

Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

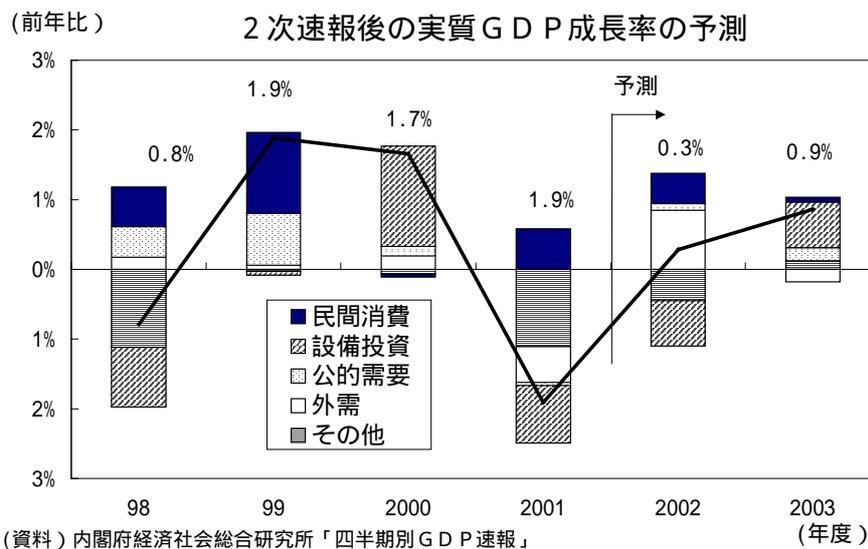
日銀による株式購入

< 日銀は銀行保有株式の買取り検討を発表 >

1. 日銀は 17、18 日の金融政策決定会合で金融政策を現状維持とした一方で、銀行の保有する株式の直接購入を検討していると発表した。追加的金融緩和効果、当面の財政赤字の拡大に与える影響は大きなものではなく、為替、長期金利への影響は限定的だろう。
2. 不良債権処理促進のために銀行の保有株式を購入することは、金融政策の範疇を超えるものだが、現状ではやむを得ない措置であったと言うべきだろう。

< 4-6 月期 GDP 2 次速報後の経済見通し >

1. 鉱工業生産は増加基調にあるなど景気回復の動きは続いているが、回復テンポが鈍化する気配が見られる。
2. 4-6 月期 GDP 2 次速報を反映して 9 月 6 日発表の 2002 年度改定経済見通しを微修正した。実質成長率の予測は 2002 年度 0.3%、2003 年度 0.9% で変更はない。



チーフエコノミスト 榎 浩一 (はじ こういち) (03)3597-8471 haji@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所 〒100-0006 東京都千代田区有楽町 1 - 1 - 1 7F : (03)3597-8405

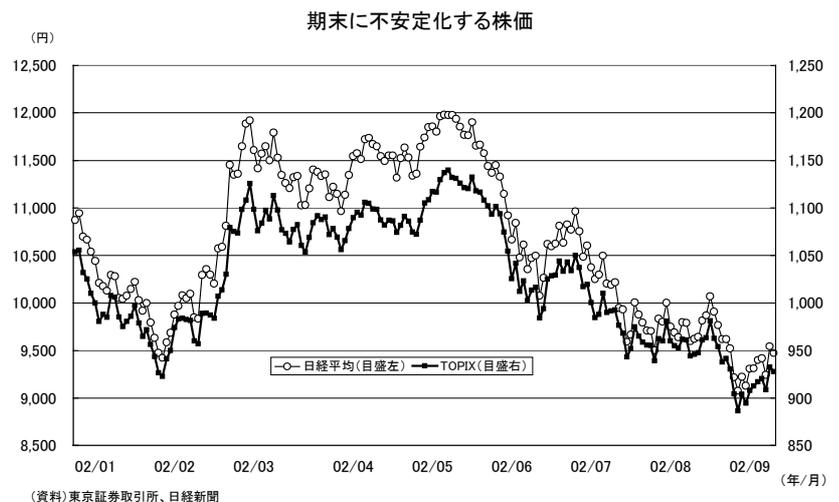
ホームページアドレス : <http://www.nli-research.co.jp/>

