

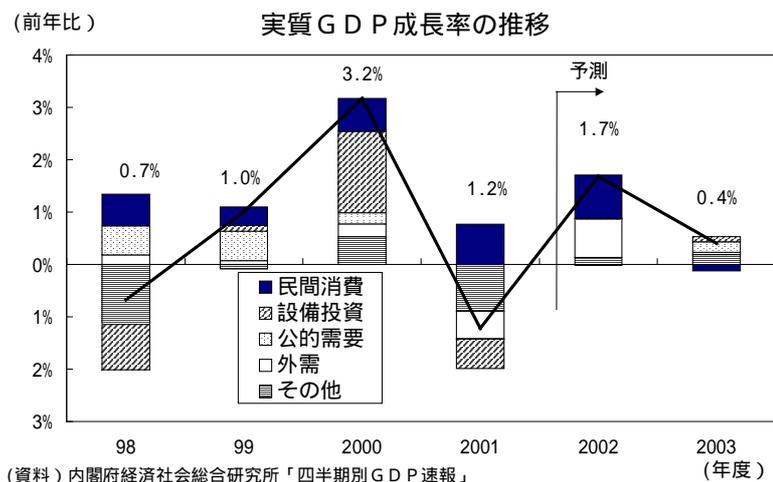
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

福井新総裁を迎える難局～二次QE後見通し

< 暴風雨の中の船出：2003年度は0.4%成長 >

1. 年度末を控えて株価が大幅に下落し、イラク情勢の緊迫でドルの下落や世界的な株価の下落が懸念されるなど、金融情勢は緊迫している。福井氏は20日に日銀の新総裁に就任する予定だが、暴風雨の中の船出となりいきなり難局に直面することになる。
2. 繰り返される金融危機回避のためには銀行保有株の制限による株式売却圧力を緩和することが必要である。デフレからの脱却には金融と財政の両方の政策が必要である。
3. 3月11日発表のGDP第二次速報(二次QE)をもとに、2月に発表した2003年度改定経済見通しを微修正した。実質経済成長率は2002年度の1.7%から2003年度は0.4%に減速すると予想される。物価の下落が続く名目では、2002年度0.5%、2003年度1.1%とマイナス成長が続くだろう。



経済調査部門

(03)3597-8419

チーフエコノミスト 樋 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

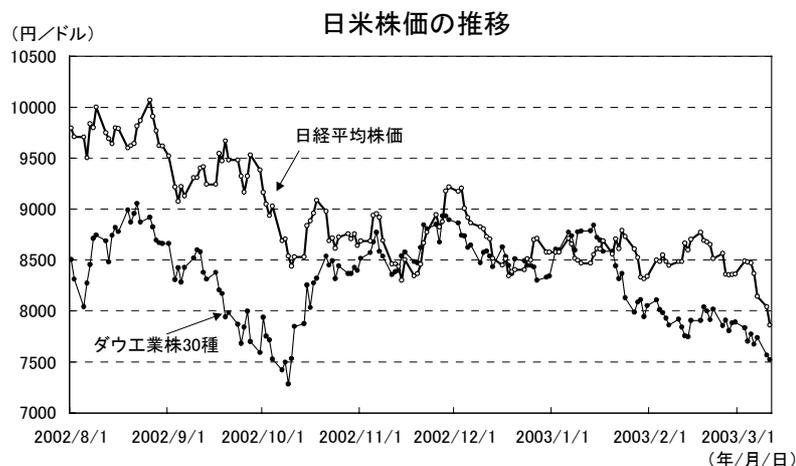
ホームページアドレス: <http://www.nli-research.co.jp/>

福井新総裁を迎える難局

1. 暴風雨の中の船出

(株価はバブル崩壊後最安値を更新)

株価は3月11日には日経平均が終値でも8000円台を割り込み7862円に下落し、バブル崩壊後の最安値を更新した。イラク情勢は緊迫の度を増し、米国の株価もNYダウが7552ドル(12日終値)に下落しており、世界的な株安状態となっている。

