。ここに米国株式市場の活況の基盤があることは、見落としてならないポイントである。

これは、多少の遅れはあるにせよ、日本の株式市場にも通じることと思われる。今後も構造調整圧力は根強く残るだろう。しかし、循環的な景気回復要因に加え、インドを含むアジア地域の高度成長の波やIT技術の浸透・進化は、日本に好悪両面の影響を及ぼし、投資環境にも変化をもたらすと考えるべきだろう。

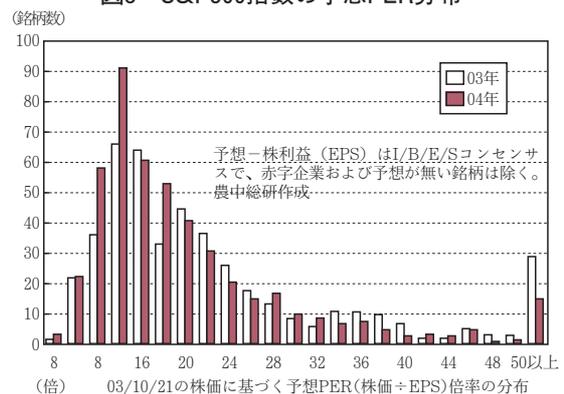
04年の米国株式相場は？

重要な投資基準であるPER(株価収益率)から見て、米国株価に割安感小さいという指摘は無視できない。また、今後の成長加速に伴い金利上昇が速すぎると、株式投資にネガティブに働く可能性がある。

とはいえ、株価はこの一年間、反転・上昇基調をたどって来たが、PERはITバブル崩壊から低下をたどってきており、低位にある。今後の米国経済の成長期待を織り込めば、割安という判断も出来るよう。

すなわち、歴史的平均水準の下限といわれる15倍には比べようも無いが、予想PERは今期予想利益ベースの19倍強から来期予想利益ベースでは17倍強に低下する。個別に見ても、S&P500社中、290社の来期PERが18倍未満である(図3)。

図3 S&P500指数の予想PER分布



また、FRBは、大統領選挙もあり、金融緩和の基本的スタンスを変えることは考えにくい。金融緩和と景気回復局面でのPERとしては低い水準にあり、十分に上値が期待できると言えよう。

(03/10/22 渡部 喜智)

(資料) 米国・主要株価指数の概要

	ダウ平均	S&P500	ナスダック総合
銘柄数	上場・店頭30銘柄	上場・店頭500銘柄	店頭3342銘柄
作成方法	単純平均指数 (1828年作成開始)	時価総額過重平均指数 (1941～43年の平均=10)	時価総額過重平均指数 (71年2月5日=100)
特徴	歴史的にも古く、かつ世界的にも最も知られている指数	機関投資家等の運用実績評価に広く使われる	エレクトロニクスやバイオなどのハイテク銘柄の株価動向の把握に役立つ
	日経平均と同じ単純平均指数。株価の高い値高株の値動きの影響を受けやすい。	業種別バランスも好ましい。	少数の大型時価総額銘柄の影響を受けやすい
業種ウェイト	業種ウェイト非作成 (参考：独自集計) %	(上位15業種) %	
	医薬・化粧品 14.85	医薬 8.23	コンピュータ株 42.54
	コンピュータ・半導体・ソフト 13.08	システム・ソフト 4.49	工業株 35.20
	その他製造業 11.94	銀行 4.34	通信株 10.11
	金融 10.08	石油ガス 4.12	銀行 8.19
	食品・飲料・紙パ 9.92	コングロ 4.12	運輸株 1.44
	航空・防衛 9.16	半導体 3.69	金融株 1.31
	小売 9.03	コンピュータ 3.53	保険株 1.22
	機械 5.53	通信機器 2.83	
	自動車 3.25	ケット 2.83	
	通信 3.19	ス 2.82	
	化学 3.11	金融サービス 2.66	
	石油 2.91	清涼飲料 2.19	
	非鉄金属 2.29	電力 2.17	
	メディア 1.66	地銀 2.00	
	計 100.0	地銀 1.99	
		計 52.01	

(農中総研作成)

気になる指標

「景気動向指数」その3

CI (コンポジットインデックス) とは

前回に引き続き、内閣府の「景気動向指数」について解説する。景気動向指数には、景気の変化方向を示すDI (ディフュージョンインデックス) と、景気変動の大きさなどを表すCI (コンポジットインデックス) の2種類があることを紹介したが、今回はCIについて詳しく見てみたい。