< 日銀による株式購入 >

不安定化する株式市場～予想された「危機」

最近発表されている経済指標からは景気回復の動きが続いていることが再確認される状況だ。

しかしこうした中で、金融市場では米国経済の回復力への不安から日本経済の先行きへの懸念はむしろ高まる結果となっており、7月には一万円台を概ね保っていた日経平均は9月に入って一時9000円割れにまで下落した。その後米株価の持ち直しや為替がドル高円安に推移したこと、日銀が銀行保有株式購入を発表したことなどから、株価は持ち直している。



期末になるたびにこうした危機は繰り返されており、今回の危機も予想されたものだった。今年の2月にも年度末決算を控えて、株価が大幅に下落し、金融システム不安が高まった。この際には2月13日に小泉総理が指示を出し、2月27日に「早急に取り組むべきデフレ対応策」が取りまとめられたことで、株価は上昇し年度末の危機は回避された。

日銀は銀行保有株式の買取り検討を発表

日銀は17、18日の金融政策決定会合では金融政策を現状維持とする一方で、別途政策委員会の通常会合を開き、「金融機関による保有株式削減努力をさらに促すための、新たな施策の導入を検討する」との表現で、銀行からの株式の買取りについて検討を行っていくことを表明した。

最近の株価の下落に対して日銀に追加的な金融緩和を求める政治的な圧力が高まっていたため、今回の金融政策決定会合では日銀当座預金残高目標の引上げか国債の買い切りオペの増額が行なわれるとの予想が多かった。与党からはETF（株価指数連動型上場投資信託）の購入による量的緩和の強化を求める声があったものの、日銀がこれを採用するとの予想は少なく、いわんや個別の株の保有に直結する今回のような措置は予想されていなかっただけに、市場には大きな影響があった。

今回の決定が中間期末の株価水準を意識したものであることは確かだが、実施時期については、

「中間期末を焦点に当てているわけではない」と記者会見でも述べているように、9月中に制度の詳細が決まったり、実施されたりするものではないだろう。「銀行等保有株式取得機構」が既に存在しており、今回の決定と既存の制度との間での調整も必要になることから、実際に株式の購入にいたるまでにはまだ時間がかかるだろう。

(為替、長期金利への影響は限定的)

株式の購入は金融緩和の強化手段として議論されていたため、今回の措置で金融の一層の緩和となるのではないかとの見方もある。しかし日銀当座預金残高目標が現状水準に据え置かれており、量的緩和の水準は現在と変わらないと考えるべきであろう。従って量的緩和の強化によって為替レートが円安化するとの見方も誤りである。日銀の資産劣化によって長期的には円安につながるなどの期待も発生するだろうが、株価の安定や不良債権処理の促進による日本経済へのプラス効果期待から円高の圧力がこれを相殺する可能性が大きいと考える。

記者会見において、日銀の三谷理事は日銀財務の健全性維持の方法として、価格変動準備金の積み立てをあげ、日銀納付金の減少を示唆した。財政赤字の拡大と国債の増発懸念も生じて長期金利は日銀の決定を受けて急上昇したが、第一の要因は国債買い切りオペ増額という予想が外れたことによるものと見るべきだろう。当面の財政赤字拡大幅は長期金利を押し上げるほどの規模とはならないと見られる。大手銀行の保有株式は24～25兆円程度で、TierI 17兆円程度からすると、買取りの対象となる株の時価は7～8兆円程度となる。三谷理事が「TierIを飛び出ている部分を全部買う」というところまでは、多分いかないと思う。」と発言しているように、実際の買取り額はこれをかなり下回るだろう。さらに当面どの程度の価格変動準備金を積むことになるのかは、財政当局と調整の余地がある。日銀納付金の減少による当面の財政赤字の拡大幅は、税収の変動などによる財政収支の変動に比べて小幅にとどまると見られる。

