

# 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

## 不良債権処理のデフレ緩和に財政政策を

### < 財政政策も含めたデフレ緩和策が不可欠 >

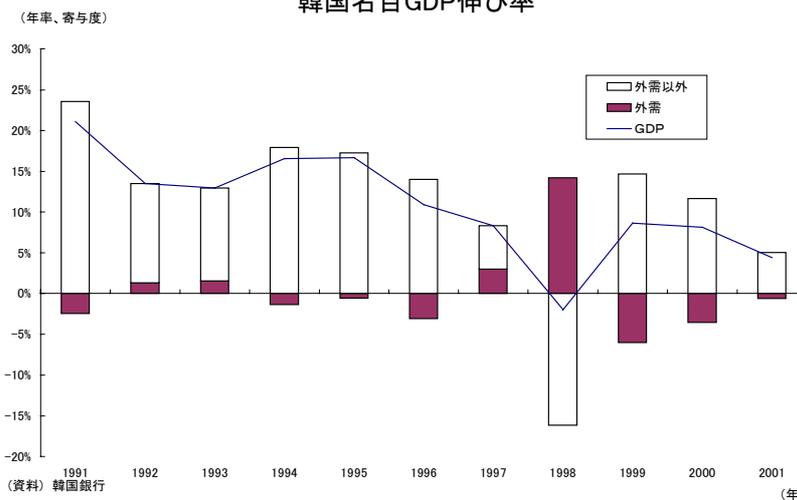
1. 小泉総理は内閣改造を行ない、柳沢金融相を更迭し竹中経済財政相が兼務することとなった。銀行への公的資金注入が実施される可能性が高まり、不良債権処理が促進されることになる。不良債権処理を進めれば経済にデフレの圧力が高まるのは避けられない。
2. 韓国などで不良債権処理が経済の立ち直りに直結したのは、為替レート的大幅な下落があったからである。日本経済ではこれは期待できず、財政政策も含めたデフレ緩和策が不可欠である。

### < 高まる先行き懸念 >

景気回復は続いているが、回復テンポが鈍化する気配が見られる。機械受注が減少するなど、設備投資の底打ちにつながるというシナリオが崩壊する恐れが出てきた。消費者マインドが悪化すれば、消費の大幅な落込みも懸念される。

### 外需で金融危機から立ち直った韓国経済

#### 韓国名目GDP伸び率



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/>

## < 財政政策も含めたデフレ緩和策が不可欠 >

### 不良債権処理の加速～有効なデフレ緩和策を

(高まる金融市場の不安)

小泉総理は9月30日に行なわれた内閣改造で、経済閣僚については柳沢前金融担当大臣を更迭し、竹中経済財政担当大臣が兼務することとした。柳沢前大臣の交代は予想されていたものの、竹中大臣が兼務するということは大方の予想外の人事であった。

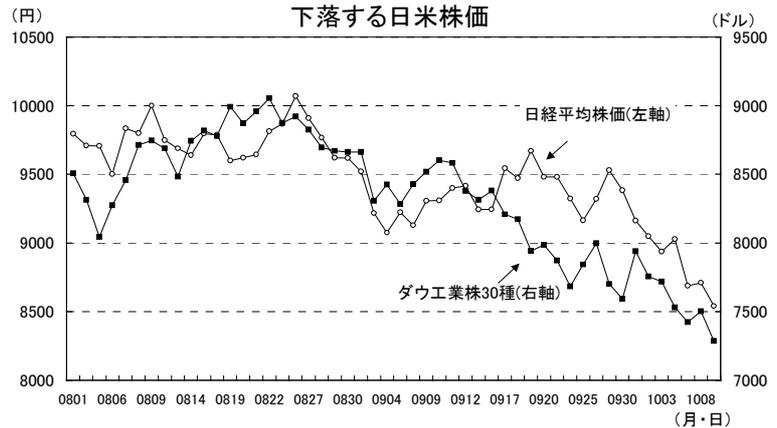
これまで政府内で、銀行への公的資金の注入について積極的な発言

を繰り返していた竹中経済財政担当大臣や速水日銀総裁と消極的な柳沢前金融担当大臣の間に、政策に対する考え方の違いがあったのは明らかである。今回の人事で、政府・日銀内での公的資金の再注入に関する意見の相違は解消されたと言えるだろう。しかし、不良債権処理の進め方によっては、デフレ圧力の拡大が避けられない。これをどうやって緩和するかで、インフラターゲットなど金融政策の役割を強調してきた竹中大臣と、これに否定的・消極的な速水日銀総裁との間で、意見の対立が表面化しかねない。金融市場では米国株価の下落に加えて、不良債権処理が加速される一方で、有効なデフレ対策が講じられないのではないかとの懸念から、株価が大きく下落している。

