

S T P 法による 1 8 カ月経済予測

- 日本経済離陸への処方箋 -

経済調査部

10年という時間は十分に長い。欧州各国は、豊かな社会保障にメスを入れ失業という社会的コストに耐えながら 21 世紀の E U 統合を目指している。米国は、冷戦に向けられていた軍事技術と人材と資金を民間部門に傾注してきた。このことが今日の経済の活性を生んだ。

その 10 年という間、わが国では不良債権問題の実態の開示を回避し続けてきた。失業者が表面化することを恐れるあまり構造的な雇用対策を先送りしてきた。問題は中長期ビジョンの欠如である。日本経済の自律回復力はなお高いと見る。だが、回復力を作動させる起爆剤は構造調整に耐える痛みである。

残された時間はもはやない。

欧州経済は好調だった英国経済が調整局面入りするが、独は内需中心の成長により堅調な推移となろう。

表-1. アジア各国の実質 GDP 成長率 (%)

	97年 (実績)	98年 (予測)	99年 (予測)
韓国	5.5	-2.0	0.5
タイ	-0.4	-5.5	0.0
インドネシア	4.6	-11.0	-2.0
マレーシア	7.8	-1.0	1.0
フィリピン	5.1	2.0	3.0
香港	5.2	0.0	2.0
中国	8.8	7.0	7.0
台湾	6.8	5.5	5.5
シンガポール	7.8	2.5	3.0
全体	6.5	1.3	3.4

1. 日本経済を取り巻く環境

(1) アジア・欧州

混乱した通貨・金融の実体経済に対する影響は 98 年が最も強く現れるため、アジアの実質 GDP 成長率は 97 年 6.5% から 98 年 1.3% に低下する。水面下では外需の改善が進行し、99 年は 3.4% へ回復しよう。

図表-2. 欧州経済

(前期比年率、経常収支は対 GDP%)

	97年 実績	98年 予測	99年 予測	98年 上期	98年 下期	99年 上期	99年 下期
実質 GDP	2.3	2.4	2.7	2.4	2.3	3.1	2.2
内需	1.3	2.1	2.0	3.5	0.7	2.6	2.0
外需	1.0	0.3	0.7	-1.1	1.6	0.5	0.1
経常収支	-0.1	0.5	0.7	0.5	0.6	0.6	0.8
英 実質 GDP	3.5	2.1	1.8	2.4	0.8	1.8	2.8
内需	3.5	3.3	2.1	4.1	1.2	2.1	2.8
外需	-0.4	-1.2	-0.2	-1.7	-0.4	-0.3	0.0
経常収支	0.6	-0.8	-1.0	-0.7	-1.0	-1.0	-0.9

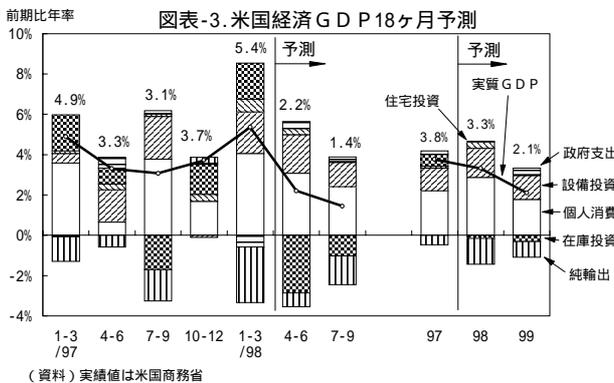
(2) 米国

米国経済はインフレなき成長が持続している。しかし、水面下では経済は減速に向かっている。

アジア経済混乱の影響により輸出が伸び悩み、純輸出は一段と悪化。

在庫が積み上がり、軽い調整局面入り。

冬季の温暖な気候に支えられた住宅投資が一服し、住宅関連消費が鈍化。



2. 予測の論点

(1) 景気循環は消滅したのか

金融システム不安等の構造問題から日本の景気循環は忘れられたかのようにであるが、景気調整メカニズムは健在である。今回の景気調整は、経営者、消費者の行動が早く、調整スピードはむしろ従来より早い。不況の底流で、回復に向けた力が動いている。

