# 内外経済金融の展望

―― 構造調整圧力強く，米国経済動向に依存する日本経済 ――


〔要　　旨〕

１．日本経済は，在庫循環やIT需要の立ち直りにより底打ちすることがあっても，それを自律的回復軌道に乗せる力を持っていない。小泉内閣の構造改革に期待がかけられているが，構造改革も短期的には景気の下押し圧力となる。2002年の日本経済の見通しは，米国経済がいつごろ，どの程度の強さで回復するかに依存している。

２．米国経済において，連続多発テロ事件は，短期的には消費をやや下振れさせたが，中期的に経済にとって大きな負担となるような影響を及ぼさないであろう。
　米国家計の債務残高は極めて高い水準にある。この背景には，90年代における金融資産や不動産等資産の価格上昇と，それに伴う資産効果がある。足元では住宅価格下落の兆しもあり，中期的には，資産価格変動が家計需要回復にとっての潜在的リスクとなる。
　2002年後半から米国景気は徐々に回復に向かうであろうが，それは91～94年にみられたような企業部門がリードする回復となろう。企業の雇用削減の動きが当面持続するとみられることから，家計の所得環境は引き続き厳しく，消費の回復は緩やかなものにとどまろう。

３．NIESを中心とするアジアは，対米IT関連製品輸出の急減を主因に大きく減速した。足元では半導体市況底入れの兆しもみられ，米国経済が2002年後半以降回復に向かえば，アジアの景気も緩やかな回復過程に入るとみられる。
　中国経済は輸出の伸び鈍化を内需拡大で吸収する成長パターンを維持し，今年も安定成長が見込まれる。中国とNIES，ASEANとの間の「成長の二極化」が，今年も続くであろう。

４．債務・設備・雇用の三つの過剰問題により，日本経済の成長力は衰えており，長期低迷から脱却することは容易ではない。2002年度の実質ＧＤＰ成長率は△0.6%と予測する。リストラ及び企業倒産の増加により失業者が増大し，企業が人件費コストの削減に努めるなど，家計所得をめぐる環境は厳しいため，個人消費の持ち直しは2002年度下期となり，また家計の住宅投資は慎重なものとなろう。一方米国景気が2002年後半に回復に向かえば，情報通信機器向けの半導体を中心に自動車，機械等の輸出も回復し，また設備投資もこれら輸出産業を中心に持ち直そう。
　但し，このシナリオは今後の外需に大きく依存したものであり，米国景気の先行きが予想外に低迷した場合には，景気が下振れするリスクもある。
　また小泉内閣の構造改革が中途半端なものになり，将来の成長回復への期待が薄れた場合には，海外勢からの円・日本国債・日本株の売りが加速するリスクもある。そうならないためにも，“官”のコスト削減を通じた日本経済の競争力向上を目指し小さな政府を実現すること，また経済を牽引するような成長産業を育成することが大切である。

５．デフレ環境の下，2002年度においても，日銀の短期市場金利にかかるゼロ金利政策は継続されよう。但し2002年度中には，物価上昇率が安定的にゼロ%を超える時期がいつごろになるのかの展望が見える可能性がある。
　国内投資家の運用難という状況は2002年度も変わらず，消去法的な国債投資が継続されよう。従って，構造改革論議のなかで一時的な国債利回りの上昇があったとしても，大幅な利回り変動は避けられよう。
　大手銀行の大口問題先処理の加速は，メインバンク制の機能を低下させるとともに，信用リスクを利ざや拡大に反映させるような融資関係を深めるであろう。
　株価は，業績回復が見通されるなかで2002年前半から反転基調を示そうが，構造改革推進による需要減退効果が中期的に継続する一方，経済回復の持続性への信認が低い状況では，株価の上値は限られよう。

目　次

１．はじめに
２．ニューエコノミー後の米国経済
（1）　テロ事件の影響は短期的かつ限定的
（2）　資産価格動向が需要回復にとって潜在的リスク
（3）　次回景気回復は企業部門がリード
３．成長の二極化続くアジア経済
――回復力弱いNIES・ASEAN，堅調さを維持する中国――
（1）　IT不況に直撃されたアジア
（2）　回復力の弱いNIES，ASEAN
（3）　堅調さを維持した中国経済
（4）　成長の二極化が2002年も持続
４．2002年度下期から短期循環的回復へ
――米国経済回復に依存，自律回復は望めず――
（1）　衰える日本の経済成長力
（2）　2002年度経済見通しの前提
（3）　需要項目別見通し
５．ゼロ金利の時間軸と財政・信用リスク
（1）　デフレ環境下，ゼロ金利政策継続
（2）　構造改革本番と財政信認
（3）　不良債権処理と信用リスク
（4）　持続的業績回復力が課題，現段階では株価の上値は限定

## １．はじめに

景気は短期的には，在庫循環に即していずれは底打ちしようが，問題は，その短期的な底打ちが自律回復につながるか否かである。残念ながら今の日本経済に短期的な景気底打ちを自律回復につなげて中期的な回復軌道に乗せる力はないと思われる。その意味で，日本経済は大変な苦境に立たされている。不況型倒産の増加と増え続ける失業，加速する海外生産シフト，下げ止まらない物価・地価，増え続ける財政赤字…。

2002年を見通しても，これらの構造的な問題が解消する見込みはない。かすかに期待をかけるのは，小泉内閣の構造改革であり，公的部門による民業圧迫の改善，財政改革などにきちんとした道筋をつけることができるか否かの正念場を迎えている。しかし，短期的には，構造改革は非効率的な企業が淘汰されることによる失業の増加，医療制度改革，年金改革などに伴う国民負担の増大など，むしろ，景気の下押し圧力ともなる。

構造改革は公的部門だけの課題ではない。民間企業もまた厳しい改革を迫られている。日本の高い生産コストと円高は日本企業の国際競争力を弱めた。中国・アジア製品と日本製品の価格差は，経費節減という自己努力で対応できる限界をはるかに超えており，大企業のみならず中小企業も含めて生き残りをかけた国内生産の縮小・取りやめ，海外移転が広範囲の業界で起きている。しかし，企業が生き残りをかけて海外強化に乗り出せば，その分，国内経済は空洞化する。

金融システムも機能不全に陥っている。全国銀行の2000年度の業務純益は4.6兆

円，これに対し不良債権処理コストはマイナス6.1兆円，その差額を株式売却益等で穴埋めした。このような業務純益が不良債権処理額を下回る現象は1994年度から続いている。それでも株式の含み益がある間はまだ良かった。2001年度中間決算は株式相場の下落によって株式含み益は底をつきマイナスとなり，大幅な赤字決算を余儀なくされた。また，不況型倒産が増えるなかで，不良債権処理の最終目途がまだ立たない。金融機関のリスクテイク能力は弱まり，信用創造機能が十全に働いていない。

このような状況に置かれている日本経済は自律回復する力が弱まっており，2002年の経済見通しも輸出依存であり，米国経済がいつごろ，どの程度の強さで底打ち・反転するかに焦点が絞られている。とりわけ，半導体，パソコンなどのIT関連業界の回復力が米国・アジア・日本の景気全体を方向付ける状況にある。

いずれにしても，日本経済・金融の構造的問題の展望をきちんと見極めることが必要であり，中期的な見通しのなかに2002年度の経済見通しを位置付けることが大切であると思われる。以下の各論をそういう視点で読んでいただければ幸いである。

## 2．ニューエコノミー後の米国経済

### (1) テロ事件の影響は短期的かつ限定的

2001年9月11日の連続多発テロ事件は，米国経済に一時多大なショックを与えたが，その影響は短期的かつ限定的なものにとどまるであろう。まずテロ事件の影響を時間軸で区分すると，①超短期（2001年10月ごろまで：テロ直後の経済混乱），②短期（2001年12月ごろまで：個人消費の萎縮），③中期（今後５年程度：経済構造の若干の変化）に分けられる。

最初に超短期の影響であるが，テロ発生直後には航空輸送機能が一時停止し広範な物流障害が起きた。多くの製造業は部品や半製品の在庫水準を極力圧縮していたため，わずかな輸送障害でも在庫切れによる生産停止が起きた。またテロ再発を警戒して，多くの客が集まるイベントが中止になり，一部の大規模ショッピングモールが一時閉鎖となった。経済活動は歩みを緩めることがあっても通常立ち止まることがないため，テロ直後の経済混乱は統計にも大きく響き，2001年７～９月期の実質GDP成長率（12月発表の確報値）は前期比年率で1.3%下落となった。但し10月ごろまでには一時的な混乱もほぼ収束した。

次に短期の影響であるが，消費市場が大きく揺さぶられた。平常時に想定しないような外的ショックが社会全体や自らの生活にマイナスの影響を及ぼすのではないかという漠然とした不透明感・不安感により，テロ事件後しばらくの間米国民の消費マインドをかなり冷却化させた。例えば，航空機利用による旅行が控えられた結果，家計の航空機，ホテル等への支出が減少した。一方で，家庭で楽しめるDVD等の売れ行き

好調が旅行関連消費の落ち込みを多少カバーしたように，消費の巣ごもり現象が起きた。但しその後，こうした不透明感・不安感はアフガニスタン戦局の一段落感により相当程度薄らいだ。

テロ事件が中期的な経済構造変化のきっかけとなりうるか否かについては議論の余地があるが，1992年から2000年までの長期景気拡大を支えた経済上の好条件に幾分変化が生じる可能性はある。

ここで，90年代の好条件について振り返ってみよう。第一に，東西冷戦体制の終結により，国防支出の経済全体に対するウェイトが低くなった。国防費の名目GDPに対する割合は91年には６％だったが，2000年には３％にまで低下した。そして93年にクリントン大統領が成立させた包括財政調整法による増税実施や，その後の景気拡大に伴う税収増加により財政赤字は縮小し，98年に財政は黒字に転換した。こうして政府部門が吸収していた国内外の余剰資金は民間部門にシフトした。

第二に，企業収益に対する期待が高まった。Windowsやインターネットが企業や家庭に普及し始めたのは90年代初頭であり，以後IT投資が急速に拡大した。リーディングインダストリーとしてのIT産業の躍進が,「企業収益増加期待→株価上昇→設備投資増加→景気全般の拡大→企業収益増加」という好循環をもたらした。

第三に，以前にも増して企業活動のグローバル化が進展した。例えばIT産業や自動車産業は，外国を巻き込んだ国際分業体制を構築することで，部品・半製品在庫の保有に関するリスクやコストを外国に移転させ，ジャストインタイム方式による適時適量の調達を行った。言い換えれば，手持ちの部品・半製品在庫，あるいは完成品在庫を極限まで圧縮するといった合理化を行った。例えば自動車業界はこの方式採用により，年間10億ドルのコスト削減効果を享受した。

ところがテロ事件や炭疽菌事件発生により，これらの経済を支えた好条件も多少変化した。これを一言で言えば，国全体として多種多様なリスクを管理する必要性に迫られたということであるが，この必要性は経済の多方面に及ぶこととなった。第一に，安全保障についての考え方が大きく変わり，新たな概念に基づく国防や安全管理に関する支出増加が不可欠になったことである。従来は特定国を想定した安全保障が中心であったが，今後はテロに代表されるいつ・どこで・何が発生するのか特定しにくいリスクに対処するための，政府による安全確保等への相応の支出増加が求められるようになった。

第二に，多くの企業において安全管理やバックアップサイト確保のための追加支出が必要との認識が高まった。これは企業収益圧迫要因である。但しこれを裏返せば，セキュリティー産業や倉庫産業のビジネスチャンスが拡大することになるので，マクロの視点からは企業収益への影響は中立となろう。

第三に，製造業における従来のような「無

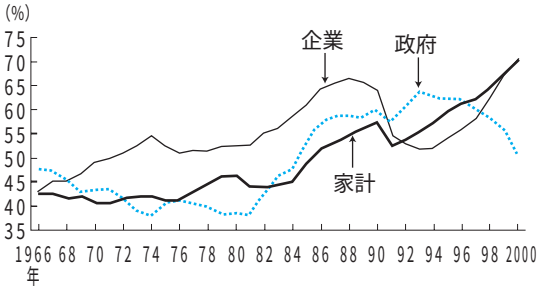
在庫経営」の微調整が求められるようになったことである。今回テロ事件で国境での貨物検査が強化され，多くの製造業は物流の非円滑化に伴う在庫切れで生じた機会損失の大きさを強く認識した。いくつかの企業は，多少のコスト増加を覚悟して，国内への生産拠点回帰や在庫を以前より幾分多めに持つといった有事想定型の物流方式を検討している。

