

金融市場

2004.3

潮流

不良債権処理の進展と景気回復 1

情勢判断

国内経済金融

04年後半には景気のギヤ・チェンジもありえよう ... 2

最近の為替レート変動について 6

海外経済金融

FRBの金融政策の方向性をどう見るか ... 10

米国のインフレ予想をどう見るか 13

気になる指標

機械受注 14

今月の情勢

～経済・金融の動向～ 15

2004年度改訂経済見通し

総論 20

金利・株価 24

所得・雇用環境 25

民間最終消費支出 26

民間設備投資 27

公的固定資本形成(公共投資) 28

外需 29

民間住宅投資 30

物価 31

米国経済 32

商品市況 33

付表 35

今月の焦点

ペイオフ全面解禁に向けた金融関係者の取組み ... 37

銀行に近い性格を持ち中小企業金融で先行する第一勧業信用組合 ... 41

海外の話題

議論を厭わず 46

潮流

不良債権処理の進展と景気回復

1月下旬に金融庁から発表された「2003年9月期における不良債権の状況等」によれば、全国銀行の不良債権（金融再生法開示債権）残高は31.6兆円となり、同年3月期に比べて▲3.7兆円減少し、ピーク時の2002年3月期に比べると▲11.6兆円減少した。貸出債権等に占める不良債権の比率は6.8%で、同年3月期に比べて▲0.6%低下し、ピーク時から▲1.6%低下している。このうち、主要行（都・長銀・信託合計から新生銀行とあおぞら銀行を除いた11行）の不良債権比率は6.5%となり、ピーク時対比で▲1.9%低下した。

不良債権処理については、2001年4月策定の緊急経済対策において原則3営業年度以内のオフバランス化の方針が示され、2002年10月発表の金融再生プログラムでは2004年度までの不良債権問題の終結が目標とされた。債務者の業況悪化に加えて判定基準の厳格化や特別検査の影響等もあって、不良債権残高は2002年3月期に大幅に増加したが、2002年度と2003年度上期は前記のように減少し、同年度下期もかなりの減少が見込まれている。現状のペースで減少が続くと、2004年度末に主要行の不良債権比率をピーク時の半分以上にするという政府の目標にかなり近づくことになる。

思い起こしてみると、不良債権問題の抜本的処理の必要性が強調された2001年度には、不良債権処理を本格的に進めることによる企業倒産や失業の増加などのデフレ効果が懸念され、内閣府やいくつかの民間シンクタンクからこれによるGDPの押し下げ幅や失業者増加数などの推計値が発表された。しかし、不良債権処理が本格化した2002年度以降において、景気はむしろ回復傾向となり、企業倒産や失業者が大幅に増加したという状況はあまりみられない。もちろん、不良債権処理は進んだとはいえ未だ道半ばであるし、2002年度は失業者数もある程度は増加（雇用者数が減少）している。しかし、雇用者数の減少は製造業が中心であり、建設業や不動産業、流通業やサービス業といった不良債権が多いとされた業種の雇用がこの時期に特に悪化したという形跡はあまりない。

この理由として、米国や中国などの海外景気回復による輸出増加やデジタル関連分野での成長があったこと等に加えて、不良債権処理が企業再生と一体となって行われることで、企業倒産や失業者の増加が抑制され、新たなビジネスチャンス呼び起こすことにつながっていったことがあげられよう。不良債権残高減少の中身をみると、2002年度には危険債権（破綻懸念先向け債権）の減少が大きく、2003年度上期は要管理債権（3ヶ月以上延滞又は貸出条件緩和先向け債権）の減少が大きい。大半がオフバランス化によるものであり、これらの債権が企業再生ファンドへの売却や債権放棄などによってオフバランス化される一方で、企業再生プランが実行され、経営破綻に至った場合に比べて景気マインドや雇用等に与えるマイナスの影響が抑えられたものと推測される。

主要行では不良債権処理の進展にともない、中小企業融資開拓などにおいて新たな機能強化の動きもみられる。一方で、地域銀行における不良債権処理はあまり進んでいない。地域銀行については、リレーションシップバンキングに基づく業況不振企業の事業再生努力や企業再生ファンドを活用した動きもみられるが、地域特有の事情からオフバランス化などが難しい面もある。不良債権処理は金融機関や借入先企業にかかわる問題であるが、地方公共団体等も含めて構造改革特区などの政策を活用し、企業再生を地域の再生に結び付けていくことが重要である。

（主席研究員 鈴木 博）

情勢判断

国内経済金融

04年後半には景気のギヤ・チェンジもありえよう

要 旨

当面は、内外景気の拡大を基本シナリオとした運用がベースとなろう。年央にかけ、04年度の二桁経常増益予想が織り込まれていくなかで、バリュエーション的にも1割程度の株価上昇は可能だろうし、債券相場も長期ゾーンの利回り跳ね上がりリスクが残る。しかし、デフレ継続のもと、ゼロ金利政策の長期化見通しに加え、年後半には景気サイクルの成熟が意識され先行きの不透明感が相場材料として強まることも視野に置くべきだ。年後半には景気に対する見方の変化とともに、相場の方向観が変わる可能性があるだろう。

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			
	04年2月(実績)	04年3月(予想)	6月(予想)	9月(予想)	12月(予想)	05年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)	0.0883	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	1.220	1.30±0.10	1.45±0.15	1.40±0.25	1.40±0.15	1.30±0.20
為替相場	円ドル	109.080	105.0~110.0	102.5~107.5	105.0~110.0	105.0~110.0
	ユーロ円	135.850	132.5~137.5	130.0~135.0	130.0~135.0	130.0~135.0
日経平均株価	11,041.92	11,250	12,500	12,000	11,500	11,000

(月末値。実績は日経新聞社およびBloomberg社調べ)

ここ1ヶ月程度の金融市場概況

米国・連邦公開市場委員会が、1月28日の会合後声明文で、「相当の期間、低金利を維持」の一節を削除。一時的なショック要因とはなかったものの、持ち直して、米国国債相場は上昇(利回り低下)。米国財務省証券10年物利回りは4.0%強に張り付いて推移した。

国内的にも、03年10~12月期実質GDPの年率: +7.0%の成長や04年1月完全失業率の4.9

%への低下など、経済指標の発表では景気の回復基調が改めて確認されたものが多かった。

しかし、金融緩和の長期化観測が、株価のたたきやドル円相場の円高進行懸念もあり、材料としてぶり返された。長期国債入札も順調な応札となったことから、投資家の買い安心感が強まり、国債相場は上昇(利回りは低下)をたどった。2月20日には新発10年国債利回りが約6ヶ月ぶりの1.2%割れとなり、長期国債先物も140円台乗せとなった。

一方、株式市場では、四半期業績開示などにおいて好業績を示すものが多かったものの、円高懸念が足かせとなるとともに、信託等の売りと海外投資家の買い越し後退による需給悪化から、2月10日に日経平均株価は10,300円台に下落した。しかし、その後は円高の一服、米国株式相場の堅調などを背景に持ち直し、2月27日は11,000円台を回復。

注目された、2月6~7日の米国・フロリダに

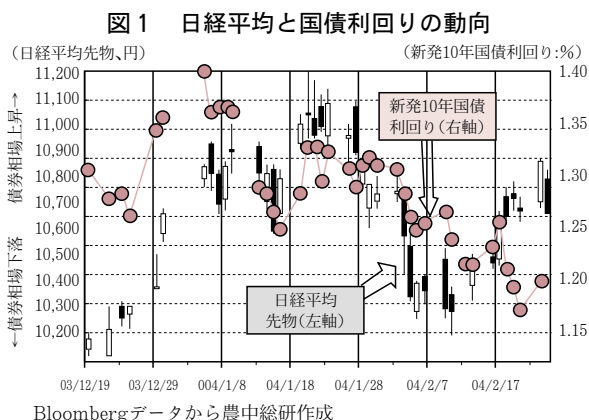
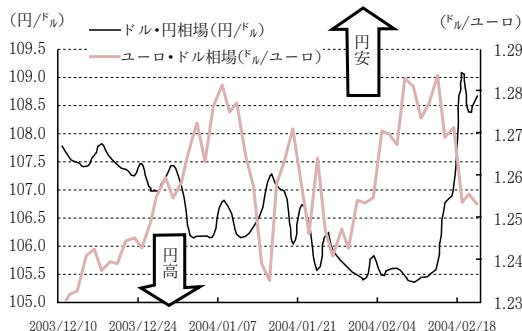


図2 為替相場の動向



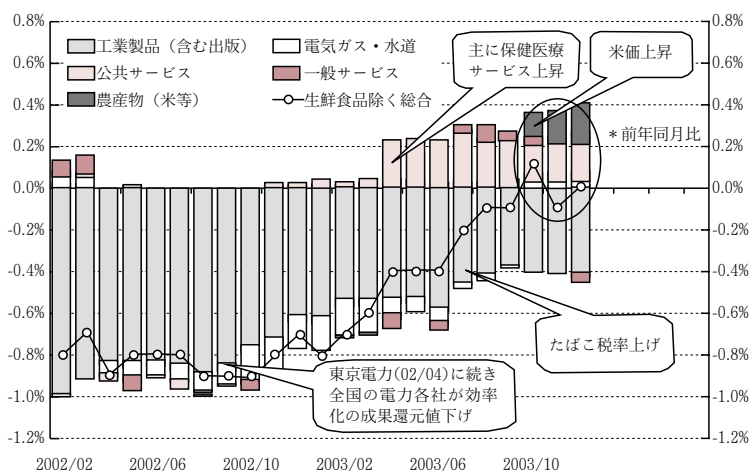
おける先進7カ国（G7）財務相・中銀総裁会議後の共同声明は、事前に予想されたとおりドル安観測を打ち消すものでなく、円高進行の懸念が残った。しかし、ドル円相場に限れば、わが国通貨当局によるドル買い介入への警戒感から、1ドル＝105円台の膠着相場が続いた。一方、ユーロ高は止まらず、2月18日に一時1€＝1.29ドル台に乗せた。しかし、同日の英独仏首脳会談を前にシラク仏大統領がユーロ高の欧州経済への悪影響を表明したこと等を受け、反転。ユーロは1.24ドル台に戻した。ドル円相場でも、円が連れて109円台に下落した（以上、図1）。（なお、市場動向や経済指標の解説などについては、当総研HP：「Weekly 金融市場」も参照されたい。）

金融市場の見通しと注目点

債券相場

= ゼロ金利政策下、レンジ相場予想

図3 生鮮食品除く総合（財・サービス別）消費者物価の変化



（総務省「消費者物価指数」から農中総研作成）

内外ともに金融緩和継続への安心感は強い。米国においても景気拡大基調を示す経済指標が多く、かつドルが下落しているにもかかわらず、インフレ・リスクは小さく、性急な利上げはなかなか難しいという見方が多数派だろう。わが国でも、消費者物価（除く生鮮食品）下落率がこの一年ほどの間、縮小。前年比：0%前後となってきた。その理由として、政策的・一時的要因によるところが大きい。これらの押し上げ要因が剥落（注）していく04年半ばからは消費者物価は再び前年比で水面下に下落すると見ている（図2）。

（注）04年は上下水道、学校授業料や行政サービスなどの値上げは物価押し上げ要因であるが、耐久財は足元で▲4%以下下落が継続。また、円高も物価抑制要因となる。

ただし、内外ともに少なくとも04年の前半は、景気の拡大期待が持続する可能性を前提とすべきだろう。IT関連投資の回復やデジタル家電の需要拡大が期待され、さらに8月のアテネ五輪や11月初めの米国大統領選挙などイベント的にも心理、需要効果の両面から世界的に景気拡大の見通しが強い。また、世界的金融緩和のもと、国際商品市況の上昇傾向が止まっていない。

わが国ではデフレ（物価下落）の残存から今後の景気回復循環では日銀によるゼロ金利政策の解除は困難と思われ、景気回復によって長期金利が一本調子に上昇していくことは想定しにくい。基本的にはレンジ相場での推移にとどまると見ているが、当面は景気回復動向や商品市況の上昇などにより債券相場下落（利回り上昇）リスクが高まる可能性も捨て切れない。金利上昇懸念にも片足を残しておきたい。

とはいえ、04年後半になれば、景気サイクルの成熟が意識され、景気先行き懸念も相場材料になってくると可能性がある。

景気の当面の上昇と、04年後半からは先行きの下降の両睨みが必要と思われる。

株式相場

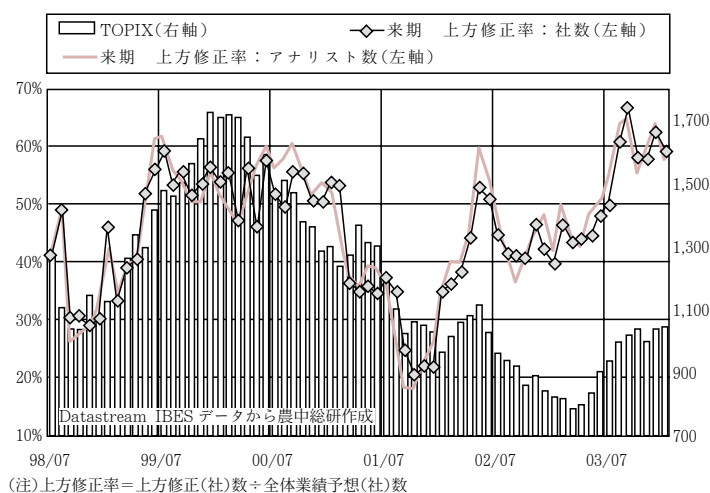
= 年央以降の好材料織り込みには用心

パソコンが04年も二桁台の出荷増加見通し。デジタル家電や携帯電話などの製品需要の拡大が予想されるとともに、IT関連を含め世界的な設備投資回復の期待が強まっている。

上場企業のうち、製造業は04年度も二桁の経常増益の見通しである。また、非製造業上場企業も景気回復のもとで緩やかな増益を確保できるだろう。

ドル円相場の円高による利益の目減りは見込まれるものの、足元の04年度業績予想は上方修正傾向である。アナリストによる04年度の業績予想は、足元でも上方修正率が6割近い水準をキープしている（図3）。

図3 東証株価指数と業績修正動向



よって、04年度の二桁台の経常増益見通しを織り込みにいくなかで、1割程度の株価指数の上昇を予想する。

ただし、海外投資家の買いに依存しなくてはならない構図は変わらない。経済活性化に向けた中期的成長政策も欠如したままであり、循環的な利益回復の域を出たとは判断できにくいのが現状である。

むしろ、年央以降の相場展開においては、今次景気循環の天井を先取りする動きに注意したい。株価は実物経済面の景気の山に数ヶ月先行する。好材料が織り込み済みとなると一方、先

行きの不透明感が意識されるようになると、株価は腰折れを起こすリスクがあるだろう。年央以降の相場調整に用心したい。

為替相場

= ドル下落は限られよう

介入もあり大幅な円高には至らないと見ているが、当面、ドル安圧力は残る。

しかし、ドル下落が価格競争力のアップを通じ米国の輸出増加に寄与し始める一方、米国経済の成長速度が鈍化するなか、経常赤字の加速的増加も止まる可能性があるろう。

また、当面は米国内製造業等へのプッシュ政権のドル安配慮の思惑が継続しようが、大統領選・連邦議会選挙の帰趨が見えてくるにつれ、国内政策としてのドル安政策も相場材料として弱まっていくと見ている。

よって、04年後半にはドル安は一旦、緩和に向かうと予想するが、次期政権でも緩やかなドル安が継続される可能性も捨て切れない。米大統領選後、04年末～05年年始にかけ、米国の通貨政策に関する布陣に注目すべきだろう。

一方、ユーロ圏経済が緩慢ながら回復基調にあることは、3極通貨のなかで消去法的にユーロが買われる要素である。ただ、1ユーロ = 1.30ドルを越す水準は、ドイツ・マルクや仏フランを通貨統合時の固定換算レートで延伸試算した場合でも割高水準に入ってくる。ユーロの上値余地は限られたものとなると思われる一方、ユーロがドルに対し引き続き高値水準にとどまることから、ユーロ円相場において円は130円以上の円安圏内で推移すると予想する。

なお、ユーロが下落に転じた場合、景気等の条件にもよるが、円が消去法的に選好され、小幅円高に向かうリスクも残る。

(04.02.24現在 渡部 喜智)

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				海外金利			その他		
	新発 10年 国債 利回り	債先 10年物 期近 価格	みずほ コーポ 新発5年 金融債 利回り	金利 スワップ 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 3ヵ月	TIBOR ユーロ円 6ヵ月	金利先物 (利回り) 中心限月	円・ドル ・スポット レート	ユーロ・ ドル・ スポット レート	ユーロ円 スポット レート	日経 平均 (225種)	TOPIX 終値	NYダウ 工業株 30種 平均	ナスダック 総合	米国 財務省 証券 10年物 国債利回り	LIBOR ドル 3ヵ月	独国 10年物 国債利回り	NY 金先物 ・期近	WTI ・期近	OPEC バスケット 価格
04/01/05	1.400	137.48	0.801	0.747	0.001	0.094	0.060	0.096	0.200	106.20	1.268	134.62	10,825.17	1,058.99	10,544.07	2,047.36	4.377	1.15	4.325	424.80	33.78	39.85
04/01/06	1.365	137.97	0.765	0.714	0.001	0.093	0.060	0.095	0.195	106.18	1.273	135.17	10,813.99	1,055.50	10,538.66	2,057.37	4.271	1.15	4.262	423.20	33.70	30.33
04/01/07	1.370	137.89	0.775	0.712	0.001	0.092	0.061	0.094	0.190	106.17	1.263	134.10	10,757.82	1,051.59	10,529.03	2,077.68	4.242	1.14	4.245	422.30	33.62	30.23
04/01/08	1.370	137.83	0.775	0.713	0.001	0.089	0.060	0.093	0.185	106.19	1.277	135.58	10,837.65	1,056.92	10,592.44	2,100.25	4.255	1.14	4.229	424.40	33.98	30.41
04/01/09	1.365	138.07	0.775	0.702	0.001	0.089	0.060	0.092	0.175	106.79	1.282	136.90	10,965.05	1,065.78	10,458.89	2,086.92	4.080	1.14	4.141	426.80	34.31	30.88
04/01/12	休場	休場	休場	休場	休場	休場	0.060	休場	休場	106.64	1.275	135.96	休場	休場	10,485.18	2,111.78	4.086	1.12	4.123	426.60	34.72	30.96
04/01/13	1.300	138.76	0.775	0.649	▲0.006	0.089	0.061	0.090	0.160	106.21	1.277	135.67	10,849.68	1,058.40	10,427.18	2,096.44	4.011	1.12	4.141	424.00	34.43	31.08
04/01/14	1.295	138.75	0.775	0.656	▲0.012	0.089	0.061	0.089	0.160	106.17	1.265	134.26	10,863.00	1,057.95	10,538.37	2,111.13	3.944	1.12	4.154	422.00	34.50	30.53
04/01/15	1.280	138.90	0.715	0.632	0.001	0.089	0.059	0.089	0.155	106.35	1.265	133.77	10,665.15	1,044.57	10,553.85	2,109.08	3.969	1.12	4.148	408.70	33.44	30.37
04/01/16	1.265	139.03	0.700	0.620	0.001	0.089	0.056	0.089	0.150	106.63	1.258	132.16	10,857.20	1,058.97	10,600.51	2,140.46	4.030	1.12	4.152	407.00	35.07	30.27
04/01/19	1.295	138.88	0.685	0.630	0.002	0.089	0.056	0.089	0.155	107.25	1.239	132.45	11,036.33	1,072.17	休場	休場	4.030	1.12	4.163	休場	休場	30.73
04/01/20	1.335	138.44	0.745	0.657	0.001	0.089	0.059	0.089	0.150	107.06	1.235	134.68	11,103.10	1,075.94	10,528.86	2,147.98	4.055	1.12	4.137	412.90	36.20	31.01
04/01/21	1.335	138.57	0.730	0.647	0.001	0.089	0.055	0.089	0.140	106.90	1.258	135.17	11,002.39	1,070.35	10,623.62	2,142.45	4.018	1.12	4.157	411.20	34.88	30.74
04/01/22	1.305	138.79	0.720	0.626	0.001	0.088	0.055	0.088	1.130	106.04	1.264	134.86	11,000.70	1,074.45	10,623.18	2,119.01	3.953	1.12	4.138	410.10	34.88	30.71
04/01/23	1.330	138.68	0.720	0.620	0.001	0.088	0.053	0.088	0.135	106.75	1.272	134.32	11,069.01	1,076.93	10,568.29	2,123.87	4.072	1.12	4.095	408.00	35.04	30.74
04/01/26	1.315	138.98	0.695	0.591	0.001	0.088	0.053	0.088	0.130	106.39	1.258	132.57	10,972.60	1,068.85	10,702.51	2,153.83	4.130	1.12	4.166	406.70	34.47	30.17
04/01/27	1.300	139.04	0.695	0.595	0.001	0.088	0.053	0.088	0.130	105.55	1.246	133.47	10,928.03	1,063.36	10,609.92	2,116.04	4.074	1.12	4.150	410.10	34.12	29.99
04/01/28	1.320	139.03	0.695	0.593	0.001	0.088	0.052	0.088	0.130	106.23	1.265	132.43	10,852.47	1,058.15	10,468.37	2,077.37	4.189	1.12	4.147	414.60	33.62	29.49
04/01/29	1.325	138.85	0.715	0.605	0.001	0.088	0.053	0.088	0.130	105.95	1.247	131.47	10,779.44	1,050.13	10,510.29	2,068.23	4.173	1.13	4.264	398.50	32.81	28.98
04/01/30	1.320	139.05	0.715	0.585	0.001	0.088	0.053	0.088	0.125	105.71	1.241	131.89	10,783.61	1,047.51	10,488.07	2,066.15	4.132	1.13	4.240	402.20	33.05	28.68
04/02/02	1.315	139.12	0.700	0.585	0.001	0.088	0.053	0.088	0.125	105.61	1.248	131.21	10,776.73	1,049.46	10,499.18	2,063.15	4.145	1.13	4.229	398.70	34.98	29.06
04/02/03	1.295	139.13	0.700	0.591	0.001	0.088	0.051	0.088	0.125	105.49	1.242	132.33	10,641.92	1,043.28	10,505.18	2,066.21	4.097	1.13	4.206	399.20	34.10	29.19
04/02/04	1.275	139.45	0.675	0.571	0.001	0.088	0.051	0.088	0.125	105.43	1.254	132.15	10,447.25	1,022.61	10,470.74	2,014.14	4.112	1.13	4.195	401.00	33.10	28.55
04/02/05	1.265	139.69	0.710	0.557	0.001	0.088	0.052	0.088	0.125	105.83	1.255	132.79	10,464.60	1,025.48	10,495.55	2,019.56	4.167	1.13	4.177	398.10	33.08	28.20
04/02/06	1.270	139.72	0.675	0.567	0.001	0.088	0.052	0.088	0.125	105.49	1.271	134.01	10,460.92	1,028.83	10,593.03	2,064.01	4.077	1.13	4.144	403.60	32.48	28.20
04/02/09	1.280	139.78	0.700	0.561	0.001	0.088	0.053	0.088	0.120	105.59	1.270	134.08	10,402.61	1,024.77	10,579.03	2,060.57	4.052	1.13	4.132	406.80	32.83	28.09
04/02/10	1.255	139.83	0.700	0.560	0.001	0.088	0.054	0.088	0.120	105.62	1.267	133.82	10,365.40	1,025.25	10,613.85	2,075.33	4.112	1.13	4.138	406.40	33.87	28.75
04/02/11	休場	休場	休場	休場	休場	休場	0.053	休場	休場	105.47	1.283	135.34	休場	休場	10,737.70	2,089.66	4.031	1.13	4.115	410.20	34.00	29.13
04/02/12	1.235	139.89	0.690	0.552	0.001	0.088	0.051	0.088	0.115	105.37	1.281	134.99	10,459.26	1,030.91	10,694.07	2,073.61	4.044	1.12	4.119	413.70	33.98	28.96
04/02/13	1.235	139.69	0.705	0.568	0.001	0.088	0.053	0.088	0.120	105.46	1.273	134.32	10,557.69	1,041.03	10,627.85	2,053.56	4.040	1.12	4.103	410.30	34.56	29.74
04/02/16	1.250	139.64	0.705	0.572	0.001	0.088	0.051	0.088	0.125	105.47	1.277	134.71	10,548.72	1,045.02	休場	休場	4.040	1.12	4.109	休場	休場	29.72
04/02/17	1.270	139.38	0.720	0.591	0.001	0.088	0.051	0.088	0.120	105.67	1.284	135.67	10,701.13	1,054.61	10,714.88	2,080.35	4.038	1.12	4.083	416.00	35.19	30.08
04/02/18	1.230	139.90	0.695	0.561	▲0.003	0.088	0.050	0.089	0.120	106.75	1.269	135.47	10,676.81	1,052.98	10,671.99	2,076.47	4.048	1.12	4.080	412.30	35.45	30.52
04/02/19	1.215	139.95	0.675	0.558	0.001	0.088	0.051	0.089	0.120	107.01	1.272	136.08	10,753.80	1,059.51	10,664.73	2,045.96	4.031	1.12	4.122	409.80	36.00	30.44
04/02/20	1.195	140.18	0.695	0.533	0.001	0.088	0.051	0.089	0.120	109.04	1.254	136.69	10,720.69	1,058.76	10,619.03	2,037.93	4.096	1.12	4.135	397.50	35.60	30.17
04/02/23	1.220	139.99	0.675	0.545	0.001	0.088	0.053	0.089	0.120	108.38	1.256	136.07	10,868.96	1,068.02	10,609.62	2,007.52	4.036	1.12	4.128	399.00	35.57	N.A.
04/02/24	1.225	140.09		0.540		0.088		0.089	0.125	108.46	1.254	135.99	10,644.13	1,048.88			4.044		4.117			N.A.