米国についての景気循環消滅論については、以下のように考える。

在庫循環について

在庫管理技術の発達により、在庫率の水準が低下し、在庫変動が景気に与える影響はこれまでと比較して小さくなっている可能性はある。

しかし、需要予測の誤りによる意図せざる在庫増加が生じるリスクまで否定し、景気変動が消滅したと考えるのは早計だろう。

ニューエコノミー論について

高成長と低インフレの持続から、「ニューエコノミー時代に入った」とする見解がある。しかしながら、(i)情報化投資、経営技術の革新によって生産性の上昇が起こったことは事実だが、過去のデータに照らしても突出して高い生産性の上昇は確認できない。(ii)今回の高成長、低インフレは、金融政策が予防的引き締めで成功したこと、財政政策が財政収支均衡を実現したことが大きな要因となっている。

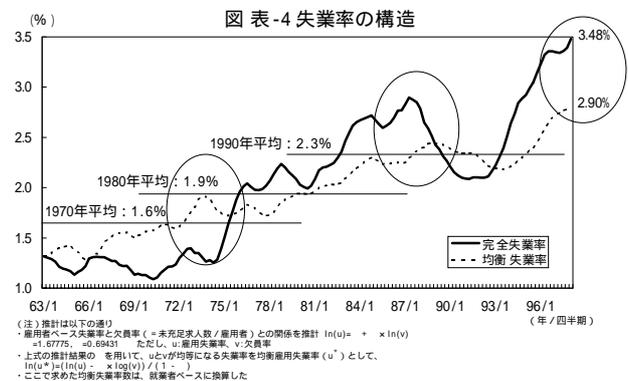
将来的に、インフレが加速する、あるいは景気後退期に突入する懸念まで克服できたわけではない。

(2) ほぼ並んだ日米の失業率

日米の失業率は4月現在、4%台前半で並んでいる。ただ、その構造は大きく異なる。

日本の98年1-3月期の失業率3.5%は構造・ミスマッチ部分2.9%、景気循環要因0.6%からなる。日本経済の成長率低下に伴い構造部分は逡増。循環部分も過去の大型不況時並みの数字となっている。

ただこの中には企業に抱えこまれている失業者は含まれていない。最終需要の低迷を背景



に、企業リストラは進展し、潜在失業者（企業内の雇用保蔵）の顕在化圧力が強い。このため予測期間内の失業率は上昇基調となる。ピークの99/1-3には4.7%程度の失業率となる。なお、潜在失業者が全て顕在化すれば、失業率は米英を大きく上回る7～9%となる。

米国は好調な景気拡大を受けて、98年4・5月の失業率が4.3%と70年2月以来の低水準まで低下した。原油、一次産品価格の低下、ドルの実効為替レートの上昇により、物価の上昇は抑え込まれているが、時間当たり賃金が前年比4.3%まで上昇するなど、インフレ圧力は確実に増大している。

失業率の低下は雇用増・所得増の側面とインフレ圧力の高まりの両面を持つが、人口増加を上回る雇用者の増加は長くは続かない。米国労働市場は、そろそろ雇用増加の限界に近づきつつあると考える。

(3) アジア変調の影響

アジア経済の変調は、以下の4点を通じて、日本経済へ波及する。

- 1) 原油等の一次産品価格の急落、現地通貨の減価に伴う日本の輸入価格の低下
- 2) 現地経済の落ち込みにより、日本からの輸出が大幅減少
- 3) 直接投資等で進出していた企業の為替差損や現地債権の不良化
- 4) 日本の景気低迷により、輸入は減少（当初、通貨減価から輸入は増加するとみていた）

なお、皮肉にも経済混乱の影響より内需の弱さに伴う日本の輸入減の影響が大きく、GDPを逆に0.2%押し上げることになる。輸出面への下押し圧力は98年夏以降軽減しよう。輸入は景気低迷から減少が続く。

今後、価格効果等のタイムラグから、日本の輸出面へのアジアの影響は、夏場にかけてピークとなろう。

円安を食い止め、内需を高め、輸入の拡大に注力せねば、第2次的なショックを引き起こす可能性も残る。

3.18 18カ月予測 ～STP法による予測ライン

STP法による18カ月予測の概要

GDP 6カ月予測で足もとを固める

NBI（2ヵ月景気動向判断指数）、循環経済指標（在庫、資本ストック、耐久消費財）等による転換点の明確化

転換点を見据えた予測ラインの設定とマクロモデルでの整合性検証

(1) 日本経済

設備投資の減少など企業部門の調整が強まり、98/4-6、7-9ともGDP成長率は+0.2%と厳しい状況（対97年度下期 -0.4%）が続こう。

景気の転換点は99/4-6月期と予測する。NBIは、98/2月に-40と今局面では最悪を示し、98/4月に-13と持ち直し。昨年秋以降にみられた急速な経済活動の収縮には歯止めはかかるが、98年度内は一進一退の状況が続く。景気の谷は、在庫調整、資本ストック調整にメドがつく99年6月になると見込む。