以上がテロ事件の経済への影響を超短期・短期・中期に分けてまとめたが，総括すると,「短期的には消費を中心に景気がやや下振れする。一方中期的には経済にとって負担感が大きく高まることはないが，90年代の長期景気拡大を支えたほどの好条件は享受できない」ということになろう。

### (2) 資産価格動向が需要回復にとって潜在的リスク

第１図は，米国の家計・企業・政府三部門における債務残高対名目GDP比率の推移である。93年以降をみると，財政赤字の縮小を背景に政府の同比率が低下したのに対し，家計，企業の同比率は急速な上昇を続けた。この高水準の債務は，資産価格の裏付けがなければ既に維持不可能であり，資産価格下落により債務返済圧力が高まり家計需要が抑制されるというリスクを，今後常に念頭に置く必要がある。

**第１図　部門別債務残高対名目GDP比**




資料　FRB

**第１表　家計の所得階層別資産効果と貯蓄率**

（単位　%）

| | | 純資産の対年間所得比率 | | | 貯蓄率 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 1992年 | 2000 | 増減 | 1992 | 2000 | 増減 |
| | | ① | ② | ②-① | ① | ② | ②-① |
| 所得階層 | 全階層 | 389.4 | 487.1 | 97.7 | 3.4 | △0.7 | △4.1 |
| | 81～100% | 536.2 | 706.9 | 170.7 | 4.9 | △4.4 | △9.3 |
| | 61～80 | 270.7 | 318.5 | 47.8 | 2.7 | 1.1 | △1.6 |
| | 41～60 | 276.3 | 284.4 | 8.1 | 1.3 | 1.4 | 0.1 |
| | 21～40 | 262.3 | 311.7 | 49.4 | 2.6 | 5.5 | 2.9 |
| | 0～20 | 329.3 | 385.4 | 56.1 | 2.1 | 4.4 | 2.3 |

資料　FRB
（注）　年金積立金は純資産から除外。

家計債務は，所得の伸びを上回る消費により増加する。これは貯蓄率（「可処分所得－個人消費」／可処分所得）低下を意味する。家計を所得階層別に分けてみると（第１表），92～2000年間において，貯蓄率の低下は所得階層81～100%層（以下「富裕層」）に偏っており，それ以外の層（0～80%層：以下「一般層」）をみると，61～80%層で若干の低下がみられるだけで，60%以下の層では逆に上昇している。いわゆる過剰消費は富裕層に集中していたことがわかる。

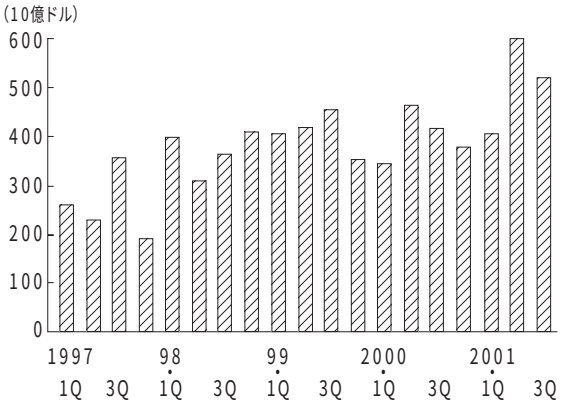
こうした過剰消費・債務増加は，資産価格上昇に伴う資産効果に裏付けられていた。第１表で純資産所得比率((「金融資産・住宅・耐久消費財等資産から負債を差し引いた純資産」／年間所得）をみると，92年から2000年にかけていずれの層でも上昇がみら

**第2表　所得階層トップ20%の家計保有資産額のシェア**

| | 1992年 | 1998 |
|---|---|---|
| 全資産 | 60.3 | 62.6 |
| 非上場株式 | 87.3 | 88.5 |
| 地方債 | 84.3 | 83.8 |
| 上場株式 | 81.0 | 83.1 |
| ＭＭＦ | 79.2 | 75.6 |
| 国債 | 81.1 | 75.6 |
| ミューチュアルファンド | 74.4 | 74.4 |
| 社債 | 81.0 | 71.4 |
| 住宅 | 48.2 | 47.0 |
| 耐久消費財 | 38.3 | 36.9 |

資料　FRB

**第2図　家計のモーゲージ借入純増額**




資料　FRB

れ，特に富裕層での上昇が大きかった。

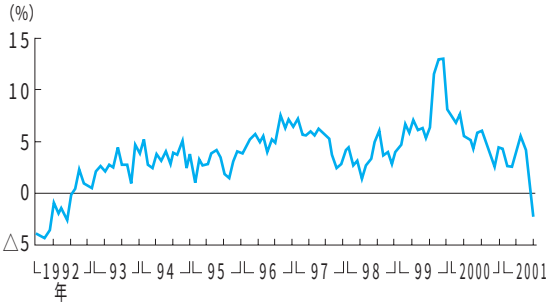
次に富裕層保有資産額の全家計保有資産額に対する比率をみると（第２表），株式等主な金融資産の大半が富裕層に保有されている一方（上場株式は83%，非上場株式は89%），富裕層の住宅保有シェアは47%，耐久消費財保有シェアは37%にとどまっている。以上から，富裕層の資産効果は株式，住宅の両方から，一般層の資産効果は主として住宅からもたらされたことがわかる。

ここで資産価格変動の家計需要への影響を，株式，住宅別に整理してみよう。

まず株式であるが，90年代の株価上昇は，主に富裕層に資産効果をもたらし，高額品消費拡大に寄与したが，2000年後半以降の株価下落が逆資産効果を引き起こしたか否かについては，議論が分かれている。「株式保有者の大半は保有する純資産が厚い富裕層であるため，株価下落の消費への影響はもともと軽微である」との見方もある。しかし過去のデータは，株価と消費者信頼感指数の間の比較的高い相関関係を示している。今後仮に株価が低迷した場合，そのことは債務返済圧力と直接関係ないが，マインド面から消費が抑制される可能性は否定できない。

次に住宅であるが，住宅の資産効果も同様に消費需要を拡大させたが，今後価格が下落に転じるのか，またそれに伴う逆資産効果が家計需要に影響を及ぼすかどうかが注目されるところである。2001年４～６月期から住宅ローン借入純増額が急増した（第２図）。特に，既往住宅ローンの借り換え時に，担保となる住宅の価格上昇を利用して，借り増しをする事例が増えた。借り増しをすれば元金返済負担が高まるが，年初からの度重なる金融緩和によりローン金利は低下しており，借り換えに伴う利払い負担減少がこれを部分的に相殺した。そして借り増しで得た資金の大部分は消費に向けられるか，既借入消費者ローンの返済に充てられた。住宅金融会社の融資姿勢も積極的で，担保掛目100%まで貸し出すことも珍しくなかった。2001年（特に前半）において

**第3図　新規一戸建て住宅価格上昇率(前年同月比)**




資料　米国商務省

は，景気全体が減速するなかで個人消費が意外と底堅いという特徴がみられたが，背景にはこうした事情があった。しかし，この錬金術は住宅価格が上昇するという前提があって成り立つものである。

ここで住宅価格の推移をみると，新規一戸建て住宅価格（中位価格）の前年比上昇率が最近急速に衰え，直近ではマイナスに転じた（第３図）。この統計は新規に販売された一戸建て住宅価格の中央値を示しているもので，恐らく最近の都市部で高額住宅が売れなくなった状況を反映しているものと思われ，既存住宅の評価額下落を直ちに意味するものではない。しかし今後，過去数年間前年比二けたの上昇率がみられた都市部を中心に，住宅価格が下落する可能性がある。

担保住宅価格が下落すれば，その分の債務返済を求められることもあるだろう。住宅ローンの30日以上支払い遅延比率は既に10%を超え，過去の景気後退時よりも高い水準となった。このような家計財務のバランスシート悪化が，今後数年間にわたり家計需要にとっての潜在的リスクとなる。少なくとも，これまで盛んであった住宅価格上昇を利用した借り増しによる消費底上げは，みられなくなるだろう。

### (3)　次回景気回復は企業部門がリード

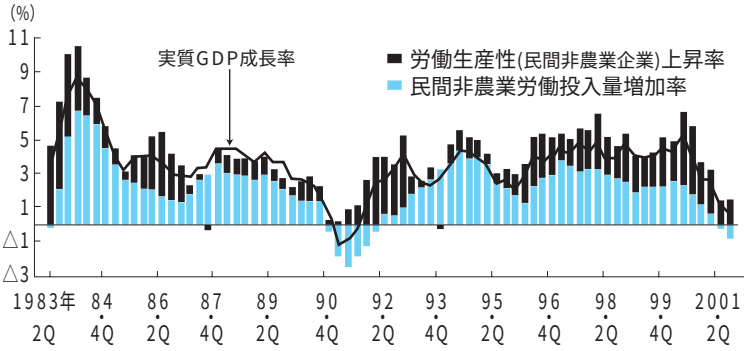
2001年「米国経済白書」では，「ニューエコノミー」という表現が多用された。これは，景気拡大の長期持続，失業率低下と共存する物価安定，株価の持続的上昇，財政赤字の縮小，IT産業中心への経済構造転換といった，90年代を通した比較的良好な経済パフォーマンスを総称したものである。ここ１年の間のハイテクバブル崩壊に始まる景気後退によりニューエコノミーは終焉し，今後米国は，新たな成長パターンを模索することとなる。

現状の米国景気には三つの別々の流れが複雑に絡み合っている。第一は，雇用情勢悪化に伴う個人消費の失速である。第二は，テロ事件のショックで一時的に混乱した経済活動や落ち込んだ需要の平常状態への復帰という，短期的な回復傾向である。第三は，2001年秋におけるゼロ金利ローン適用に伴う自動車販売急増に代表される，値下げ販売の需要先食いである。

第二と第三の流れにより，景気好転を示唆する経済指標も幾つかでており，株価や長期金利がこれらに反応して上昇した。しかしこれらはあくまで傍流であり，第二の流れは2001年末ごろまでには消滅し，第三の流れは2002年前半における需要の反動減をもたらそう。

現時点での本流は第一の流れである。

**第4図　米国の実質GDP・労働投入量・労働生産性増加率（前年同期比）**




資料　米国商務省，米国労働省

2001年のクリスマス商戦の不振が示すように，消費の足取りは重い。無論，消費を支援する材料もいくつかある。2001年初頭からの度重なるFRBの利下げに伴う住宅ローンや消費者ローンの金利低下，減税措置，石油価格の下落は，消費者の購買力低下をある程度カバーした。しかし多くの企業は人員削減の手を緩めておらず，一部企業は2001年末賞与の大幅削減も含め賃金切り下げに着手していることから，個人の所得環境には依然改善の兆しがみえていない。

では，米国経済は今後どのようなシナリオを描くのであろうか。ここで前回景気後退の後，どのような回復の道筋であったか振り返ってみよう（第４図）。実質GDP成長率（前年同期比）の足取りをみると，89年後半から減速した景気は91年１～３月（景気の底）以降反転し，その後92年10～12月期（第一の山）まで急速な景気回復がみられた。その後若干減速してから94年４～６月期（第二の山）まで再度拡大した。この実質GDPの動きを労働投入量と労働生産性に要因分解すると，まず景気の底までの減速過程では労働投入量が減少した。その後第一の山までは労働投入量が減少，あるいはほとんど増加しない一方，労働生産性の上昇が実質GDP成長率を押し上げた。次に第一の山から第二の山の間では，労働生産性があまり伸びなくなった一方で労働投入量が急速に増加した。この一連の動きの背景について敷衍すると，まず景気の底前後から，企業は人員削減を中心とする徹底的な合理化を行った。その後の第一の山に至るまでの景気回復過程では，ほとんど雇用者数が増えなかったため，この回復はジョブレスリカバリーと言われた。91年以降景気が回復に転じたのは雇用削減により企業収益が高まっただけでなく，IT産業がリーディングインダストリーとしての地位を固め，IT投資を中心とした設備投資ブームが始まり，技術革新が需要と噛み合うことで経済メカニズムにうまく組み込まれたからである。93年になると企業収益が安定的に増加するようになり，このころから雇用者数が顕著に増加した。91～94年の景気回復パターンをまとめると，「雇用削減→企業収益回復（＋技術革新の経済へのビルトイン）→設備投資増加→景気全般の回復→雇用増加」となる。