（Bloombergデータから作成）最終日は15:30現在。

最近の為替レート変動について

2002年初より日本円の対ドルレートが持続的に上昇（＝円高ドル安）しており、景気回復を続けることでデフレ脱却を目指したい日本経済にとって大きな懸念材料として意識され続けている。世界経済全体としてもドルの急落（もしくは暴落）や更なるユーロ上昇などに対しては警戒感が強く、2月6～7日に開かれた米フロリダ州ボカラトンで開催された先進7ヶ国財務大臣・中央銀行総裁会議（G7）に対する注目度が高まった。しかし、G7では行き過ぎた為替相場変動を批判する一方で、柔軟なレートの必要性を強調するという曖昧な内容を公表するに留まり、先行きの根強いドル下落予想を覆すまでには至っていない。

国際経済学の教えるところによれば、安定した為替レート・独立した金融政策・自由な国際資本移動の3つを同時に達成することは不可能とされている。日本の場合は後者2つを選択した結果、為替レートの安定性は放棄せざるをえない状況であり、為替レートの変動は宿命であるとも言えるが、1970年代前半のフロート制移行以降、日本円の価値は上昇し続けており、かつ最もボラティリティの高い通貨の一つでもあり、マクロ経済に与えてきた影響は大きかった。

また、政府・日本銀行は円高進行を阻止するため大規模な市場介入を行っているが、04年1月の市場介入額は7兆円超と月間で史上最高となり、03年通年での20兆円余と比較しても既に3分の1に達するなど、ある意味異様な状況となっている。

外国為替マーケットでの価格形成は様々な要因が絡み合っていることが経験的に知られており、分析や予測は非常に難しいが、最近の動向などについて考えてみたい。

実質実効レートの上昇は限定的

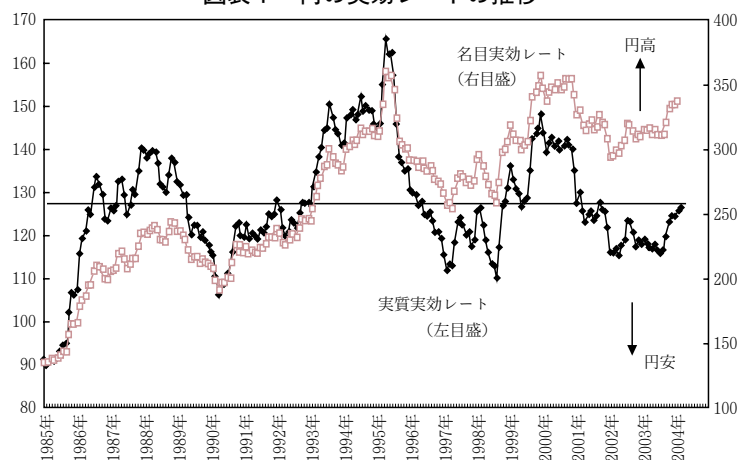
日本にとって最も重要な為替レートは米ドルとのレートであることは間違いないが、実際の日本円の価値は対米ドルだけに留まらない。特に、為替レートと実態経済との関係が重要である場合は、貿易ウェイトで各国通貨との交換比率を加重平均した実効為替レートを用いた方が適切である場合が多い（更に物価調整を加えた実質実効レートを用いる方がより好ましい）。

図表1は、日本銀行が作成している実質実効為替レートである。これによると、日本円の価値が上昇し始めたのは03年10月以降と最近になってからであり、かつ直近（04年2月時点）の水

準は、1990年以降の平均的水準にほぼ等しい。また、80年代後半、93～5年、99～00年の円高局面と比較すると、現時点での円高進行の度合いは実質実効レート上では小さい。これは、発足以来下落し続けたユーロや高金利通貨である豪ドル、NZドル等が対ドルだけでなく、対日本円でも上昇したことの影響が大きいためであろう。

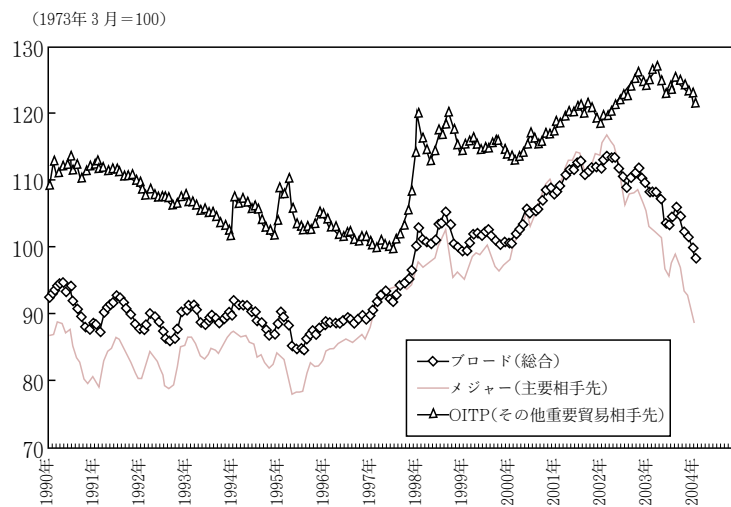
とはいえ、日本は貿易取引通貨として、米ドルを輸出で48.0%、輸入で67.8%（財務省調べ、いずれも2003年下期）用いており、貿易取引

図表1 円の実効レートの推移



（資料）日本銀行 （注）単位：1973年3月＝100

図表2 米国の実質実効為替レート



(資料)FRB (注)数値が高いほど、米国ドルの価値が高いことを示す。

をする上での米ドルとの交換レートの重要性が高いことは否定できない。ただし、過去の円高進行時には対外直接投資の増加などで生産拠点を移転し、国内では知識・技術集約型の高付加価値製品に資源を集中させることで為替レート変動の影響を小さくさせようとする努力も続けられている。それゆえ、過去の円高進行局面と比較して抵抗力は高まっている可能性は高い。

米国のドル安容認姿勢

為替レートの変動要因として政治的要因を重視する意見もある。米国では通貨政策は財務長官の専管事項であるが、スノー財務長官は「強いドルは米国の利益である」というメッセージを繰り返しており、水準や方向性に対する意向

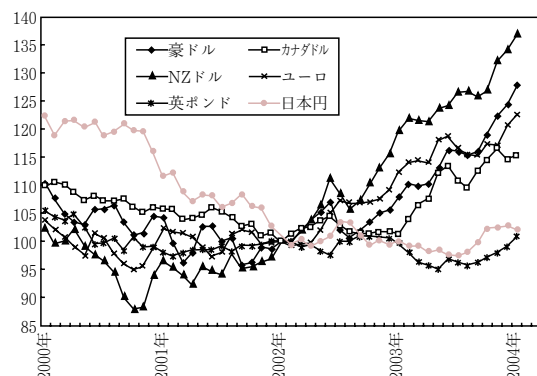
は表面上あまり明確ではない。ただし、2004年は米国大統領選挙の年であり、12年前に父親のブッシュ元大統領が景気低迷の影響で選挙戦に敗れたとの記憶が残っており、ITバブル崩壊や9.11同時多発テロなどで景気後退を経験した現職ブッシュ政権は足許の景気回復を確実なものとし、再選を確実にしたいとの意識が強いと見られる。そのため、大規模な減税政策やFRBのサポートを受けた金融緩和政策の継続のほかに、「秩序あるドル安」によって製造業への支援をインプリシットに行っている。

また、2月11～12日に行われたグリーンズパンFRB議長による議会証言でも、莫大な経常収支赤字問題解決にドル安は有効であるとし、現状の為替レートやマーケットの動きを追認するような認識を示している。

一方、04年2月のG7では「為替レートの柔軟性を欠く主要な国・経済地域にとって市場メカニズムに基づき円滑かつ広範な調整を進めるために更なる柔軟性が望ましい」という03年9月のドバイG7と同様の表現が声明に盛り込まれており、本来であれば米ドルの価値はもっと低下して然るべきとの意向も窺われる。

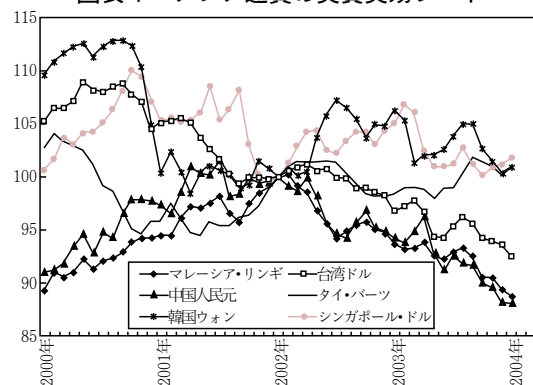
図表2はFRBが作成している米国の実質実効為替レートであるが、総合的な指数(broad index)は2002年初をピークに低下傾向にある。そして、その大部分を説明するのは主要貿易相

図表3 主要通貨の実質実効レート



(資料)JP Morgan (注)単位は2002年1月=100。

図表4 アジア通貨の実質実効レート



(資料)JP Morgan (注)単位は2000年=100。

手国を対象にした指数 (major index) であり、前述した通り、ユーロ圏やカナダ・オーストラリア・ニュージーランドなどの通貨価値上昇が大いに寄与したものと考えられる (図表3のJPモルガンが作成している各国の実質実効レートを参照、なお英ポンドの実質実効レートは03年11月に政策金利を引き上げるまでは、日本円と同様にほとんど上昇していない)。一方、その他重要な貿易相手国を対象とした指数 (OITP) で見ると、米ドルの減価が進行していない。ボカトンG7の声明に盛り込まれた柔軟性を欠く通貨政策を採用している国・地域は具体的にどこかに関して多少話題となったが、図表4での東アジア諸国通貨の実質実効レートは経済のパフォーマンスが相対的に良いにも関わらず、ほとんど変動していない。米国政府としてみれば、対米輸出が好調な割に米ドルに対して十分に増価しない通貨制度を持っている国は非難の対象にしやすい。

単純な見方ではあるが、米国がさらに「秩序ある緩やかなドル安」を志向するとすれば、実質実効レートを更に10%程度切り下げて90年代前半の平均程度まで水準を下げるべく、これまで調整が遅れていた東アジア諸国に対して圧力をかけるという政策選択もあるだろう。

購買力平価は成立するか

以上見てきたように、日本円は実際にはさほど増価しているわけではないが、一方で「日本

円は購買力平価」と比較して過大評価されている」との意見がある。OECDの試算によれば、2002年時点での対米ドルでの購買力平価は1ドル=146円であるが、現状の実勢レートは3割近く割高ということになる。以下では、購買力平価と為替レートとの関係について簡単に触れてみよう。

為替レート決定理論は、通常、分析する時間的視野によって長期・中期・短期ないし超短期に分けられている。ここで、長期とは「経済が高雇用状態で定常的に経済成長している状態」、中期とは「マクロ経済変数が循環的に変動する期間」、短期ないし超短期とは「マクロ経済変数の大部分が所与である期間」を意味しており、実際の為替レートは2ヶ国間の相対物価によって決まるという購買力平価説は長期理論として分類されている。それゆえ、短期・中期では必ずしも常に一致する必然性はない。

購買力平価の基本理念は「一物一価」であり、2ヶ国の物価水準が等しくなるような水準で為替レートが決定されるという考え方である。つまり、 e ：為替レート、 P ：自国（日本）の物価水準、 P^* ：他国（米国）の物価水準とすると、

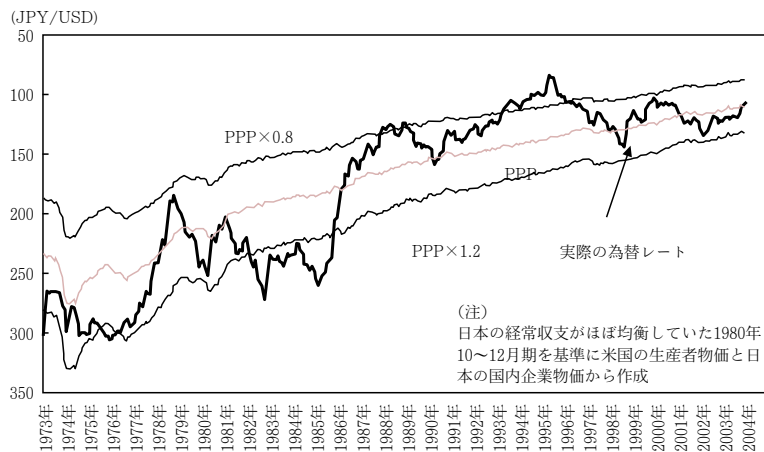
$$e = P / P^* \dots \dots \dots (1)$$

となるような e が購買力平価である。このように、物価水準自体を比較したものを「絶対的購買力平価」と呼んでいる。一方、(1)式の両辺の対数をとって微分すれば、

$$\dot{e} = \dot{P} - \dot{P}^* \dots \dots \dots (2)$$

が得られるが、(2)式は「為替レート変化率は2ヶ国の物価変化率格差に等しい」ことを意味しており、これを「相対的購買力平価」と呼んでいる。この際に、(1)式が成立していたと考えられる時点を基準

図表5 購買力平価 (PPP) と為替レート



(資料) 日本銀行、米国労働省などのデータより農中総研作成

時点とすれば、相対的購買力平価の水準自体を示すことが可能である。図表5は、日本の対外バランスがほぼ均衡していた1980年10～12月期を基準時点とし、米国の生産者物価と日本の国内企業物価を用いて作成した相対的購買力平価である。

そもそも購買力平価が成立するためには、比較する2ヶ国で販売されている財貨・サービスはすべて同一の品質で、かつ貿易可能であるなどいくつかの条件が必要であり、一般的に為替レートは購買力平価から乖離している。それゆえ、購買力平価が実際の為替レートに影響を与えているのか（つまり、為替レートと両国の物価との間には長期的な安定関係が存在するかどうか）については何らかの検証が必要であるが、このために用いられるのが共和分検定（co-integration test）である。経済時系列変数はある確率変数だと見なすことができるが、ほとんどの変数は非定常時系列と呼ばれるもので、そのまま計量分析に使用すると「分散の不均一性」や「見せかけの相関」が発生し、正確な計測ができないという問題が発生する。

共和分という概念は長期均衡における経済変数間の関係を示すものである。共和分の関係にある経済変数の動学的経路は通常安定しているが、短期的にそこから乖離する動きをしたとしても、再び以前の均衡状態に戻る動きが働く。この共和分検定の結果は後掲（付注）の通りであり、為替レート（日本円／米ドル）と日米の相対物価との間には共和分の関係がある可能性が示される。つまり、購買力平価説が成り立っている可能性がある。

また、この結果を用いて、エラーコレクションモデル（誤差修正モデル、ECM）を推計し、誤差修正項の係数の逆数をとれば、調整期間を知ることができる。これによれば、誤差修正項のパラメーターは▲0.019178と符号がマイナスであり、このことは為替レートが購買力平価から乖離しても、再び購買力平価に回帰する力が働くことを示している。また、この逆数は52.14（ヶ月）であり、調整期間は約4.3年ということになる。

購買力平価説が成立することのインプリケーションは、短期的に見ればファンダメンタルズから乖離しがちな為替レートも、長期的に見れば物価上昇率格差がアンカーとして機能していることを示しており、裏返せばファンダメンタルズの動きから乖離するような単純な介入政策はさほど効果を持たないことを意味している。円高が日本経済にデフレをもたらしている可能性があるが、同時に『金融市場2004年2月号』の拙稿「2004年の金融政策を巡る論点」でも触れたように日本国内での物価下落が円高を発生させていることも否定できない。根強い円安待望論が存在しており、仮にOECDが公表する購買力平価並みの円安水準を達成するには、日本の国力・経済力を弱体化させれば可能かもしれない。しかし、そのこと自体は円安を景気回復の手段に用いることと矛盾する。デフレ状態が続く限り、日本は「円高シンドローム」に悩まされ続けるのではないだろうか。

< 付注 - 共和分検定 >

以下では、Engle-Grangerの方法による共和分検定を行う。ある2つの変数 x_t と y_t ともd階の階差をとれば定常時系列（＝期待値と分散は時間を通じて一定、自己共分散は2時点間の差だけに依存し、時点tには依存しない）となる場合、 y_t を x_t で回帰した

$$y_t = a + bx_t + u_t \dots\dots\dots (3)$$

の誤差項 u_t は期待値0であるとともに、d-b階(d-b>0)の階差をとれば定常時系列になれば、 x_t と y_t は共和分の関係にあるといわれる。

円／ドルの為替レートと購買力平価はともに1階の階差をとれば定常時系列になることから、(3)式での誤差項 u_t の和分の次数が0であれば（つまり、水準そのまま単位根を持たなければ）、為替レートと購買力平価は共和分の関係にあると判断できる。