(金融政策の枠をはみ出すがやむを得ず)

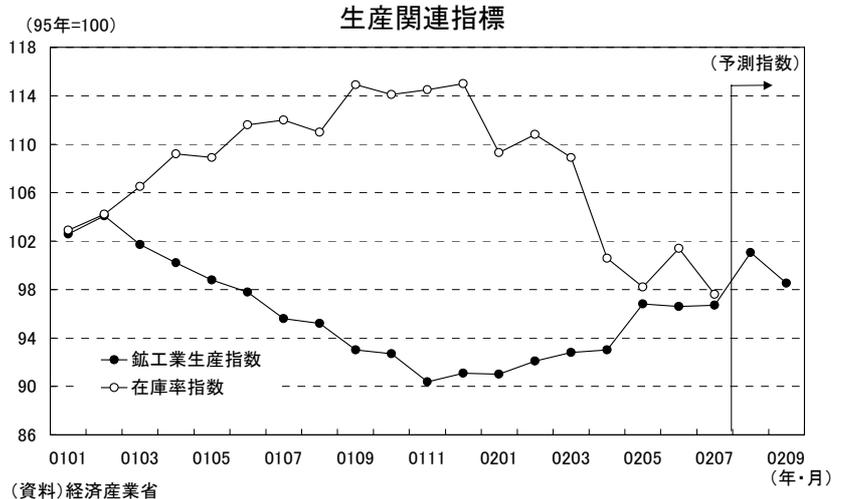
2001年11月に成立した銀行等保有株式規制法で、2004年9月期決算から銀行が自己資本総額を超える株式を保有することは禁止されている。このため2004年までに銀行が保有株を売却しなければならないため、持ち合い解消による株価下落を懸念して株を売却する動きが加速することが、期末ごとにやってくる株価下落の一つの要因である。本来、銀行の株式保有を制限する措置を導入した時点で、一時的な株式の受け皿が銀行による株式の売却による株価下落懸念を吸収するように十分な措置を取る必要があった。

銀行の不良債権処理の促進やこうした規制導入を円滑に行うための措置に、公的資金を投入することはやむを得ず、今回のような銀行保有株の購入は本来政府が財政資金で行うべき政策の範疇に属する。今回のように銀行の不良債権処理促進という名目で中央銀行が銀行保有株の購入を行うことは、本来の金融政策の枠をはみ出すものと考えられるが、政府がこれに対応した政策を実施しない以上、やむを得ない選択であったというべきだろう。

< 4-6 月期 GDP 2 次速報後の経済見通し >

回復の動きが続くがペース鈍化の気配も

内閣府景気動向指数によれば 7 月の DI (速報値) は先行指数: 66.7%、一致指数: 88.9%、遅行指数: 50.0%となった。先行指数は 7 か月、一致指数は 6 か月連続で景気の拡大と後退の境となる 50%を上回り、景気が拡大基調にあることを示している。輸出はアジア向けの増加が顕著で、7 月も輸出数量 (対世界) が前年比 14.7%増となるなど堅調である。



7 月の鉱工業生産指数は、速報段階では前月比 0.4%であったが、13 日発表の確報では 0.1%の上昇となった。速報段階では 7 月の鉱工業生産が 6 月に続いて 2 ヶ月連続で微減となったことから、生産の増加基調に変化が表れたのではないかという見方もでた。8 月の製造工業予測指数が上昇していることも考慮すれば、生産は依然増加基調にあり景気回復の動きが続いていることを示していると考えられる。しかし最近では生産の増加テンポがやや鈍化しているように見えることや、出荷は 7 月も 0.3%減少し 6 月の 2.1%に続けて減少となっているなど、回復のペースが鈍化する気配も見える。