当社の経済見通しによれば，米国景気は2002年後半から回復するとみている（第３表）。恐らく91年以降と同様に企業部門が景気回復をリードするものとなろう。企業設

**第3表　2001年・2002年米国経済見通し（概要）**

| | | 2000年 実績 | 2001年 通期予想 | 上半期（1～6月）実績 | 下半期（7～12月）予想 | 2002年 通期予想 | 上半期（1～6月）予想 | 下半期（7～12月）予想 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 実質ＧＤＰ | % | 4.1 | 1.1 | 1.2 | △0.7 | 0.9 | 1.2 | 2.1 |
| 個人消費 | % | 4.8 | 2.7 | 2.9 | 1.0 | 0.6 | 0.1 | 1.3 |
| 設備投資 | % | 7.6 | △2.4 | △3.7 | △8.4 | △2.3 | △1.5 | 2.5 |
| 住宅投資 | % | 11.1 | 1.8 | 5.4 | 2.5 | △2.3 | △4.1 | △3.5 |
| 在庫投資 | 10億ドル | 50.6 | △42.6 | △32.7 | △52.6 | 3.3 | 1.5 | 5.0 |
| 純輸出 | 10億ドル | △399.1 | △406.1 | △405.6 | △406.6 | △395.8 | △400.0 | △391.5 |
| 輸出 | % | 9.5 | △3.7 | △4.7 | △12.2 | △1.6 | 1.6 | 3.8 |
| 輸入 | % | 13.4 | △2.3 | △4.8 | △8.9 | △1.8 | 0.2 | 1.6 |
| 政府支出 | % | 2.7 | 3.2 | 4.7 | 2.5 | 3.6 | 3.8 | 4.4 |

資料　農中総研作成
(注)1．単位が%のものは，前年比増減率または前半期比年率増減率（半期の増減率を年率換算したもの）。
　　2．在庫投資と純輸出は実額。

備投資については，既往設備の更新投資を中心に回復に向かおう。参考までに，Ｙ２Ｋ対応で99年後半に導入したPCのハード・ソフトの更新時期は，平均耐用年数を勘案するとちょうど2002年後半にあたる。一方更新投資を上回る純投資は，設備稼働率が20年ぶりの低水準にあることや，企業収益が足元ではまだ弱くここ１年程度の間に急回復することも考えにくいことから，ごく限定的なものとなろう。なお90年代のIT産業に匹敵するようなリーディングインダストリーが成長するかについては，バイオテクノロジー，医療，セキュリティー産業が候補としてあがっている。しかし，これら産業の将来性について確かなことはまだわからない。

また半導体市況は最悪期を脱したようで，アジアの一部（韓国等）で景気底入れの兆しもみえることから，輸出は緩やかに回復に向かうであろう。

これに対して2002年一杯は，企業の雇用者数削減が続き，また企業によっては賃金切下げも行うであろうから，家計の所得環境は厳しいものとなろう。また2002年前半には，前年秋以降の自動車販売へのゼロ金利ローン適用に代表される値下げ販売の反動減が起きることはほぼ確実である。こうした金利負担免除はメーカーの収益を圧迫するため長続きしないからである。これら全体を勘案すると，年前半の個人消費は横ばいか若干上向く程度にとどまり，年後半に緩やかな回復の足取りを示すであろう。

このように雇用情勢の改善が遅れるため，景気遅行性がある賃金上昇率（前年比）は現在の4%程度から2002年には２～３%へと鈍化するであろう。一方一次産品価格は景気に先行した動きをする。一次産品価格指数として代表的なCRB指数（原油・貴金属・工業用原材料・穀物等価格を指数化したもの）は2001年11月ごろから上昇に転じており，これまで１年以上下落を続けてきた同指数にも基調変化がみられる。2002年においては，工業用原材料の価格が反転するものの労働コストがさほど高まらないため，物価は，医療保険や教育等サービス料金が構造的に上昇している費目を別とすれ

ば，総じて上昇力を鈍化させるであろう。FRBは，2002年一杯は景気の下振れリスクに留意した金融政策を継続するであろう。

## 3．成長の二極化続くアジア経済

――回復力弱いNIES・ASEAN，堅調さを維持する中国――

### (1)　IT不況に直撃されたアジア

アジアは1999，2000年と，IT製品輸出に主導される形でV字型の景気回復を遂げた。成長の度合いは輸出依存度（輸出／GDP），IT製品輸出比率（IT輸出/輸出）の高さにほぼ比例しており，このメリットを最大に受けたNIES，マレーシアの成長はいちだん高かった。

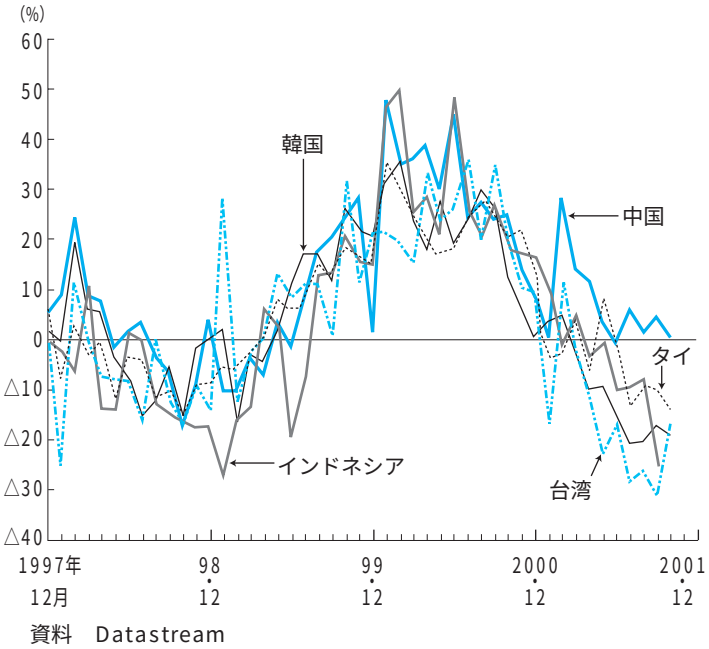
しかし，2000年央をピークに，世界のIT需要を牽引してきた米国の輸入が鈍化，その後先進国全体でITブームの崩壊状態となるに至り，IT製品の輸出に依存してきたアジア経済は失速の度を強めた。アジアは中国を例外に，各国とも2001年に入り，輸出は前年比マイナスを記録している（第５図）。加えて昨年９月の同時テロショックによる外部環境の更なる悪化で，輸出底入れを通じた回復期待は一層遠のいた。

NIESを中心とするアジアの大幅な景気減速は，「対米IT輸出」要因の剥落，反転が主因であり，「山が高かった分谷も深い」状態となっている。アジア各国の対米輸出依存度は現状20～30％程度だが，部品，中間財の形でいったんアジア域内に輸出され最終的に米国に出荷される分をカウントすると30～40％に及ぶとみられる。米国も息の長いIT関連投資を続けるなかで，ハードウェアはアジアからの調達に依存する構造を強めていた。

半導体などの電子部品は，生産過剰→数量・価格下落のサイクルを過去に何度も経験してきたが，今回の調整はかつてない規模であり期間も長期化している。また，最終財以上に中間財，部品での落ち込みが激しくなっている。コンピュータ・周辺機器に比べ，半導体等電子部品の生産数量の減少幅が大きく，かつ価格下落のスピードはそれを上回って進行した。

この背景には，需給ギャップの規模だけでなく，調達側の米国企業を中心にサプライ・チェイン・マネージメント（SCM）等を活用し，自らの在庫変動リスクを最小

第５図　アジア各国のドル建て輸出の推移(前年比)




資料　Datastream

化し，そのリスクを上流部門の部品メーカー等に転嫁しようとする企業行動が一般化していた影響も大きいとされる。

今回のITブーム局面では，仮需も含めて最終財メーカーの需要見込みが強まると，中間財，部品等を生産する上流部門に発注が増幅した形で波及した。一方，ブームの終焉に伴う需要の減少局面では，反対に上流部門ほどスパイラル的な生産縮小と大きな価格下落が発生した。世界のIT供給基地となっていたNIESを中心とするアジアの企業，特にメモリー，液晶，HDDなどの部品メーカー，委託生産を行うファンドリー企業などがこのブームのアップ・ダウンの影響を集中的に受けることになった。

### (2) 回復力の弱いNIES，ASEAN

NIES，ASEAN経済の回復は，短期的には米国を中心とする先進国経済及びIT製品需給の動向次第とならざるをえない。現状その先行きは不透明感が強いが，われわれのメインシナリオでは米国経済が2002年後半には回復，輸入も増加基調に転じるに従い，アジアの景気も緩やかな回復過程に戻ると予想する。

足元，半導体などで市況底入れを示唆する幾つかのサインが出ている。例えば，米国半導体工業会（SIA）によると，世界の半導体売上は前月比ベースでは2001年後半以降，下落幅が縮小しており数量ベースでは既に増勢に転じていることから，金額ベースでも底入れが視野に入っているとみている。また，世界最大手の半導体ファンドリー企業である台湾のTSMCの売上は，2001年第３四半期に前期比で増加に転じ，年末にかけて受注が緩やかに回復するとの見通しを発表している。こうした外部環境の改善を好感して，韓国，台湾等NIESの株式市場は足元相当の上昇となっている。

しかし，IT需給の改善が持続し本格的な回復につながって行くのかについては，依然慎重にみておく必要があろう。米国の輸入需要の回復を想定しても緩やかなものにとどまること，一方でITの供給は2000年にアジアで大幅に増加した関連の設備投資が2002年以降に本格的な供給増につながる可能性もあって，供給過剰状態が2002年内に解消する見込みは小さいとみられる。これを反映してIT製品価格は底入れ後も上昇力は弱く，2002年のアジアのIT輸出も前年の激しい落ち込みに対する緩やかな回復にとどまると予想される。結果，輸出の本格的な回復が難しいことから，NIES，ASEANでは設備投資，個人消費の内需の盛り上がりは期待し難く，景気回復力も弱いと予想される。

このような状況で，もし米国経済，世界経済の回復が遅れ，IT製品輸出の底入れが予想より遠のくような場合，アジアにとって最大のダウンサイドリスクとなろう。NIES，ASEANの現状は，内需が自立的に一定の成長モメンタムを持ちうる構造となっていない。

台湾はハイテク企業も含めて中国大陸への進出が加速し，産業空洞化と雇用環境悪化が続いており，これが不良債権問題の深

刻化にもつながっている。また，昨年９月の台風による大きな被害，特に台北近辺での洪水による生産，物流の混乱が内需の不振に拍車をかけた。香港，シンガポール，マレーシアの内需規模は小さく，輸出セクターの落ち込みが投資，消費の冷え込みに直結している。さらに，台湾，マレーシアでは積極財政が採られているものの，所期の効果は現れてきていない。

タイ，インドネシア，フィリピンでは，外需回復の遅れは景気回復を困難とするだけでなく，金融システム問題の再燃，金融市場の波乱等につながるリスクを内在している。同時テロの発生後，インドネシア，マレーシア，フィリピンではイスラムの問題が政治的安定に影を落とした。また，アルゼンチンのデフォルト懸念などもあって，国際的な資金の流れは「質への逃避」の度を強め，アジアへの民間資本流入が細る傾向が既に出ている。こうしたなかで景気腰折れ，構造改革の遅れなどが顕在化する事態は，経済金融面だけでなく様々な問題を発症させる危険があろう。