予測ライン：

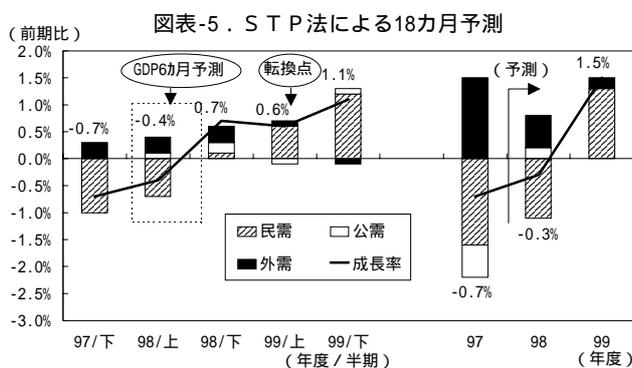
98年度は自律回復に向けた調整期、実質成長率は-0.3%と2年連続のマイナス成長となろう。

企業体力の確保に向けた調整が進展し、失業率は99年1-3月期頃をピークに4.7%程度まで上昇する。

アジアの不調を欧米景気の堅調さが補い、輸

出の大幅な落ち込みは回避されよう。しかし、一方民需の低迷から輸入は大幅減少となり、結果的に黒字が拡大、経常収支の名目GDP比は4.0%の水準に近づく。

99年度は、98年度に景気を下支えた外需、公需から調整の目途がたった民需主導の成長へ転換し、実質成長率は1.5%となる。

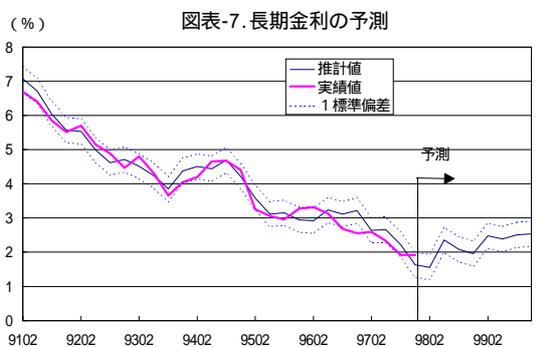


(資料) 経済企画庁「国民経済計算年報」

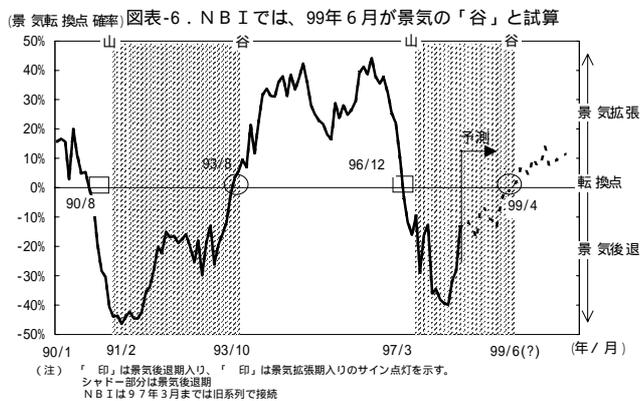
(2) 金融市場

長期金利

98年度は、企業部門を中心とする景気調整色が強まり、金利は現状の低い水準で推移する。しかし、在庫、資本ストック調整はすすみ、99年4-6月期にかけて、景気は自律的な回復に向かう素地が整ってくる。金利は、ファンダメンタルズの緩やかな回復を受けて徐々に水準を切り上げていこう。しかし、構造調整が続く中で、回復力は弱く、2000年1-3月期で2%程度にとどまろう。



(注1) 推計式は、「金融白書」(日銀)で用いられたものを当部で再現(年度/四半期)



(注) 「印」は景気後退期入り、「印」は景気拡張期入りのサイン点灯を示す。
シャドー部分は景気後退期
NBIは97年3月までは旧系列で接続

為替

為替に影響する4つのファンダメンタルズは円高・円安要因が混合するが、年度末にかけては、在庫調整に伴う米景気減速から日米の成長率格差の縮小が予想され、小幅の円安修正局面を迎えよう。99年度は、日本の景気回復、拡大を続ける対外黒字という円高要因と米景気再加速という円安要因が拮抗、横這い圏内の動きとなる。