設備投資の先行指標である機械受注 (船舶・電力を除く民需) は、4-6 月期に前期比 7.1%の増加となり、7 月も 1.9%の増加となるなど、年末頃には設備投資が前期比でプラスになることを示唆している。しかし日銀短観 6 月調査では業況判断の大幅改善にも関わらず、大企業・製造業の設備投資計画 (ソフトウェアを除く) は下方修正となった。10 月 1 日発表予定の 9 月調査では企業の設備投資意欲が改善を示すのか、今後の景気回復力を占う上で注目されよう。

4-6 月期 GDP 2 次速報

11 日に発表された 4-6 月期 GDP 2 次速報値では実質 0.6%成長となり、8 月 30 日に発表された 1 次速報値から 0.1 ポイントの上昇修正となった。1 次速報からの改定値が大きかったのは、

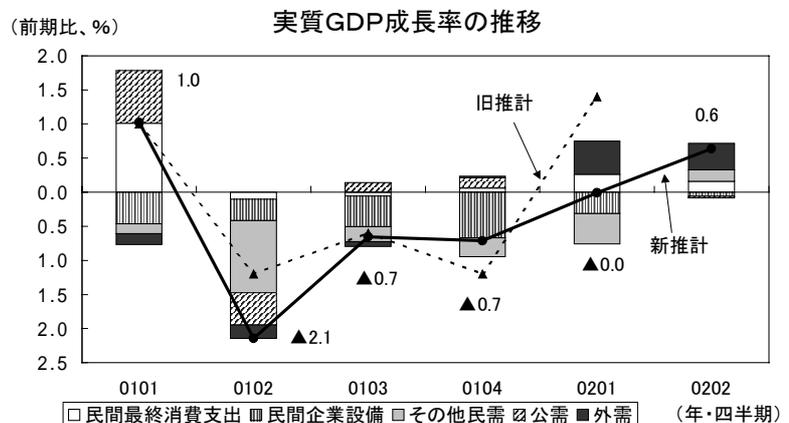
在庫投資（寄与度 0.2 ポイント上方修正）、輸入（伸び率 3.8%から 2.6%に下方修正、寄与度は 0.1 ポイント上方修正）、公的固定資本形成（伸び率 0.7%から 1.9%へ、寄与度は 0.1 ポイント下方修正）などである。5日発表の法人企業統計季報で4-6月期の設備投資（全産業）が前年同月比 15.5%、前期比でも 2.6%の減少となったことから、設備投資の下方修正を見込む機関も多かった。しかし設備投資は小幅上方修正されたことに加え、在庫投資と輸入の修正によるプラスの寄与が大きく、実質成長率は0.1%の上方修正となった。

（GDP統計速報推計方法の変更の評価）

内閣府は8月30日に発表された4-6月期GDP速報から推計方法を大幅に変更した。内閣府が7月に推計方法の変更をアナウンスしてから、8月中旬に最終的に一次速報の公表日が発表されるまで時間がかかったことや、推計方法の変更作業が突貫工事で行われたため一次速報の発表まで過去の実績データが提供されなかったなど、若干の混乱もあった。GDP速報の予測を業務にしているエコノミストの夏休みが無くなったという悲鳴も聞こえたが、4-6月期の1次速報値と2次速報値を見る限り、一応はかなりの改善が見られたと評価すべきであろう。

日本のGDP統計については、長年にわたって様々な問題が指摘されてきた。問題点は、公表のタイミングが遅い、速報の推計誤差が大きい、公表される情報が少ない、という3点に集約できるだろう。

今回の推計方法の変更によって、まず公表のタイミングの早期化が実現した。推計方法の変更後初めてとなる4-6月期の一次速報の公表は8月末になってしまったが、今後予定されているスケジュールでは、約1ヶ月の早期化が実現する。第二の推計精度の問題については、前期比伸び率の変動幅の改善が見られた。旧推計で6月に発表された1-3月期のGDP速報では、この期の実質成長率が前期比1.4%（年率5.7%）という高いものとなり、その他の経済指標から得られる景気判断と乖離があるといわれてきた。今回の推計方法の変更によって、1-3月期の経済成長率はゼロとなり、今年初めころを底に緩やかに景気が持ち直したという景気判断とGDPの動きが一致するようになった。もちろん過去の実績の部分だけでは本当に今回の推計方法の変更で問題が解決したのかどうか判断することはできないので、どの程度の効果があったか評価するにはもう少し時間が必要だろう。