NIES，ASEANのなかでは，韓国が例外的に内需に一定の安定感があり，下振れリスクが小さいといえる。2001年第３四半期の韓国の成長率は前年比＋1.8%，前期比＋1.2%と，テロショック後のアジア各国が軒並み大きなマイナスを記録するなか目立った強さを示した。民間消費の堅調さは，３％程度で落ち着いている低失業率の寄与が大きい。

韓国は，通貨危機後の構造改革がアジアのなかでは最も徹底した形で実施され，企業，金融セクターでの淘汰，再編が進捗した。生き残った財閥企業では雇用調整がほぼ終了しており，リストラされた人材もサービス部門に相当吸収され雇用と消費の安定につながっている。輸出産業についても，ITへの傾斜が他のNIESより低く多様化している。例えば，2001年の韓国の自動車輸出は，台数ベースでは前年を若干下回るものの，RV車など高価格車の販売が好調なため輸出額は前年を約５％上回る130億米ドルに達する見通しである（韓国自動車協会）。

### (3)　堅調さを維持した中国経済

世界経済が大きく減速，NIES，ASEANの成長見通しが相次いで下方修正されるなかで，中国経済は堅調に推移し，他のアジア諸国との間で成長の二極化傾向がはっきりした。中国は，2001年については当初目標の7%成長を達成し，今年も同程度の成長が見込まれよう。

昨年，中国経済が堅調さを維持できた第一の要因は，輸出依存度，IT輸出依存度ともにその他のアジア諸国と比較していちだん低く，その分外需の下押し圧力が小さかったためである。中国の輸出品は依然として労働集約財が中心であり，ITバブル崩壊の厳しい外部環境から相対的に遮断される形となった。この点はベトナムについても当てはまる。中国の輸出は，世界経済の急減速で昨年後半には息切れ状態になったが，それでも1～10月間では前年比で6.1%

増を維持しており，他のアジア各国と比べると堅調であった。

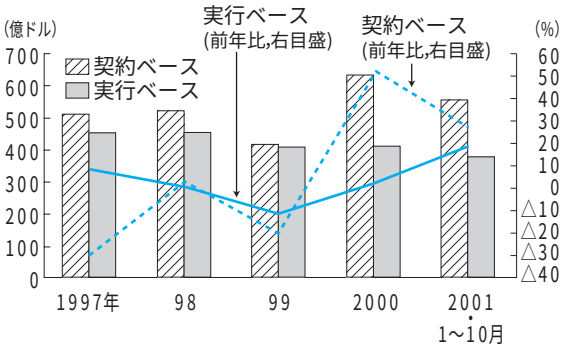
第二の要因として，積極的な財政支出が内需の腰折れを回避した点がある。昨年後半以後の輸出減速局面で，中国は財政刺激による景気維持の度合いを強めた。昨年は1,500億元（１元＝約15円）の国債発行を行い，これによりインフラ投資の拡大，公務員給与の30%引上げ等が実施された。今年に関しても，輸出環境の厳しさが残るなか，前年を20%上回る1,800億元の国債を発行する意向が示されており，中国は７%以上の成長目標達成のために積極財政により内需を支える政策を継続する。

第三の要因として，中国への直接投資流入が引き続き高水準を維持したことがあげられよう。近年，中国への直接投資は年間実行ベースで400～500億ドルと安定的に推移している。2001年の実績も１～10月で，契約ベースで前年比26.9%増の552億ドル，実行ベースで前年比18.6%増の373億ドルとなっている（第６図）。

中国産業の強みが，低賃金をベースにした労働集約財の価格競争力に依存する段階からレベルアップし，労働力の質，技術開発力，部品・中間財の現地調達の容易さ，インフラの整備等を踏まえ，グルーバル市場のなかで戦略的生産，販売拠点とする認識が外資系企業に深まっている。加えて，WTO加盟や2008年の北京オリンピック開催などの要因もあって，中国への直接投資は中長期的なモメンタムを獲得したといえよう。

中国は財政刺激，直接投資の流入持続が内需を下支えする形で，昨年１～10月の固定資産投資は前年比17.4%増加となった。個人の不動産・住宅投資も住宅改革もあり好調で，これに関連した耐久財消費が堅調なことも手伝って個人消費も安定した動きとなった。

**第6図　中国の直接投資受入状況**




資料　「中国統計年鑑」「中国通信」から作成

### (4)　成長の二極化が2002年も持続

2001年のアジア経済は，内需主導の成長を維持できた中国とIT不況に直撃されたNIES，ASEANで対照的なものとなった。こうした成長の二極化傾向は，今年NIES，

**第4表　アジア経済見通し**
**―実質GDP成長率―**

（単位，%）

| | 2000年（実績） | 2001年（見通し） | 2002年（見通し） |
|---|---|---|---|
| 韓国 | 8.8 | 2.0 | 3.2 |
| 台湾 | 5.9 | △2.0 | 2.0 |
| 香港 | 10.5 | △0.4 | 2.0 |
| シンガポール | 9.9 | △2.6 | 1.7 |
| タイ | 4.4 | 1.1 | 2.3 |
| マレーシア | 8.3 | 0.0 | 2.9 |
| インドネシア | 4.8 | 2.9 | 2.9 |
| フィリピン | 4.0 | 2.4 | 2.8 |
| ベトナム | 6.1 | 6.1 | 5.9 |
| 中国 | 8.0 | 7.4 | 7.4 |

資料　ＡＤＢ（2001年12月）
（注）　台湾，香港の見通しは2001年11月時点のもの。

ASEANが緩やかな回復局面に入っても続こう（第４表）。

中国経済は堅調な内需を維持しつつ，輸出においても着実な産業競争力の高まりを背景に，今後の成長余地が期待できる安定成長の局面に，少なくとも中期的に入った可能性がある。実態的には，アジアの「成長のエンジン」としての中国の存在は既に大きく，アジアの経済関係は中国を軸に再編されていく動きが強まっている。

NIESでは従来輸出相手国として米国に次ぐ地位にあった日本の地位が後退し，代わって中国が台頭している。香港，台湾は「グレーター・チャイナ」として中国との貿易・投資関係の一体化は以前から強かったが，近年では韓・中の経済的結びつきも顕著に高まっている。

例えば，昨年の韓国の輸出は日本向けが大きく縮小した結果，中国向けを下回る見込みである（1～10月で対米261億ドル，対中152億ドル，対日140億ドル，対香港79億ドルの順）。直接投資先でも，以前から中国は米国に次ぐ地位にある。今後，中国のWTO加盟や北京オリンピック開催で，地理的にも近い韓国が相当の輸出メリットを受けるとの見方が強く，韓国企業の中国への関心は強い。

中国，ASEANの関係では，東南アジア側に中国製品の急増，また直接投資が中国へ流れASEANに来ないのではないかといった「中国脅威論」がある。一方で，中国企業によるASEANへの積極的な直接投資や両者間での自由貿易圏協議が開始されるなど，経済的な相互依存関係も緊密になっている。

今後，NIES，ASEANは中国の存在を「成長の源泉」としてうまく取り込んでいくと同時に，自らの成長産業をどのように育て，またアジアでの分業関係をどのように再構築していくのか模索する段階に入ってきているといえよう。

## ４．2002年度下期から短期循環的回復へ

**――米国経済回復に依存，自律回復は望めず――**

強力な経済対策と，絶好調の米国経済向け輸出に支えられて99年４月から始まった緩やかな景気回復は，外需に支えられたIT関連産業に牽引されたものの，内需の力強い回復を伴わず，米国のITバブルの終焉とともに史上最短の１年半で終了した。2001年４月に発足した小泉内閣は，四面楚歌の日本経済の情勢を打開するため，特殊法人改革，国債発行抑制，公共事業削減などの構造改革に取り組んでいる。しかし構造改革に対する各界の抵抗は予想通り強く，現在までのところ思ったような成果をあげていない。

小泉政権がマイナス成長も辞さない形で公共事業削減などに取り組んでいるため，2000年秋から始まった景気後退は，戦後最悪といっていい状態にある。2001年度に入ってからの実質経済成長率は，４～６月期△1.2%，７～９月期△0.5%と98年以来の２四半期連続マイナス成長となり，さらにマイナス成長が続く可能性がある。弱い

内需を巡って企業が消耗戦ともいえる激しい値引き競争を繰り広げているため，物価の下落は進行し，前年比△１％程度のデフレ状態が続いている。

### (1)　衰える日本の経済成長力

日本の経済成長力が衰えてきているのは，80年代，90年代を比較すれば一目瞭然であろう（第５表，第７図）。

平均実質経済成長率は80年代の4.2%から90年代は３分の１弱の1.3%へ低下し，さらに97～2000年度の直近４年間では，実質で平均0.8%，名目では平均△0.1%とマイナスになっている。個人消費は80年代の3.6%から90年代は1.5%へ，民間設備投資は80年代の8.5%から90年代の0.1%へそれぞれ大幅に低下し，結果的に民間需要が80年代4.7%から90年代0.8%へと落ち込んでいる。一方で公的固定資本形成（公共事業）は，90年代に総計100兆円以上の数次にわたる経済対策を行ったため，80年代の0.8%から，90年代の2.6%へ上昇した。しかし直近４年間では度重なる経済対策の反動で平均△3.1%とマイナスになっている。長期間にわたって日本経済の特に国内民間需要が弱まり，それを公共事業で下支えしてきたものの，財政のひっ迫で息切れしつつあるのが現状の日本経済といえよう。

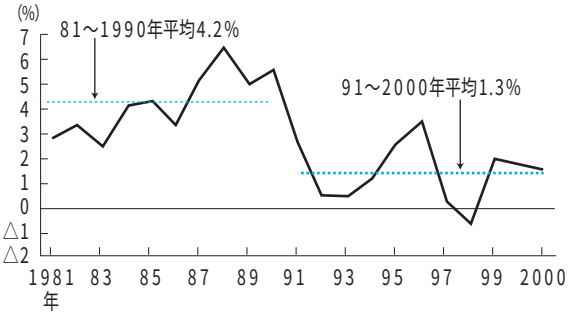
**第5表　日本の平均経済成長率の変遷**

（単位，%）

| | 1981～1990年 | 91～2000 | 97～2000 |
|---|---|---|---|
| 実質成長率 | 4.2 | 1.3 | 0.8 |
| 名目成長率 | 6.1 | 1.3 | △0.1 |
| 個人消費 | 3.6 | 1.5 | 0.5 |
| 民間設備投資 | 8.5 | 0.1 | 3.2 |
| 公的固定資本形成 | 0.8 | 2.6 | △3.1 |
| 輸出 | 5.3 | 4.4 | 5.0 |
| 国内需要 | 4.2 | 1.3 | 0.4 |
| 民間需要 | 4.7 | 0.8 | 0.2 |
| 公的需要 | 2.6 | 3.0 | 1.1 |

資料　内閣府「国民経済計算」93SNA基準
（注）　実質増減率。

**第7図　過去20年間の経済成長率の推移**

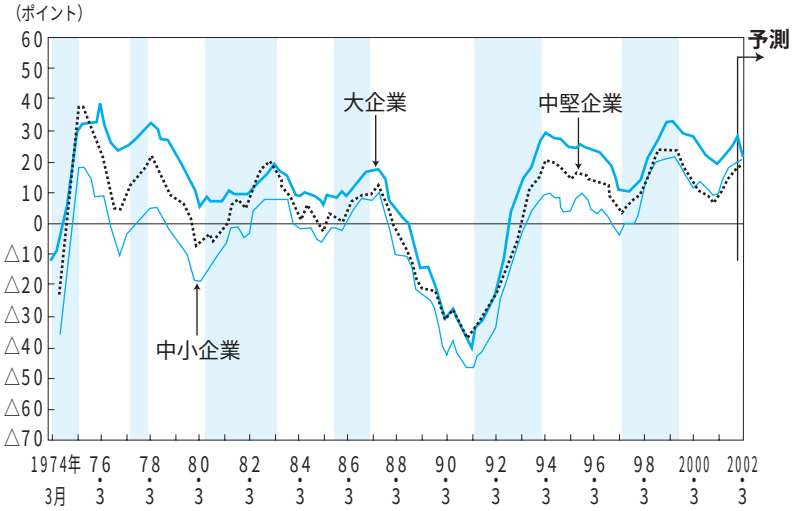



資料　第5表に同じ
（注）　実質経済成長率。

長期間にわたって日本の経済成長力が衰えた理由として，過剰債務，過剰設備，過剰雇用の三つの過剰問題がいまだに解決にいたっていないことがあげられる。企業の債務問題は，金融機関の相次ぐ債権放棄，不良債権処理にもかかわらず，新たな不良債権の発生が止まらず，リスク管理債権の残高は逆に増加傾向にある。景気の低迷による企業倒産の増大で不良債権が次々と発生していることと，要注意債権などに分類されている貸付先が，不良債権化してきていることが原因となっている。さらに国の債務である政府長期債務残高は2001年度GDP比で133%に達する見通しであり，財政再建の第一歩であるプライマリーバランスの達成でさえも，見通しが立たない状態である。