CIは、主として景気変動の大きさやテンポ (量感) を測定する目的で開発された。わが国では、1984年から経済企画庁 (現内閣府) がCIを公表しているが、いまだにその位置づけは参考指標にとどめられており、分かりやすさなどの点から現在でもDIが中心となっている。ちなみに米国では景気動向指数と言えばCIを指すほど注目度が高い。

CIは、景気動向指数で採用されている各指標の変化率を合成して求め、基準年 (2000年) を100として指数化する。DIの算定方法 (改善指標数の割合を単純計算) に比べるとやや複雑である。CIにもDIと同様、景気の先行きを示す先行指数、景気の現状を示す一致指数、景気に遅れて変化する遅行指数の3系列がある。一致指数CIが上昇している時は景気の拡張局面、逆に低下している時は後退局面と解釈する。また、DIだけでは区別がつかない「緩やかな景気回復」や「激しい景気後退」などのテンポを把握することが可能となる。

なお、CIの動向を見る場合には、当月の不規則な動きも含まれていることから、3カ月移動平均をとるなど、月々の動きをならして見るのが望ましい。

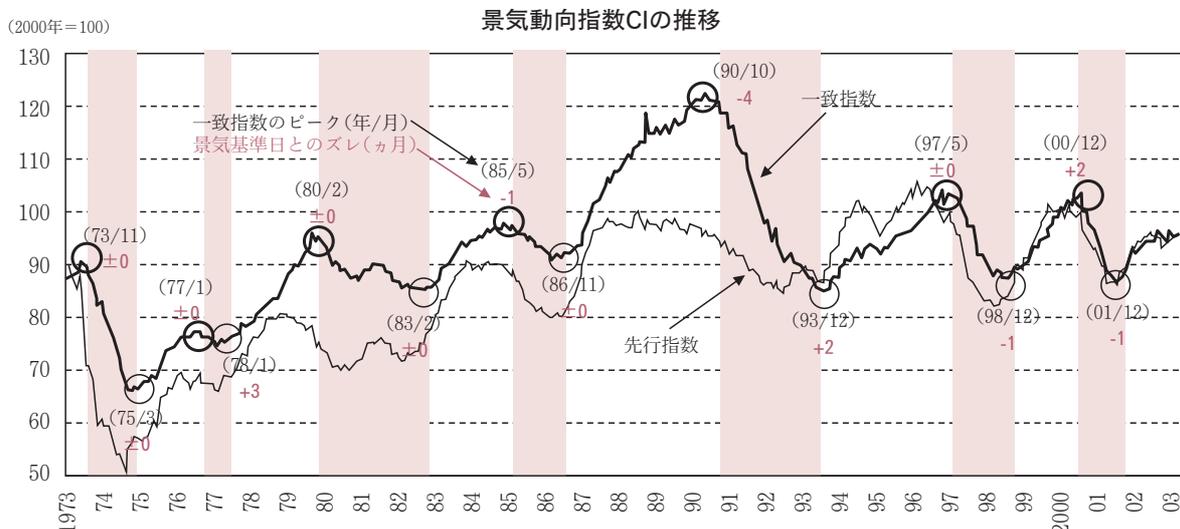
CIと景気基準日

景気の転換点、すなわち景気の山・谷は、一致指数の山・谷の近くに存在すると考えられている。実際に一致指数CIの山・谷と景気基準日の山・谷とを比較すると、1973年4月から現在までに出現した景気拡張期間のピークと一致指数CIの山は、7回のうち4回 (73年11月、77年1月、80年2月、97年5月) まで一致。残り3回のうち、2回は一致指数CIが実際の山よりも先行 (1ヵ月、4ヵ月) し、1回は遅行 (2ヵ月) した。

一方、景気の谷については、7回のうち3回 (75年3月、83年2月、86年11月) が一致し、残り4回のうち、2回は先行 (各1ヵ月) し、2回は遅行 (2ヵ月、3ヵ月) した。

一致指数CIの山・谷と景気基準日の山・谷とは、すべて符合するわけではないが、景気転換点の把握を目的にしなければ、便宜的にはCIで景気の変化方向と大きさの両方を把握することができよう。景気動向をより良く知るためには、DI、CIを相互補完しながら利用することが望ましい。

(木村 俊文)