(宙に浮く日銀の株式購入)

銀行への公的資金再注入の可能性が高まったことで、9月18日の金融政策決定会合で日銀が決定した銀行の保有株式購入という構想が宙に浮く形となった。日銀の狙いは「金融機関による保有株式削減」ということであり、株価の変動によって銀行の自己資本が増減するのを避けるのが目的である。世界的な株価の下落懸念が強かった状況の中で、銀行による株式の売却は株価の下落を加速させて銀行の自己資本をさらに毀損する恐れが大きかった。このため、日銀による銀行の保有株式購入は、公的資金注入による銀行の自己資本強化の代替策と受け取られていた。

株式やETF(株価指数連動型上場投資信託)の購入は、量的金融緩和政策の一環としてマネーサプライの増加策として提案されてきたものである。日銀は、わざわざ金融政策決定会合と切り離して政策委員会・通常会合で株式の購入を決めるという手続きを取って、金融緩和の一環ではないという形を取った。しかし、異なる目的のためとは言ってもこれまで政策手段としては退け



(資料)日本経済新聞、ウォールストリートジャーナル

られてきた株式購入を自ら決断したことで、日銀に対して株式購入などによる追加的な金融緩和を行なえという圧力は更に高まることになるだろう。

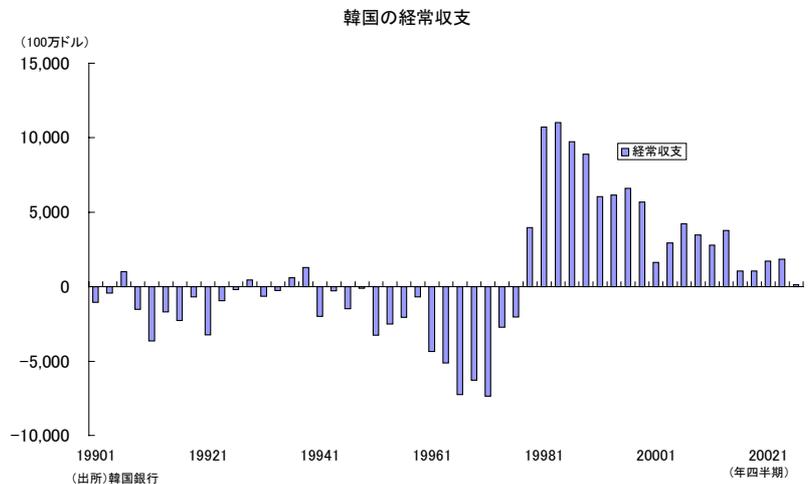
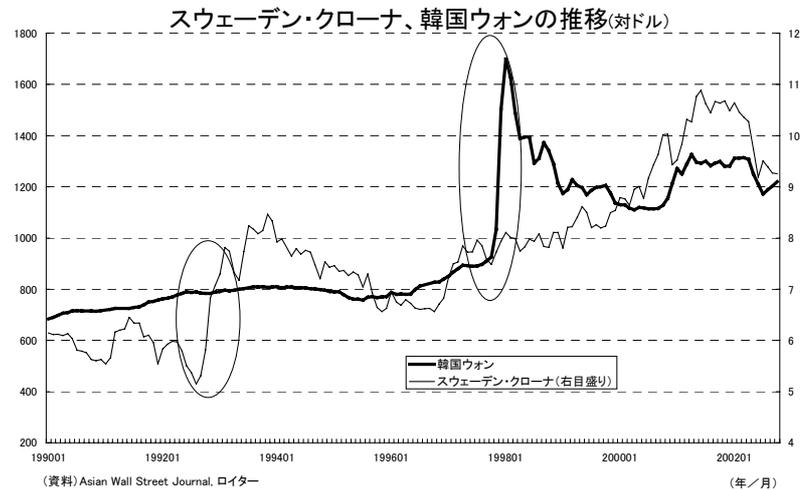
## 避けられないデフレ圧力の増大