また企業経営者の設備過剰感・雇用過剰感はいまだに強い。2001年12月調査の日銀短観の設備判断（「過剰」－「不足」・ポイン

第８図　短観の雇用判断の推移




資料　日銀「短観」
(注)　大企業(1983年2月以前のデータは主要企業全産業)
中堅企業(1983年2月以前のデータには非製造業を含まず)
中小企業(1983年2月以前のデータには非製造業を含まず)

ト)は，大企業製造業で31，全規模製造業でも30であり，雇用判断も大企業で28と，高止まり状態が続いている。99～2000年の景気回復では，設備投資増大の波及がIT関連産業以外には広がらず，IT関連産業以外の過剰設備はあまり廃棄・更新が進まずに推移している（第８図)。

このように，日本経済が抱える基本的な問題はいまだに解決されておらず，長期低迷から脱却するのは容易なことではない。小泉内閣の現在の構造改革の進展具合では，2002年度の経済成長率を押し上げるほどの効果は期待できまい。中期的には日本の実質潜在経済成長率はゼロ～1%前後にとどまるであろう。

このような情勢のなかで，2001年度の実質経済成長率は，現行の推計方法となって以来最悪の△1.2%にまで落ち込むと予想する。2002年度も上期まではマイナス成長が続くが，米国経済が2002年はじめからプラス成長に転じ，2002年半ばから明確に成長率が高まってくるにつれて，国内経済も2002年度下期から輸出・民間設備投資が上向くと予想する。このため，2002年度通期では戦後初の２年連続マイナス成長の可能性が高いが，マイナス幅は2001年度よりは縮小し，△0.6%程度となるであろう。

ただし内需は弱いために自律回復は望めず，外需に依存した短期循環的な景気回復にとどまる。2003年度以降も，米国等の状況にも依存する部分が大きいが，構造改革の進展具合にも依存するであろう。

### (2)　2002年度経済見通しの前提

財政に関しては，12月４日閣議決定の2002年度予算編成方針に基づく予算編成を前提とした。財務省原案では，新規国債発行：30兆円以内の方針のもと，税収：46.8兆円（2001年度比：△3.9兆円)，税外収入を4.4兆円とし，歳入規模は81.2兆円となっ

た。これは2001年度当初予算に対し△1.4兆円の減額，補正予算累計後との比較で△5.2兆円程度の減額予算になる。なお，2002年度も物価下落が継続し，政府見通しでも名目GDPはマイナス成長となることは避けられず，税収見通しの減少幅がさらに拡大する可能性もある。なお，現状では，2002年度における補正予算策定は前提としていない。

公共事業予算は2001年度比１割減額を基本的な考え方とする。政府消費支出については雇用保険給付の増加は見込まれるが，医療費抑制，公務員数純減，経費削減に加え，年金給付の物価スライド制停止解除の検討も行われており，伸びの鈍化を見込む。

金融政策では，2001年３月から開始された日銀当座預金を操作目標とする量的緩和政策は短期金融市場に流動性を供給し市場金利を低下させた点からは効果を上げているが，デフレ脱却を目指して実態経済に対し金融政策面から影響を与えるという点では，行き詰まり感が強くなっている。金融緩和に関する論議は「インフレ目標」設定論が鎮静化し，実行する政策手段と効果の検討が重要であるとの認識から，外債購入を含む「非伝統的金融手段」の当否の検討に移っている。日銀と銀行の間の金融システム外に，金融緩和効果を直接的に波及させていく政策手段の採用の可能性が考えられる。

不良債権処理は，大手行が下期に大口問題先の処理の積極化を明らかにしているが，特別検査の結果を受け，大口要注意先を中心とする査定の厳格化を通じた措置が予想される。これによって，経営悪化銀行への資本再注入の必要性や金融再々編もありえよう。

### (3) 需要項目別見通し

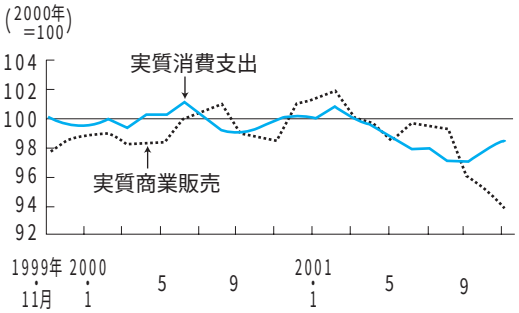
#### a．雇用と消費

銀行の不良債権処理，国内外需要の低迷，デフレによる実質債務増大・売上高目減りの圧力を受けて，2001年暦年の企業倒産は戦後最高水準の２万件に近づいている。このため，建設業等構造不況業種からの失業者は増大し，完全失業率は2001年度中に５％台後半となり，2002年度には６％程度となる可能性が高い。政府は雇用対策を目玉に据えた2001年度補正予算を組んだが，雇用を吸収する成長産業は今のところ見当たらず，雇用情勢は当面厳しい状態が続くであろう。

民間消費は，2000年冬のボーナスがプラスに転じたことなどから2001年はじめにかけて，やや堅調に推移したものの，2001年春以降の企業業績・雇用情勢悪化の影響で，低迷傾向が明確になってきている（第９図）。

このため，家計の所得の減少傾向が続く。先行き雇用の不安，医療費等社会保障負担の増大による消費者マインドの悪化がこれに拍車をかけ，個人消費は2002年度上期まで前期比マイナスが続く。しかし下期は，輸出企業を中心に業績が回復し，半導体等の設備投資が活発化してその他の産業

**第9図　消費支出と商業販売（実質）**




資料　経済産業省「商業販売統計」，総務省「家計調査」
(注)　季節調整済み前期比3ヶ月移動平均，全世帯実質消費支出，商業販売はCPIで実質化。

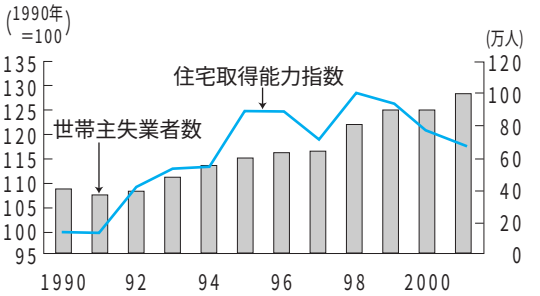
に受注増などが波及し，冬のボーナスや給与は回復に向かい，消費も前期比横ばいにまで持ち直すであろう。結果的に2002年度の個人消費は△0.6%となって，2001年度よりもマイナス幅は縮小していくと思われる。

### b．住宅

民間住宅投資は，2002年度は前年比△4.8%のマイナス成長が見込まれる。住宅価格の低下，低金利，住宅取得促進税制（住宅ローン減税）というプラス要因はあるが，雇用不安から人々は持ち家の購入に一層慎重な態度を取ろう。住宅価格と資金調達能力の両面から人々の潜在的な住宅購入能力を測る住宅取得能力指数でみても，98年をピークに減少に転じている。足元で貸家投資が前年比プラスとなっているが，家賃下落から貸家についても投資意欲は弱まるであろう（第10図）。

また，これまでに住宅ローン減税の実施で住宅取得需要は先取りされてきており，１世帯当たりの住宅数は1.09戸（98年）と飽和に向かいつつある。しかし，住宅ローン

**第10図　住宅取得能力指数**




資料　住宅金融公庫「公庫融資　利用者調査報告　マイホーム新築融資編」
日銀『金融経済統計月報』，総務省「貯蓄動向調査」「労働力調査」
(注) 1.　住宅取得能力指数は（資金調達可能額/住宅価格）×100を1990年度=100として指数化したもの。
2.　資金調達可能額=貯蓄額+公庫融資平均借入額+民間ローン借入額
3.　民間ローン借入額=

$$\frac{(\text{勤労者年間収入}\times\text{返済負担率}(0.25)-\text{公庫融資平均借入額}\times\text{公庫ローン年賦率})}{\text{民間住宅ローン年賦率}}$$

4.　2001年度の世帯主失業者数は2001年10月現在の数値。

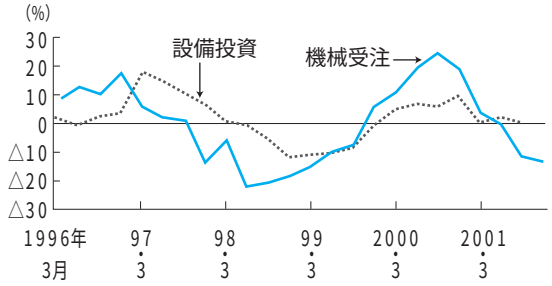
減税は家屋リフォームも対象にしていることから，既存住宅のリフォーム需要は底堅い。建設省「新建設市場の将来予測」によると，現在の住宅の潜在的リフォーム需要は約８兆円と推計されている。

### c．民間設備投資

99年からの景気回復を牽引した設備投資は，半導体価格の大幅な下落，パソコンや携帯電話の販売不振などにより，電気機械を中心とした製造業が2001年７～９月期に前年比△2.7%と減少に転じた。一方，企業の情報システム導入やインターネットの高速化，次世代携帯電話など情報通信機器を利用する産業の投資が増加し，非製造業は2001年７～９月期に前年比2.4%と３四半期ぶりにプラスとなった（財務省「法人企業統計」）。

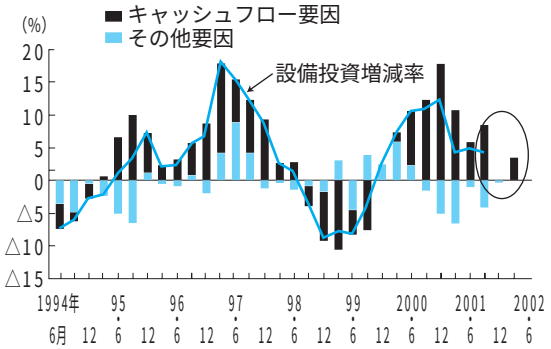
民間設備投資の６～９か月程度の先行指

**第11図　機械受注と設備投資の推移**




資料　内閣府「機械受注統計」
(注)　前年同期比。機械受注は船舶・電力を除く民需。
2001年10～12月期は見込み。

**第12図　設備投資の要因分解**




資料　内閣府「国民経済計算」，財務省「法人企業統計季報」
(注)　前年同期比増減率。キャッシュフローは3期先行
ln(I)=－3.1+0.88*ln(CF)+ln(OTHER)
(－5.5)(25.3)　　R2＝0.89
Iは実質設備投資額，OTHERはその他
CFはキャッシュフロー(経常利益/2＋減価償却費をGDPデフレーターで実質化)

標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は，2001年10～12月期まで２四半期連続の前年比二けたマイナスが見込まれている。また法人企業統計によると，企業の業績悪化で7～9月期は11期ぶりに全産業の経常利益が前年比マイナスに落ち込み，設備投資動向を左右する企業のキャッシュフローの伸び率は減少してきている（第11，12図）。

このため，2001年度下期に製造業を中心とした設備投資が減少するのは避けられないであろう。ただし非製造業の情報通信技術関連の投資は堅調に推移すると考えられ，全産業では機械受注よりも落ち込みは緩やかになると思われる。製造業は大幅に生産調整を進めているが，米国等外需が来年度上期から持ち直すにつれて，電気機械，IT関連産業等輸出企業を中心に設備投資は持ち直し，2002年度上期に前期比0.5%と微増に転じた後，下期は3.5%までプラス幅を拡大してくると予想する。