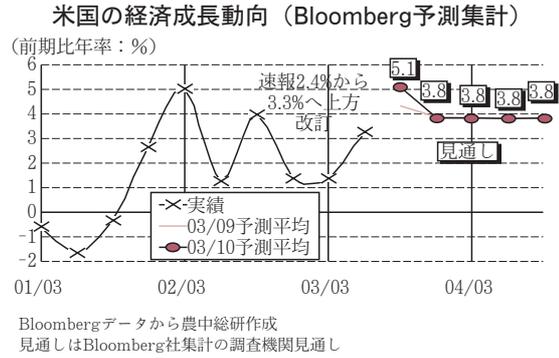
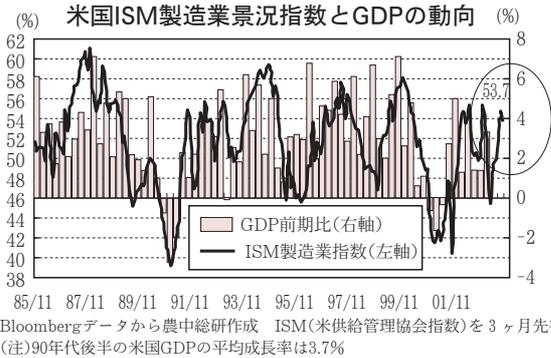


内閣府「景気動向指数」より農中総研作成
(注) シャドー部分は景気後退期を示す。

今月の情勢 ～経済・金融の動向～

最近の経済・金融情勢

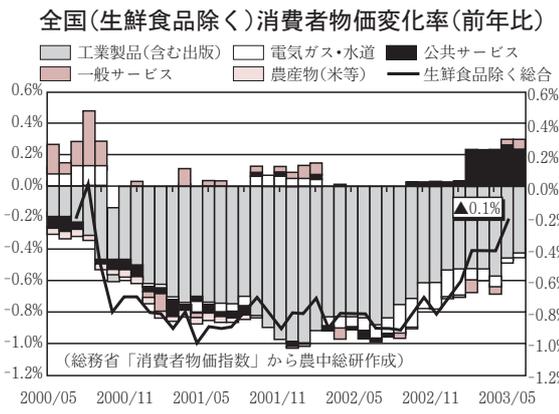
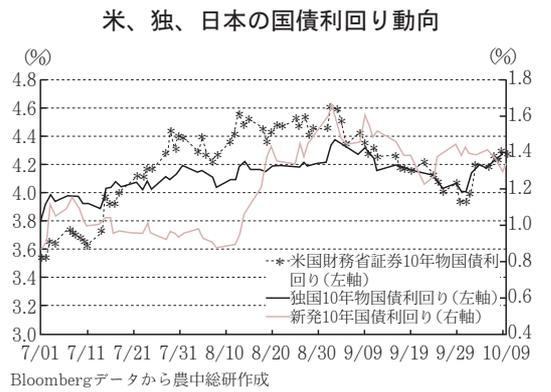
・米国では、企業マインドの好転や消費の底堅さなど景気加速期待が強まり、雇用環境改善のシグナルも出始めている。企業業績も好調に推移しており、03年後半から04年にかけて3%台後半の経済成長が続く予想となっている。このような動きを受け、米国株価は年初来高値を更新。わが国株価も米国の株高に連動して上昇、日経平均株価は10月中旬に11,000円を回復した。



・わが国の生産動向は全体的に横ばいの状況が続いているが、電子部品・デバイス等ハイテク関連業種が輸出に牽引される形で堅調に推移している。しかし、機械受注が7月に続き8月も減少し、前年同月比では増加しているものの、足元では弱含んだ。一方、株価上昇や所得・労働環境の改善などの要因から消費者マインドが好転している。ただし、9月20日の7カ国財務相・中央銀行総裁会議（G7）後からドル円・為替相場が円高となっており、長期化すれば、輸出企業を中心として、国内経済への悪影響が懸念される。



・長期金利は、量的緩和や円高などを背景に落ち着きを取り戻しつつあるが、神経質な展開が続いている。なお、日銀は10月10日の政策委員会・金融政策決定会合で、「消費者物価指数が基調的（数カ月平均）に前年比0%を上回る、政策委員の先行き見通しの多くが0%を超えるなどマイナス転落が見込まれない、経済、物価情勢次第では量的緩和継続も」とする3条件を新たに設定し、量的緩和の拡大を決定した。