「不良債権処理」の促進で、企業の倒産や事業や人員整理による失業の増加はある程度避けられない。こうしたデフレ圧力増大は、米国株価の下落などによって不安定化している株価を更に下落させ、日本経済をスパイラル的な景気悪化に陥れかねない。竹中大臣が強調する「資産査定厳格化」「コーポレートガバナンスの強化」「ダメな企業の退出」はいずれも重要な点である。しかし、デフレ圧力に対応した措置を伴わないと、日本経済をスパイラル的な景気悪化に陥らせて企業の倒産や破綻が増加し、金融機関の保有する不良債権の状況を更に悪化させる恐れもある。

思い切った金融機関の整理を行なって成功したと言われる韓国やスウェーデンの例をあげて、日本も不良債権処理を行なうべきと言う主張が見られるが、これらの国々と我が国の経済との状況の違いも良く認識しておく必要がある。

韓国とスウェーデンの経済危機前後の経済を見ると、危機からの脱却時には大幅な通貨の下落が発生し、ついで外需が大幅に増加しているのが分かる。韓国の例を見れば内需はこのとき大きく落込んで、外需によって経済が支えられている。こうしたことが可能であったのは、両国が経済危機に直面した時点で、経常収支が赤字であったことが大きいだろう。

両国に比べて経済規模が大きな日本が、大幅な円安で外需依存で経済を支えようとするれば、貿易相手国である米国やアジア各国などの国際収支に大きな影響を与える。現在経常収支の黒字が名目GDP比で3%に達している我が国が、さらに黒字を拡大すれば経常収支赤字国の国際流動性に大



きな不安を引き起こすだろう。米国の経常収支赤字は4-6月期には既に名目GDP比で5%に達しており、これがさらに拡大することによって、日米間に再び経済摩擦が深刻化する恐れもある。また大幅な円安による日本の輸出力強化は、米国市場などで日本製品との競争を繰り広げているアジア各国経済に深刻な打撃を与えかねない。スウェーデンや韓国などの国々と比較して世界経済の中に占める規模が日本ははるかに大きく、外需依存で経済を立て直すには海外経済に与える影響が無視できない。そもそも経常収支の大幅黒字を抱えて通貨危機があるわけでもない日本経済では、経済の混乱で多少の円安は起っても通貨の大幅な下落による外需の拡大が期待できない。

#### (不確実な金融政策の効果)

大幅な外需の拡大によるデフレ圧力の緩和が期待できない日本経済では、経済政策によってデフレ圧力を緩和する必要がある。政府はデフレ対策としては、既に方針が決まっている減税の他にインフレターゲットの導入や量的金融緩和の強化など金融政策の活用を念頭においているようだ。

しかし金融政策の効果は不確実で、これに期待をすることは危険である。昨年3月に日銀が量的金融緩和政策に転向して以来、ベースマネーの伸びは大幅に高まったが、期待されていたようなマネーサプライの伸びが大幅に高まったり、物価下落の圧力が目に見えて低下したという成果は現れていない。量的金融緩和策は小宮隆太郎青山学院大学教授が「微害無益」と断じているが、量的金融緩和政策自体を追求することによる「害」は大きくないかもしれない。しかし、効果が不確かな量的金融緩和策に期待をし過ぎて必要なデフレ緩和策が採られないことによって、日本経済がスパイラル的な悪化に陥ればダメージは大きい。不良債権処理によるデフレ圧力を緩和するには、金融政策が景気刺激スタンスを継続することは当然であるが、財政政策面からも景気刺激が必要となるだろう。

### 財政赤字の枠にこだわる危険

#### (自動安定機能を殺す国債発行枠)

小泉内閣では国債発行30兆円枠が構造改革路線のシンボルとなってきた。しかし2001年度は第二次補正予算で国債整理基金から2.5兆円の繰入れを行なっているので、事実上国債発行30兆円枠は突破していた。これだけではなく、決算では税収の落込みから5億円ではあるが歳入欠陥が生じて決算調整資金を利用したので、現実にも財政赤字は30兆円の枠を突破してしまっている。こうした状況下で今後も財政赤字や国債発行額に一定の枠を設定することにこだわった経済運営を行なうことは無意味であるだけでなく、世界的な株価の下落で景気の急速な悪化のリスクがある中では危険が大きい。