4. 日本経済離陸へのシナリオ

金融不全に陥っている日本の現状は、国民のみならずアジアまでも多大な不利益を与えており、その額は年間6兆円にも及ぶ。個々銀行の努力だけでは不良債権処理は進まない。過去の海外事例は「短期・抜本的な処理は当面国民負担を強いることになるが、長期的には景気回復を通じて国民の利益を大きくする」ということである。

金融政策不全の影響・低金利持続（公定歩0.5%引き下げ）による家計の財産所得の減少	～0.7兆円
アジア通貨下落に伴う日本の所得減	～2.5兆円
日本成長率低下に伴うアジアの輸出減	～2.6兆円
合計	5.8兆円

光明が見えないと言われる日本経済だが、数量分析で示したように景気の自律回復力は健在。それを高める3つの政策で、日本経済は確実に立ち上がる。

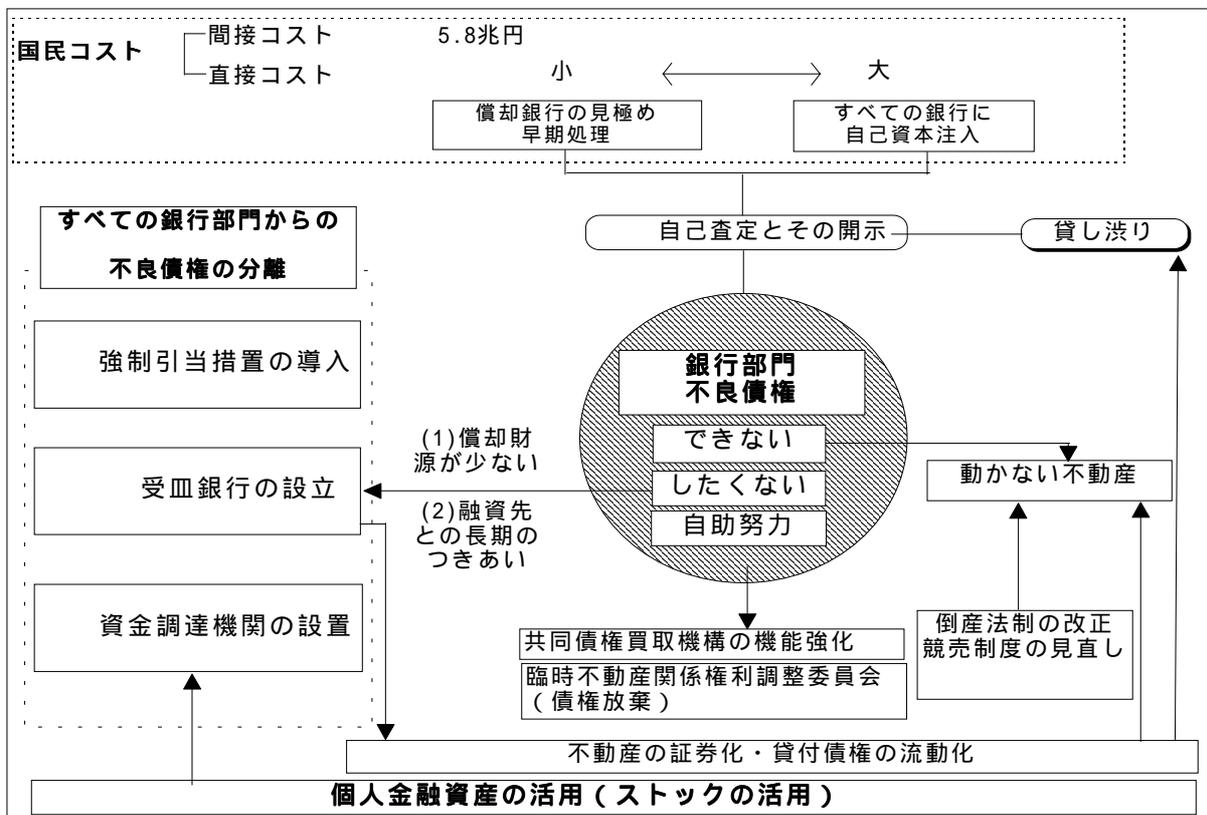
すなわち 正面から立ち向かう不良債権処理、 中期的な雇用対策、 法人税・所得税制の改正（恒久化、実効税率、課税標準の見直し）と公共投資基本計画の見直しを統合した中期の財政ビジョンの提示、の3つである。今回は喫緊の課題である について提言したい。