1973年1月から2003年12月までの月次データを用いて(3)式を推計した結果、誤差項の単位根検定（ADF検定）では単位根があるという帰無仮説が棄却される（トレンド・定数項がない場合のt統計量は▲2.680であり、MacKinnonによる有意水準1%の臨界点▲2.571を下回っている）。

（南 武志）

海外経済金融・米国

FRB の金融政策の方向性をどう見るか

要 旨

・1月28日のFOMC以降、FRBの利上げの可能性についての議論が活発化してきた。90年代における本格的利上げの発端は二回あった。その二つの時点との比較という観点から現時点をみると、主要経済指標からみた利上げ環境は、景気の着実な拡大により整いつつあるものの、やや未成熟である。

・今後FRBは、雇用統計やコア消費者物価上昇率を中心とした経済指標を丹念に観察しつつ、FOMC声明文で示す認識を修正する等の方法で、利上げの根拠を徐々に整備していくであろう。

FOMC声明文にみられるFRBの認識変化

FRBは1月28日のFOMC（連邦公開市場委員会）の声明文で、2003年8月12日以降四回のFOMC声明文に記載されていた「緩和的な金融政策がかなりの期間にわたり維持されるであろう」という表現を削除した。それに代わって、「緩和的な金融政策を解除することについて忍耐強くいられるであろう」という表現が入れた（表1）。

声明文に記されている情勢判断は、FRBが特にどの経済指標に注目しているか、そしてその指標についてどう認識しているかを示している。

ここ数ヶ月の間、生産は順調に拡大してきた。そして雇用は緩やかに改善方向に向かってきた。但し、1月28日の時点での雇用に関する認識はやや曖昧な表現であり、雇用は改善しているということに関しての、FRBのためらいが読み取れる。また食料・エネルギーを除いたコア消費者物価上昇率は抑制されており、低水準で推移すると見込まれている。

一方リスク判断についてであるが、2003年5月6日以降の「インフレ率が低下する可能性は高まる可能性を上回る」という判断は、12月9日に「インフレ率が低下する可能性は高まる可

表1 FOMC声明文の内容

		2003年10月28日	2003年12月9日	2004年1月28日
FFレート誘導水準		据え置き（1.00％）	据え置き（1.00％）	据え置き（1.00％）
情勢判断		消費は底堅く、雇用も安定しつつある。企業の価格支配力とコア消費者物価上昇率は、抑制されている。	生産が活発に拡大しており、労働市場は緩やかに改善しているようだ。コア消費者物価上昇率は抑制されており、低水準で推移すると見込まれる。	生産が活発に拡大しており、新規雇用は抑制されているが、一部の指標は労働市場の改善を示唆している。コア消費者物価上昇率は抑制されており、低水準で推移すると見込まれる。
リスク判断	持続的経済成長達成に関するリスク(今後数四半期)	上振れリスク＝下振れリスク	同左	同左
	物価安定に関するリスク	インフレ率が高まる可能性<インフレ率が低下する可能性	インフレ率が高まる可能性＝インフレ率が低下する可能性	同左
今後の金融政策に関する表現		インフレ率低下への懸念が支配的になりそうである。この状況のもとでは、緩和的な金融政策がかなりの期間にわたり維持されるであろう。	インフレ率はかなり低く、需給が緩和しているため、緩和的な金融政策がかなりの期間にわたり維持されるであろう。	インフレ率はかなり低く、需給が緩和しているため、緩和的な金融政策を解除することについて忍耐強くいられるであろう。

資料：FRB Press Release より農中総研作成

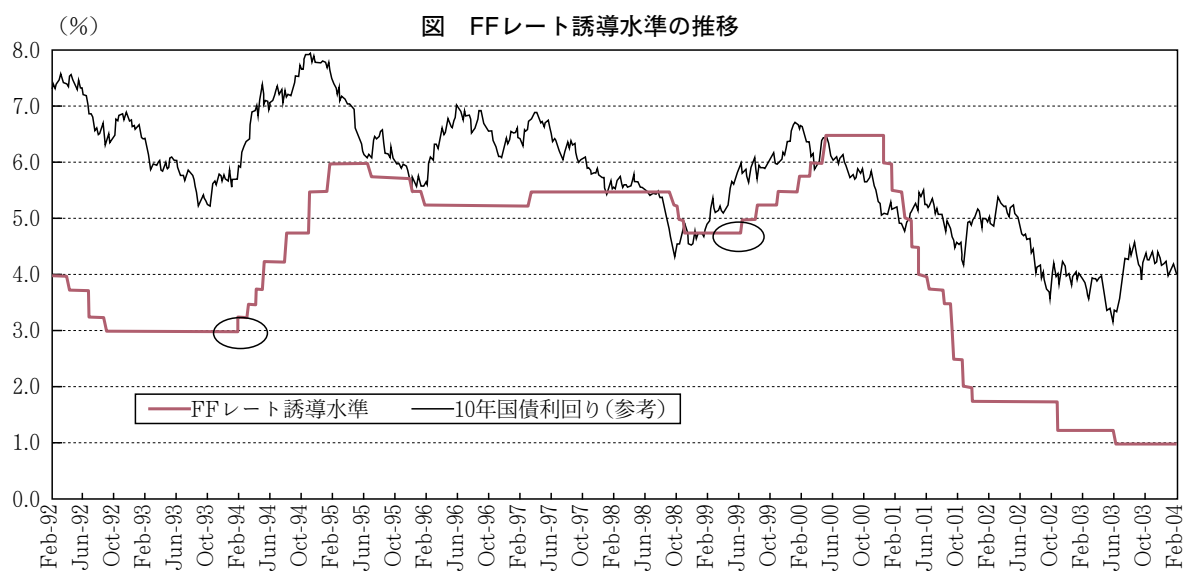
能性とほぼ等しい」に変更となった。

このようにFRBは、FOMCの都度、情勢判断やリスク判断を徐々に修正している。そして1月28日のFOMCの後には、FRBがいよいよ利上げの地固めに入ったという見方もでてきた。一方で、この文言修正は金融政策の自由度・裁量性を確保したことを意味しているに過ぎず利上げは時期尚早、という見方もある。このように、FRBの利上げの可能性に関する議論が活発化してきた。そこで利上げ環境がどの程度整っているのかを考える参考のために、FRBが注目して

いる指標を中心に、直近の水準を過去の利上げへの転換点における水準と比較してみた。

利上げ環境は整いつつあるがやや未成熟

図は、FFレート誘導水準の推移を示したものである。90年代以降では、FFレートが引下げ後の底から本格的な引き上げに転じたのは、94年2月と99年6月の二回であった。94年2月の利上げは、経済が90年代初頭の後退から立ち直り、IT革命もあり本格的な拡大軌道に乗った時期であった。また99年6月の利上げは、アジア



資料：データストリーム

表2 FFレート誘導水準引き上げ時の経済指標

		過去のFFレート誘導水準引き上げへの転換点				直近	
		1994年2月		1999年6月		2004年1月	
FFレート誘導水準		3.00%→3.25%(+0.25%)		4.75%→5.00%(+0.25%)		1.00%→1.00%(0%)	
各々の時点で公表されている最新の指標		水準	方向	水準	方向	水準	方向
景気	非農業雇用者増加率(前年比:%)	2.5	↗	2.3	↘	0.0	↗
	ISM指数	56.0	↗	54.3	↗	63.6	↗
需給	失業率(%) (矢印は上下逆向き)	6.6	↗	4.2	↗	5.6	↗
	設備稼働率(%)	82.4	↗	82.3	↗	76.2	↗
物価	消費者物価上昇率(前年比:%)	2.5	↘	2.1	↗	1.9	↘
	コア消費者物価上昇率(前年比:%)	2.9	↘	2.1	↘	1.1	↘

資料：米労働省、FRB、供給管理協会

(注)方向とは、3ヶ月前の水準と比較して上昇・横ばい・低下のいずれの状態かを示したものの。失業率の矢印については、低下が改善、上昇が悪化となるため、矢印の方向を上下逆向きにしている。

経済危機・ロシア経済危機に伴う世界的な株価下落を食い止めるため98年に三回にわたり実施された利下げを、世界経済の安定化を背景に戻すという政策転換であった。

表2によれば、直近の指標が歩んでいる方向性は、景気の順調な回復を受けて、概ね過去二回と同じになっている。しかし多くの指標の水準は、過去二回と比較してかなり低い。つまり主要経済指標からみた利上げを巡る環境は、整いつつあるがまだ未成熟である。その一番の要因は雇用動向である。雇用は増加に転じたものの、その回復力はまだ十分とはいえない。11月の大統領選挙を控え、FRBとしても利上げが雇用回復の芽を摘むようなことだけは、避けたいところである。次に物価動向である。1月の消費者物価上昇率は、食料・エネルギー価格の上昇を主因に季調済前月比で0.5%上昇、前年比1.9%上昇であり、前月比の上昇率が比較的高かったことから、FRBの利上げが近づいたとみる向きもあった。しかし1月のコア消費者物価上昇率は前年比1.1%で引き続き上向く気配がみられず、利上げの材料としてはまだ力不足の感がある。

FRBは今後のFOMC声明文等で利上げの根拠を徐々に整備

ここ数年の米国経済の特徴は、金利低下あるいは低金利持続が住宅投資や個人消費を活発化させるという、金利感応度の高さであった。個人債務の大幅な積み上がりもあり、今後金利が上昇した場合の経済にとっての負担感は、これまでにないほど高くなっている。そのことと関

連があると思われるが、株式・債券市場は利上げに関する情報に敏感に反応している。1月28日のFOMC声明文で「緩和的な金融政策がかなりの期間にわたり維持されるであろう」という表現が変更されたという一見些細なことさえ、限定的とはいえ長期金利を上昇させ株価を下落させた。そしてその影響はグローバルなものとなり、中国などエマージング・マーケットでも株価の下落がみられた。

但しこれを逆にいうと、FRBは金融政策の自由度を束縛する表現を微妙に修正する形で消去したが、そのマーケットへの影響を限定的なものにとどめることに成功し、当面の難局をうまく切り抜けたといえるであろう。

こう考えるとFRBは、仮に利上げした際に、それがマーケットから意外感・唐突感をもって受け止められることがないように配慮すること、つまりマーケットへの影響を最小限に抑えることを重視するであろう。つまりFRBは、雇用情勢やコア消費者物価上昇率を中心とした経済指標を丹念に観察しながら、FOMC声明分でリスク判断や今後の金融政策に関する表現を微調整したり、要人がメッセージを発するという方法で、利上げの根拠を徐々に整備していくと思われる。グリーンSPAN議長は2月11、12日の議会証言で、FFレートがより中立的な方向に上昇すると指摘しつつ、当面は現行の超低金利を維持するという考えを明らかにした。次回3月16日のFOMCで、FRBがどのような認識を示すのかが注目される。

(永井 敏彦)

米国のインフレ予想をどう見るか

米国の物価、特に消費者物価（除くエネルギー・食料）の低位安定が継続。前月比では商品市況の上昇やドル安から変化率反転の兆しが見えているものの、前年同月比では、04年11月から3ヶ月連続、+1.1%の上昇にとどまっている。バーナンキFRB理事などが唱えるデフレ警戒域まで下がっているのが現状だ。

この物価実績だけをとりえれば、インフレ予想が高まる懸念は小さいと言えようが、米国債券市場の参加者がどのようにインフレ予想を見ているだろうか。米国の物価連動債の動向から探ってみよう。

米国では、97年1月29日に消費者物価に連動する10年物財務省証券（以下TIPS。Treasury Inflation Protection Securitiesの頭文字からの略称）の初入札がおこなわれ、定着してきた。TIPSの元本総額は、全米・都市消費者物価指数に基づいて毎日変動（注1）し、その点で、インフレ対抗力を持つ運用対象となる。

また、名目金利・実質金利＝インフレ率という関係が成り立つが、新発10年物国債取引において、固定利付国債の利回り（ Y^n ）は名目金利である。

一方、物価連動債の利回り（ Y^r ）は、発行時に償還までの10年間のインフレのカバーが約束される実質金利である。

よって、「 $Y^n - Y^r$ 」の利回り格差＝国債市場参加者の10年間のインフレ予想（注2）となる。

以上のことから、米国の債券市場参加者が、現時点で先行き10年間のインフレ予想をどのように描いているかが把握出来る。下図のようにインフレ予想は02年末の1.

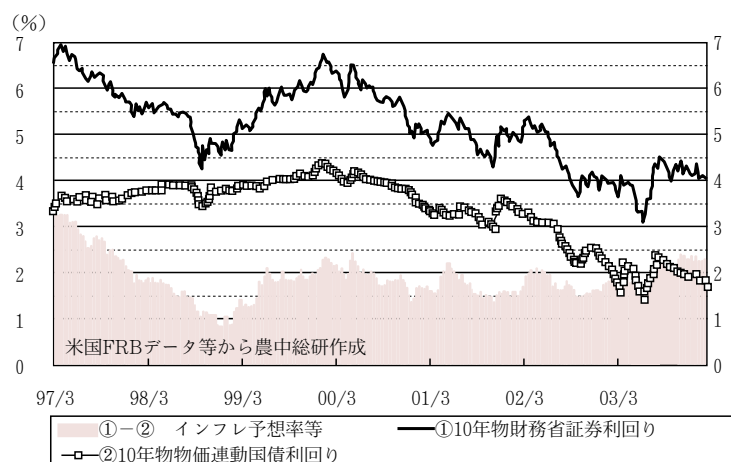
5%程度から反転し、足元では2.3%程度となっている。米国債市場関係者は引き続き緩やかなデスインフレ継続の見通しを持っているようだが、物価実績の低下とは逆に、利回り格差から想定されるインフレ予想は反転していることは注目したい。

わが国でも、3月4日に初の「物価連動国債」の入札（発行予定額：1、000億円）がおこなわれる。04年度には6、000億円に発行が増額される。物価連動債の取引が本格化するなかで、その利回り格差からどのようなインフレ予想が出てくるだろうか。（渡部 喜智）

（注1）わが国の物価連動国債（案）は生鮮食品を除く全国消費者物価に連動、また、TIPSは償還日に元本＝100が償還されるが、わが国物価連動債（案）ではデフレの元本保証は無い。

（注2）正確には $Y^n - Y^r$ のスプレッドには、取引の厚みの違いによる利回り格差（流動性プレミアム）が含まれる。論文等では0.2～0.3%程度と指摘されている。

米国の物価連動国債利回りから見たインフレ予想



気になる指標

「機械受注」

設備投資の動向を占う指標

設備投資は、経済全体の中期的な景気循環と密接に関係している。投資が投資を呼ぶとも言われている。設備投資の伸び率が加速する局面では景気が回復する一方、減速する局面では景気が後退する傾向がある。

設備投資の動向を最も包括的に示す指標は、四半期ごとに発表される国内総生産（GDP）のなかの「民間企業設備」である。ほかに四半期ごとに発表される指標には内閣府「法人企業動向」や財務省「法人企業統計」、日銀「企業短期経済観測調査（短観）」などがあるが、これらは四半期ごとの発表というデータ活用上の制約がある。月次発表の指標では国土交通省「建設工事受注」、内閣府「機械受注」などがあるが、とくに「機械受注」の「船舶・電力を除く民需」（＝民間企業からの受注実績を示す）は、設備投資の動向を占う指標としてマーケットからの注目度が高い。今回はこの機械受注について解説する。

設備投資の先行性を示す

機械受注とは、主要機械等製造業者280社を調査対象とし、それらの企業が各業界から受注した生産設備用機械の金額を集計した統計である。機械製造を受注した業者が発注先の工場な

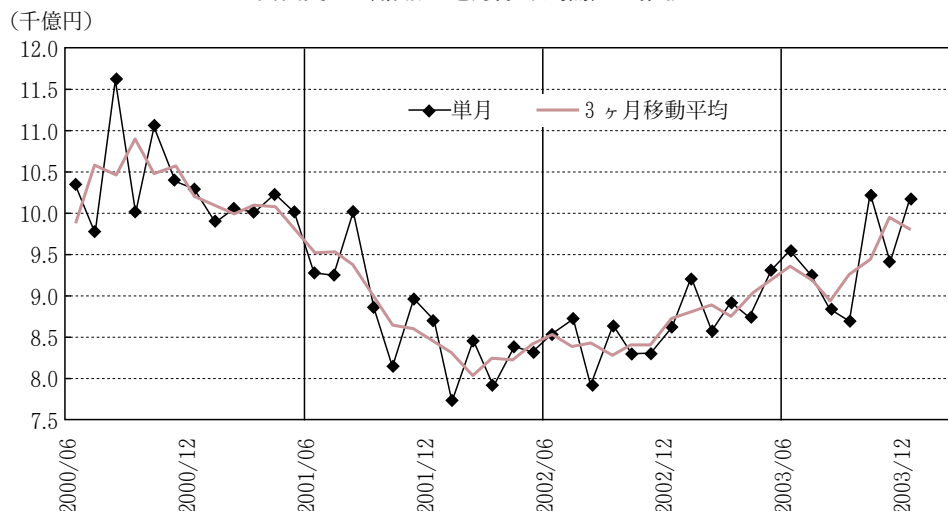
どに設置・据付すると、設備投資額として計上される。しかし受注から設置・据付までには所要期間（リードタイム）を要するため、設備投資の先行性を示す指標として機械受注が注目されるわけである。リードタイムはこれまで6カ月程度とみられてきたが、最近では情報通信技術（IT）の活用などにより短縮化する傾向にある。

機械受注の調査項目は、需要者別、機種別受注額、機種別販売額および受注残高に区分されている。需要者別では民需（製造業、非製造業）、官公需、外需、代理店に区分されており、このうち代理店経由分は中小企業の設備投資と関係が深く、その先行指標として参考になる。機種別では電子・通信機械、産業機械、工作機械等に区分される。また3、6、9、12月実績の調査時には、翌四半期の受注見通しが調査されている。

下図は民需の実績推移を示したものであるが、最近では輸出増などを背景に製造業が堅調に推移しているため、緩やかな増加基調が続いている。図示するとおり単月実績は不規則な動きを示すことから、通常3ヶ月程度の移動平均線がよく利用されている。

（木村 俊文）

機械受注（船舶・電力除く民需）の推移

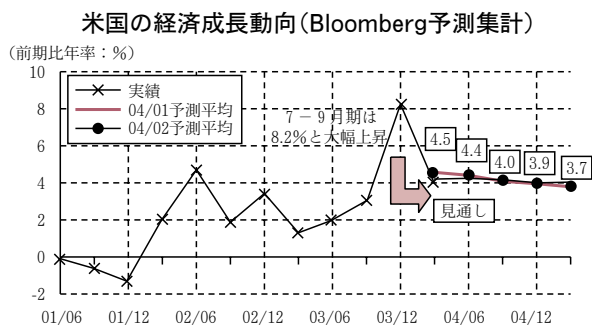


内閣府「機械受注」より農中総研作成

今月の情勢 ～経済・金融の動向～

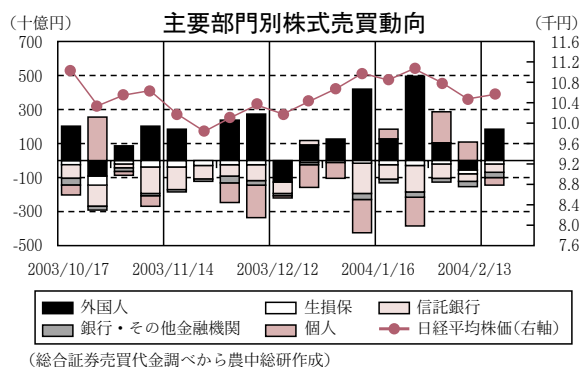
最近の経済・金融情勢

・米国では04年前半には減税効果が薄れるが、低金利効果等が残るとともに雇用改善に伴う消費の自立的増加が期待される。加えて企業の業績改善を背景に更新需要を含め情報関連機器を中心に設備投資が牽引すること等から、4%程度の成長が続く予想となっている。このような景気回復期待を反映して、ダウ工業株30種平均は2月中旬にかけて1万700ドルを回復した。

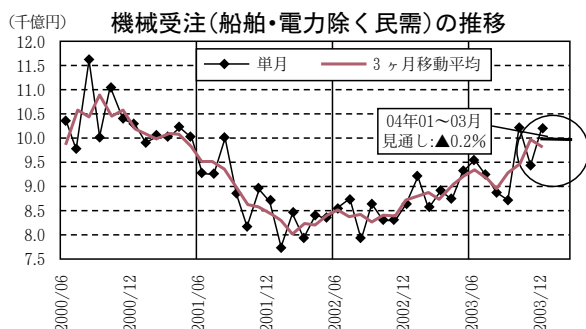


Bloombergデータから農中総研作成

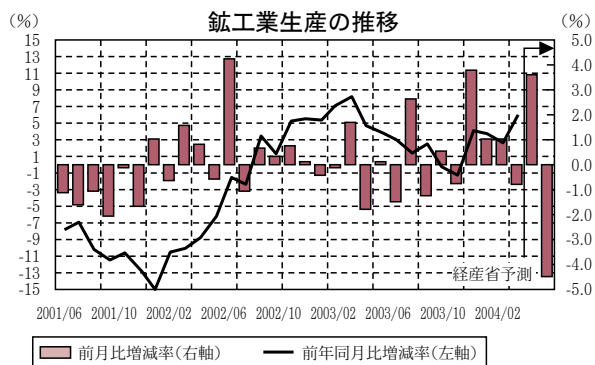
見通しはBloomberg社集計の調査機関見通し



・2月18日に発表された03年10～12月期のGDP(一次速報)は、前期比：+1.7%増と高成長。政府、日銀も景気回復の基調判断を強めているが、海外経済動向に影響されるところも大きく、先行きにはについては注意が必要。