そもそも財政には、「景気が悪化すれば税収が落込み国民負担を軽減する一方で、失業手当などセーフティネットの支出が増加し財政収支は悪化するが、これが景気の下支えとなる」という景気の自動安定化機能がある。国債発行枠を予め決めてしまうことは、景気の悪化による財政収支悪化を歳出削減や国民負担の増加で対応しようとするものであり、もともと経済の安全装置

として組み込まれている財政の景気自動安定化機能のスイッチを切ってしまうことに等しい。

景気の悪化にともなう政府収入の減少は、歳出の無駄や非効率による財政赤字とは別のものである。景気変動を財政政策で安定化しようとする、いわゆるケインジアン政策に対する批判は少なくないが、こうした財政の自動安定化機能まで否定する論者はいないだろう。

(問題は需要面にある)

日本経済の低迷の原因を非効率部門に労働力や資源が固定されているためだという考えに立てば、これを成長部門に移動させれば良いということになる。しかし、現実には成長部門といわれる産業でも日本経済全体の失業や投資の低迷を埋めるほど規模となる、大量の労働力の不足や資本の不足が見られるわけではない。日本経済の供給力と現実の需要のギャップは大きく、日本経済全体としてみれば需要の不足が経済低迷の主因であることは明らかである。こうした中で不良債権処理の加速で需要が減少すれば、経済の低迷に拍車をかけることは疑いないだろう。

内閣府は9月20日に最近の経済情勢を踏まえて2002年度の「経済動向試算」を発表した。これを1月に閣議決定された政府経済見通しと比較すると、経済成長率はわずかに上方修正されているが、公的固定資本形成の見通しは実質1.3%の減少から3.8%の減少へとマイナス幅が拡大している。公的固定資本形成デフレータの見通しの違いが無いとすれば、これは公的固定資本形成が名目で8000億円程度当初の見通しを下回ることを意味する。政府経済見通しは国や財投機関の支出について

は2002年度予算と整合的に作られており、この点で大幅な狂いが生じていないはずである。今年度の公的固定資本形成が大幅に当初の見通しを下回るのは、地方の公共事業費が見込み以上に削減されているからであろう。

平成14年度経済動向試算の概況

(対前年度比、%)

|          | 14年度政府見通し | 14年度経済動向試算 | ニッセイ基礎研<br>経済見通し<br>(9/20発表) |
|----------|-----------|------------|------------------------------|
| 実質国内総生産  | 0.0       | 0.2        | 0.3                          |
| 民間最終消費支出 | 0.2       | 0.7        | 0.8                          |
| 民間住宅     | 1.9       | 1.5        | 3.2                          |
| 民間企業設備   | 3.5       | 4.2        | 3.9                          |
| 政府支出     | 1.4       | 0.6        | 0.4                          |
| 政府最終消費支出 | 2.4       | 2.2        | 2.5                          |
| 公的固定資本形成 | 1.3       | 3.8        | 5.3                          |
| 外需 寄与度   | 0.2       | 0.6        | 0.9                          |
| 名目国内総生産  | 0.9       | 1.1        | 1.0                          |

(資料)内閣府

このように政府経済見通しが公的固定資本形成を過大に見積もる傾向はここ数年続いている。(2001年11月9日号参照)国の財政だけでなく地方財政も収支が大幅に悪化しており、公共事業費の削減などによる財政バランスの改善に努めている。地方自治体はそれぞれが独自に意思決定を行なっているので、必ずしも国全体の経済運営に望ましい動きをする訳ではない。GDP統計上は「政府部門」に入っているものの、地方政府の経済的活動と景気との関係は中央政府に

とって直接コントロールできないという点では、民間企業の経済活動に似た点がある。

デフレ圧力の拡大によって民間経済活動が縮小の動きを示すだけでなく、地方政府の経済活動、特に公的固定資本形成も縮小する傾向がある。国の財政政策はこれをも考慮に入れて決定すべきだ。景気低迷による税収の落込みで地方財政が悪化し地方の公共事業費が当初の見通しを下回ることが明らかとなった以上、これを補正予算で補填することは経済政策の観点からは当然のことではないか。

(公共事業の執行に柔軟性を)