最近の主な出来事

月日	政治・財政	経済・金融	海外・その他
9月20日(土)	・自民党総裁選、小泉純一郎首相が全投票数の約6割を得票し、大差で再選		・G7財務相・中央銀行総裁会議、「一層柔軟な為替政策」の適用を促す共同声明を採択して閉幕
9月22日(月)	・小泉第2次改造内閣が発足		
9月24日(水)	・民主・自由両党、合併に調印		・石油輸出国機構(OPEC)総会、11月から日量90万バレル減産を決定
9月26日(金)	・第157臨時国会が招集	・産業再生機構、家電量販店大手のマツヤデンキと中堅化学商社の明成商会の再建支援を決定	・北海道釧路沖を震源とする震度6弱の地震が発生
9月30日(火)	・政府・日銀、日米欧の外国為替市場で円売り・ドル買い介入を実施。米国ではニューヨーク連銀に委託	・産業再生機構、三井鉱山の支援決定を白紙に戻し再検討	・欧州航空第2位の仏エールフランスと同4位のKLMオランダ航空が経営統合で合意
10月1日(水)	・パソコンの改正リサイクル法、ディーゼル車の走行規制条例がスタート		
10月5日(日)	・民主党、旧自由党との合併大会を開催	・三井住友銀行、口座開設者を20~39歳に限定した新型預金を開始へ	
10月6日(月)	・政府税制調査会、新体制による初総会を開催		
10月7日(火)	・東南アジア諸国連合(ASEAN)10カ国に日中韓の3カ国が加わった首脳会議がバリ島で開催		・米カリフォルニア州知事選、アーノルド・シュワルツェネッガー氏(共和党)が当選
10月8日(水)	・東京都の銀行税を巡る訴訟、都と銀行15行が最高裁で正式に和解		
10月10日(金)	・衆議院が解散	・日銀政策委員会・金融政策決定会合で当座預金残高目標を「27-32兆円程度」に引上げを決定	
10月15日(水)			・中国、初の有人宇宙船の打ち上げに成功
10月16日(木)	・日本とメキシコ、自由貿易協定(FTA)で閣僚級協議を行ったが最終合意でまず先送り		・欧州中央銀行、次期総裁にトリシェ仏中央銀行総裁を指名
10月17日(金)	・ブッシュ大統領が来日、日米首脳会談		
10月18日(土)	・政府、イラク復興支援のため2005-07年の3年間に円借款計35億ドル(約3850億円)を供与することを決定		・APEC閣僚会議、WHO新ラウンド交渉の再開を目指すとする閣僚声明を採択して閉幕
10月20日(月)		・日銀支店長会議、全11地区のうち6地区が「持ち直し」と、景気判断を上方修正する報告が相次ぐ	・米国の03会計年度財政赤字は過去最高の3742億ドル(約41兆円)

政府と日銀の景況判断

年月	政府月例報告		日銀金融経済月報	
2002年	10月	➡ 一部に持ち直しの動きがみられるものの、環境は厳しさを増している	➡	全体として下げ止まっているが、回復への動きはみられない
	11月	➡ 持ち直しに向けた動きがみられるものの、テンポはさらに緩やかになっている	➡	回復へ向けて不透明感が強まっている
	12月	➡ 持ち直しに向けた動きが弱まっており、おおむね横ばいで推移している	➡	全体として下げ止まっているが、回復へ向けての不透明感が強い状態が続いている
2003年	1月	➡ 引き続き持ち直しの動きが見られるものの、弱含んでいる	➡	全体として下げ止まっているが、回復への不透明感が強い
	2月	➡ 引き続き持ち直しの動きが見られるものの、弱含んでいる	➡	先行き不透明感が強い中で、横ばいの動きを続けている
	3月	➡ おおむね横ばいとなっているが、イラク情勢等から不透明感が増している	➡	横ばいの動きを続けている。国際政治情勢やその影響を含めて、下振れのリスクには引き続き注意
	4月	➡ おおむね横ばいとなっているが、不透明感がみられる	➡	横ばいの動きを続けている。設備投資の判断を「持ち直しつつある」と上方修正
	5月	➡ おおむね横ばいとなっているが、引き続き不透明感がみられる	➡	全体として横ばいの動きを続けているが、先行き不透明感が強まっている
	6月	➡ おおむね横ばいとなっているが、このところ一部に弱い動きがみられる	➡	横ばい圏内の動きを続けている。輸出にやや弱さがみられる
	7月	➡ おおむね横ばいとなっているが、このところ一部に弱い動きがみられる	➡	横ばい圏内の動きを続けている。設備投資は緩やかな持ち直し基調
	8月	➡ おおむね横ばいとなっているが、景気を巡る環境に変化の兆しがみられる	➡	横ばい圏内の動きを続けている。輸出が近いうちに増勢基調を取り戻す
	9月	➡ 景気は、持ち直しに向けた動きがみられる	➡	横ばい圏内の動きを続けている。輸出環境などに改善の兆しがみられる
	10月	➡ 景気は持ち直しに向けた動きがみられる	➡	緩やかな景気回復への基盤が整いつつある