内閣府「機械受注」より農中総研作成

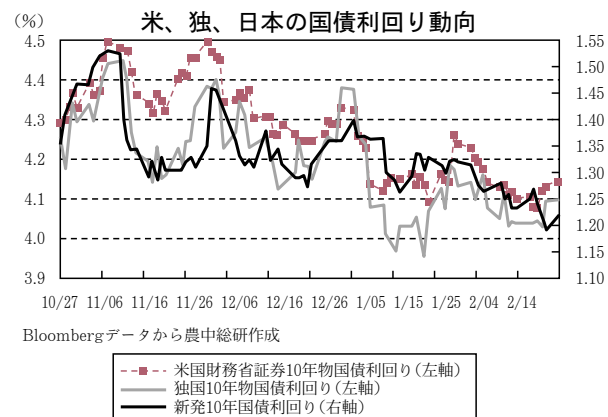


資料 経済産業省「鉱工業生産」

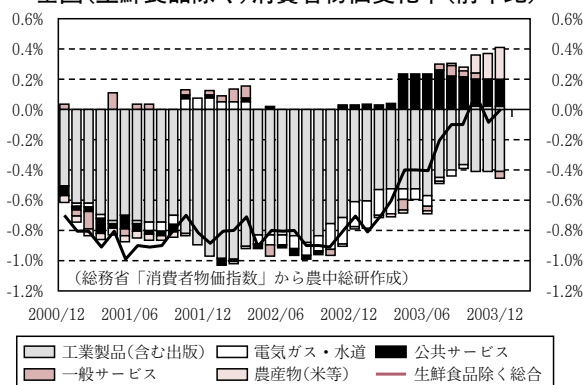
(注) 予測は、製造工業生産予測調査の当月見込みと翌月見込みの季節調整増減率

・わが国の生産動向は、堅調に推移している。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増加する見通し。ただし生産予測調査では2月にマイナスが見込まれている。一方、企業業績の改善を背景に設備投資は増加している。設備投資の先行指標となる機械受注は、前月の反動もあり12月に前月比+8.1%増となり、10～12月期では前期比+11.3%増となった。先行き1～3月は同▲0.2%と、ほぼ横ばいの見込み。

・消費者物価、国内企業物価は、一時的・制度的な要因や世界的な景気拡大にともなう物価上昇を背景に、いずれも前年比下落率が縮小する動きとなっている。



全国(生鮮食品除く)消費者物価変化率(前年比)



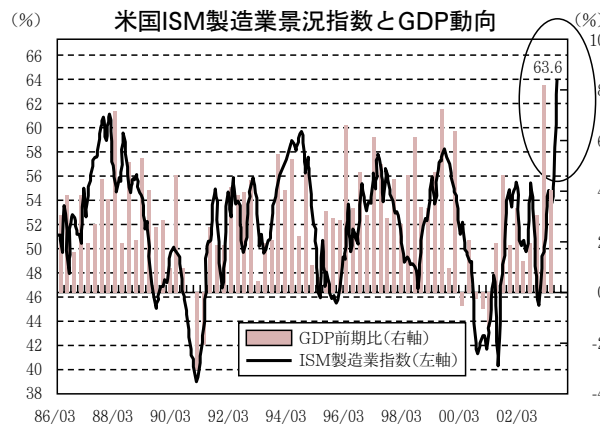
最近の主な出来事

月日	政治・財政	経済・金融	海外・その他
1月25日(日)	・農水省、インドネシアとカンボジアからの鶏肉と加工食品の輸入を一時停止		・世界経済フォーラムの年次総会「ダボス会議」が閉幕
1月26日(月)	・陸上自衛隊本隊、海上自衛隊の約830人にイラク派遣命令	・全金融機関のATMでシステム障害が発生	
1月28日(水)	・日本経団連、企業の政治献金の指針となる政党の政策評価を発表		・米連邦公開市場委員会 (FOMC)、政策金利を1%のまま据え置き決定。金融政策の見直しを「今後かなりの間は低金利を維持する」から「忍耐強く現行の政策を維持する」に変更。
1月30日(金)	・政府、04年4月から公的年金などの給付額を▲0.3%減額することを決定		・東京地裁、日亜化学工業に対し青色LED訴訟で発明者の中村教授へ200億円の支払い命令 ・米商務省、03年第4四半期のGDP伸び率(速報)は年率換算で前期比4.0%増
2月3日(火)	・イラク派遣の陸上自衛隊本隊が政府専用機でクウェートへ向けて出発	・パイオニア、NECのプラズマ・ディスプレイ・パネル (PDP) 事業を買収することで基本合意	
2月4日(水)		・千葉県住宅供給公社、自主再建を断念し、特定調停を東京地裁に申し立て	
2月5日(木)	・日銀、政策委員会・金融政策決定会合で、当座預金の目標を現行30～35兆円で据え置き決定	・トヨタ自動車の03年10～12月期連結決算、純利益が前年同期比60%増	・英中銀イングランド銀行、政策金利を0.25%引き上げ、年4.0%にすると発表
2月6日(金)	・政府、地域金融機関を対象にした公的資金投入の新制度「金融機能強化法案」を閣議決定		・モスクワ市内の地下鉄で爆弾テロ発生 ・米国で鳥インフルエンザの鶏への感染確認
2月7日(土)			・G7閉幕、「過度に不安定で、無秩序な為替相場の動きは望ましくない」との表現を盛り込んだ声明を採択
2月9日(月)	・2003年度補正予算関連3法、イラクへの自衛隊派遣承認が参議院本会議で成立		
2月10日(火)			・OPEC、臨時総会で減産合意。4月から日産100万バレルの生産枠削減
2月12日(木)		・ソニーと東芝、次々世代半導体を共同開発すること合意	・03年10～12月期のドイツの実質GDPは前期比0.2%増、フランスも同0.5%増、ともに2期連続増加
2月13日(金)			・米商務省、2003年米貿易赤字は4893億ドルで、過去最大を更新
2月14日(土)	・日本人拉致事件に関する訪朝団が帰国、政府間協議の継続で合意	・日銀、国内銀行が保有する国債残高は2003年末で約93兆8600億円と過去最高に	
2月17日(火)		・NTTドコモ、保有するAT&Tワイヤレスの株式をシンギュラーに売却へ	・米シンギュラー・ワイヤレス、AT&Tワイヤレス買収を発表
2月18日(水)	・日本の企業連合とイラン政府、アザデガン油田の開発交渉で基本合意		・英独仏の首脳会談、欧州委員会に経済政策全般を統括する副委員長職を新設することで合意
2月19日(木)	・山口県、鳥インフルエンザ終息宣言	・新生銀行、東京証券取引所第一部に再上場(初値は872円)	

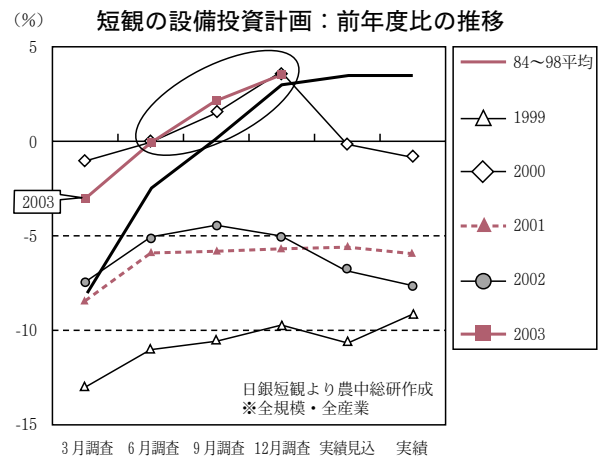
政府と日銀の景況判断

年月	政府月例報告	日銀金融経済月報
2003年	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、 <u>先行き不透明感が強まっている</u>
	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、 <u>景気を巡る環境に変化の兆し</u> 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、 <u>持ち直しに向けた動き</u> 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見られる
	10月  景気は、持ち直しに向けた動きがみられる	 <u>緩やかな景気回復への基盤が整いつつある</u>
	11月  景気は、 <u>持ち直している</u>	 <u>緩やかに回復しつつある</u>
	12月  景気は、持ち直している	 <u>緩やかに回復している</u>
2004年	1月  設備投資と輸出に支えられ、 <u>着実に回復している</u>	 緩やかに回復している
	2月  設備投資と輸出に支えられ、着実に回復している	 緩やかに回復している

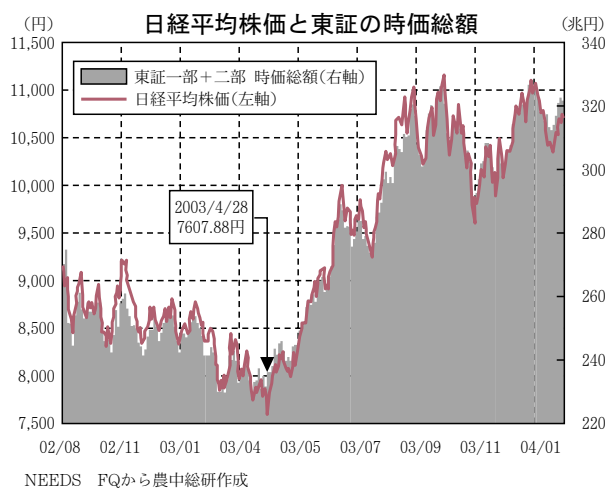
内外の経済金融データ



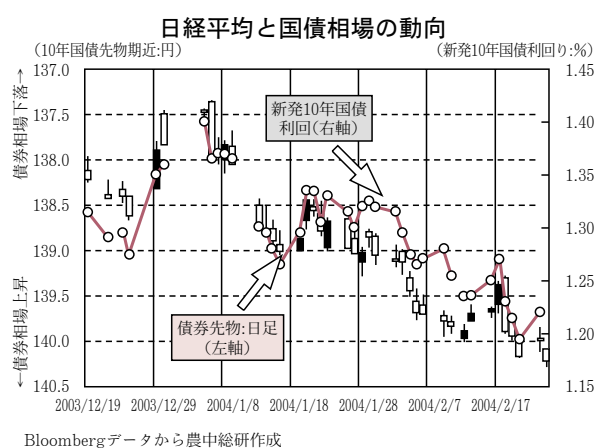
Bloombergデータから農中総研作成 ISM(米供給管理協会指数)を3ヶ月先行
(注) 90年代後半の米国GDPの平均成長率は3.7%



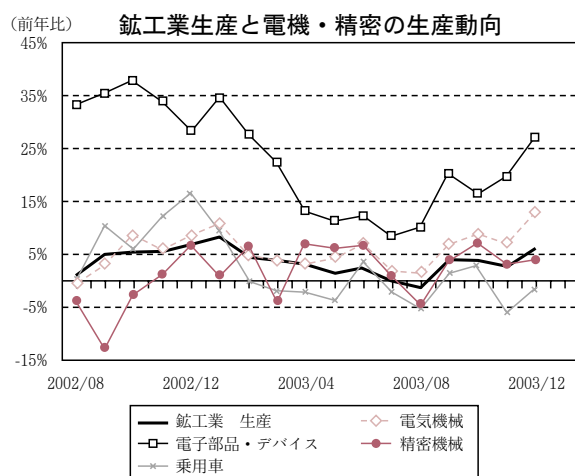
3月調査 6月調査 9月調査 12月調査 実績見込 実績



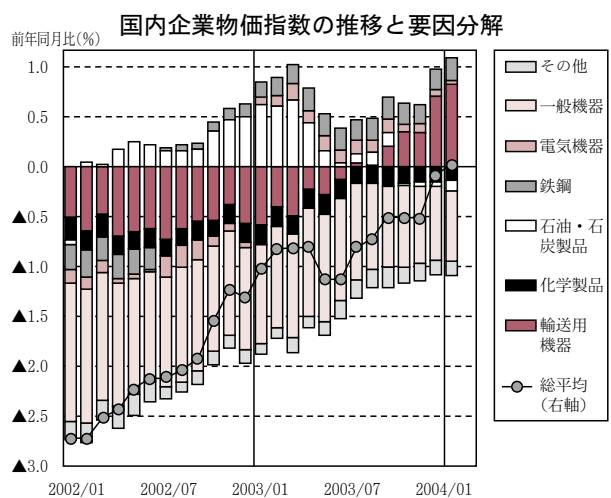
NEEDS FQから農中総研作成



Bloombergデータから農中総研作成



経産省「鉱工業生産」から農中総研作成



今後の内外中期スケジュール

区分 時期		国 内		海 外
		政治	経済・金融	
03年度 (H15)	10～3月	1月 通常国会 3月 道路公団民営化方針を閣議決定（予定）	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	2月6～7日 G7財務相・中銀総裁会議 3月20日 台湾総統選
04年度 (H16)	4～9月	5月 自民党・党宣言発表 7月 参議院通常選挙	1月～配偶者特別控除廃止 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 9月 「銀行株式保有制限法」で銀行は保有株式を基本的自己資本以内へ	5月 露大統領任期満了（3月選挙） 6月 イラクで主権移譲（目途） 米国でG8サミット 8月 アテネ夏季五輪
	10～3月		10月 年金保険料引き上げ（予定） 千円、五千円、一万円の各紙幣改刷 1月 自動車リサイクル法施行 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
05年度 (H17)			4月：ペイオフ解禁（除く決済性預貯金） 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 デフレ脱却時期目標：05年度以降	PS等次世代ゲーム機相次いで投入との観測 <u>Windows XP後継バージョンを市場投入</u> 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)		9月 自民党総裁任期切れ	新BIS規制開始	ロシアでG8サミット
				2月 イタリア・トリノ冬季五 ドイツでFIFAワールドカップ

（国内経済金融班：木村）

2004年度改訂経済見通し (2004年 2 月)

～デフレは残るが名目成長率も2年連続のプラス成長を予測、04年度後半に減速リスク～

(株) 農林中金総合研究所

問い合わせ先：調査第二部 国内経済金融班

電話 03-3243-7357

当社HP <http://www.nochuri.co.jp>

2004年度改訂経済見通し（2004年2月）

総 論

～デフレは残るが名目成長率も2年連続のプラス成長を予測、 04年度後半に減速リスク～

03年度の状況：実質GDP+2.8%成長を見込む

03年度下半期（03年10月～04年3月）の実質GDPは前半期比：+2.0%（前年同期比：+3.5%）のプラス成長を予測。この結果、03年度通期での成長率は+2.8%を見込む。民需寄与度が+2.6%、外需寄与度が0.7%と試算される。

03年度のデフレーターは前年比：▲2.2%のマイナス。デフレは続いているが、実質GDPの増大から名目GDPは+0.6%と3年ぶりに水面上へ浮上する。

なお、03年12月の03年7～9月期GDP2次速報発表直後の見通しに比べ成長率予測が高まった要因は、03年7～9月期GDPの上方改訂に加え、10～12月期GDP（1次速報）が設備投資と純輸出の伸びに牽引され前期比：+1.7%と高成長となったことによる。

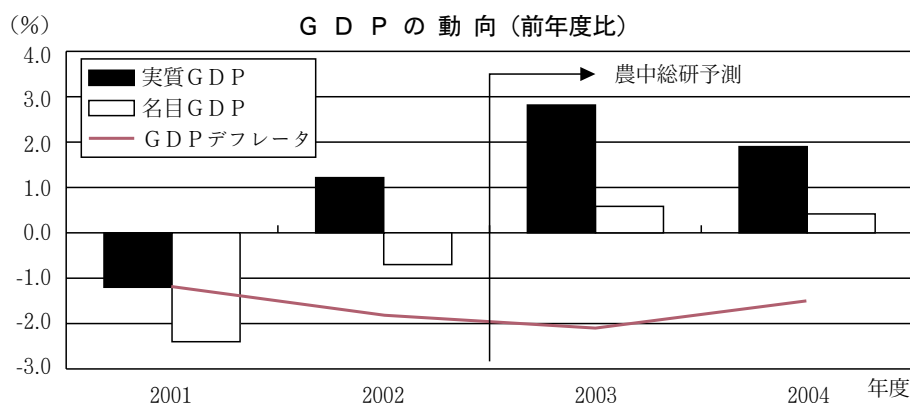
04年度見通し：実質GDP + 1.9%成長を予測

世界経済の成長拡大を背景に、民間企業設備投資が引き続き成長を牽引しよう。また輸出増加が輸入増加を上回る状態が継続し外需のプラス寄与が続く。これらに主導されて、実質GDPは+1.9%の成長を予測。民需寄与度が+1.5%、外需寄与度が+0.2%と試算される。なお、デフレーターの下落が実質ベースで民間最終消費を押し上げるが、雇用報酬の低迷から小幅な伸びにとどまり、民間住宅投資や公的固定資本形成の減少が続く。

また、デフレーターは前年比（▲1.5%）は継続するが、名目GDPは+0.4%と2年連続のプラス成長。

下半期には上半期に比べオリンピックなどのイベント効果の剥落、設備投資の一巡などから成長率が減速すると予測。前年同期比のGDP成長率は、04年度上半期の+2.7%に対し、下半期は+1.2%への成長率の低下を予測。

消費者物価（除く生鮮食品）は政策的・一時的要因の剥落から下落に転じると予測（年度通期で▲0.3%）しており、現行のゼロ金利政策が継続されよう。



（当見通し、実績は内閣府「03年10～12月期四半期別GDP1次速報」に基づくものです）

問い合わせ先：農林中金総合研究所調査第2部 03 - 3243 - 7357

2003・2004年度 国内経済見通し総括表（前年比）

	単位	2002年度実績	2003年度通期	2004年度通期
名目GDP	%	▲0.7	0.6	0.4
実質GDP	%	1.2	2.8	1.9
国内民間需要	%	0.5	3.5	2.0
民間最終消費支出	%	1.0	1.3	1.4
民間住宅	%	▲2.1	▲0.0	▲0.1
民間企業設備	%	▲3.3	10.3	5.1
民間在庫増加	10億円	113.2	1,504.3	937.5
国内公的需要	%	0.1	▲2.0	0.8
政府最終消費支出	%	2.1	1.1	1.8
公的固定資本形成	%	▲5.0	▲10.5	▲2.7
財貨・サービスの純輸出	10億円	14,265.9	17,979.9	19,350.5
輸出	%	12.0	9.2	5.4
輸入	%	5.5	4.2	4.5
内需寄与度（前年比）	%	0.4	2.1	1.7
民間需要（ " ）	%	0.3	2.6	1.5
公的需要（ " ）	%	0.0	▲0.5	0.2
外需寄与度（前年比）	%	0.8	0.7	0.2
デフレーター（前年比）	%	▲1.7	▲2.2	▲1.5
国内企業物価（ " ）	%	▲1.6	▲0.6	0.1
総合消費者物価（ " ）	%	▲0.8	▲0.1	▲0.3
完全失業率	%	5.4	5.2	4.9
経常収支	兆円	13.7	15.9	14.7
貿易収支	兆円	11.9	11.9	12.1

（注）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	02年度速報	2003年度通期	2004年度通期
為替レート	ドル/円	121.9	113.0	103.8
通関輸入原油価格	ドル/バレル	27.3	29.1	30.0

1. 財政金融政策の前提

財 政

- ・ 04年度一般会計の公共投資関係費は前年度比▲3.3%、地方財政計画でも投資的経費が同▲8.4%と引き続き抑制される方針であり、名目公的固定資本形成は前年度比▲4%と9年連続の減少を見込んだ。
- ・ 一方、政府最終消費支出は、医療給付の緩やかな伸びに加え04年度は治安対策の警察官増員計画やイラク支援の本格化もあり、前年比度+1%（名目ベース）と予想。
- ・ また、04年度税制改正は実質2千億円程度の増税となる見込みであるが、特に年金課税強化、住民税引き上げなど個人は5千億円規模の負担増になる見込み。また、04年10月からは厚生年金の保険料率（年収の13.5%、労使折半）が毎年度0.354%上昇（2017年度まで）するなど、家計可処分所得への抑制要因となる。

金融政策

- ・ 現行の量的緩和・ゼロ金利政策は04年度も継続されると想定した。

不良債権処理等

- ・ 政府は、05年度からのペイオフ全面解禁を前に、過小資本となった銀行に対する業務改善命令等を通じて銀行経営改善へのコミットメント強化を続けている。りそな銀行・足利銀行の例を考慮すると、金融システム不安が大きく高まる状況は想定しにくい。また、「金融再生プログラム」に沿った不良債権比率の半減目標は達成されると想定している。

2. 米国経済見通しとIT関連需要の基本的考え方

欧米経済の見通し

- ・ 03年下期に前期比+5.9%という高い伸びを達成した米国経済は04年上期も減税効果に支えられて成長加速が見込まれる。また、03年後半以降は主要国でも景気回復が見られたEUは、ユーロ高という逆風があるが、04年も緩やかながらも成長を続けると予想。