米国経済の先行きに大きな不透明感がある中では、今年度後半から来年度にかけての公共事業の執行には通常以上の柔軟性が必要で、国庫債務負担行為の活用などを検討すべきだ。米国株価は下落を続けている上に、テロや対イラク攻撃の可能性があるなど、米国経済の先行きの不透明性は拭えない。また不良債権処理を進める過程でどのようなデフレ圧力が発生するのか、正確に予見することは難しい。こうした事態の発生に対して柔軟に対処するために、通常以上に公共投資の執行スピードをコントロールする必要がある。景気の落込みに対して更なる補正予算で対処しようとしても間に合わない可能性もある。

また補正予算による公共投資の追加が当初予算と切り離されて、年度内に執行可能な即効性のあるものを中心としてきたことも、公共投資の無駄を生む原因の一つだ。来年度当初予算と一体的な補正予算を策定し、国庫債務負担行為の活用で予算の単年度主義が生み出す予算執行ペースの硬直性を緩和することを考えるべきである。

(家計負担増の回避を)

不良債権処理を進める上で大きなリスクは、失業の不安から家計消費が大きく落ち込むことである。来年度には社会保険料などを中心に家計負担の増加が見込まれることは大きな問題点である(9月6日号参照)。厚生労働省は労働政策審議会に雇用保険制度の改正案を提示した。このなかで失業手当の給付率の下限を6割から5割に削減することが示されている。高額の失業手当が再就職を延期させる効果があるという点が強調されるが、失業手当の削減は失業により家計所得が大きく減少するリスクを軽減するという効果を打ち消すものだ。実際には3割程度の人達が5%以上の給付削減となるとされており、かなりの失業者にとって失業した場合の生活維持のセーフティネットとしての機能が弱まることは否めない。特に、年功序列賃金体系が色濃く残る日本経済では、再就職が難しいといわれる中高年齢層の失業者の離職前賃金が高く、今回の措置で一番大きな影響を受けることになる点と見られる点は大きな問題だろう。こうした変更は万一失業した場合の不安感を高め、消費が大きく落ち込む原因となりかねない。

また来年度の税制改正では、所得税の配偶者特別控除の縮小などが検討されており、家計にとっては税負担の増加となる可能性が高い。中期的な方向としては必要な改正であっても、今後の経済情勢が極めて不透明な中では家計負担の増加は回避すべきであると考えられる。

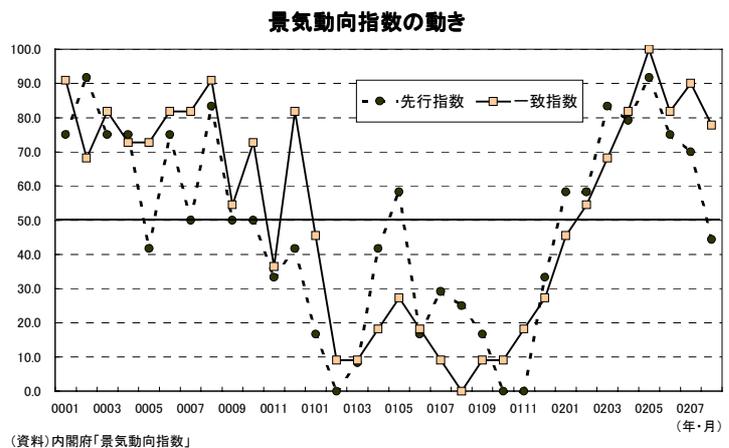
## < 回復の動き鈍化強まる不透明感 >

### 回復の動きはペース鈍化

(高まる先行き懸念)

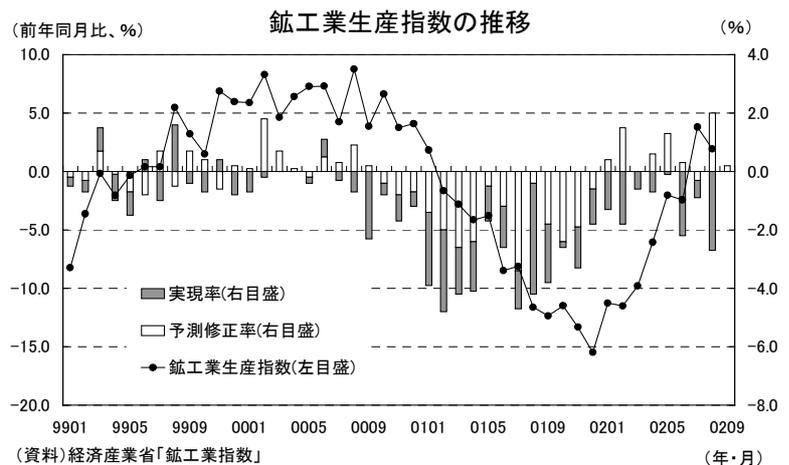
不良債権処理を巡る不安が国内株価の下落圧力になっているだけでなく、米国企業の収益懸念から米国株価が大幅な下落を続けていることも景気の先行きに大きな懸念材料である。