内閣府「月例経済報告」、日経「経済月報」より農中総研作成

今後の内外中期スケジュール

時期	区分	国内		海外
		政治	経済・金融	
03年度 (H15)	10～3月	10月 ブッシュ大統領来日	10月 パソコンの改正リサイクル法、一都三県でディーゼル車の走行規制条例施行	10月 バリでASEAN+日中韓首脳会議
		11月 衆議院総選挙	12月 地上波デジタル放送開始 3月 固定資産の減損会計任意適用開始	10月 タイでAPEC首脳会議
04年度 (H16)	4～9月	1月 通常国会	04年度 年金制度改革（年金財政再計算） 4月：消費税総額表示義務化、外形標準課税の導入、証券仲介業制度の創設・証券会社にラップ口座解禁	5月 露大統領任期 満了（3月選挙）
		7月 参議院通常選挙	9月 「銀行株式会社保有制限法」で銀行は保有株式を基本的自己資本以内へ	6月 米国でG8サミット
			7月 千円、五千円、一万円の各紙幣改刷	8月 アテネ夏季五輪
	10～3月		04年度末：「金融再生プログラム」の不良債権比率半減の達成期限	11月 米国大統領選・連邦議会選挙 11月 チリでAPEC首脳会議 1月1日迄に、WTO新ラウンド交渉終結 2004年後半以降、Windows XP後継バージョン「Longhorn」を市場投入
05年度 (H17)		9月 自民党総裁選任期切	4月：決済性預金を除くペイオフ解禁 郵政3事業の民営化方針 固定資産の減損会計完全実施 3～9月：愛知万博	PS等次世代ゲーム機相次いで投入 英国でG8サミット EU上場企業によるIASBの国際財務報告基準（IFRS）
06年度 (H18)			新BIS規制開始	ロシアでG8サミット ドイツでFIFAワールドカップ

(国内経済金融班 木村)

今月の焦点

わが国経済の持続的回復の条件

要 旨

現在緩やかな回復を示しているわが国経済の持続的回復の条件を探ると、来年に向けて世界経済は米国主導の回復を辿るとみられるが、米国の双子の赤字に起因するドル安傾向は避けられず注意を要する。他方、金融システム健全化は不良債権の処理進捗に加え株価回復、保有株式の売却もありやや前進、収益力強化に重点が移行。金融と産業の一体的再生と併せて、サービス関連の雇用創出型の内需主導経済への転換により、期待成長率を高めていくことが課題。

わが国経済は、米国・アジアなどの輸出環境好転と企業の収益改善による設備持ち直しから緩やかな回復を示し、雇用面でも雇用者所得などが幾分改善、政府は本年度の予想実質成長率を0.6 2.1%へ上方修正した。当面、円高によるマイナスの影響は避けられないとしてもこの回復傾向が続く可能性は高いが、これが本格的な自律回復に繋がるかどうかについては慎重な見方が多い。今後、自律的な回復過程に入るうえで問題となる幾つかの課題について考え方を整理してみた。

その1 世界経済

デフレ懸念は後退し緩やかな回復へ

外需主導の経済にとって、米国をはじめとする世界経済の先行きが、まず気になるところ。本年前半には世界的なデフレを懸念する見方もあったが、イラク戦争の終結に伴い米国経済の回復が顕著となり、アジアの新型肺炎(SARS)による停滞も一過性のものに終わったことからこの懸念が後退し、本年末から04年にかけて緩やかな回復に向かうとの見方が強まっている(IMF・9月の世界経済見通し03年3.2 4.1% 表1参照)。すなわち、米国経済は、1~3月GDP成長率が1.4%と伸び悩んだ後、4~6月は個人消費・住宅など家計部門の好調を中心に3.3%と回復し、7~9月期は減税と金利低下効果も加わって4%を超える高い成長を実現している。ただこうした高成長は、政策側からの刺激効果によってもたらされた面が大きく、雇用はむしろ減少(3~8月474千人減)しており、従来製造業でのリストラの受け皿となってきたサービス業でもマイナスとなっているところから、政

表1 IMFの世界経済見通し(03年9月)