### d．財政・公的固定資本形成

新規国債発行30兆円以内という方針の予算編成を行った結果，2002年度一般会計の歳出規模は，2001年度当初予算との比較で△1.5兆円，補正累計後との比較で△5.2兆円程度の減少という緊縮的性格を持つ。

国の公共事業関係費１割削減と地方交付税減額，特殊法人への一般会計からの支出削減等によって，2002年度の名目公的資本形成は基本的に１割程度の減少が見込まれる。ただしデフレーターのマイナスによって，実質的減少は緩和され，実質で前年比△8.3%となる。また，政府最終消費支出は，従来３%台前半の伸びがみられたが，2002年度は1.7%と鈍化を見込む。雇用セーフティネットの関係予算や雇用保険給付の増加は予想されるが，医療費抑制，公務員数純減，一般経費削減に加え，年金給付の物価スライド制停止解除の検討も行われており，伸び率は低下しよう。

### e．外需

昨年夏より伸び率の鈍化がはじまった輸

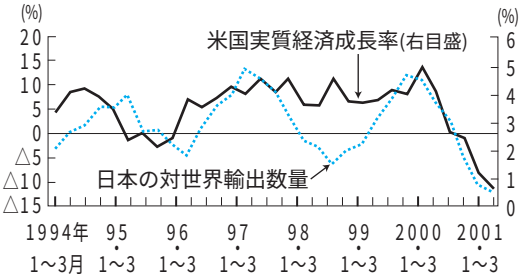
出数量は大幅な減少が続いていたが，足元でほぼ下げ止まった状態にある。特に輸出の中心となっていた半導体は，ピーク時の30～40%減まで落ち込んだ後，減少率が縮小しつつある。これは世界的に生産調整が進んだ上，新しいパソコン基本ソフト(OS)やテレビゲーム機の発売，中国などで携帯電話，デジタルカメラの普及により，半導体の市況が回復してきたことが大きい。

日本の対世界輸出数量は，米国の経済成長に依存する面が大きい。過去10年間の統計から推計すると，米国の実質経済成長率が前年比１%上昇すると，日本の対米数量は同3%弱上昇する（第13図)。米国経済が2002年1～3月期から実質プラス成長となれば，情報通信機器向けの半導体を中心に自動車，機械などの対米輸出も回復し，2002年上期の輸出は前期比で1.0%と微増に転じ，2002年度は1.6%のプラスとなろう。

輸入数量指数は，国内の生産調整により，原材料，金属等で大きく落ち込んでいる。しかし弱い内需に呼応して安い輸入品の浸透が進んでいるため，輸出数量ほどには落ち込んでおらず，下げ止まりから上昇の兆しをみせている。2001年度は内需の低迷により輸入は△3.4%とマイナスは続くが，2002年度は，企業設備投資や個人消費の持ち直しにより,0.3%とわずかながら上昇に転じるであろう。

なお2002年度の経常収支は，輸出増加，原油価格下落，米国テロ事件の影響による海外旅行減少でサービス収支赤字縮小，投資収益の増加による資本収支黒字増加により,2001年度の10.3兆円から2002年度は11.1兆円へ再び増加すると考える。

**第13図　米国経済成長率と日本の対世界輸出数量の推移**



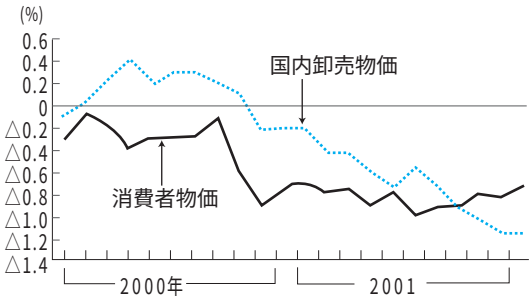

資料　U.S.Department of Commerce，Bureau of Economic Analysisi財務省「貿易統計」
(注)　前年同期比増減率。

### f．物価

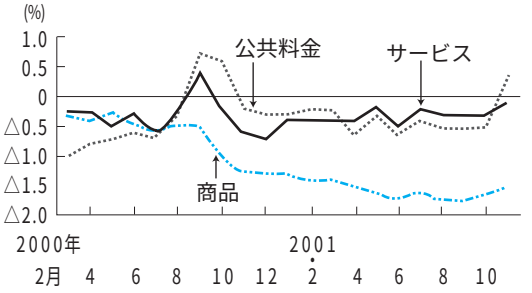
全国の生鮮食品を除いたコアの消費者物価は,2000年10月以降,前年比△0.7～△1.0%の間で推移し，デフレ傾向が定着してきた。電気・水道代を除くとほとんどの品目で下落している。ただしコアの消費者物価をみる限り，物価の下落幅拡大は止まったと思われる。国内卸売物価は，石油関連商品の値上がりが一時的な押し上げ要因となっていたが，原油価格の下落とともにマイナスに転じ，現在はマイナス幅が前年比△１%を超えて拡大傾向にある（第14図)。

消費者物価の商品では，パソコンなどの教養娯楽耐久財が前年比△20%前後と大きく下落しているのをはじめ，家電製品，衣類などの下落が続いているが，価格破壊競争もほぼ一巡し，生鮮食品を除く商品の対前年比は2001年５月以来，△1.7～△1.5%のレンジに収まっている。サービスは，ハ

**第14図　消費者物価と卸売物価の推移**




**第15図　消費者物価の各分類の推移**




資料　第14図，第15図とも総務省「消費者物価数」，日銀「卸売物価指数」
(注)　第14図，第15図とも前年同月比増減率。消費者物価は生鮮食品を除く全国総合。
　商品は生鮮食品を除く財，サービスは持ち家の帰属家賃を除く。

ンバーガーなどの値引き競争が一巡して外食のマイナス幅が縮小し，持ち家の帰属家賃を除くサービスは1月△0.4%から10月△0.1%と下落幅が縮小傾向にある。公共料金は，電気・水道代の値上がりで1月△0.2%から10月+0.4%と上昇に転じている（第15図）。

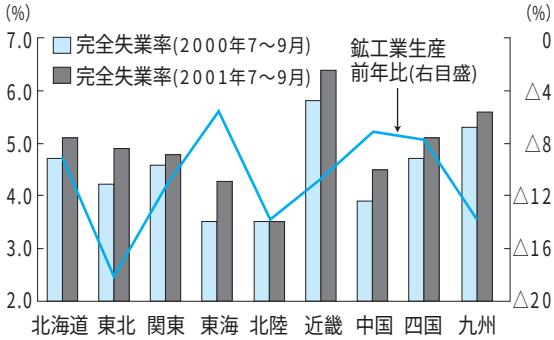
大半の商品やサービスで価格が下落し，成長率もマイナスとなっていることから，デフレは限られた需要を巡る競争の激化が主因と考えられる。2002年度上期に外需が回復し，下期から内需が持ち直せば，2002年度下期には消費者物価（生鮮食品を除く全国総合）は△0.4%まで下落幅が縮小していくであろう。

### g．地域経済

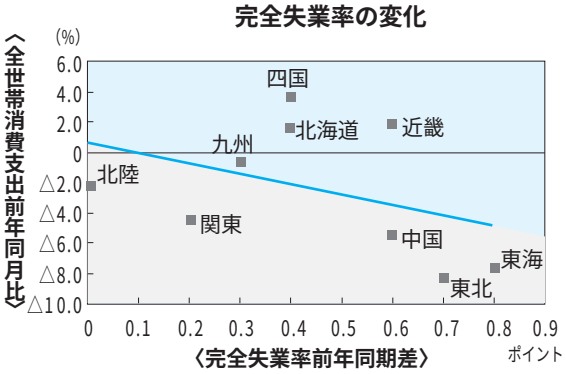
企業再編に伴う地方工場閉鎖などにより，雇用悪化の深刻化が懸念される。足元では，鉱工業生産の減少が必ずしも失業率の上昇につながっていないものの，電機産業を中心とする工場閉鎖が失業者増を引き起こしている東北を先行事例ととらえると，他地域の失業率は今後上昇する可能性がある。

足元では，失業率が急激に上昇した中国，東海，東北地方の消費支出の減少が際立っている。このように失業率の上昇は消費支出の減少をもたらすという不況の連鎖

**第16図　地域別鉱工業生産と完全失業率の変化**




**第17図　地域別家計消費支出と完全失業率の変化**




資料　第16図，第17図とも内閣府「地域経済動向」
(注)　第16図，第17図とも数値は2001年7～9月値。

が強まりつつある（第16，17図）。

国の公共事業予算の削減，地方交付税の減額，及び財務内容の悪化による資金調達能力の低下により，地方公共団体の財政手段を通じた景気下支えは期待できない。

### h．小さな政府の実現と成長産業育成

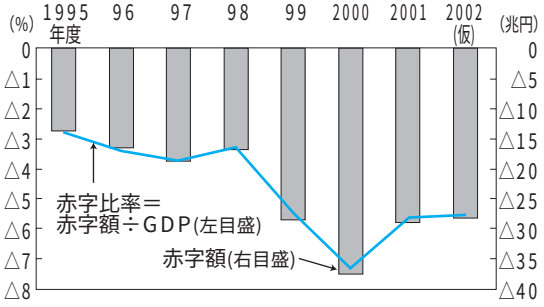
今回の経済見通しが米国経済の行方に大きく依存しているため，米国経済の回復が遅れた場合は，国内景気の回復も遅れる下振れリスクが存在する。国内には成長産業として国内経済を牽引するような産業が今のところ見当たらず，失業者増や所得減で内需も弱いことから，需要は米国に大きく依存せざるを得ない。米国経済が2002年上期いっぱいまでマイナス成長が続くようなことがあれば，国内経済の2002年上期の実質成長率は今回の予測の前期比△0.2%よりも大きくなり，下期もプラス成長が危ぶまれるであろう。

また小泉内閣は，2001～2002年度の景気の悪化は構造改革のためにやむをえないという態度を表明しているが，構造改革が中途半端に終わり，2003年度以降も力強い経済成長が期待できなくなってきた場合は，2002年度中にも海外勢を中心として円・日本国債・日本株の売りが大勢となり，長期金利の高騰による財政の破綻という危険性が存在する。

構造改革の成否を決めるのは，経済政策の点では，小さな政府をいかに実現するか，つまり税収に見合った規模の政府を実現することであろう。生産性の向上や経済成長の底上げにつながらない公共事業，公共団体，補助金の削減と廃止，肥大化した省庁・自治体の効率化を実現し，2000年代のなるべく早い時期に税収と一般歳出（国債の利払いと償還費を除いた歳出）が同じとなるプライマリー・バランスを達成し，新たな国の債務が増大するのを防ぐ必要がある。

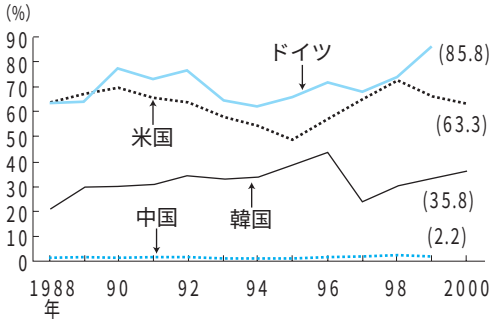
また産業面では，経済を牽引するような成長産業を育成できるかが課題である。これまでは電気機械産業を中心とした技術力で，高付加価値の製品を生産することによって競争力を維持し，高コストの労働者等を賄ってきた。しかし現在では，労働コストが日本の40分の１程度と格段に安い中国等の技術力が向上し，安い製品だけでは

**第18図　中央政府の赤字と赤字比率**




資料　財務省資料から作成
(注)　2000年度までは実績，2001年度は当初予算。

**第19図　賃金の国際比較(日本＝100%)**




資料　厚生労働省「海外労働白書」から作成

なく，高付加価値の製品まで国内産業の競争力が衰えてきている（第19図）。しかし製造業でも依然高度な技術力によって国際競争力を維持している企業が数多く存在する。需要を喚起する高付加価値の製品を将来にわたってどれだけ多く生み出すことができるか，国内製造業の行方は製品開発という創造性にかかっていよう。