原油価格の見通し

- ・ 2月10日のOPEC総会では3月以降の日量150万バレル減産に続き、4月以降更に減産（同100万バレル）することで合意。これら2度の減産でOPECの産油量は約1割程度削減される。04年度の日本の原油入着価格は30ドル/バレル程度と現状の高止まり状態が継続すると予想。

IT関連需要

- ・ 世界半導体市場統計（WSTS）によると、03年の世界の半導体売上高は、デジタル情報家電などへの需要の高まりを反映して、前年比18.3%増加している。地域別には中国を含むアジア・パシフィック市場と日本市場で高い伸びとなった。また、半導体工業会（SIA）は、04年もPC需要の拡大や米通信市場の成長等により19%超の成長が期待できるとの見通しを表明しており、好調さは維持される見込み。
- ・ 03年のPC世界出荷台数は前年比二桁増（見込み）となったが、市場調査会社IDCによれば、04年も同+11.4%増と米国企業の需要回復を背景に高い伸びが維持される見通し。また、携帯電話も欧州・アジアなどで第3世代・カラー液晶端末への買い替え、中国での需要拡大等、世界的に売上拡大が見込まれる。加えて、デジタル・カメラや薄型TV、DVD製品、携帯電話などデジタル情報家電への世界的な需要の高まりは04年にかけても持続すると見ている。これらは日本企業の技術力に依存した製品群であるため、企業活動が一層活性化し、設備投資の誘因になると予想。

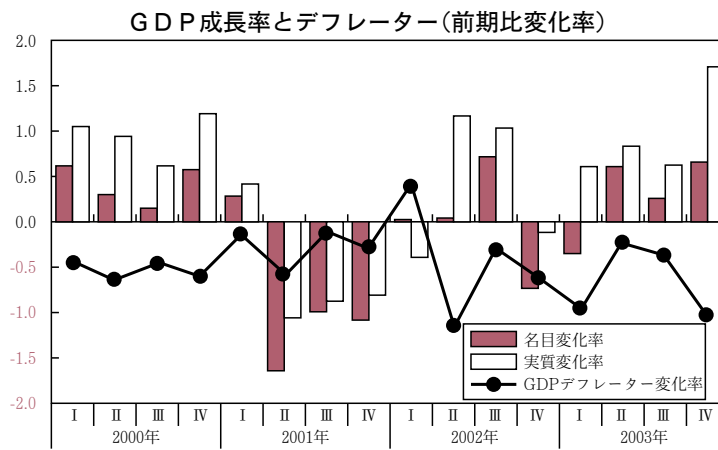
(参考1.) デフレ下の実質値と名目値の乖離

・デフレータの変化は名目値変化と実質値変化の差であり、 $\text{名目値} \div \text{デフレータ} = \text{実質値}$ という関係になる。

・2002年1～3月期以降、景気回復局面が続いているが、この間GDPデフレータは平均▲0.7%（前期比）の下落率となっており、厳しいデフレ状況であることに変わりはない。特に民間設備投資デフレータの下落率は前期比▲1.8%（年率では▲7.0%）と大幅なマイナスとなっている。

・一方、名目GDPは民間設備投資の増加に支えられ、三四半期連続の前期比プラスとなった。上述のとおり、デフレ状況は続いているが、実質GDPの大幅増がGDPデフレータの下落分を相殺している構図となっている。

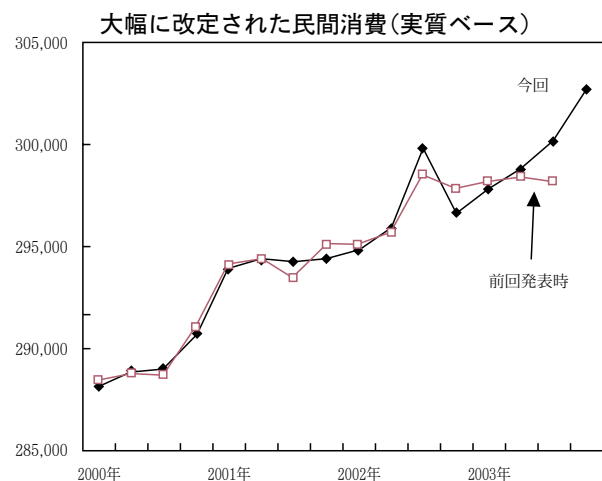
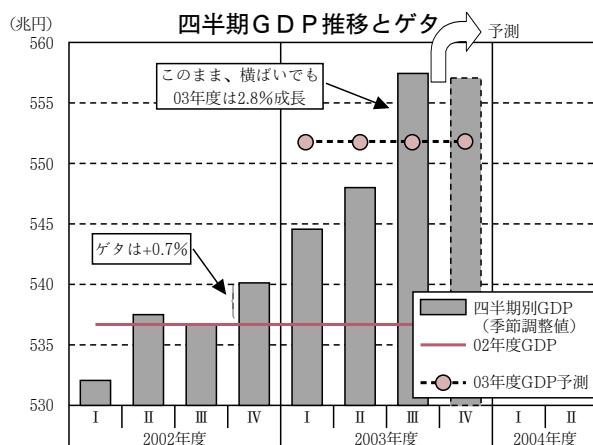
・なお、GDP統計作成の際には、価格下落分がすべて数量の増加（＝実質値の増加）にカウントされるという特徴がある。パーシェ方式（比較時点ウェイト付け）で作成されるデフレータには下方バイアスが存在するとの議論もあり、実質GDPの過大評価も指摘されている。



(参考2.) GDP予測におけるゲタ

・03年11月の見通し発表時における03年度のゲタは+1.8%あったが、年次改定などを経て、今回のQE発表時には+0.7%へと修正された。

・一方、今回の遡及改定により、民間最終消費支出系列が下右図のように「頭打ち状態」だったものが「堅調な回復の動き」へと、足許の状況が大幅に変化。03年度に入ってからGDP成長率（前期比）も上方修正された（4～6月期：+0.6%→+0.8%、7～9月期：+0.3%→+0.6%）。これに10～12月期の+1.7%成長を加えると、04年1～3月期が前期比横ばいで推移すると想定した場合、03年度成長率は+2.8%と試算される。なお、当総研の04年度GDP予測に当たってのゲタは+1.0%程度となる。



金利・株価

04年度後半の景気シナリオを注視

～ 04年度後半の景気ピークアウト観台頭も視野に ～

二桁台に乗る3年連続の経常増益が相場に浸透・織り込まれていくなかで、04年利益予想に基づくPER予想（TOPIXベースで17倍程度）も他先進国株式市場との比較上見劣りしないことから、株価の年央に向け一段上昇を予想。ただし、中期利益成長を後押しする改革政策の欠如等から上値は限られたものとなろう。

消費者物価は、政策的・一時的な物価押し上げ要因が04年半ば以降、相次いで剥落するなかで、マイナス・ゾーンに下落すると予測。日銀のゼロ金利政策の解除は、今後の景気回復局面では困難と思われ、長期化の見通しである。景気回復のもとでは長期ゾーンの利回りの跳ね上がりには当面注意が必要だが、基本的にはレンジ相場。むしろ、04年後半は景気循環の成熟のなかで、景気ピークアウト 先行き懸念が高まることも想定され、金利低下の可能性を見込む。介入もあり大幅な円高には至らないと見ているが、当面、ドル安圧力は残る。しかし、米ドル下落などから輸出増加も予測され、米国の経常赤字の拡大も鈍化に向かう。また、大統領選の帰趨が見えてくれば、国内政策としてのドル安政策も相場材料として弱まるだろう。年後半にはドル安が緩和に向かうと見ているが、次期政権の通貨政策によっては05年以降も緩やかなドル安の可能性があろう。

（渡部 喜智）

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			
	04年 1 月 (実績)	04年 3 月 (予想)	6 月 (予想)	9 月 (予想)	12 月 (予想)	05年 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)	0.0883	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	1.320	1.30±0.10	1.45±0.15	1.40±0.25	1.40±0.20	1.30±0.20
為替相場	円ドル	105.880	105.0～110.0	102.5～107.5	105.0～110.0	105.0～110.0
	ユーロ円	131.220	132.5～137.5	132.5～137.5	130.0～135.0	130.0～135.0
日経平均株価	10,783.61	11,250	12,500	12,000	11,500	11,000

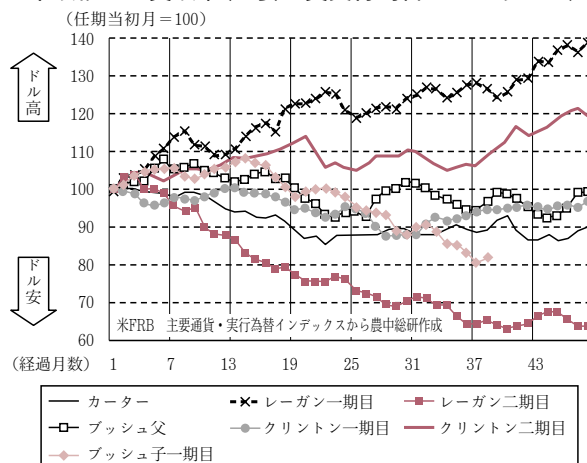
（月末値。実績は日経新聞社およびBloomberg社調べ）

四季報データから見た日経平均銘柄の業績予想

項目	区分	年度	03年度 (前年比:%)	04年度 (前年比:%)
増収率 前年度比	銀行除く日経 平均構成銘柄		0.3(0.3)	3.4(2.8)
	うち製造業		1.3(1.2)	4.0(3.0)
経常増益率 前年度比	銀行除く日経 平均構成銘柄		22.6(22.7)	11.5(10.5)
	うち製造業		21.5(21.4)	13.9(12.2)

（「四季報」データから農中総研作成）04.02.20現在、（ ）内は04.01.21データ

米政権の通貨政策(主要通貨実行為替インデックス)



所得・雇用環境

雇用者増だが、人件費抑制続く

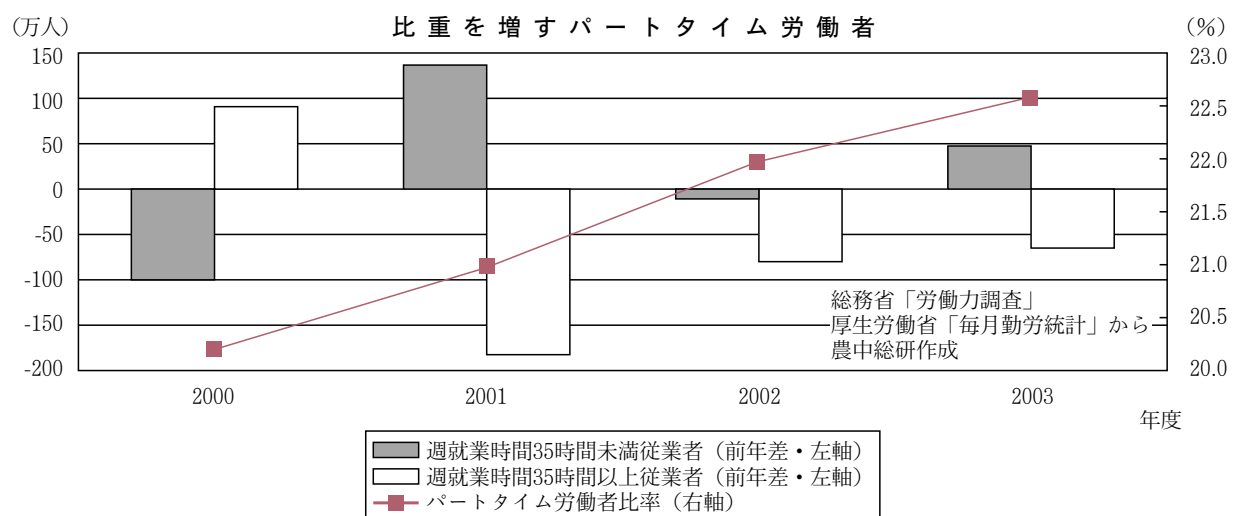
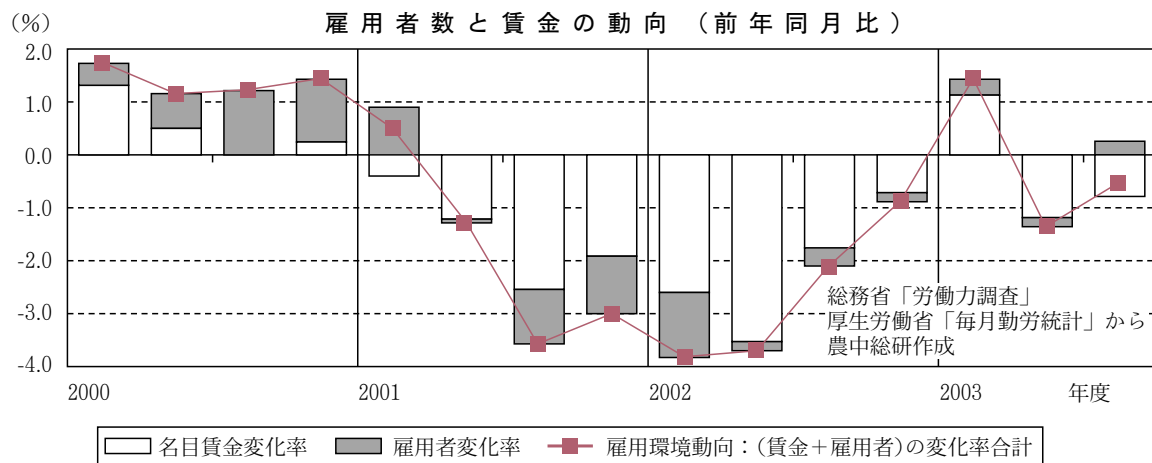
～ 04年度完全失業率は4.9%に小幅低下を予測 ～

03年4～6月期に5.4%であった完全失業率が、03年10～12月期は5.1%まで低下した。03年10～12月期の新規求人数は前期比+6.9%と大幅に増加。また、同じく有効求人倍率は0.74倍と前四半期から0.1倍上昇し、7四半期連続して改善を続けている。ただし、有効求人倍率が1以下であることが示すように依然として求職者が求人数を上回る厳しい状況が続いている。

03年は、正社員など就業時間35時間以上の労働者が▲65万人減った一方、パートタイマーなど35時間未満の労働者が48万人増加した。賃金の低いパートタイマー労働者が全労働者に占める割合が上昇し、賃金を引き下げている。03年の労働者一人当たりの平均月間現金給与総額は、前年比▲0.4%と3年連続して前年を下回った。

04年度も景気が改善を続け、雇用者が緩やかに増加し完全失業率は4.9%まで低下すると予想。ただし、物価下落に加え社会保険料の雇用者側の負担が受動的に増えていく中、企業は競争力強化の観点から賃金を増加させる余力はなく、パートタイマー労働者比率引き上げや賃金制度見直し等により人件費を抑制する動きは続くと考える。

(田口 さつき)



民間最終消費支出

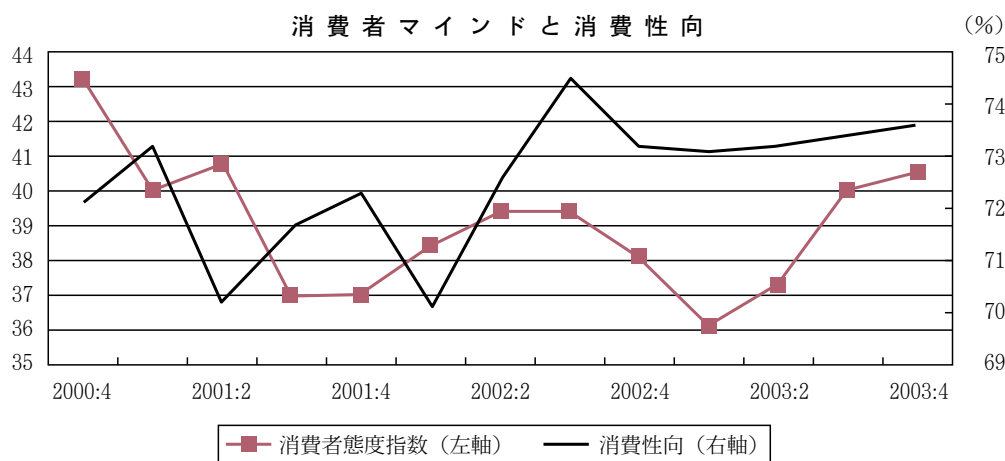
緩やかな実質ベース増加基調が継続

～ 04年度も小幅ながら増加を見込む ～

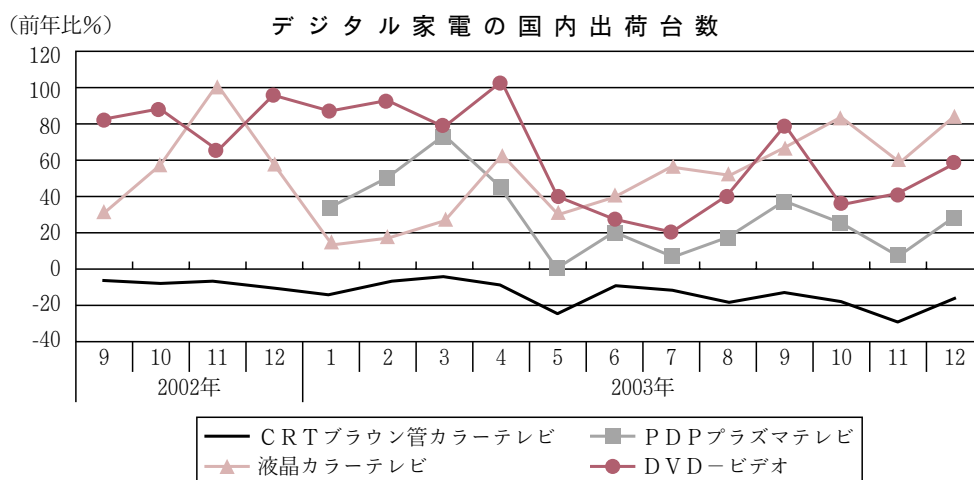
03年10～12月期の民間最終消費支出は前期比+0.8%増と、02年7～9月期に同+1.3%増となって以来の高い伸びを示した。7～9月期の冷夏の影響が剥落したことに加え、薄型テレビやDVDなどのデジタル家電が引き続き好調な売れ行きを示したことが、高い伸びにつながったとみられる。03年度通期では+1.3%増と予想。

雇用は増加するものの、企業の人件費抑制姿勢が継続するため、賃金環境の大幅な改善は見込めない。また、増税や社会保険料の引き上げなど、家計の負担増となる要因もある。しかし、景気回復から消費者態度指数（12月調査）が前期差+0.5%ポイントと3四半期連続で改善したことが示すように、消費者マインドは持ち直しの動きが続いている。

名目ベースは横ばい推移しようが、実質ベースでは今後も緩やかな増加基調が継続すると予想。アテネ・オリンピックなどのイベント需要から、薄型テレビやDVDレコーダーなどの販売増も見込まれることから、04年度は前年度比+1.4%増加すると予想する。（木村 俊文）



総務省「家計調査」、内閣府「消費動向調査」より農中総研作成
消費性向（勤労者）＝消費支出÷可処分所得



(社) 電子情報技術産業協会「民生用電子機器国内出荷統計」より農中総研作成

民間設備投資

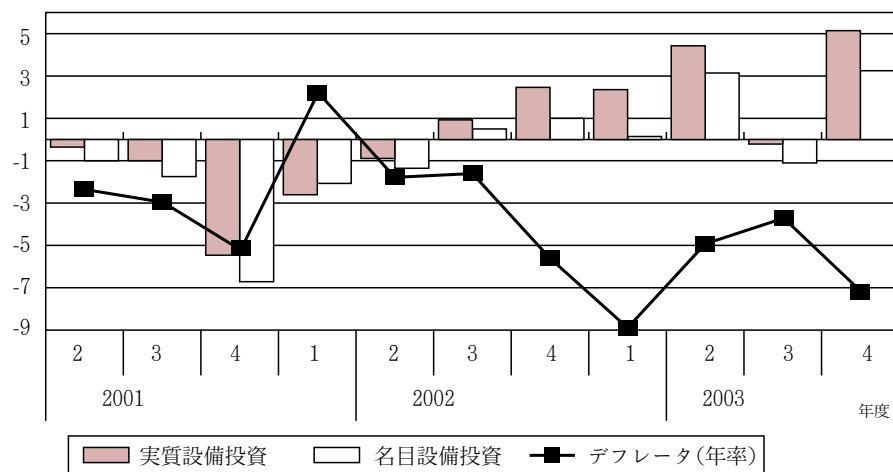
引き続き堅調に推移

～ 外需好調や更新需要を背景に増加基調が継続 ～

03年10～12月期の実質設備投資は前期比+5.1%と、7～9月期の一時的な減少による反動もあり高い伸びを示した。ただし、設備投資デフレーター⁻のマイナス幅拡大（前期比年率で7～9月期：▲3.7%→10～12月期：▲7.2%）が実質値を押し上げていることに留意する必要がある。設備投資の先行指標である機械受注（民需、除く船舶・電力）は、03年10～12月期に前期比+11.3%増と大幅に増加。一方、先行き04年1～3月期は前期比▲0.2%と、ほぼ横ばいの見通しとなっている。また日銀の12月「短期経済観測調査（短観）」でも設備投資計画が上方修正されており、03年度通期では名目で+10.3%増と予想。