	実質成長率(%)		消費者物価上昇率		失業率(%)	
	03年	04年	03年	04年	03年	04年
日本	2.0	1.4	-0.3	-0.6	5.5	5.4
米国	2.6	3.9	2.1	1.3	6.0	5.7
ドイツ	0.0	1.5	1.0	0.6	9.5	9.8
先進国計	1.8	2.9	1.8	1.3	6.7	6.6
NIES諸国	2.3	4.2	1.5	1.7	4.4	4.2
アジア	6.4	6.5	2.5	2.9	n.a.	n.a.
中国	7.5	7.5	0.8	1.5	n.a.	n.a.
世界計	3.2	4.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

資料 IMF公表資料から作成

策効果剥落後の回復の持続性を疑問視する見方もみられる。こうした情勢は「雇用喪失下の回復(ジョブロス・リカバリー)」と称され、「雇用なき回復(ジョブレス・リカバリー)」といわれた90年代前半より深刻であると受け止められており、これがブッシュ再選にも影を落としている。これは、賃金上昇は抑制されているが年金・医療費などを含めた企業の人件費負担が大きいと人員削減圧力が続いていること、金融・ITのソフト関連業種では人件費の安い海外事業に雇用をシフトしていること、米ドルとの固定レートのアジア(特に中国)の対米輸出増加が「米国の雇用を奪っている」(全米製造業協会)との見方があること等の事情によるもので、これが米国のアジア通貨切上げ要求発言の背景ある。9月には非農業雇用者が増加に転じ、財務長官は「雇用に改善の兆しがある」としており、企業の設備投資も上向いているため今後雇用も回復に向かうとみられるが、その程度が鍵。

こうした情勢下、長期金利の上昇が景気回復を脅かすことを懸念して米連銀(FRB)は「長

期に亘り政策金利を1%の低水準で維持する」姿勢を示しているが、追加的緩和余地は乏しくなっており、回復が持続しても90年代後半のような力強さは欠くとみられている。

一方アジアでは、米国の回復の影響を受けて中国が財政と旺盛な内需の支えられ引き続き高い成長を示している（7～9月のGDPは9.1%）ほか、タイ、マレーシアなどASEAN諸国も4～5%と高い成長が見込まれている。韓国や香港などNIES諸国はITブームの反動で幾分伸び悩みもみられるが、米国のIT需要の回復につれて持ち直しが期待されている。これに対して欧州は、ユーロ高による純輸出の不振と失業率の高水準や可処分所得の減少で個人消費が伸び悩み、本年前半のユーロ圏経済はドイツの落込みからマイナス成長となった。7～9月以降は欧州中銀（ECB）の金利引下げもあって幾分回復の方向にあり、04年にはドイツ、フランスなどでは減税など財政面からの下支えを狙っているが財政安定化協会（財政赤字をGDPの3%以下に抑制）の問題もあり回復力は弱いとみられている。

その2 円高の行方 緩やかなドル安が続く可能性

次の問題は、円高（というよりドル安）の行方である。9月のドバイでのG7声明で「ファンダメンタルズを反映した柔軟な為替相場」に言及したのを契機に、日本の大幅介入が困難になるとの見方が強まり、それまで117円前後で推移してきたドル相場は10月に入って一気に110円を下回る水準まで円高（ドル安）が進行し、110円をやや下回る水準で推移している（表2）。

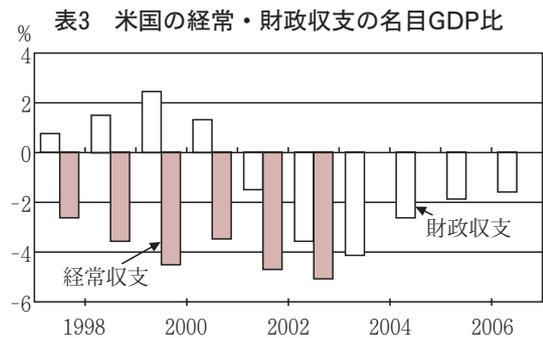


（注）円ドルは東京市場、ドルユーロはロンドン市場

こうした円高について、輸出や企業収益の減少による成長面へのマイナス効果（注）や輸入物価を通ずる消費者物価の低下によりデフレからの脱却を遅らせるとの指摘もある。ただ、国際企業を中心に過去の円高経験により海外での現地生産拡大を進め、また為替予約の前倒しなど為替リスクを軽減する金融商品の活用により円高抵抗力を強めている先も少なくなく、110円前後の円高であれば回復基調に大きな影響を及ぼすことはないとする向きが多い。