さらに製造業に加えて，米国のようにITを利用したソフトウエア開発やコンテンツ制作などを含めたサービス業で，徹底した規制緩和・競争政策をとり，産業の拡大とともにグローバルビジネスを行えるような企業を数多く育成する必要がある。

**第6表　2001・2002年度　国内経済見通し（概要）**

| | | 2000年度 | 2001年度 | | | 2002年度 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 実績 | 通期 | 上半期 | 下半期 | 通期 | 上半期 | 下半期 |
| 名目ＧＤＰ | % | △0.3 | △2.7 | △2.2 | △2.9 | △1.8 | △1.6 | △0.5 |
| 実質ＧＤＰ | % | 1.7 | △1.2 | △0.8<br>*⊿0.5* | △1.2<br>*⊿2.0* | △0.6 | △0.2<br>*⊿1.4* | 0.4<br>*0.2* |
| 国内民間需要 | % | 1.8 | △0.2 | 0.0<br>*0.4* | △2.2<br>*⊿2.6* | △0.6 | △0.1<br>*⊿1.9* | 0.7<br>*0.6* |
| 民間最終消費支出 | % | △0.1 | △0.9 | △1.0<br>*0.0* | △0.6<br>*⊿1.6* | △0.6 | △0.3<br>*⊿0.9* | 0.0<br>*⊿0.3* |
| 民間住宅 | % | △1.5 | △9.3 | △7.9<br>*⊿8.5* | △2.4<br>*⊿10.1* | △4.8 | △2.7<br>*⊿5.0* | △2.0<br>*⊿4.6* |
| 民間企業設備 | % | 9.3 | 0.5 | 1.7<br>*4.4* | △5.0<br>*⊿3.4* | △0.4 | 0.5<br>*⊿4.5* | 3.5<br>*4.0* |
| 民間在庫増加 | 10億円 | △1,790.1 | △2,037.4 | △1,916.9 | △2,158.0 | △1,565.5 | △1,652.8 | △1,478.1 |
| 国内公的需要 | % | 0.6 | 1.0 | 0.7<br>*0.3* | 0.6<br>*1.2* | △1.2 | 0.8<br>*⊿0.3* | △1.2<br>*⊿2.0* |
| 政府最終消費支出 | % | 4.4 | 3.2 | 2.2<br>*3.0* | 1.2<br>*3.4* | 1.7 | 0.8<br>*2.0* | 0.6<br>*1.3* |
| 公的固定資本形成 | % | △7.4 | △3.6 | △2.3<br>*⊿6.3* | △1.3<br>*⊿3.6* | △8.3 | △4.9<br>*⊿6.1* | △5.8<br>*⊿10.4* |
| 財貨・サービスの純輸出 | 10億円 | 12,728.8 | 9,379.5 | 9,514.7 | 9,244.2 | 10,119.6 | 9,698.7 | 10,540.4 |
| 輸出 | % | 9.4 | △8.2 | △7.9<br>*⊿7.9* | △1.4<br>*⊿8.6* | 1.6 | 1.0<br>*⊿0.4* | 2.6<br>*3.6* |
| 輸入 | % | 9.6 | △3.4 | △5.0<br>*⊿0.5* | △1.1<br>*⊿6.1* | 0.3 | 0.2<br>*0.0* | 1.3<br>*1.5* |
| デフレーター（前年比）<br>国内卸売物価（前年比）<br>総合消費者物価（前年比） | %<br>%<br>% | △1.8<br>0.1<br>△0.7 | △1.5<br>△1.1<br>△0.9 | △1.5<br>△0.9<br>△0.9 | △1.6<br>△1.3<br>△0.8 | △1.2<br>△0.9<br>△0.5 | △1.4<br>△1.3<br>△0.6 | △0.9<br>△0.5<br>△0.4 |
| 経常収支<br>貿易・サービス収支 | 兆円<br>兆円 | 12.1<br>6.4 | 10.3<br>3.4 | 5.2<br>1.3 | 5.1<br>2.1 | 11.1<br>4.8 | 5.3<br>2.2 | 5.8<br>2.6 |

資料　実質値は内閣府「四半期別国民所得統計速報」
（注）　単位%のものは前年（期）比，斜数字は前年同期比。2001年上半期は実績。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。

| | | 2000年度 | 2001年度 | | | 2002年度 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 実績 | 通期 | 上半期 | 下半期 | 通期 | 上半期 | 下半期 |
| 為替レート<br>ＣＤレート３カ月物<br>通関輸入原油価格 | ドル/円<br>%<br>ﾄﾞﾙ/バレル | 110.5<br>0.35<br>28.1 | 123.4<br>0.07<br>23.4 | 121.7<br>0.065<br>26.8 | 125.0<br>0.07<br>20.0 | 125.0<br>0.07<br>21.0 | 125.0<br>0.07<br>20.0 | 125.0<br>0.07<br>23.0 |

また製造業・非製造業にかかわらず，環境意識の高まり，高齢化社会の進展，さらに生活の豊かさに関する産業（余暇・娯楽・健康・スポーツ・教育など）を育成・充実していくことが不可欠である。これらに対する国民の需要は今後ますます高まっていくと考えられる上，保育所や子育てサービスの充実は，女性の社会進出を促進し，人口の減少により経済成長に対してマイナスに寄与している労働力の投入量を増やすことにつながる。

これらの産業はいずれも知識集約的な産業であり，国内産業はこの分野に労働力や資本を集約させていくことによって，国際競争力を維持することが可能になる。そのためにはさらに教育制度の充実，円滑な労働力移動とミスマッチを解消する労働市場の実現が必要となる。これによって，競争力を喪失して補助金や公共事業等に依存している企業・産業から，国際的な競争力を誇る企業・産業へ労働力・資本の移動が実現する。

このようにして競争力を高め，第6表にみられるように90年代は平均で1.3%，97～2000年の４年間では平均△0.1%まで落ち込んだ名目成長率を最低でも現在の長期金利の水準以上，さらには２%以上に引き上げることによって，財政赤字問題の解決の筋道が見え，日本経済は暗く長いトンネルを脱する曙光が見えてくる。

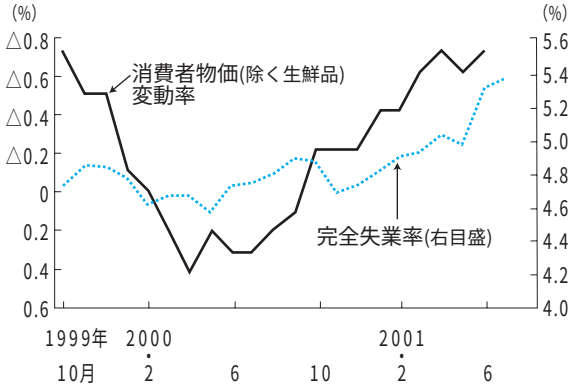
## ５．ゼロ金利の時間軸と財政・信用リスク

### (1)　デフレ環境下，ゼロ金利政策継続

世界的なIT（情報技術）関連需要の減少を起因に，2001年度に製造業生産の大幅な減退が起こったが，短期循環的な回復局面に入るに伴い，2002年度には生産は増加に転じるとみられる。

しかし，構造改革進展による財政支出削減や不良債権処理進捗がマクロ的に作用し，大きなデフレ効果を及ぼすことが予想される。また，ミクロ的には，企業業績の悪化や国際競争の激化を受け，製造企業の生産再編等，国内雇用のリストラが生じている。2000年10～12月期をピークとする今回の不況期入り以後，失業率は0.6%上昇し2001年10月には5.4%に達しているが，2002年度には６%への失業率上昇も展望されよう。さらに賃金コストの削減を目的に，基本給を中心とする所定内給与の低下がパート労働者シフトを伴って進行している。雇

第20図　失業率と消費者物価の動向




資料　総務省「消費者物価指数」「労働力調査」から作成

用者報酬の減少に，将来不安からの消費者センチメントの悪化が加わり，消費は低迷すると見込まれる（第20図）。

これらの構造調整圧力に加え，国際的な企業間競争と原油・商品市況の低位安定から，2002年度中，物価下落が続くと予想される。消費者物価は生鮮食品を除く総合で，前年比△0.5%の下落を予想している。このようなデフレ環境のもとで，日銀は短期市場金利のゼロ金利政策を継続すると考えられ，一般預貯金金利も超低位状態のまま推移するだろう。

12月19日にも日銀は追加金融緩和を実施したが，今後も日銀と金融機関が形成する「金融システム」の外に，緩和効果を直接的に波及させていく政策手段の採用の可能性が考えられる。日銀当座預金を操作目標とする量的緩和政策は短期金融市場に流動性を供給し市場金利を低下させた点からは効果を上げているが，デフレ脱却を目指して実態経済に対し金融政策面から影響を与えるという点では，行き詰まり感が強い。

金融指標面では，短期金融市場での量的供給の増加がマネーサプライの増加に反映するとともに，カネ回りの尺度である貨幣流通速度（名目GDP÷M2）も上昇することが期待されるが，現状はマネーサプライの伸びは低位にとどまり，貨幣流通速度は低下している。銀行経営と不良債権問題の悪化のため信用創造機能が低下していることから，日銀が短期金融市場で潤沢な資金供給を行っても，その量的緩和効果が金融システム内に遮断されてしまう問題がある。これらの伝統的な金融政策手段への疑問が「インフレ目標」設定の論議を一時高めたが，現在は実行する金融政策手段とその効果の検討が重要であるとの認識に論議は移っている。そのなかで，外債，CP，社債の直接購入などの「非伝統的金融手段」採用の検討は煮詰まりつつあるように思われる。

なお，安値輸入品浸透の一巡感や一般サービス業コストの削減余地縮小，および公共料金の下方硬直性などから，消費者物価の下落率が縮小に向かう可能性には注意を払うべきだろう。現状のゼロ金利政策は，2001年３月19日の日銀・政策決定会合で決まった「消費者物価指数（全国，除く生鮮食品）の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで緩和政策を継続する」という方針に基づくが，物価変化率がゼロ以下にとどまる持続時間，すなわちゼロ金利政策の時間軸の長さについて展望が，2002年度中に少し見えてくるかもしれない。

### (2)　構造改革本番と財政信認

小泉政権は，2001年末の予算編成や「特殊法人整理合理化計画」策定というハードルを取りあえず越えた。

2002年度の当初予算編成で，小泉内閣は特別会計を使ったやりくりや税外収入の積み増しなど様々な手段を使った。これによる実質的な財政への効果は変わらないものの，予想以上の税収減少にもかかわらず，当初予算段階では新規国債発行30兆円以内という「公約」は守られた。

また，特殊法人改革でも，道路４公団等，重点７法人の整理について与党の合意を取り付けるに至るなど，第一段の反対・抵抗をクリアしつつある。

しかし，税制改正など財政再建への中長期取組みや特殊法人整理の具体的詰めが2002年度中の課題となり，プライマリーバランスの改善等，財政再建へ道筋を付けていくことが必要となるが，決して容易ではないだろう。

また，2001年11月末前後，有力海外格付け会社３社が相次いで，日本国債の長期債務格付けを下げた。ムーディーズ社の場合，同社が把握するデータ（2000年）によれば日本の財政赤字比率は9.4%に及ぶなど先進諸国でダントツの財政悪化状況にあり，格付けもイタリアと並び最低である（第21図）。また，景気低迷や不良債権問題など日本の経済力評価を下げる要因も多い。

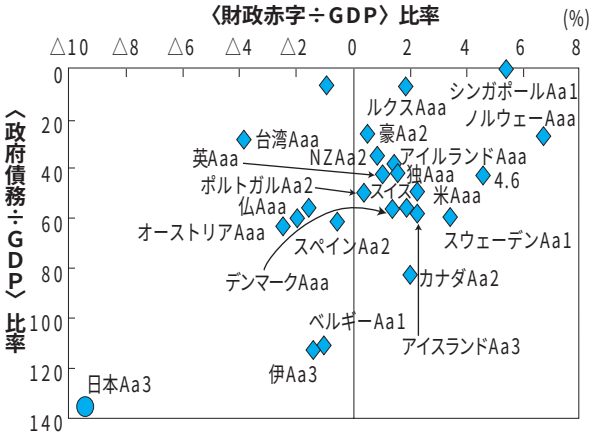
格付け動向と併せ，財政信認の低下が債券市場の懸念材料となろうが，小泉首相の改革へのスタンスは固く，国民の高支持率が維持される限り，改革の具体的作業が順次進んでいくだろう。具体化プロセスでの紆余曲折もあろうが，改革路線継続で一定の信認は維持されるとみている。