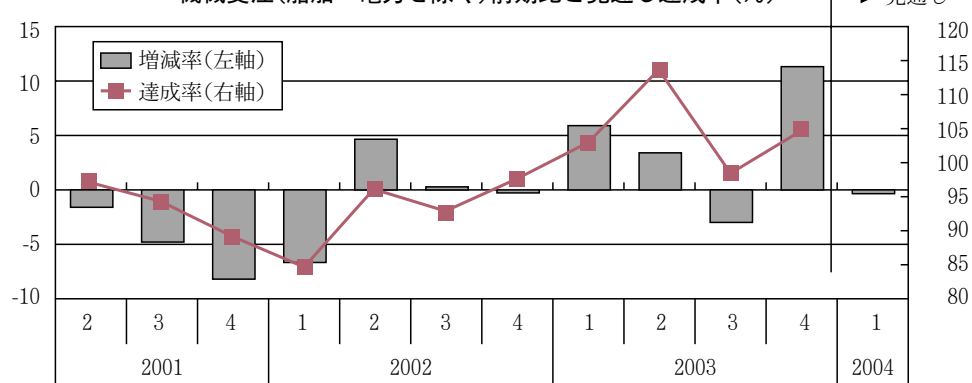
04年度は世界の半導体出荷が2割程度増加する見通しであるほか、IT関連投資が増加すると見込まれる。また、日銀短観の生産・営業用設備判断DI（過剰-不足）も大企業・製造業を中心に改善している。企業の好業績や輸出の増加などを背景に実質民間企業設備は引き続き堅調に推移し、04年度は前年度比+5.1%増加すると予想する。（木村 俊文）

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

機械受注(船舶・電力を除く)前期比と見通し達成率(%)



資料 内閣府「機械受注」

公的固定資本形成(公共投資)

公共投資の圧縮傾向続く

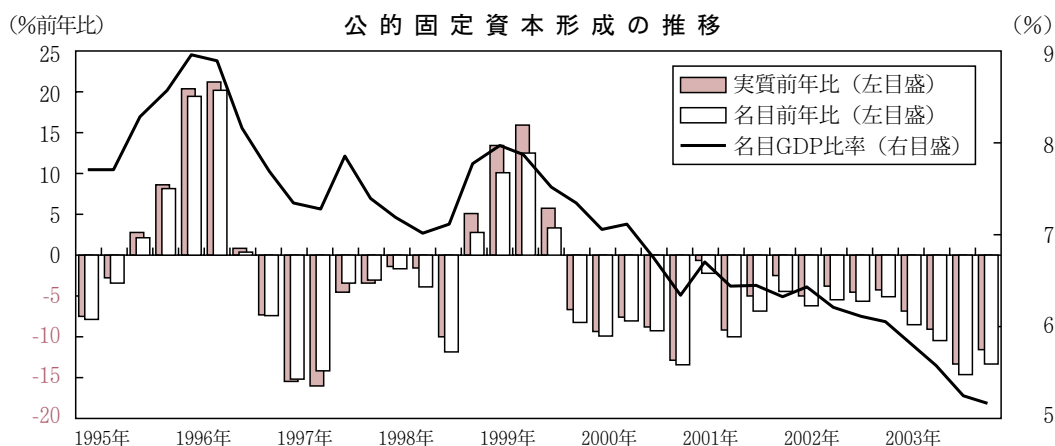
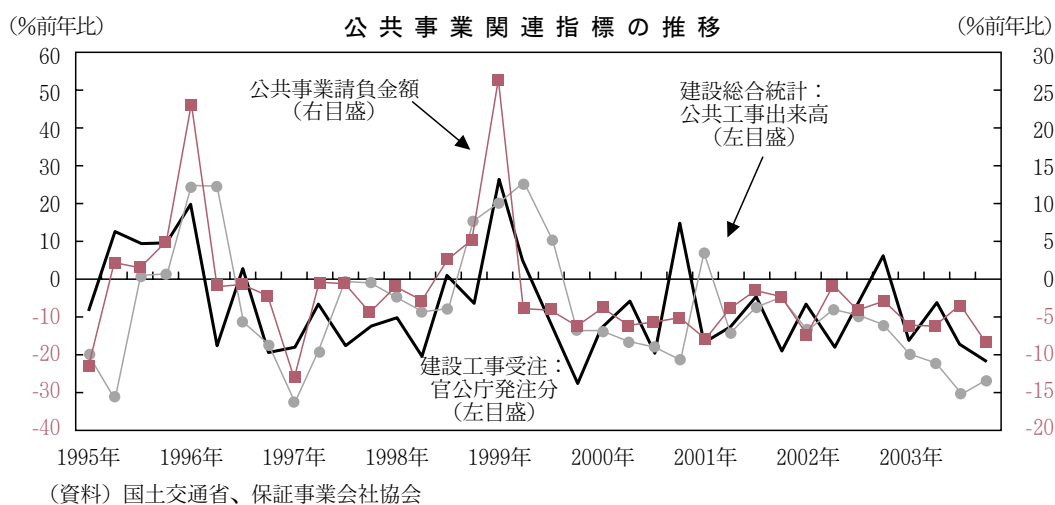
～ 04年度は名目ベースで▲4%の減少を見込む ～

03年10～12月期の実質公的固定資本形成は、前期比▲0.2%と7四半期連続のマイナスとなったが、減少率は圧縮された。すでに03年4～12月平均は02年度と比較すると▲10%近く減少しており、一般会計予算上の公共投資関係費（前年度比▲3.7%）と比較しても落ち込みのスピードが激しい。これは、地方公共団体の財政逼迫に加え、公社・公団の固定投資が大きく削減されている可能性を示唆する。なお、小泉内閣発足以降、公共投資の対名目GDP比率は、足許5.2%まで低下、経済成長に対する寄与度がマイナスの状態が続く。

また、10～12月期の建設工事受注の官公庁発注分が前期比▲5.3%、同じく公共工事請負金額は同▲9.3%（当社による季節調整後）と、発注・受注ベースの公共事業も減少傾向が続いている。04年1～3月期も低調推移するものと予想され、03年度通期での名目公共投資は前年度比▲12%（実質ベースでは同▲10.5%）と見込んでいる

04年度一般会計予算政府案での公共投資関係費（公共事業関係費＋その他施設費）は03年度比▲3.3%となっている。また、地方財政計画での地方単独事業も引き続き削減される方向にある（投資的経費は前年度比▲8.4%であり、03年度の同▲5.5%から更に圧縮テンポが加速）。以上より、04年度の名目公共投資は前年度比▲4%（実質ベースでは同▲2.7%）と予測した。

（南 武志）



外 需

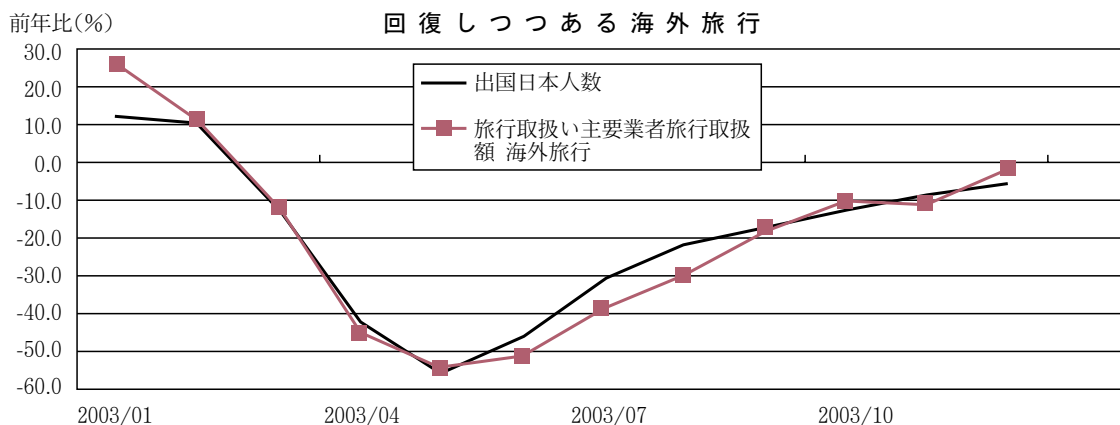
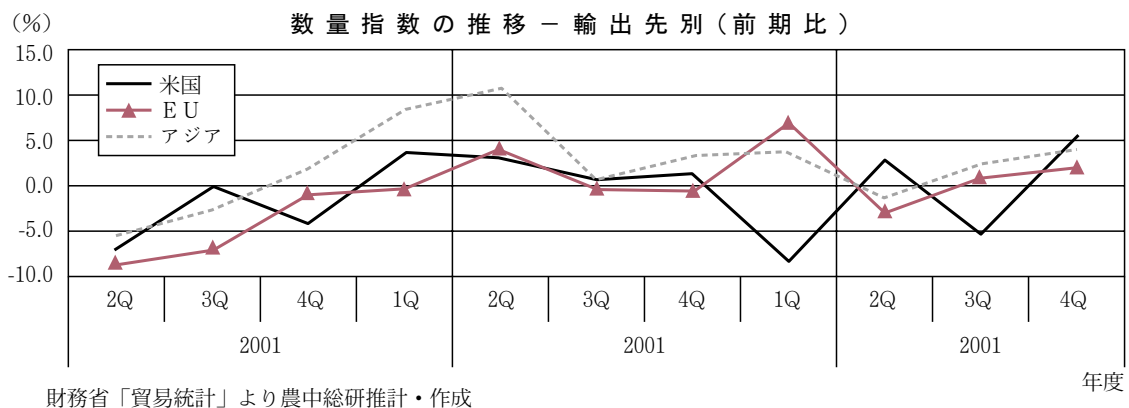
04年度も輸出は増加

～ サービス収支の赤字は拡大～

03年10～12月期の財貨・サービスの輸出（以下、輸出等）は前四半期比+4.2%の増加。ドル円相場で円高が進んでいるが、世界経済の成長により8四半期連続して前四半期を上回った。数量ベースでアジア、EUは2四半期連続、米国は2四半期ぶりの増加となった。一方、財貨・サービスの輸入（以下、輸入等）は前四半期比+1.4%と2四半期連続で前期から増加している。2003年は、輸送用機器に加え、デジタル家電向け部品の輸出の増加が大きかった。また、鉄鋼、化学製品など素材の輸出が中国向けを中心に好調であった。輸入等については、SARSやイラク戦争といった特殊要因により、海外渡航者数が減少し、サービスの輸入は減少した。財の輸入については、日本企業によるアジアの生産拠点からの逆輸入と見られる機械機器の増加があった。

2004年度は、米国経済が堅調に成長することに加え、世界のデジタル家電市場や携帯電話市場が拡大することにより、製品だけでなく部品の伸びが期待できる。また、中国との貿易も引き続き拡大すると見られることから、輸出等は前年度比+5.4%の増加を予想。一方、輸入等は日本経済が緩やかな回復を続けることに加え、アテネ・オリンピックなどをきっかけに海外旅行者数が増加することから、前年度比+4.5%と増加幅が拡大すると考える。

（田口 さつき）



国際観光振興機構推計値、
国土交通省「主要旅行業者50社の旅行取扱状況速報」より農中総研作成

民間住宅投資

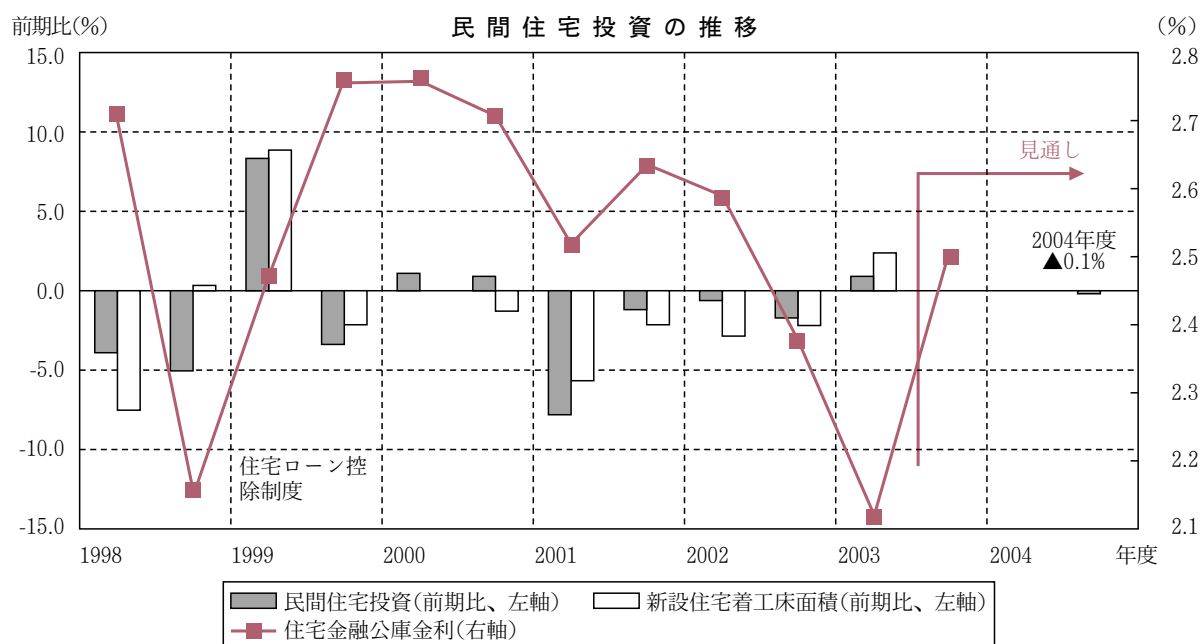
住宅投資は横ばい継続

～ 所得の先行き不透明感が重しに ～

03年の10～12月期の実質民間住宅投資は前四半期比▲1.0%の減少。シックハウス対策に関する改正建築基準法の施行（7月1日）、住宅ローン減税の03年12月末の打ち切りを見込んだ駆け込み需要により前四半期比+2.9%増となった7～9月期の反動で減少した。しかし、新設住宅着工の動向などを勘案すると、03年度通期の実質民間住宅投資は02年度からほぼ横ばい、新設住宅着工戸数は114万戸を見込む。

04年度については、住宅ローン減税が現行の規模で1年延長されたことは、プラス要因である。住宅ローンの低金利が04年度も続くと思われることや、贈与税の住宅取得資金特例の認知が進み、若年世帯を中心に住宅取得意欲が高まってきていることは住宅投資を下支えしよう。しかし、定期昇給制度の廃止・縮小など賃金制度の見直しが進み所得の先行きに不透明感が増す中、持家取得への慎重姿勢は続くであろう。分譲住宅については、大都市中心部では大型マンション建設が04年度も行われると見られるが、地方圏では需要を喚起するのが難しい状況である。賃貸住宅については、投資の誘因が取り立ててみられないことから前年度水準にとどまるであろう。04年度の民間住宅投資は前年比▲0.1%、新設住宅着工戸数は113万戸を想定する。

（田口 さつき）



物 価

04年度下半期に下落圧力高まる可能性

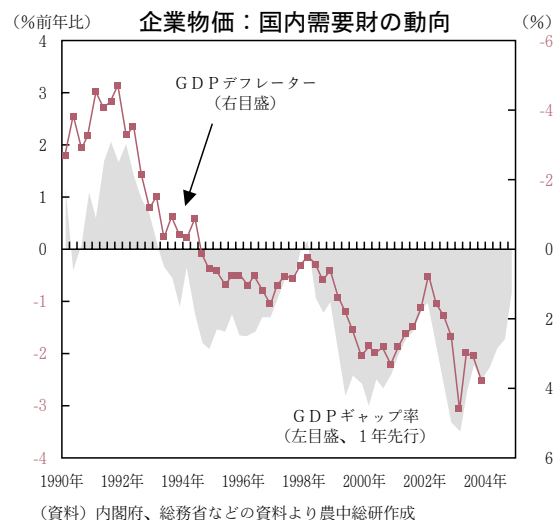
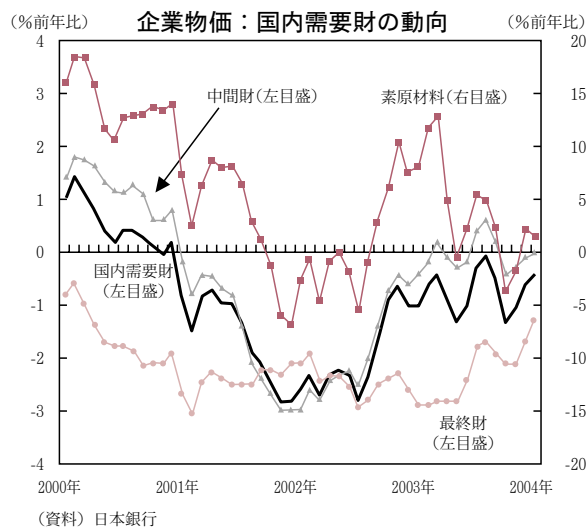
～ ゼロ金利政策は継続 ～

引き続き消費者物価（生鮮食品を除く総合）、国内企業物価とも前年比下落率が縮小する動きとなっている。この背景には、一時的・制度的要因、世界的な景気拡大に伴う要因の二つの側面が考えられる。まず、一時的・制度的要因としては、03年度に入ってからサラリーマンの医療費自己負担増やたばこ税・酒税引き上げなどがあったが、最近では冷夏による米不足の影響も加わっており、この要因だけで物価上昇率を消費者物価で0.2%pt、国内企業物価で0.4%pt、それぞれ押し上げている。

04年前半にかけてはこれらの要因が残存するものの、04年後半には効果が剥落し、物価指数には逆に下落圧力がかかることが見込まれる。また、世界経済、特に中国など東アジア経済の成長加速を受けて、国際商品市況での素材関連価格は上昇し、国内の素原材料価格も上昇し始めている。ただし、最終需要財についてはまだ大きな下落率が残っている。引き続き、世界経済の成長が続き、輸出や生産活動が一層活性化すれば、いずれは最終需要財価格も下落が止まり、上昇する可能性もあるが、これにはまだ時間がかかると思われる。

一方、03年10～12月期のGDPデフレーターは前年比▲2.6%（前期比▲1.0%）と、再び下落率が拡大した（7～9月期は前年比▲2.1%）。引き続き、民間設備投資デフレーターが同▲6.0%と大幅下落となっていることが背景にある。技術革新による価格下落が大きい国内のIT関連投資の需要が強まれば、この影響をより受けやすくなる。なお、マクロ的な需給ギャップが大きく解消されていることにも留意すべきだろう。GDPデフレーターは、GDPギャップの変化に1年ほど遅れて動いている（下右図）。02年以降の景気回復を受けてGDPギャップは縮小傾向を続けており、先行きGDPデフレーターの下落率も縮小する可能性は高い。ただし、04年度もデフレーターのマイナス基調は持続すると予測（前年比▲1.5%）。なお、今回の景気拡大局面でのデフレ脱却は実現できないと見ており、現行のゼロ金利政策の枠組みに変化はないと考えられる。

（南 武志）



米国経済

景気は年前半を中心に概ね堅調推移

～ 輸出と設備投資が景気を牽引 ～

2004年の米国経済は、ドル安に伴う輸出増加、企業のキャッシュフロー改善による設備投資増加、及び減税効果による底堅い個人消費に支えられ、概ね堅調に推移する。2004年の実質GDP成長率を+4.2%と予想する。

中国が先導しているアジア経済の拡大や欧州景気の回復など、世界景気が明るくなっていることを背景に、半導体やコンピュータ及び周辺機器を中心に輸出の伸びが高まる。企業の積極的なITを中心とした設備投資の勢いは、概ね年を通じて持続する。また好調な売上により企業在庫が不足気味であるため、在庫積み増しが成長率にプラス寄与する。減税効果は、所得税率引下げの前倒し実施や配当課税撤廃の影響が本格化する年前半に比較的大きなものになる。これに加え、雇用が緩やかながら回復すること、株価上昇が家計バランスシートに好影響をもたらすことから、個人消費は年前半には堅調に推移する。

一方2003年にやや過熱気味であった住宅投資は、反動減に転じる。また年後半には、減税効果剥落により個人消費の伸びがやや鈍化する。但し、少なくとも2004年中に景況感が目立って悪化することはない。

製品需給の改善によりインフレ率が緩やかに高まること、また財政収支赤字が持続することから、長期金利は上昇気味となる。FRBは、景気拡大を腰折れさせない配慮をしつつ、利上げのタイミングを模索するであろう。

(永井 敏彦)

2003-04年米国経済見通し

	単位	2002年 実績	2003年 通期 速報値	上半期 (1～6月)	下半期 (7～12月)	2004年 通期 予想	上半期 (1～6月)	下半期 (7～12月)
				実績	速報値		予想	予想
実質GDP	%	2.2	3.1	2.1	5.9	4.2	3.8	3.1
個人消費	%	3.4	3.1	2.7	4.9	3.7	3.4	3.2
設備投資	%	▲7.2	2.8	1.4	9.8	8.1	7.6	7.3
住宅投資	%	4.9	7.6	5.1	14.5	3.0	0.9	▲3.0
在庫投資	10億ドル	5.7	▲1.5	▲1.5	▲1.5	26.3	22.5	30.0
純輸出	10億ドル	▲470.6	▲505.5	▲508.1	▲503.0	▲524.0	▲518.0	▲530.0
輸出	%	▲2.4	1.9	▲2.2	9.3	8.8	9.5	7.0
輸入	%	3.3	3.7	0.7	5.4	7.1	8.4	6.3
政府支出	%	3.8	3.4	3.4	2.9	2.2	2.0	2.0