内閣府景気動向指数によれば8月のDI(速報値)は先行指数:44.4%、一致指数:77.8%、遅行指数:50.0%となった。一致指数は7か月連続で景気の拡大と後退の境となる50%を上回り、景気の拡大基調が続いていることを示している。しかし、先行指数は8ヶ月ぶりに50%を下回り、先行きに対する懸念を示唆するものとなった。



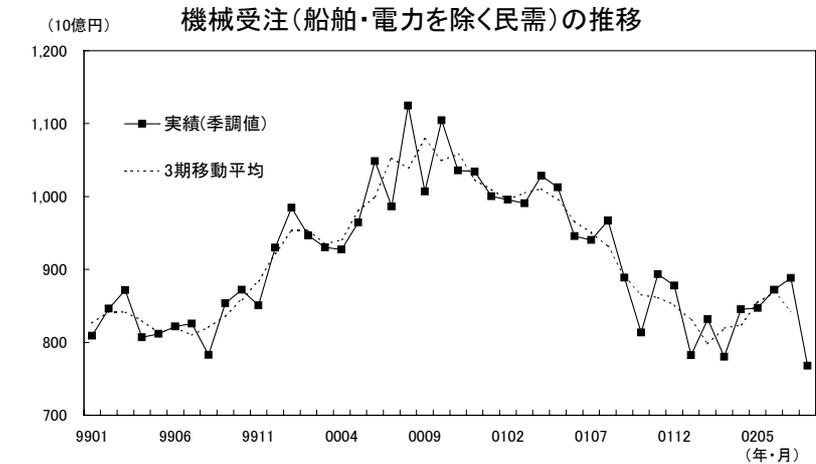
8月の鉱工業生産動向(速報)では、生産指数は前月比1.6%、出荷指数は3.3%の上昇となり、在庫指数は0.9%低下した。鉱工業生産は、6月に0.2%低下となったものの、再び増加しているが、8月の実現率(実績/見込み)は2.7%と大幅なマイナスだった。今年初めからの生産の持ち直し局面では、予測修正率(当該月の見込み/前月時点での予測)はプラス

となっているものの、実現率がマイナスとなる傾向が続いている。過去の生産の回復局面では、翌月の生産の増加が予想を上回って予測修正率がプラスとなるだけでなく、当該月中でも見込みを上回って生産の拡大が続くので実績が月途中の生産見込みを上回り、実現率もプラスとなることが多い。鉱工業生産の増加速度は過去の景気回復局面と比べて緩やかというわけではないが、V字型の生産回復という期待ほどには生産が拡大していないことを示すものと考えられる。6月には前月比で微減となったなど、最近では鉱工業生産の回復のペースが鈍化していると判断されよう。



(懸念される設備投資の先行き)

今年初めから鉱工業生産が回復しはじめ、GDP統計でも2001年10-12月期に前期比実質4.0%の減少だった設備投資は、1-3月期には1.9%、4-6月期は0.4%と減少幅が縮小しており、このまま緩やかながら景気の回復が続けば設備投資が底を打ち、回復に向かうと期待されてきた。先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民



(資料)内閣府経済社会総合研究所

需)は、4-6月期に前期比7.1%の増加となり、7月も1.9%の増加となるなど持ち直しの動きを見せていた。しかし、8月は前月比13.6%の減少となり、縮小が続いてきた前年比の減少幅も7月の5.8%から20.3%へと拡大した。10月1日に発表された日銀短観9月調査でも、業況判断が速度は鈍化したものの改善が続いているにも関わらず、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。短観では企業の設備投資意欲が改善を示しておらず、今後の景気回復力の弱さを示唆している。