こうしたドル安の背景には、日本経済の回復期待による両国間の成長率格差縮小のほか、上述のように「米当局のドル安による製造業の競争力強化と雇用回復への思惑」を指摘する見方もある。もとより、そうした側面もないわけではないが、一方で米国当局ではドル安によって各国のトル資産離れが進み、米国への資金流入が減少すると長期金利が上昇し、これが回復にマイナスとなることへの認識があり、一方的なドル安を望んでいるわけではない。ブッシュ大統領来日時に「強いドル政策を堅持する」との原則を確認したのはその現れ。ただ、大幅減税とイラクへの軍事支出増大による財政収支の急速な悪化と経常赤字という米経済の構造問題が再びクローズアップされ、しかもこの双子の赤字は80年代前半のドル安当時より額・率とも大きくなっている（表3）だけに、長い目でみると米国への資金流入額いかに「ドルは円やその他通貨に対してさらに下落する可能性」（英エコノミスト誌9月27日号）は避けられず、引き続きドルの成り行きには注意を要する。

（注）円高（115円から10円程度の円高という前提）の影響について、03年度の実質成長率を0.1%、04年度について同0.5%押し下げるとする計量モデルの試算もある。

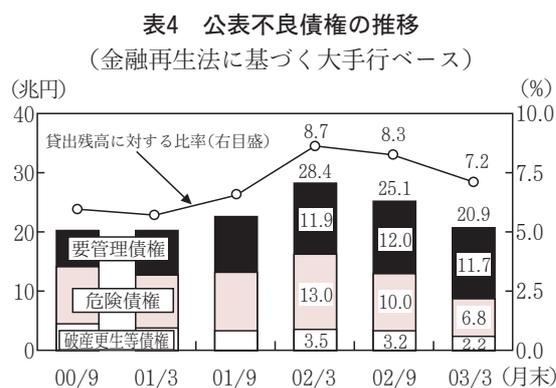


（注）1.財政収支は、米行政管理予算局(OMB)の見通し
2.マイナスは赤字

その3 金融システム

焦点は不良債権処理から収益力強化へ

企業サイドの努力で好転している景気が持続的な回復に向かううえで、金融システムの健全化も欠かせない前提である。金融システム安定にとって最大の課題であった大手銀行の不良債権については、この1～2年、特別検査等による査定厳格化もあって大幅に増加したが、業務純益を大幅に上回る償却の実施などで処理が進捗し、このところ新規倒産の沈静化もあり発生ペースがダウンして全体として減少に向かっている(表4)。この結果、多くの先で金融再生プランの目標達成(大手行04年3月期までに02年3月期比半減)に目途をつけており、一部には削減目標をさらに前倒している先もみられる。



資料 日本銀行調査月報03年9月号

他方、前年度は不良債権処理と株価下落による保有株式の減損処理から大幅赤字を余儀なくされ(本誌7月号参照)、各行とも増資により自己資本比率の低下を食い止めたが、過度に「繰延べ税金資産」に依存した資本内容の劣化を招いた。こうした過程でりそなグループに2兆円にのぼる多額の公的資金が注入されたが、この注入は結果的に「政府は銀行の既存株主を守る」と受け止められて銀行株に対する買い安心感が広がり、これが実体経済の回復期待と相俟って全般的な株価上昇の一因となった。

こうした株価の回復、不良債権処理の減少に加え、東京都の銀行税問題の和解に伴う税還付もあり、当期の大手行の業績は、期初の予想を大幅に上方修正する改善が見込まれており(表5)、公的資金の繰上げ返済を図る(住友信託)ほか金融庁が今9月期から「繰延べ税金資産」につ

いて算出根拠の開示を求めたこともあり繰延べ税金資産依存の是正を図る動き(りそな、三井トラストなど)が広がっている。

また銀行の保有株式 主要行が中核的自己資本(Tier1)を超えて保有する株式の額についても、「02年9月末時点で5.7兆円あったのが03年9月時点では1.5兆円前後まで縮小し、この間に日銀は金融機関から1.8兆円の株式買取りを実施」(日銀岩田副総裁)している。9月からの銀行等保有株式取得機構の買取り条件の緩和もあり同機構の買取りも増加しており、持合い株式の解消に向けた売り圧力は軽減される見通し。

表5 大手銀行グループの9月期業績修正

(単位: 億円)