実績値は米国商務省“NIPA Comprehensive Revision”、予測値は当総研による。

(注) 1. 予想策定時点は2004年2月

2. 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）

3. 在庫投資と純輸出は実額の年率換算値

商品市況

国際商品市況の上昇するインフレ波及は限定的

～ 需給環境のタイト化、中期的な物価上昇リスクには注意必要 ～

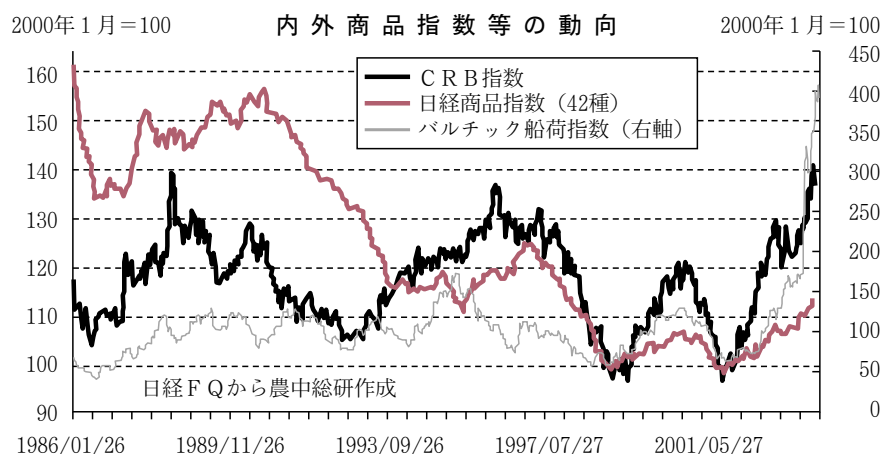
海外商品市況が上昇基調をたどり、CRB商品指数は底であった01年末から5割に接近する上昇となった。また、海上運賃も不定期船等で大幅上昇している。

しかし、足元で先進国の消費者物価への波及は現在のところ、現れていない。国内でも緩やかな商品市況の上昇が見られ、日経商品指数（42種）は過去1年で約7%反発したが、わが国ではドル円相場の円高により円建て輸入物価は抑制されている。

先進国の景気回復に加え中国などの高成長持続から需要が増加。さらに、金融緩和に伴って流動性資金が増し商品市場へ流入していることが、商品市況の活況の背景となっている。

しかし、世界的な需給ギャップは残存。中国等での非先進国での持続的な需要増加の一方、先進国からの海外生産移転を伴いながら非先進国の生産能力は拡大している。また、技術進歩による下落効果も大きい。原料高・製品安の状況が大きく変化しインフレ予想が高まる可能性は現状、小さいが、需給のタイト化による中期的な物価上昇リスクには注意が必要だろう。

（渡部 喜智）



（前年比：％） ■ 先進7カ国の実質マネーサプライと工業生産



実質マネーサプライ＝名目マネーサプライ変化率－消費者物価変化率

2003・2004年度 国内経済見通し総括表

	単位	02年度 実績	03年度 通期	04年度		04年度 通期	04年度 上半期	04年度 下半期
				上半期	下半期			
名目GDP	%	▲0.7	0.6	0.1	1.1	0.4	1.1	▲0.2
実質GDP	%	1.2	2.8	1.5 2.2	2.0 3.5	1.9	0.7 2.7	0.5 1.2
国内民間需要	%	0.5	3.5	1.9 2.7	2.3 4.2	2.0	0.7 3.0	0.4 1.1
民間最終消費支出	%	1.0	1.3	0.7 0.6	1.2 2.0	1.4	0.6 1.9	0.3 1.0
民間住宅	%	▲2.1	▲0.0	0.9 ▲0.9	0.0 0.9	▲0.1	▲0.1 ▲0.0	▲0.2 ▲0.2
民間企業設備	%	▲3.3	10.3	5.5 9.8	5.1 10.9	5.1	2.1 7.3	1.0 3.1
民間在庫増加	10億円	113.2	1,504.3	1,014.0	1,994.5	937.5	1,025.0	850.0
国内公的需要	%	0.1	▲2.0	▲1.6 ▲2.3	▲0.1 ▲1.8	0.8	0.5 0.3	0.8 1.2
政府最終消費支出	%	2.1	1.1	0.4 0.9	0.8 1.3	1.8	0.8 1.6	1.2 2.0
公的固定資本形成	%	▲5.0	▲10.5	▲7.6 ▲11.0	▲2.9 ▲10.3	▲2.7	▲0.8 ▲3.7	▲0.8 ▲1.7
財貨・サービスの純輸出	10億円	14,265.9	17,979.9	17,061.7	18,898.2	19,350.5	19,256.8	19,444.1
輸出	%	12.0	9.2	3.9 8.3	6.0 10.1	5.4	2.0 8.1	0.7 2.7
輸入	%	5.5	4.2	0.5 3.5	4.3 4.8	4.5	2.1 6.5	0.6 2.7
内需寄与度（前期比）	%	0.4	2.1	1.0	1.7	1.7	0.6	0.5
民間需要（ " ）	%	0.3	2.6	1.4	1.7	1.5	0.5	0.3
公的需要（ " ）	%	0.0	▲0.5	▲0.4	▲0.0	0.2	0.1	0.2
外需寄与度（前期比）	%	0.8	0.7	0.4	0.3	0.2	0.1	0.0
デフレーター（前年比）	%	▲1.7	▲2.2	▲2.0	▲2.4	▲1.5	▲1.6	▲1.4
国内企業物価（ " ）	%	▲1.6	▲0.6	▲0.9	▲0.3	0.1	0.2	0.1
総合消費者物価（ " ）	%	▲0.8	▲0.1	▲0.3	0.1	▲0.3	▲0.2	▲0.3
完全失業率	%	5.4	5.2	5.3	5.1	4.9	5.0	4.9
経常収支	兆円	13.7	15.9	8.3	7.6	14.7	7.3	7.4
貿易収支	兆円	11.9	11.9	5.8	6.1	12.1	6.1	6.0

（注）1．単位％のものは前年(期)比、名目GDPと下段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	02年度 速報	2003年度 通期	2004年度		2004年度 通期	2004年度 上半期	2004年度 下半期
				上半期	下半期			
為替レート	ドル/円	121.9	113.0	118.0	107.9	103.8	104.0	103.5
通関輸入原油価格	ドル/バレル	27.3	29.1	28.5	29.7	30.0	30.0	30.0

付表1

国内外の当面のスケジュール

時期		国 内		海 外
		政治	経済・金融	
03年度 (H15)	10～3月	1月 通常国会 3月 道路公団民営化方針を閣議決定（予定）	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	2月6～7日 G7財務相・中銀総裁会議 3月20日 台湾総統選
04年度 (H16)	4～9月	5月 自民党・党宣言発表 7月 参議院通常選挙	1月～配偶者特別控除廃止 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 9月 「銀行株式保有制限法」で銀行は保有株式を基本的自己資本以内へ	5月 露大統領任期満了（3月選挙） 6月 イラクで主権移譲（目途） 米国でG8サミット 8月 アテネ夏季五輪
	10～3月		10月 年金保険料引き上げ（予定） 千円、五千円、一万円の各紙幣改刷 1月 自動車リサイクル法施行 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
05年度 (H17)			4月：ペイオフ解禁（除く決済性預貯金） 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 デフレ脱却時期目標：05年度以降	PS等次世代ゲーム機相次いで投入との観測 <u>Windows XP後継バージョンを市場投入</u> 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)		9月 自民党総裁任期切れ	新BIS規制開始	ロシアでG8サミット
				2月 イタリア・トリノ冬季五 ドイツでFIFAワールドカップ

（農中総研作成）

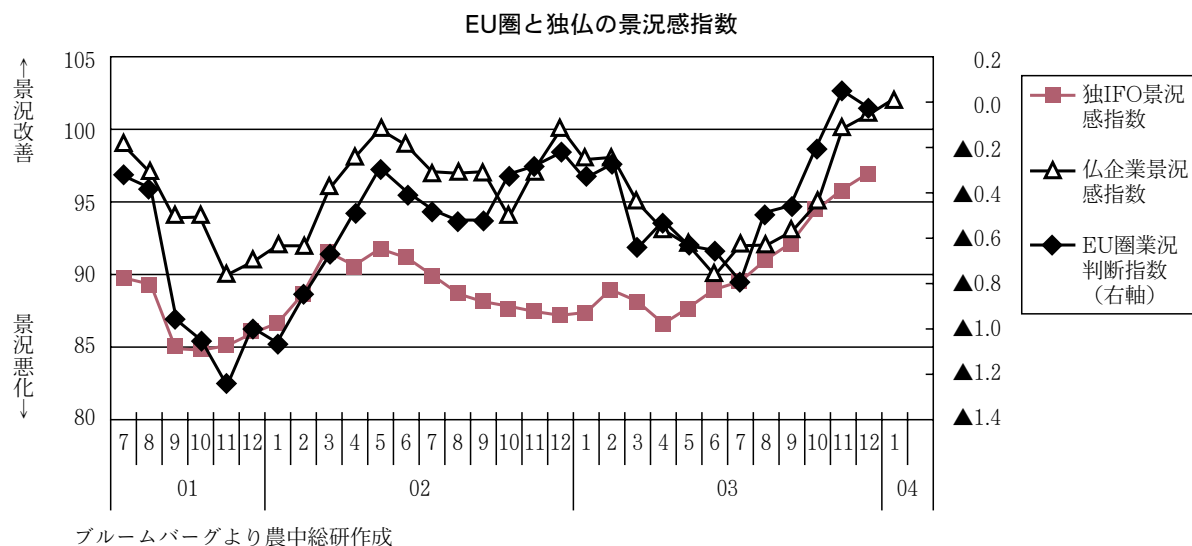
付表2

欧州経済の状況（予測の前提）

2003～04年 欧州経済の見通し （前年（前年同期）比：％）

時期 地域	2002年 実績	2003年 通期	上半期 (1～6月)	下半期 (7～12月)	2004年 通期	上半期 (1～6月)	下半期 (7～12月)
ユーロ圏	0.9	0.4	0.4	0.4	1.7	1.5	1.9
ドイツ	0.2	-0.1	-0.1	-0.1	2.0	1.8	2.2
フランス	1.2	0.1	0.1	0.1	1.7	1.5	1.8
イタリア	0.4	0.4	0.5	0.4	1.5	1.3	1.6
英国	1.7	2.2	2.0	2.3	2.8	2.9	2.6

農中総研作成 03年下期までは実績、04年は農中総研予想



ブルームバーグより農中総研作成

今月の焦点

ペイオフ全面解禁に向けた金融関係者の取組み

要 旨

ペイオフ全面解禁を1年後に控え、金融当局は経営の安定に課題を残す地域金融機関を念頭に置き、予防的資本注入の仕組みを整えると同時に、窓口での証券売買など預貯金流出の受け皿商品取扱い拡大などの収益機会拡充を検討。地域金融機関も、リレーションシップ・バンキングのなかで「地域と金融」の一体的再生を目指し、新たな金融手法による再生ビジネスなどへの取組みを積極化しているが、地域経済の低迷持続から更なる整理統合が進む見通し。

地域経済と地域金融機関経営の悪化

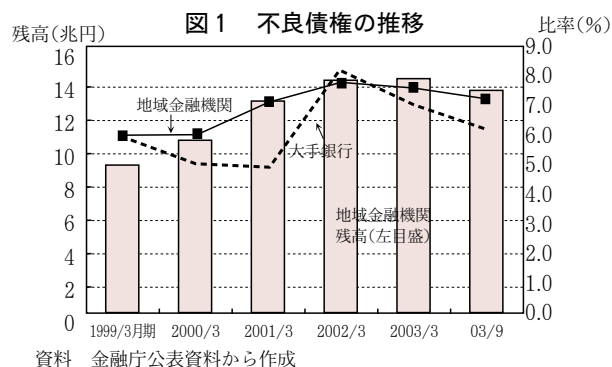
ペイオフ（預金などの保証額を元本1千万円とその利息までとする措置）の全面解禁を1年後の2005年4月に控え、金融当局、金融機関両サイドでこれに備えた動きが活発化している。

ペイオフは2002年4月に定期預金など一部について解禁が行なわれたが、金融システム安定の環境が整っていないとの判断から同年12月、

決済用預金の制度化と仕掛り中の決済取引保護措置化と併せて、流動性預金（当座預金、普通預金、別段預金）の全額保護期間を2年間延長して05年3月までとすることが決定された（「金融市場」02年10月号参照）。その全額保護期間終了が迫ってきたため新たな対応を求められているものだが、この背景には足利銀行への公的資本注入により認識が強まった地域経済と地域金融機関経営の悪化という事情がある。

すなわち、最近における輸出主導の景気回復の影響は、東京を中心とする都市部で人口の増加、地価の上げ止まりなどの形で好影響をもたらしているのに対して、地域経済は工場立地の海外シフトによる雇用機会の減少、公共事業の縮小や地域配分の変化、少子高齢化（地方圏での高齢者比率上昇先行）への対応の遅れ、等の構造要因により回復が遅れている。こうして収益機会が少ない地域内では、シェアトップバンクが収益確保に守りの姿勢を固めると、営業基盤の弱い下位の金融機関が玉突き的に煽りを受けて預貸が伸び悩み、無理な融資に走って逆に不良債権増加を招いて体質が弱体化する例も少なくない。

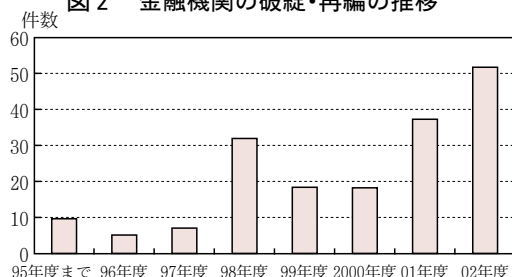
これを反映する形で不良債権の処理状況を見ると、大手行では03年9月末、不良債権比率は6.5%と低下し、大方が金融再生プログラムで示された処理目標の達成（02年度末8.4% 04年度末までに半減）に目途をつけているのに対して、地域銀行はリレーションシップ・バンキングで対応したことによる債権評価の違いはあるが7.5%と足踏みを続けており、不良債権処理に遅れがあることは否めない（図1）。



また運用に苦慮する地域銀行では貸出伸び悩みから、有価証券投資を活発化したため金利上昇へのリスクが高まっており、リスク管理が不備な先のなかには有価証券投資で失敗するという事例もみられる。

こうして最近数年、営業基盤の弱い第二地銀や信組を中心に、預金保険機構による資金援助を伴う地域金融機関の破綻・再編の事例が数を増している（図2）。

図2 金融機関の破綻・再編の推移



資料 預金保険機構年報（平成14年度）から作成

予防的公的資金注入の考え方

こうしたなかで金融当局が準備しているのは、まず予防的公的資金注入によるセーフティネット整備である。金融庁は、04年度予算に政府保証枠として2兆円の「金融機能強化勘定」新設を計上、08年3月末までの時限立法（金融機能の強化のための特別措置に関する法律）を今国会に提出し、今年夏の施行を目指している。

この仕組みは、不良債権の処理促進を狙った大手行対象の「金融再生プログラム」実施の際、金融審議会で検討課題とされたが、その後のりそなグループや足利銀行などの金融危機が預金保険法適用で処理されたことから、新たな仕組みを用意しなくとも問題を回避できるとの考えも強まった。しかし、危機の認定上、「不良債権の債務者区分」や「繰延べ税金の自己資本算入」に関わる点で不透明な部分あるうえ、足利銀行の場合、「もう少し早く動いていれば株主の責任を伴う預金保険法102条3号措置には迫られず、その方が地域経済へのダメージは少なかった」との見方もあった。このため、経営者のモラルハザードを起こさず金融再編を促し、金融機関経営の基盤と収益力強化を図っていく選択肢として「予防的公的資金注入の仕組みがあった方が望ましい」（福井日銀総裁ほか）との判断に落ち着いたとみられる。こうして今般提出された案では、注入対象として主に地域銀行を想定、合併の事例に焦点を合わせ、強制注入でなく申請主義を採っている点に特色がある。

すなわち、導入対象については、地域金融機関同士の合併など組織再編を目指す場合を主とするが、健全な金融機関（自己資本比率が基準

<国際基準8%、国内基準4%>を上回る）が収益強化を目指す場合、自己資本が基準下回る不健全な金融機関が自己資本改善を目指す場合も対象に含め、幅広い資本注入の仕組みとした。ただ資本注入を申請する金融機関が金融庁に提出する経営強化計画では、それぞれの場合に応じて注入の仕方、経営責任の取り方などに違いが設けられている。

具体的には（図3参照）、

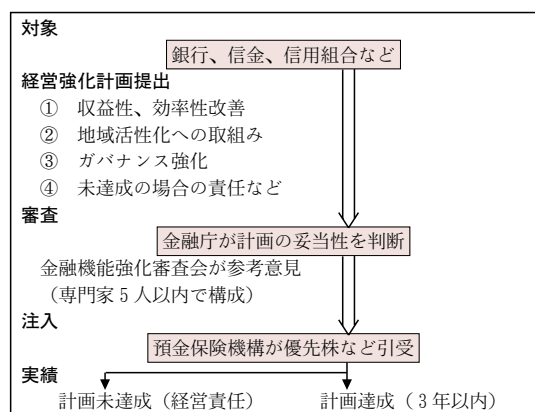
- ・合併などに伴う場合は、議決権のない優先株で注入して国の経営への関与は比較的少なくし、計画が達成できなかった場合の経営責任の取り方も予め公約する必要はない。この場合の資本注入額は、02年12月に導入された合併等に係る資本増強制度（政府保証枠を1兆円設定——合併前資本金の高い銀行の資本金が上限）に比べ多額の資本注入が可能となる。

- ・単独で注入を申請する場合は、経営強化計画に、計画が達成できない場合の経営責任の取り方を明記する。また注入は、人事権付き優先株（取締役の選任・解任に議決権を持つ）を買取る形で行なわれ、責任追及に実効性を持たせる形となっている。

- ・不健全行の場合は、経営責任や株主の責任（減資の可能性）を明記し、注入は人事権付き優先株のほか普通株買い取りも可能として、預金保険法102条によるりそなグループ処理に近い責任を求めることとしている。

その他、申請金融機関の資産査定をチェックするための立ち入り検査実施や計画履行状況の定期的公表、経営計画の妥当性審査に際して民

図3 予防的公的資金注入の仕組み



資料 金融庁公表資料から作成

間有識者（金融や会計などの専門家5人以内で構成）による審査会の意見聴取を義務付けている。

なお自己資本算定に関するもう1つの課題である「繰延べ税金資産」について金融庁は、03年9月期決算から「算出根拠」の公表を義務付け、透明性に配慮している。

株式の窓口販売など受け皿金融商品拡充

もう1つ金融当局が準備しているのは、預貯金に代わり得る受け皿としての個人向け金融商品の多様化である。これは、金融システムと行政の将来ビジョンの方向性を検討してきた金融審議会金融分科会の報告（03年12月）で示された方向で、4月からの証券仲介制度導入に合わせて銀行にも窓口での株式などの証券仲介業を解禁するもの。この報告では、銀行本体での広範囲な証券業務取扱いに対しては「利益相反や銀行の優越的地位の濫用（証取法65条の根拠）」の観点から慎重な立場を採りつつも、殆どの地域銀行が証券子会社を持っていない実情も考慮したものである。銀行窓口での株式売買仲介は、証券子会社を通じて行われる自己売買や引受業務などと異なっており、銀行に必要とされる弊害防止措置が行なわれれば（注）、顧客の利便性を高める、投資経験のない顧客層の市場参入を促しうる、証券会社の店舗の少ない地域の状況改善に資する、等のメリットがあるとしている。これについては証券会社の反対は少なく、地域銀行や信金に要望が強いことも容認の背景にあり、今国会中に法案提出（年内実施）の予定。

また郵貯民営化を睨んで、元本保証を求める個人顧客向けに国債の商品性多様化と引受増加策も検討されている。

これら銀行窓口における証券化商品取扱い拡充は、手数料収入を通じて地域金融機関の収益機会の確保にも繋がるものであるが、証券化商品の個人投資家への販売拡充に伴い、これまで投資家保護策の講じられていない投資サービスなどについて個人投資家保護の枠組みを整える必要があるため、証券取引法の投資サービス法への改組や幅広い投資家保護のための教育についての体制整備の方向も検討されている。

（注）銀行窓販算入に伴う弊害防止措置

金融庁は認可基準として、「貸出部門と証券仲介部門との人員を含めた組織分離や情報管理体制整備等の防止措置が盛込まれること」を想定していると伝えられる。

リレーションシップ・バンキングの進行

他方、金融機関側でもペイオフ全面解禁に向け体制を整えているが、大手行が株価上昇と景気回復を背景に不良債権処理に目途をつけ、新たな収益機会拡充を模索しているのに対し、地域金融機関では前記のような地域経済悪化により二極化しており、対応にバラツキがみられる。