ただし，小泉首相の主張する構造改革が，郵貯民営化問題を含めて反対論で紛糾し，政局化するような事態になった場合，中長期的な「持続可能な財政」運営リスクを市場は意識し始めるだろう。

一方で，国内投資家の運用難という状況は2002年度も変わるまい。景気低迷のなか，消去法的に国債投資を継続されよう。

よって，国債利回りは構造改革論議の過程で，一時的な長期債利回りの上昇があったとしても，大幅な利回り変動は避けられると考えられる。なお，金融緩和の追加措置は，長期的なデフレ脱却を目的とするものであり，必ずしも金利低下材料とならない可能性があろう。

**第21図　格付けと財政状況(2000年)の比較**




資料　ムーディズ社データから作成

### (3)　不良債権処理と信用リスク

日経平均株価の1万円割れ（９月末：9,774円68銭）という，1980年代前半水準への株価下落の結果，銀行の保有株式は2001年９月の中間期末に大きな評価損を残すこととなった。大手行８銀行・金融グループ全体で含み損は△3.4兆円に達している。有価証券の含みは底を尽き，銀行の経営体力は著しく消耗した。この銀行の体力変化は，貸付残高シェア等から強い取引関係を持つメイン・バンクといえども，不振企業を支えていくことを難しくしている。

一方，過去の大型倒産が必ずしも不良債権として区分されていなかったのではないか，という推測が，銀行の自己査定への信頼を低め，不良債権問題への不信感を増幅させてきた面は否めない。このため，株式市場は銀行株の投資見送り＝銀行株価の下落を通じ「要注意先」，特に大口問題先への処理対応を催促してきた。

９月中間期末に金融再生法上，不良債権とされる「破綻更正債権＋危険債権＋要管理債権」の保全率は，一部銀行で８割程度になり，担保・保証等保全控除後の裸与信に対する引当も中間期末に４割を超えた。しかし，「要注意先債権」に入る要管理債権の引当を含む保全率は５～６割であり，要注意先債権の大宗を占めると考えられる「その他要注意先」（再生法では正常債権に区分される）債権の引当率は，３～５％台にとどまっている。

これに対して，大手銀行は中間決算発表で，2001年度上期の不良債権処理額（1.942兆円）の倍以上に当たる4.32兆円を下期に処理する計画を明らかにした。その処理計画のなかで，提示内訳に多少の差はあるものの，大口問題先への処理対応の方針が明示された。四大メガ・バンクをみると，みずほ，UFJをはじめとして，今期中に合計：3.2兆円規模で大口問題先処理のコストをかける計画である（第７表）。

各行は，貸出1,000億円規模の大口問題先について再建型処理を含め様々な方法によって，オフバランス化処理を本格化する用意を明確に示したと言えよう。これに沿った動きが下期に続々と出てくることが予想される。

大口問題先の処理の加速は，メイン・バンク制の機能低下という側面とともに信用リスクへの意識を一層高めよう。これまでは倒産させて貸倒損失を確定させるよりは，経営支援して企業再生をはかる方がコ

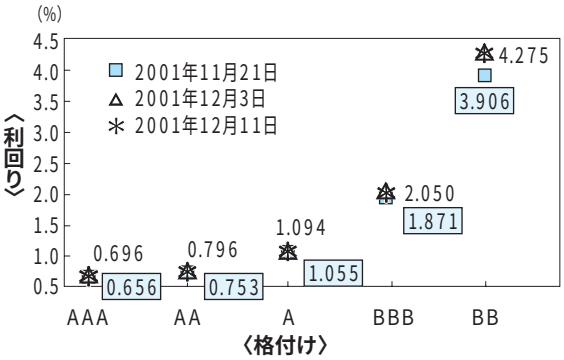
**第７表　四大銀行グループの不良債権処理実績と通期計画**
**―2001年度―**

（単位　億円，％）

| | | みずほ | 三井住友銀行 | ＵＦＪ | 三菱東京ＦＧ |
|---|---|---|---|---|---|
| 不良債権額と引当 | 開示債権合計<br>（同債権・保全率） | 55,781<br>(78.1) | 33,269<br>(79.0) | 28,892<br>(69.0) | 46,390<br>(73.3) |
| | うち裸与信<br>（引当金）<br>（引当率）<br>要注意債権<br>（同債権・保全率） | 29,920<br>(13,171)<br>(44.0)<br>25,170<br>(49.8) | 16,693<br>(6,985)<br>(41.8)<br>11,072<br>(53.7) | 13,534<br>(5,563)<br>(41.1)<br>10,281<br>(39.2) | 23,016<br>(10,666)<br>(46.3)<br>20,593<br>(59.6) |
| | その他要注意先債権に対する引当率 | 3.7 | 3.1 | 5.3 | 3.8 |
| 処理内容 | 実質業務純益（年度計画） | 8,600 | 10,500 | 8,000 | 5,800 |
| | 上期処理額①<br>下期処理見込②<br>通期処理計画①＋② | 8,616<br>11,500<br>20,000 | 3,054<br>6,946<br>10,000 | 2,475<br>17,525<br>20,000 | 2,688<br>2,112<br>4,800 |
| | うち大口問題先対応 | 15,000 | 要注意先 3,500<br>個別債務者劣化<br>5,000 | 12,000 | オフバラ化費用<br>2,600 |

（注）　数値は単体，３行合算ベース（各行決算説明資料から農中総研作成）

**第22図　格付けと信用リスクプレミアム**




資料　日本証券業協会HPデータから作成
(注)　利回りの□内は11月21日，他は12月11日。

ストが低いという判断が銀行経営者にあったが，低成長時代において企業再生のハードルは高くなり，再建確率は低下する。その結果，信用コストの増大は継続的となる。このため，経営体力を低下させた銀行にとって，メイン先といえども企業支援の限界は低くせざるを得ない。加えて，メイン先に対しても，信用リスク変化を通じ，直接的に利ざやスプレッド拡大等に反映するような融資関係に変わっていくと考えられる。

また，証券市場でも格付け等の情報によって区分される信用リスクへの敏感度は改めて増している。格付けと社債（5年）利回りを描いたイールドが，海外での大型倒産や銀行の不良債権処理計画が発表となった11月末前後で，低格付債ほど利回りが上昇している（第22図）。一部銀行の利付金融債利回りが国債利回りとスプレッドを拡大していることや同一特殊法人の発行の政府保証債が，利回りは低くても財投機関債より選好される状況も信用リスクを意識した投資家の動きといえるだろう。

2002年には金融グループ内での銀行集約が実現するなどの動きがあるが，大手企業においても財務改善等を通じた格付け戦略を着実に実行していくことが，銀行貸出を含め低廉な資金調達を取り入れるために重要性を増すと考えられる。

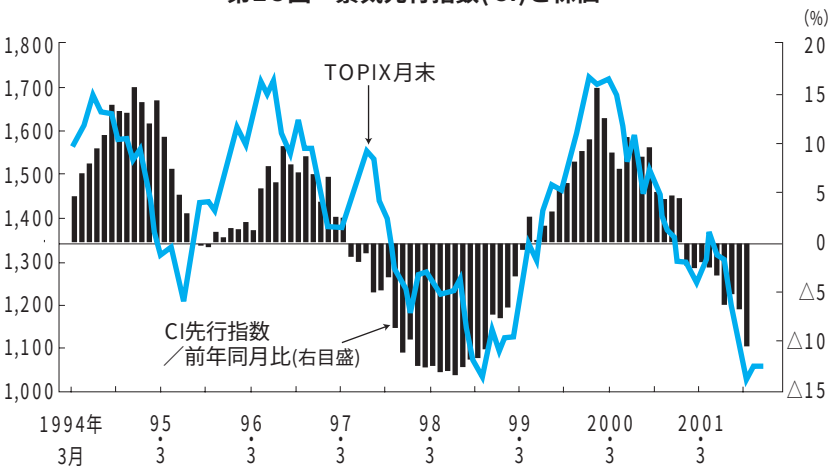
金融庁の特別検査結果は年明け以降に示される模様だが，中間決算発表時の不良債権処理計画はほとんど特別検査を反映していない模様である。検査結果によって一段の大口問題先の処理コスト積み増しもありえよう。その場合，金融システム不安を抑制するため公的資金投入や金融再々編が浮上するかもしれない。

### (4)　持続的業績回復力が課題，現段階では株価の上値は限定

米国では，企業在庫がすでに減少している。年末年始の消費悪化が軽微であれば，2002年初めには在庫調整完了に伴って自律的景気反転の兆候が出てくる期待がある。すでに米国企業の在庫は，ピークから10月末までに△330億ドル減少してきた。また，消費者マインドの低下が懸念されていたが，アフガニスタンでの軍事行動に一定の終結が期待できる状況となってきたことから，戦時経済的な緊迫感は急速にうすれつつある。

国内景気に関しては，2002年度初めまで低迷が継続する見通しである。これに伴って業績の下ブレ・リスクもあることから，株価は再度，軟調化のリスクが想定される。

**第23図　景気先行指数(CI)と株価**




資料　内閣府「景気先行指数」等から作成

景気先行指数の動きから考えて，年明けまでは悪化傾向を示すだろうが，米国景気が2002年半ばから回復に向かう可能性を高めるとともに，国内的には補正予算の集中執行が年明け以降，需要を支える。よって，景気悪化は限定的となり，株価の二番底の深さも浅いと予想する（第23図）。

また，電機セクターの受注が前月比で増加基調をたどり始めている。米国をはじめとして先進国の企業在庫は調整過程を進んでおり，これまでの金融緩和効果に各国での財政支出拡大による需要喚起効果が加わる。

これによって，米国景気の回復に後追いして，わが国も2002年の年央にはプラス成長に転じる期待が強まろう。

2002年の半導体生産については前年比６％増加予想が米国の業界団体から出ているが，わが国でもIT関連需要が輸出を中心に回復に向かい2002年半ばごろには底入れ傾向が出ると考えられる。よって，2002年度前半はマイナス成長が残るかもしれないが，年度後半の回復で通年度成長は小幅のマイナス成長まで持ち直すことが期待される。これに先行して，東京株式市場でも，2002年の春先ごろから相場の反発基調が出てくると想定する。

半面で，構造改革のスピードと内容が，市場の要求するものと乖離が生じる状況が続くことは，中期的な経済再生への期待と投資家センチメント好転を削ぐ。

**第8表　金利・為替・株価の予想水準**

（単位，％，円／ドル）

| | 2001年度 | | 2002 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 12月（予想） | 3（予想） | 6（予想） | 9（予想） | 12（予想） | 3（予想） |
| ＣＤレート(3M) | 0.06 | 0.06 | 0.07 | 0.07 | 0.07 | 0.10 |
| 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 | 1.35 | 1.45 | 1.60 | 1.50 | 1.50 | 1.60 |
| 長期プライムレート | 1.85 | 1.85 | 2.00 | 1.90 | 1.90 | 1.90 |
| 為替(円ドル)相場 | 125 | 130 | 125 | 125 | 125 | 125 |
| 日経平均株価 | 100,000 | 11,000 | 12,000 | 13,000 | 13,000 | 13,000 |

資料　実績は日経新聞社調べ
（注）　月末値。

株価は業績回復が見通されるなかで2002年前半から反転基調を示そうが，政府，企業の構造改革推進による需要減退効果が中期的に継続する一方で，経済回復の持続性への信頼性が低い状況では上値は限られよう（第８表）。

**（調査第二部）**

**執筆者**　１章　概　　要　　鈴木利徳
２章　米国経済　　永井敏彦
３章　アジア経済　室屋有宏
４章　国内経済　　名倉賢一
５章　国内金融　　渡部喜智