	みずほグループ	三井住友	三菱東京	住友信託
実質 (期初)	4,400	4,800	3,500	650
業務純益 (今回)	5,000	5,000	3,200	750
当期利益 (期初)	1,000	800	700	160
(今回)	2,300	1,300	2,700	410
不良債権 (期初)	1,700	3,000	1,700	300
処理額 (今回)	1,500	3,600	1,700	100
不良債権 (3月末)	47,800	52,600	26,100	4,000
残高 (9月末)	...	40,000	20,000	3,800

資料 各行公表資料から作成

こうした金融システムを巡る過去の後遺症の処理に目安がつけられていくなかで、金融庁から業務改善命令を受けた先(大手5グループ10地域銀行)はもとより、他の各行とも最大の経営課題は「収益力の強化」に移っている。各行の業務健全化計画では、各種手数料収入の確保、業務絞込みを通ずる人件費・物件費の削減と併せて 資金融資の改善 リスクに見合った金利設定に努めているが、企業の資金需要の低調もあり必ずしも進展していない。そうしたなかでメガバンクでは、専門子会社や再生ファンド設立など不良債権処理の過程で開発された企業再生ビジネスへの取組みを積極化しているほか、無担保中小企業融資、ミドルリスク・ミドルリターンのリテール金融などの得意分野に重点指向して収益確保を策している。この間、アイワイバンクなど新設決済専門銀行の中に03年度決算の黒字化を見込む先も出て、日本振興銀行など新銀行の設立構想も公表されるなど金融機関の新しいビジネスモデルを模索する動き

も活発化している。

金融システムの焦点は大手銀行から地域銀行に移りつつあるが、地域銀行にとってはリレーション・バンキングのなかでの収益確保と不良債権処理の実現、地方公共団体財政悪化のしわ寄せなど大手行にない課題も抱えており、05年4月に予定されているペイオフの全面解禁に向けて金融システムの健全化は、最後のヤマ場を迎えることとなる。

その4 内需主導への転換 雇用・所得の持続的改善が鍵

経済を自律回復に乗せていくうえでは、企業活動の活発化が設備投資や雇用の拡大を通じて家計の所得や消費の増加を図り、それが更なる企業活動の拡大につながっていくメカニズムを整えることが必要である。しかし、多くの企業でなお過剰設備・過剰雇用といった構造要因を抱えており、リストラなど調整圧力が尾を引くと外需の落込みや設備投資の一服を契機に雇用環境や家計部門の改善にはつながらないまま、回復が息切れする可能性が大きい。

そうした観点から設備投資の要因面から持続性を点検すると、更新期間（ピンテージ）は、国内設備投資がここ数年抑制されてきたため長期化しており（91年9.3年 02年11.9年）、輸出好調の素材産業（鉄鋼・石油化学など）などでも大型設備の改修や更新需要は強い。また 資本コスト面では超低金利が持続しており、企業財務も有利子負債の削減などバランスシート調整の一巡から企業のキャッシュフローと設備投資の乖離が一服し、IT関連を中心に一部先端企業（液晶やデジタルカメラなど）には設備新設の動きもみられる。問題は 期待成長率の低下

である。内閣府の「企業行動に関するアンケート調査」によれば、企業の予想する実質成長率は90年初4%だったものが低下の一途を辿り、本年初の調査では「先行き3年が0.7%、5年が1.0%」と過去最低の水準まで低下している。

こうしたなかでは特定の業種を除けば「設備投資の期待収益率は資本コストを上回らない」こととなり、設備投資の盛り上がりを期待することはできない。他方、雇用についても国際競争が激しい輸出関連産業では、設備増強はあっても雇用の増加には限界がある。従って、現在多少上向いている雇用も輸出主導の回復ではいずれ頭打ちとなろう。雇用環境の改善にとっては、金融と一体となった企業・産業の再生を通ずる雇用調整圧力の軽減や新規雇用機会創設に加えて、雇用吸収力の大きいサービス分野（医療・福祉、教育など）での規制改革により雇用創出を図り、内需型の産業構造に転換していく必要がある。地方経済の活性化には農業の改革も不可欠である。雇用の拡大と医療・年金など社会保障の面での将来不安を解消することにより需要の底上げを図り、期待成長率を高めていかない限り自律回復は望めず、こうした改革には時間を要する。

* * * * *

以上総合すると、ここ暫くは回復傾向が続くとしても、自律回復に入るまでの過程で為替円高化や長期金利上昇で内需が失速することは避けられず、その意味ではデフレの長期化＝日銀の量的超緩和の持続は覚悟せざるを得まい。

高成長を急がずに長い時間をかけて着実に改革を実現していくことが必要であろう。

（荒巻 浩明）