金融当局は、地域金融機関の不良債権処理手法にいては大手行のような数値目標を定めず、「不良債権処理と地域再生の二正面作戦を目指す」という「リレーションシップ・バンキングの考え方を示した。

こうしてペイオフ延期が終了する04年度末までの集中改善期間の「リレーションシップ・バンキングの機能強化に関する行動計画」として、各行は下記のように盛りだくさんの施策を掲げているが、これらはこれまで各金融機関の経営計画の延長上にあるもので、早期の収益向上や産業再生に結びつくものは少ない。

こうしたなかで興味を惹くのは、不良債権処理の決め手となる企業再生に関して様々な財務戦略が出てきたことである。

その1つは、金融機関の不良債権化を避け、中小企業の過少資本をカバーする金融手法としてデット・エクイティ・スワップ（DES＝債務の株式化）やデット・デット・スワップ（DDS＝通常債務の劣後債化）の活用が広がってきたこと。この手法は、金融審議会等での中小企業金融問題の検討のなかで「中小企業に対する金融機関の長期運転資金貸出が『偽似資本』の性格を持つ」との指摘があり、この資本の一部とみなせる長期債務を株式や劣後ローンに切替えるスワップを容認することで、不良債権に分類され貸し渋りの対象となる債権を健全化しうるとの考え方が示された。これを受けて金融庁は昨年12月の検査マニュアル改定案で、「一定の要件を満たす債権を資本とみなすことができる」

（注）旨明記してこれを後押しする方向を示し、2月のマニュアルでこれを決定。このため地域

金融機関の間にこのDES・DDSに関心を示す先が増え、足利銀行の再建計画でもこれら手法の活用に言及されている。

もう1つは、地方銀行を中心に上記DESへの投資を含む企業再生ファンドの組成やDIPファイナンス（再建企業への運転資金供給）活用などにより地域再生をサポートする取組みが積極化したことである。このなかで、再生・支援の対象としては旅館・ホテル、流通・物流などの企業に限らず、学校や病院経営などが取上げられていること、企業再生の人材不足やファンドのリスクマネー供給不足に対しては、政策投資銀行など政府系金融機関、産業再生機構のほか、地方公共団体や地元金融機関全体を包含したコンソーシアム組成、メガバンクや民間大手シンクタンクの専門部署との連携など多様な選択肢を模索しており、今後の地域再生に活用されることが期待されている。

_____ * _____ *

こうした多様な戦略を活用した地域活性化や上記証券の窓口販売取扱い拡大による手数料収入増加なども期待され地域金融機関の先行きの可能性を悲観する必要はない。

ただ当面は資産査定、信用リスク管理の面での厳格化が求められており、不良債権処理の過程で暫くは予防的公的資金注入の仕組みを活用した業界の統合・再編が続くことは避けられないとみられている。

（注）資本とみなすことができる要件として、中小企業法に定められた基準に該当する企業で、要注意先と要管理先（貸出条件等の変更先）、再建計画の策定が前提とされる見通し（破綻懸念先は対象外）。

（荒巻 浩明）

（行動計画中の「中小企業金融再生」の主要な取組み事例）

- ①創業・新事業支援機能等強化——評価できる人材育成、産学官のネットワーク構築・活用
- ②取引先企業に対する経営相談・支援機能強化——経営情報などの提供の仕組み整備
- ③早期事業再生に向けた取組み——中小企業を対象とした企業再生ファンド組成、DESの活用、RCCの信託機能・産業再生機構の活用、再生を支援する人材育成など
- ④新しい中小企業金融への取組み——担保・保証に過度に依存しない中小企業金融、証券化等に関する積極的取組み、信用リスクデータベースの整備・充実とその活用
- ⑤顧客への説明態勢の整備、相談機能強化——都道府県ごとに「地域金融円滑会議」を設置

銀行に近い性格を持ち中小企業金融で先行する第一勧業信用組合 ～ 銀行並みの商品、金融技術と地域信組のフットワーク性の融合をめざす

要 旨

第一勧信は旧第一勧銀直系の地域信組という特性から、他の地域信組とは相当異なる地域・営業戦略を取っている。銀行並みの商品、サービス力を強みに、都内に広く所在する中小企業を対象に無担保ローン等を先行投入し新規融資の実績を挙げている。また、個人向けでは、通常信組が取扱わない定額年金保険、生損保商品など多様な商品ラインナップを揃えとともに、住宅ローンでは主に自営業者向けのニッチな案件の発掘に取組んでいる。

第一勧信の沿革～職域から地域信組へ

第一勧業信用組合（以下、第一勧信と略す）の法制上の起源は、旧日本勧業銀行職員を対象に大正10年に設立された職域組合にまで遡ることができる。当組合は、昭和25年に中小企業等協同組合法の施行に伴い「互援会信用組合」へと組織変更した後、昭和40年に東京都23区を営業地域とする地域信組に転換し、併せて日本勧業信用組合に改名した。昭和46年には、旧勧銀と旧第一銀行の合併に伴い現在の名称となった。昭和40年に地域信組に転換したことが、現在に到る第一勧信の実質的な出発点となるが、その経緯は『第一勧業信用組合二十年史』によると、次のようなものだった。

昭和26年の信用金庫法の制定により、戦前からの信用組合の多くが信金に転換したが、互援会信組は職域信組に止まっていた。一方で信組の場合、所管は都になるところ、互援会信組は全国組織の職域組合ということで大蔵省所管と例外的な扱いになっており、これについて旧大蔵省から当組合の解散、もしくは改組が求められていた。

そうしたなか昭和38年に東京昼夜信用組合が破綻し、その救済を都から要請された。東京昼夜には相当の預金債務があり、その救済のためには債務を一部肩代りする必要があったが、旧勧銀としては東京昼夜の吸収により、互援会信組の改組問題の解決を図れるメリットがあった。

第二のメリットとしては、銀行の店舗開設が困難な時代にあって、都内に系列の地域信組を持つことは、銀行本体の店舗網の補完手段としての意義があった。東京昼夜の救済により、15

店の設置内諾を得ていたが、第一勧信のその後新規出店は本体の旧勧銀、旧第一勧銀の店舗のないところに主に展開されていった。また昭和56年には、葛飾区を拠点とする宝成信用組合と合併し、青戸、水元等の4店舗を引継いだ。第三のメリットとしては、銀行本体からの職員の出向先、転籍先として第一勧信を活用したいとの意向があった。実際、昭和40年代はほとんど旧勧銀側の人材に依存しており、第一勧信は銀行本体と一体的な運営が行われていた。ただし、現在では旧第一勧銀の出身者は20名程度に減少している。

信金・信組よりは銀行に近い性格を持つ

第一勧信は昭和40、50年代に店舗の増設が相次ぐ中で、その業容も大きく伸ばした。現在、当信組の預金量は、平成15年9月末現在2,655億円と都内の地域信組では第二位であり、全国の信組の中でも七番目の規模になっている。貸出は2,117億円で預貸率は約80%と高い水準にある（表1）。

表1 第一勧信の概況

	平成12年度	平成13年度	平成14年度
預金積金(億円)	2,569	2,545	2,601
貸出金(億円)	2,151	2,097	2,085
うち事業性	1,459	1,397	1,383
うち個人向け	692	698	702
預貸率(%)	83.7	82.4	80.2
自己資本比率(%)	6.35	6.50	6.41
経常利益(百万円)	268	-7,423	521
組合員数(人)	36,081	37,671	38,682

資料 第一勧信アニュアルレポートより作成

一方で、第一勧信は都銀直系の地域信組として発展してきた背景から、他の信金、信組に比べて性格上大きな違いがみられる。

まず、営業地域の捉え方について、多くの信金、信組の場合、エリアを限定して渉外を濃密に配置するいわゆる狭域高密度戦略をとっているのに対し、第一勧信の場合、店舗配置は銀行本体への補完的意味合いが強かったため、現在22ある店舗は都内23区中16区に分散する形になっている。店舗毎での店周については狭域高密度に対応しているが、現状の店舗、人員では全地域を軒並み回るのは不可能かつ非効率との判断である。営業戦略は店周は狭域高密度であるが、全店を6ブロックに分け「やや遠くてもブロック内の稼げる所」にも行くというブロック運営の2本立ての方針のため、結果として点の管理も併存する状態にある。

第一勧信の地域の捉え方は、本誌先月号でレポートした青和信組が限定地域主義を掲げ、面の顧客管理を徹底的に追求していく戦略と対照的である。第一勧信の場合、地域信組として一部面の取込みを図っているが、基本的には銀行に近い性格を持っているといえよう。

しかし、営業エリアが広域化していることで、地域集中のリスク分散効果、ヘッジ効果があるとも考えることもできる。また、第一勧信は都銀直系の信組という点で、ガバナンス上も信金・信組にみられるようなウェットな融資がないのが利点であるという。実態として信組はオーナー経営が多く、経営の専門性、独立性などの問題がたびたび指摘されるところである。

第一勧信の法人貸出の特長

第一勧信は基本的に法人向け貸出を業務の柱にしてきており、当信組の貸出残高の約7割が法人向け、個人は3割の構成となっている。全国地域信組の平均が法人、個人各5割程度であることから、第一勧信の法人向けウエイトの大きさがうかがえる。預貸率も80%と地域信組平均64%を大きく上回っている（以下、断りのない限り平成14年度決算をベースにした計数）

また、第一勧信の融資先は従業員規模で10～20人位、融資額で1億円程度の先が中心であり、都内信組が従業員数名といった超零細企業、商

店主向けの小口取引を中心にしていることに比べると相当大きな取引規模といえる。

第一勧信の融資は、狭域での小口多数取引というよりは、都内に広く所在する中小企業に対するいわば「中口」案件の多いのが特長である。対象業種も突出したものがなく、都内事業者の構成に近いものになっている。さらに第一勧信の融資先は、当信組がメインまたは一行取引先となっている先が6～7割を占めるといふ。こうした特徴は、当信組の沿革や営業戦略等を反映したものと理解できる。

企業再生の新手法を検討

法人向け営業に力を入れてきた第一勧信にとって、現在に到る長期の景気低迷、産業構造の変化等による中小企業向け貸出資産の質劣化、不良債権処理はこれまで大きな負担になってきた。当信組は早期に財務体質の健全化を図るために、不良債権処理を積極的に進めてきており、平成13年度には93億円を一括して処理し、14年度も18億円の処理を行っている。これと併せて、資本増強を実施、平成11年度に劣後ローン25億円の導入、また平成13年度には一般組合員はじめ旧第一勧銀やその親密会社等から優先出資受入れを含めた約90億円にのぼる資本増強を行った。

このように、不良債権処理を断行し財務内容の健全化もすすんだが、法人営業に傾注し預貸率も高い第一勧信にとり、貸出金の管理とその質の向上は今後も重要な課題である。当信組の15年3月末における金融再生法開示債権額は237億円、債権残高の11.2%であったものが、15年9月末には192億円、債権額の9.2%となり、16年3月末には債権額の8%台までに落とせるところまできている。

リレーションシップ・バンキングを活かした企業再生、経営改善に関しては、その効果が少しずつ出ているものの、疲弊した中小企業融資を救うためには新たな金融スキームとセットで検討する必要があると当信組は考えている。DIPファイナンス（事業再生融資）、デット・デット・スワップ（DDS）、ローン担保証券（CLO）など証券化手法を活用し、輸血（新規貸出）をしながら、企業に対して経営改善、人材の派遣など行う必要があるとみている。

例えば、CLOでは、一定の格付以上の融資を優先、劣後に分け、優先部分はリファインスするか証券化しファンドなどで販売し、劣後部分を引き続き金融機関が保有するが、信用保証協会の保証や担保を付け厚めの保全をするか、またはリスク・プレミアムを反映した金利をもらうなどする。

また、当信組が検討するDDSを利用した企業再生のスキームは次のようなものだ。金融機関の中小企業向けの運転資金は、借入企業の過小資本から長期に繰返され、実質エクイティや劣後ローンに近くなっている。当然、企業側でもリストラが必要になってくる。ただし、DDSの取扱いは、引当、会計ルールが不透明なところがあり、また現実に中小企業に使うのは難しいのではとの指摘もある。

いずれにせよ企業再生には金融機関、企業相互に痛みが出るが、既に審査部内に再生支援グループを設けている第一勧信は、なにより迅速に対応することが重要であるとみている。第一勧信の融資先の場合、一行先が多いので複数の金融機関相互間での調整の手間がいらない、自分で痛みを取れるのでスムーズな処理に入り易い利点も一方であるという。

新商品で新規貸出を開拓

企業向け貸出の再構築のために、不良債権処理の大胆な処理とともに、小口の新規案件を積極的に出して貸出資産の入替えを図る戦略を第一勧信は取っている。新規小口に関しては、保証協会等の保証が付いてなくともプロパーでリスクを取って対応している。

当信組は、新規融資推進のために「スモール・ビジネス・ファイナンス室」を設置し7名が在籍しているが、この7名は常に現地で担当エリアの新規開拓に専念している。また、「地銀並み、信金・信組以上」の商品・サービスを目指し、先行して顧客に提供していくことを営業の強みにしている。

法人向けの融資商品も豊富で、無担保ローン、テクノローン（機械設備を譲渡担保として徴求）などを他に先駆けて投入した。新規貸出では無担保で500～1000万円、3年以内のローンを、きっかけ商品として推進している。金額が1000万円

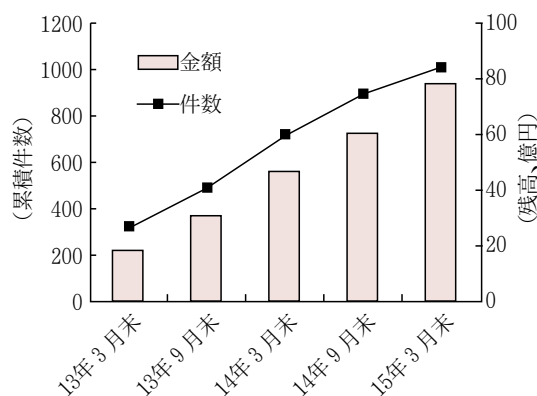
以下であること、また店周でウオッチできる範囲の先であることから、無担保で審査もスコアリングモデルを利用したスピーディな回答を約束している。

当信組の融資残高はこのところ横這いに推移しているが、新商品の案件発掘は大きな効果を挙げている（図1）。ただし、足下では中小企業への新規貸出は最近やや鈍っているおり、やはりメガバンクの参入、信金の積極的な動きによる影響が大きいという。

なお、第一勧信の審査態勢は、有担保、最長3年、5000万円までの案件が支店長決裁でそれ以外は本部で決裁している。当信組の場合、住宅ローンもほとんどが規格外のため本部決裁である。本部には審査担当セクションが4班あり、うち1班は個人ローン案件を集中してみている。1人の審査役が6、7ヶ店みており、また各班に1名ずつ不良債権管理、回収の専担を置いている。事業再生・リレバンの担当者は本部に2名いる。

さらに当信組は、審査のスコアリング化、自動化を進めており、CRD（信用リスク情報データベース）のスコアリングモデルを導入し、担保評価システム、財務データを利用しながらトータルに審査する態勢を目指している。

図1 第一勧信の法人向け新商品取扱い実績



資料 第一勧信ディスクロ誌より作成

個人向けではニッチ住宅ローンを発掘

第一勧信の調達の約80%は個人顧客の預金であり、また顧客層の8割近くが50歳以上の中高年者層が占めている。個人顧客の囲い込みでは、

年金振込み先を当信組に指定すると参加できる年金友の会「ふれ愛くらぶ」が中心となっている。

「ふれ愛くらぶ」の会員特典として、誕生日及び年2回のプレゼント、団体傷害保険の加盟（保険料当信組負担）、健康・介護無料電話サービス、旅行、観劇会の開催等、メニューが充実している。

また、当信組では個人の運用商品も、通常の信組が扱っていない定額年金保険、積立傷害保険、個人向け国債、宝くじなど、商品ラインアップが充実しており、多様な顧客ニーズに応えていく姿勢である。

一方で、個人顧客は従来預金調達先との位置付けが強かったため、融資は待ちのスタンスだったが、今後は個人向け融資も法人同様に力を入れていく方針である。個人向け融資では、積極的に住宅ローンを推進しており、現在5名の職員が宅建業者を専門的に訪問セールスしている。住宅ローンは新BIS基準上も、リスクウェイトが35%と有利なのも魅力である。また、長期固定の資金需要に応えるため、住公証券化住宅ローンの取扱いを他信組に先駆け16年2月より開始している。

第一勧信の住宅ローンはニッチな案件が中心で、借入者は大半が自営業者である。いわゆる都銀の案件に乗ってこないニッチな案件が、東京だと結構あるとのことだ。例えば、一階が工場で、2、3階が住居である案件、また商店主などで自己資金が少ない、担保が少ないがキャッシュ・フローは十分にある、借入者が70歳以上だが（相続する息子など）保証人はいるなどのケースがある。こうした異例案件だと金利は高く、3%台になるという。

しかし、こうしたニッチ案件でも、最近は都銀等も含め他行に肩代りされるケースが増加している。特にアパートローンは、2、3億円とロットの大きいものが、他行に低金利で取られてしまうこともある。住宅ローンの場合、現状出っぱなしでローンレビューは出来ていないのが課題であるとされる。

個人向けの無担保ローンでは、三洋信販と提携し「かんしんスピードキャッシュ」を始めた。金利18%と高めではあるが、うち9%は保証料

である。販売は完全に非対面で、ファックス、電話、インターネットで申し込む。プロパー2名、パート2名と小規模だが専門のコールセンターを設置、申し込み、延滞管理を集中してやる態勢を取っている。

当信組のユニークなローンとしては、法科大学院生向けの無担保ローンがあり、新たな取引先の開拓につなげたい意向だ。返済は司法試験の合格後まで猶予する「出世払い」方式で、現在東大、駒沢大、中央大、上智大、駿河台大と提携している。

収益性は着実に改善している

収益性の改善という点では、第一勧信はここ数年で着実な成果を出している。当信組のROA、OHR（業務粗利益経費率）はそれぞれ0.83%、69.84%で、これは地域信組の各平均0.34%、81.12%よりはるかに高い水準であり、本来的な収益性は確実に向上しているといえよう。

一方、収益性の改善のために相当大きな圧力が特に営業店にかかっているようだ。職員削減がほとんど営業店中心に行われた結果、各店の人員は5年前は20名前後だったものが、現在は12、3名位までに減少している。

第一勧信の商品ラインアップの豊富さやリレバンへの対応等、職員への負担は大きくなるなか、省力化された人員態勢で地域信組としての特性をどれだけ発揮していけるかが、これからの課題といえよう。当信組では、商品面での拡充はほぼ終わり、今後は「融資能力の更なるレベルアップが必要」との現状認識から職員の融資対応力の養成に力を入れていく方針である。また、職員のモチベーションを高めるために、一定資格以上の職員全員に年俸制の導入を予定している。

第一勧信の人員構成は、営業店では省力化が進んだが、約410名の総職員のうち本部人員が100名以上と相当に頭でっかちの状態である。ひとつには、営業店支援、業務推進、審査などの本部集中が進んだ結果でもあるが、やはりもっとスリム化する必要があるとの判断である。本部に人が多いのは、経営環境の変化に対応する施策を次々と打つことが不可欠なためである。しかしながら、「本部に人がいるため、いろいろ

る商品、企画を考えるので、営業店の方が大変」
 だという面もある。

第一勧信のシステムに関しては、平成10年から業界のSKC事務センターを全面的に利用している。当信組の多様な品揃えも、システム面では追加コストは要していないという。情報系に関しては現在過渡的な状態にあり、昨年からは担当者全員に情報端末（PDA）を持たせ、その情報の蓄積を待って自前でCRMを構築していく方針にしている。

ニッチはどこに～銀行と信組の中間領域

地域金融機関のビジネスモデルは、銀行などがやらない、もしくは手掛けることができないニッチ市場を押さえることで成立していると思われる。ニッチ市場のあり方は、それぞれの地域、顧客特性等で異なるものの、地域金融機関の場合、営業エリア全体とのリレーションを深めることを通じて情報生産能力を高める戦略で共通しているといえよう。先月号で紹介した青和信組は、地域との「協同組織性」を徹底的に追求し、金融機関としての情報生産を高める好例だと思われる。

これに対して、第一勧信の場合、こうした地域金融機関のビジネスモデルというよりは、銀行と地域信組のハイブリッドを目指す戦略といえよう。当信組は、信組以上の頭脳（商品ラインナップ、金融技術など）と都銀等にはないネットワークを組み合わせることでニッチ市場を獲得する戦略である。

これは言うまでも無く、当信組が都銀直系の地域信組というユニークな背景に起因しているのであろう。また、東京のような場所では、「信金・信組と銀行の間のニッチ市場」が存在するようにも見える。ただ、その場合でも有力なニッチ・プレーヤーとなるには、やはり一定の地域性、リレーション性をどのように構築していくか、当信組の涉外態勢のあり方等と併せて課題が残されているように見える。

（室屋 有宏）



第一勧信の本店