第三の公表内容の充実という点では、家計最終消費支出のうちで帰属家賃を除いた数値が発表されるようになった点を評価したい。帰属家賃という概念は、それまで借家に住んでいた人が持ち家に住むようになると、それだけでGDPが減ってしまうという不合理を除くために取り入れられている。経済分析上は持

ち家に住んでいても、借家に住んでいても、「住む」という点から人々が得る満足感は同じであり、GDPが持ち家に住むか借家に住むかで変動することを避ける必要があるためである。

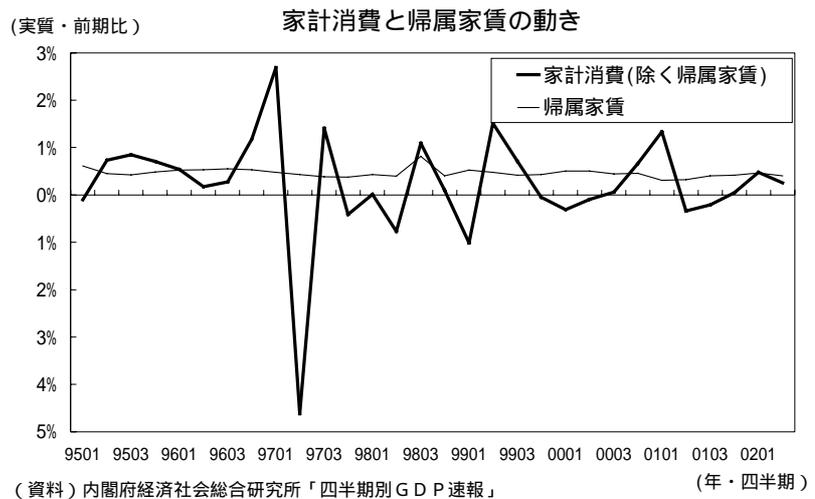
しかし景気判断のように市場で取引が活発に行われているかどうかという点を捉えようとすれば、企業の需要となる帰属家賃以外の消費の変動を敏感に捉えることが必要となる。帰属家賃以外の消費はかなりの変動を示しているにも関わらず、家計最終消費支出の約20%を占める帰属家賃が安定的な増加をしているため、消費の変動を見難くしていた。

これと同じ文脈で景気動向への影響を見る上で、固定資本減耗を除いた政府消費の発表を望みたい。GDP統計の体系が68SNAから93SNAに変更された際に、政府消費支出に社会資本の固定資本減耗が計上されることになったが、この変更によって政府が財政緊縮などで支出を削減しても固定資本減耗の増加でこの動きが見え難くなっているからである。

今後しばらくの間は民間予測機関によるGDP速報値の予測は、これまでよりもパフォーマンスが低下するだろう。とりわけ予測が難しいと考えられる点は、新推計方法への移行によって在庫投資の成長率への影響が大きくなったという変化が観察できることである。この点は毎四半期の経済成長率の評価についても、注意が必要なことを示している。たとえば、企業による過剰在庫の圧縮という行動が経済成長率を短期的にこれまでよりも大きく引き下げる可能性があるが、景気悪化のシグナルというよりは、在庫調整の進展によってリバウンドが望める状況が形成されつつあるとポジティブに評価すべき場面が考えられるからである。

2次速報後の経済見通し

4-6月期GDPの2次速報値発表を受けて、9月6日に発表した2002年度改定経済見通しに若干の修正を加えた。2003年度に向けての景気のパスについての考え方は6日の見通しと同じもので、4-6月期のGDP各需要項目の数値を2次速報値に入れ替えたことによる微修正のみである。需要項目ごとの若干の変化はあるが、実質成長率の予測は2002年度0.3%、2003年度0.9%で変更はない。(詳細表は次ページ)





