

今月の焦点

わが国経済の持続的回復の条件

要 旨

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

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

その1 世界経済

デフレ懸念は後退し緩やかな回復へ

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

表1 IMFの世界経済見通し（03年9月）

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

資料 IMF公表資料から作成

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

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

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

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

その2 円高の行方 緩やかなドル安が続く可能性

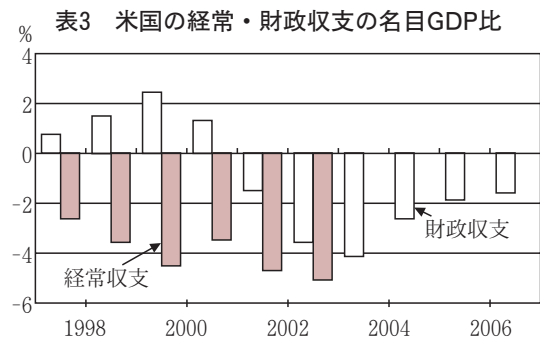
次の問題は、円高（というよりドル安）の行方である。9月のドバイでのG7声明で「ファンダメンタルズを反映した柔軟な為替相場」に言及したのを契機に、日本の大幅介入が困難になるとの見方が強まり、それまで117円前後で推移してきたドル相場は10月に入って一気に110円を下回る水準まで円高（ドル安）が進行し、110円をやや下回る水準で推移している（表2）。



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

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

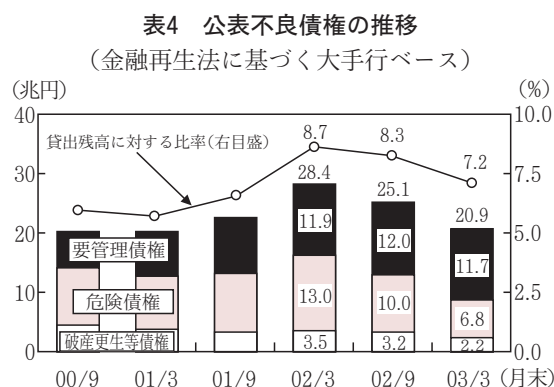
（注）円高（115円から10円程度の円高という前提）の影響について、03年度の実質成長率を0.1%、04年度について同0.5%押し下げるとする計量モデルの試算もある。



その3 金融システム

焦点は不良債権処理から収益力強化へ

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



資料 日本銀行調査月報03年9月号

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

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

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

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

表5 大手銀行グループの9月期業績修正

(単位: 億円)

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

資料 各行公表資料から作成

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

も活発化している。

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

その4 内需主導への転換 雇用・所得の持続的改善が鍵

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

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

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

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

* * * * *

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

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

（荒巻 浩明）