(1) 「正面から立ち向かう不良債権処理」の基本的な考え方

すべてをさらけ出し、市場の信認を獲得する

守るものは預金者、貸出先企業、金融システム

銀行部門から不良債権を完全に切り放す
担保物件を動かす



(2) 具体的方法

市場信認の獲得

- ・今年度よりSEC基準での開示と米国並みの条件となったが、市場の信認は得られていない。信認を得るには「自己査定額の開示」が必要であり、分類額とともに担保状況(引当状況)の開示が求められる。
- ・自己査定は、大蔵省の自己査定基準に立脚しているが、その基準の「判断」が個々の金融機関によって大きく異なる。銀行毎にリスク許容度が異なるという意見もあるが、ある程度そろえるべきだと考える。そのために、
 - 1) 金融監督庁がランク付けし厳選抽出する中で金融機関の第二分類の精査を行う。「判断」が甘い場合、当該金融機関のみならず監査法人への注意・指導を行う、
 - 2) 複数行にまたがる個々企業・債務者の分類区分を統一する、
 - 3) 自己査定は監査法人による外部監査を受け入れるが監査法人間で情報交換することが必要である。

上記ディスクロージャーが徹底されれば、当然マーケットメカニズムは働き、破綻・再編は進む。

受皿銀行の設立

- ・受皿銀行の機能は次の3つである。
 - (1) 正常債権を引き継ぐ機能
 - (2) 要注意債権を引き継ぐ機能
 - (3) 不良債権回収を行う機能
- ・正常債権、要注意債権を引き継ぐ機能には企業への資金パイプの役割 = 審査機能を付与、不良債権を引き継ぐ機能には回収を押し進めるための強力な回収に係わる権限 = 調査権を付与する。
- ・不良債権処理のコストを明確化するため、資金調達用の子会社を設立。長期の債券を発行し、政府保証をつける。国民負担となる金額がはっきりするような仕組みにする。
- ・正常債権、要注意債権を引き継ぐ機能は破綻銀行の従業員等も引き受けて営業させ、経営が軌道に乗れば上場などで完全民営化を図る。

図表-9. 強制引当制度

強制引当をクリアーした金融機関	第2分類以下の買い上げ
クリアーできなかった金融機関	業務停止命令 破綻処理 (引当を行うと債務超過に陥る銀行)

図表-10. 諸外国の主な処理事例

	出動時期	スキーム	投入公的資金の名目GDP比
米国：第2次S & L危機	89～93年	RTC設立による処理	1.7%程度
英国：第2次ライブポート	91～93年	大手銀行の中小銀行救済融資を保証	0.02%程度
フィンランド	91～93年	政府の優先株購入、不良資産買取会社出資や預金保険に補助を行う政府保証基金に資金供給	15%程度
スウェーデン	91～92年	政府一般収入で銀行の株式を取得し、株発行や借入を保証。不良債権買取機関に出資	4%程度

財源調達子会社の設立

- ・ 不明確な調達コストと負債とのミスマッチを持つ財政投融资等の安易な依存を避け、ガラス張りの処理を行う。

強制引当措置の導入(2000 年度末)

- ・ 早期是正措置の適用に加え、強制引当措置を導入する。
- ・ 強制引当措置は3年の猶予期間を設けスタートし、引当率は第3分類以下は100%、第2分類は20%を目途とする。
- ・ 3年後には従来の早期是正措置と強制積立基準の2つの基準のクリアーが必要となるう。
- ・ 引当水準をクリアーできなかった銀行は業務停止命令から破綻処理へ。クリアーした銀行は第2分類以下の債権を受皿銀行へ時価で売却する。
- ・ これにより2000年度末には銀行部門から不良債権が完全に切り放されることになる。
- ・ 引当のインセンティブを与えるためにも無税償却の範囲拡大が必要である。
- ・ また切り放しの段階で、多額の損失を計上せざるを得ない金融機関には経営再建計画提出を条件に自己資本注入の申請を認める。