日本経済の見通し (2002年4-6月期2次QE(9/11発表)反映後)

	(単位、%)			(単位、%)				前回予測
	2001年度 (H13年度) 実績	2002年度 (H14年度) 予測	2003年度 (H15年度) 予測	2002/4-6 実績	7-9 予測	10-12 予測	2003/1-3 予測	2002年度 (2002.6)
実質GDP	1.9	0.3	0.9	0.6	0.0	0.2	0.3	0.1
内需寄与度	(1.4)	(0.6)	(1.0)	(0.2)	(0.0)	(0.1)	(0.3)	(0.7)
内、民需	(1.3)	(0.7)	(0.8)	(0.3)	(0.1)	(0.1)	(0.5)	(0.8)
内、公需	(0.0)	(0.1)	(0.2)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.1)
外需寄与度	(0.5)	(0.9)	(0.2)	(0.4)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.7)
民間最終消費支出	1.1	0.8	0.1	0.3	0.2	0.2	0.0	0.6
民間住宅投資	8.0	3.2	0.9	0.8	1.9	0.7	0.4	4.5
民間企業設備投資	4.8	3.9	4.2	0.4	0.6	1.3	2.6	6.4
政府最終消費支出	2.7	2.5	2.8	0.6	1.0	0.9	0.2	2.6
公的固定資本形成	6.7	5.3	5.0	1.9	1.1	3.2	2.8	5.6
輸出	8.3	10.1	2.2	5.7	1.9	1.1	0.6	6.9
輸入	4.7	2.3	5.0	2.6	2.0	0.2	0.7	0.1
名目GDP	2.8	1.0	0.1	0.1	0.2	0.9	0.4	1.0

(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。その他の需要項目はすべて前期比。
見通しの前提：米国経済成長率～2002年2.3%、2003年2.6%
為替～2002年度 121円、2003年度 117円 原油～2002年度 27ドル/バレル、2003年度 24ドル/バレル

< 主要経済指標 >

	(単位、%)			(単位、%)				前回予測
	2001年度	2002年度	2003年度	4-6	7-9	10-12	2003/1-3	2002年度
鉱工業生産(前期比)	10.2	3.1	2.2	3.8	1.6	0.6	0.8	1.8
国内卸売物価(前年比)	1.1	1.2	1.2	1.2	1.1	1.2	1.3	1.0
消費者物価(前年比)	1.0	0.8	0.5	0.9	0.8	0.7	0.7	0.8
消費者物価(生鮮食品除き)	0.8	0.8	0.5	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
経常収支(兆円)	11.9	14.9	13.7	15.3	15.6	14.2	14.4	15.0
(名目GDP比)	(2.4)	(3.0)	(2.8)	(3.1)	(3.1)	(2.9)	(2.9)	(3.0)
失業率(%)	5.2	5.4	5.2	5.3	5.4	5.5	5.5	5.4
住宅着工戸数(万戸)	117	114	112	117	114	113	112	114
10年国債利回り(店頭基準気配)	1.4	1.4	1.4	1.4	1.3	1.4	1.4	1.4
為替(円/ドル)	125	121	117	127	119	119	118	124

(資料) 内閣府経済社会総合研究所「国民所得統計速報」、経済産業省「鉱工業指数」、総務省「消費者物価指数」他

(日本経済担当)	齋藤 太郎 (さいとう たろう)	(03) 3597-8416	tsaito@nli-research.co.jp
副主任研究員	篠原 哲 (しのはら さとし)	(03) 3597-8046	shino@nli-research.co.jp
研究員			
(金融・為替担当)	熊谷 潤一 (くまがい じゅんいち)	(03) 3597-8448	kumagai@nli-research.co.jp
副主任研究員			
(米国経済担当)	土肥原 晋 (どいはら すずむ)	(03) 3597-8433	doihara@nli-research.co.jp
主任研究員			
(欧州経済担当)	伊藤 さゆり (いとう さゆり)	(03) 3597-8538	ito@nli-research.co.jp
副主任研究員			

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)