### 失業率悪化なら消費底割れのリスクも

家計調査では、8月の全世帯の消費支出は実質0.1%の増加となったが、勤労者世帯は0.3%の減少となった。勤労者世帯の収入を見ると、実収入は4月以降前年比で減少が続いており、可処分所得も前年比で減少している。実質消費がほぼ横這いとなっているのは、消費性向の上昇と物価の下落に支えられている。消費者マインドの改善を支えてきたのは景気の回復による雇用情勢の改善への期待だ。消費動向調査の消費者態度指数の改善は、雇用環境に関する意識が2001年12月調査で19.8まで低下した後、3月は24.8(5.0ポイント上昇)、6月は30.6(5.8ポイント上昇)と大きく改善したことによるものだ。しかし月次消費動向調査では雇用環境に関する見方の改善傾向が変わる気配を見せている。

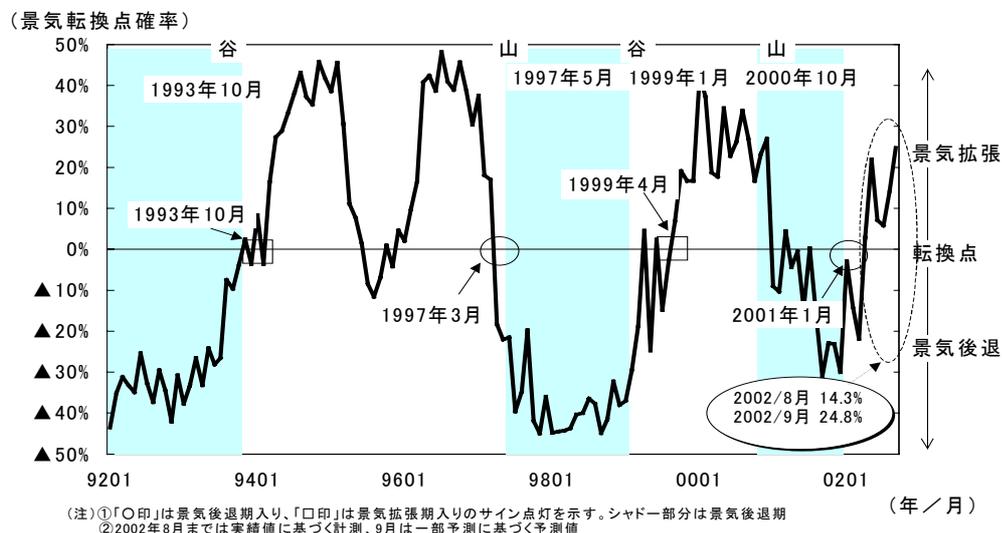
完全失業率は5月以降5.4%にとどまったままで雇用情勢は目立った改善を見せておらず、消費者マインドの悪化の懸念も少なくない。不良債権処理の促進が企業倒産の増加や企業再建のための人員整理につながって失業者が増加するという懸念を消費者が抱けば、97年末の山一証券などの金融機関の経営破綻時のように、消費意欲が一気に後退する恐れもある。不良債権処理に伴う失業への対応が不十分であれば、消費の底割れを招いて景気が急速に悪化するリスクが高まるだろう。

## < ニッセイ景気動向判断指数 ( NBI ) >

研究員 篠原 哲

8月：14.3%、9月（予測値）：24.8%

8月のNBIは14.3%（7月実績5.7%）となり、2ヶ月続いた減少傾向から改善に転じ、プラス幅を拡大させる結果となった。新規求人数は前月の反動で前月比6.7%のマイナスに転じたものの、このところ低調に推移していた新車販売台数が前月比10.4%と大幅な増加となり、日経商品指数(17種)も前年同月比5.3%と増加幅を拡大させたことが寄与した結果と考えられる。また最終需要財在庫率も前月比1.7%と引き続き堅調な動きを示している。