担保物件の流動化を推進する諸インフラの見直し、

- ・ 「公平、簡易、迅速、低コスト」を実現する倒産法制の見直しと迅速な手続きへ競売制度を見直す。
- ・ 不良債権処理に万能ではないが、個人金融資産の活用も視野にいれた不動産の証券化市場を一気に整備する。

18カ月経済見通し [日本経済]

GDP 6ヶ月予測

景気の転換点

	97年度 (H9年度) 実績	98年度 (H10年度) 予測	99年度 (H11年度) 予測	GDP 6ヶ月予測		景気の転換点						前回予測 98年度
				98/4-6	7-9	10-12	99/1-3	4-6	7-9	10-12	2000/1-3	
実質GDP	-0.7	-0.3	1.5	0.2	0.2	0.4	0.3	0.2	0.5	0.6	0.7	0.7
				0.8	1.0	1.6	1.2	0.7	1.9	2.3	2.7	
				-0.7	-1.3	-0.5	1.2	1.2	1.4	1.4	1.9	
内需寄与度	(-2.2)	(-0.9)	(1.3)	(-0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(0.5)	(0.6)	(0.8)	(0.6)
内、民需	(-1.6)	(-1.1)	(1.3)	(-0.3)	(0.1)	(0.0)	(0.2)	(0.3)	(0.3)	(0.6)	(0.9)	(0.4)
内、公需	(-0.6)	(0.2)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(-0.0)	(-0.2)	(0.1)	(0.1)	(-0.1)	(0.2)
外需寄与度	(1.5)	(0.6)	(0.2)	(0.4)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(-0.1)	(-0.1)	(0.1)
民間最終消費支出	-1.2	0.9	1.6	0.2	0.7	0.2	0.4	0.4	0.3	0.4	0.6	1.4
民間住宅投資	-21.1	-8.3	1.6	-4.3	-0.6	0.4	0.2	0.5	0.6	0.6	0.7	-5.0
民間企業設備投資	0.7	-7.2	1.8	-1.8	-1.9	-0.7	-0.4	0.5	0.7	1.8	3.1	-1.0
公的固定資本形成	-7.2	1.0	-1.5	2.0	0.9	1.0	-1.0	-1.1	0.6	-1.1	-0.7	0.8
輸出	9.2	-3.8	2.6	-2.4	-0.3	0.8	1.0	0.7	0.6	0.5	0.3	1.6
輸入	-2.9	-9.6	1.5	-6.5	-1.1	-0.9	0.2	0.5	0.7	1.4	1.6	1.3
名目GDP	0.3	-0.3	1.3	0.2	-0.2	-0.1	0.1	0.4	0.5	0.6	0.6	0.5

(注) 実質GDPの上段は前期比、中段は前期比年率、下段は前年比。

見通しの前提：98年度～為替138円、原油13.6ドル/バレル、99年度～為替133円、原油14.3ドル/バレル、公定歩合は0.5%で据え置き。

公共投資～98年度の追加経済対策はなし、99年度は財政法のため前年度比マイナスとした。

<主要経済指標>

	97年度	98年度	99年度	GDP 6ヶ月予測		景気の転換点						前回予測 98年度
				98/4-6	7-9	10-12	99/1-3	4-6	7-9	10-12	2000/1-3	
鉱工業生産(前期比)	1.2	-5.5	1.1	-3.8	0.7	-0.3	-0.1	0.5	0.3	0.4	0.7	-3.9
総合卸売物価(前年比)	1.2	-0.6	-0.5	-1.6	-0.7	-0.4	0.4	-0.3	-0.6	-0.7	-0.3	-1.8
消費者物価(前年比)	2.1	-0.3	-0.0	0.3	-0.2	-0.6	-0.7	-0.4	0.1	0.1	0.2	-0.2
経常収支(兆円)	13.3	18.6	19.8	17.7	18.4	18.6	19.6	19.9	20.3	19.6	19.4	14.4
(名目GDP比)	(2.6)	(3.7)	(3.9)	(3.5)	(3.7)	(3.7)	(3.9)	(3.9)	(4.0)	(3.8)	(3.8)	(2.8)
失業率	3.5	4.4	4.4	4.1	4.4	4.5	4.7	4.7	4.4	4.2	4.2	3.9
住宅着工戸数(万戸)	134	128	130	128	127	128	128	129	130	130	131	128

・本レポート記載のデータは各種の情報源から入手、加工したものです。その正確性と完全性を保障するものではありません。
 ・本レポート内容について、将来見解を変更することもあります。