9月のNBI（予測値）は24.8%となり、8月に続きプラス幅が拡大する見通しである。新車販売台数は前月の大幅増の反動により前月比2.1%と減少に転じ、マネーサプライ（M2+CD）も前年同月比3.3%と前月より伸び率を縮小させたが、日経商品指数（17種）は前年同月比6.1%となり引き続き増加傾向にある。

|                   | →予測値  |        |       |       |       |       |
|-------------------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
|                   | 2002年 |        |       |       |       |       |
|                   | 4月    | 5月     | 6月    | 7月    | 8月    | 9月    |
| ニッセイ景気動向判断指数(NBI) | 2.8%  | 21.9%  | 7.1%  | 5.7%  | 14.3% | 24.8% |
| 景気後退確率            | 47.2% | 28.1%  | 42.9% | 44.3% | 35.7% | 25.2% |
| 内閣府景気動向指数         |       |        |       |       |       |       |
| 先行DI              | 79.2% | 91.7%  | 75.0% | 70.0% | 44.4% |       |
| 一致DI              | 81.8% | 100.0% | 81.8% | 90.0% | 77.8% | —     |

(注)「ニッセイ景気動向判断指数(NBI)」とは、景気転換点・局面を確率的に判断する指数。数値がゼロを上回れば「景気回復局面」、マイナスであれば「景気後退局面」、ゼロは景気の転換点を示す。

## ＜基礎研インデックス - ヒストリカル・データ - ＞

|       | ニッセイ景気動向<br>判断指数(NBI) | 月次GDP    |       | 為替インデックス |
|-------|-----------------------|----------|-------|----------|
|       | 水準                    | 水準(10億円) | 前期比   | 水準       |
| 00/10 | 16.6%                 | 543,574  | 1.5%  | 15.6%    |
| 00/11 | 23.2%                 | 540,160  | ▲0.6% | 8.1%     |
| 00/12 | 27.0%                 | 546,392  | 1.2%  | 3.4%     |
| 01/1  | -9.0%                 | 542,532  | ▲0.7% | 8.5%     |
| 01/2  | -10.3%                | 551,401  | 1.6%  | 19.7%    |
| 01/3  | 4.5%                  | 541,153  | ▲1.9% | 28.3%    |
| 01/4  | -4.4%                 | 540,880  | ▲0.1% | 31.8%    |
| 01/5  | -0.5%                 | 532,185  | ▲1.6% | 25.9%    |
| 01/6  | -14.5%                | 527,100  | ▲1.0% | 22.5%    |
| 01/7  | 0.3%                  | 530,487  | 0.6%  | 11.2%    |
| 01/8  | -16.3%                | 529,222  | ▲0.2% | 2.4%     |
| 01/9  | -31.0%                | 529,983  | 0.1%  | -3.9%    |
| 01/10 | -22.8%                | 525,997  | ▲0.8% | -7.7%    |
| 01/11 | -23.2%                | 527,835  | 0.3%  | -13.8%   |
| 01/12 | -30.0%                | 524,521  | ▲0.6% | -14.6%   |
| 02/1  | -2.9%                 | 528,136  | 0.7%  | -12.7%   |
| 02/2  | -14.1%                | 525,906  | ▲0.4% | 8.0%     |
| 02/3  | -21.9%                | 524,142  | ▲0.3% | 15.5%    |
| 02/4  | 2.8%                  | 529,227  | 1.0%  | 7.1%     |
| 02/5  | 21.9%                 | 530,291  | 0.2%  | -0.4%    |
| 02/6  | 7.1%                  | 528,753  | ▲0.3% | -13.4%   |
| 02/7  | 5.7%                  | 531,992  | 0.6%  | -15.7%   |
| 02/8  | 14.3%                 | 532,045  | 0.0%  | -4.9%    |
| 02/9  | 24.8%                 |          |       | -9.4%    |
| 02/10 |                       |          |       | -5.2%    |

(注1)NBIはマネーサプライの計数訂正に伴い、2002年1月に過去に遡及してデータを改定

(注2)ニッセイ為替インデックスは、為替局面の再判定にともない遡及改定(2001年10月)

### (注) 基礎研インデックスの見方

ニッセイ景気動向判断指数(NBI)：景気の転換点・局面を確率的に判断する指数。数値がゼロを上回れば「景気回復局面」、マイナスであれば「景気後退局面」、ゼロは景気の転換点を示す。

月次GDP：GDPを月次化したもの。2002年8月に内閣府がGDP速報の推計方法を変更したことに伴い、これまでの二面等価月次GDPを改定。直近レポートはWeekly「エコノミスト・レター」2002年9月27日号参照。

為替インデックス：為替の局面・転換点を確率的に判断する指標。プラスが続くと円安局面、マイナスが続くと円高局面。

(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)