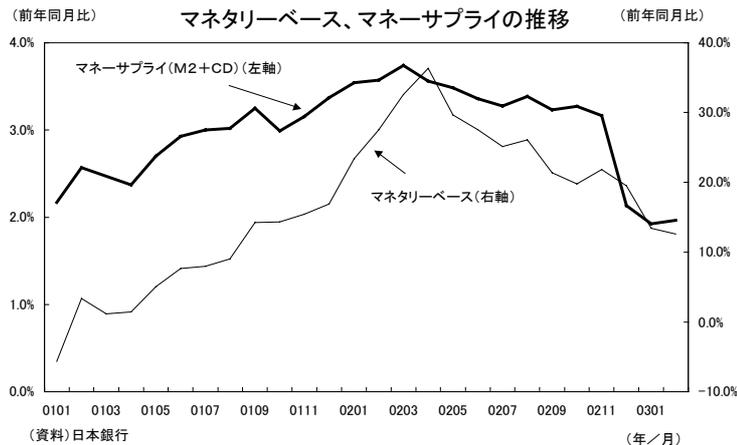


(資料)日本経済新聞、ウォールストリートジャーナル

金融庁は、金融再生プログラムの目標達成に向けて資産査定を厳格化等によって金融システムに対する信頼の回復を目指してきた。これを受けて主要行は相次いで増資による自己資本の増強策を打ち出したが、これが既存の株式の収益性を低下させるという懸念を引き起こし、銀行株が下落することとなった。さらにイラク情勢の緊迫による世界的な株価下落が加わって、日経平均株価は大幅に下落している。

(低下するマネーサプライの伸び)

日銀は、日銀当座預金目標を量的金融緩和を採用した2001年3月の5兆円から、2002年10月には15~20兆円へと引き上げ、金融緩和を強化してきた。しかしこれにも関わらずマネーサプライの伸びはむしろ鈍化している。代表的な指標であるM2+CDの伸びは2002年1月には前年同月比で3.5%の増加だったが、10日に発表された2月の速報では、2.0%という低いものにとどまった。マネタリーベースの伸びも2月には12.6%となり、昨年中の20~30%台の伸びから見れば鈍化していることは否めない。マネーサプライの伸び鈍化は日銀の金融緩和が不十分だという批判につながり、デフレが一方向に改善を見せない現状では、日銀当座預金残高の目標水準を引き上げてマネタリーベースの高い伸びを維持すべきだという内外の圧力が高まるだろう。



4、5日に開催された金融政策決定会合では、郵政公社の発足に伴う技術的な理由から4月以降の日銀当座預金残高の目標を2兆円増額したのみだったが、日銀は11日には当座預金残高を20兆円を超える水準に引き上げて資金供給を増加させた。しかし、年度末が近づいても短期金利は安定しているなど短期金融市場は落ち着いており、資金供給をしてもほとんど意味がないという批判もあって、これで金融政策に対する期待がおさまるわけではない。19日には速水総裁の任期満了を迎え、20日には福井新総裁下の日銀新執行部が発足する。福井新総裁の日銀丸は、年度末金融危機にイラク情勢の不安が加わるという暴風雨の中の船出となる。

(危機回避に株式市場の需給改善策を)

持ち合いの解消のために年度末に株式が下落することは懸念されていたことだ。イラク情勢が緊迫することもある程度予想されていた。しかし、2月中旬には日経平均は8000円台半ばを維持していたため楽観的なムードが漂って、地方統一選挙を控えた政治の世界で生命保険会社の予定利率引下げ問題の先送りなど金融システム不安対策への取組みが後退したことは否めない。不良債権処理の加速も、目玉であった産業再生機構を利用した処理への期待が急速に後退してしまった。こうした中で3月中旬になって、財政政策の議論は予算審議中出し難く、日銀執行部の交代で金融政策も動き難い、という政策対応の空白が生じたことも株価の下落を招いた原因である。

株価の下落に対して与党内では銀行保有株の制限を延期することが検討されており、一時的な株価の持ち直しは期待できる。しかしBIS規制のためいずれ銀行は保有株式の売却が必要となることを市場は見越しており、これだけでは株式市場への売り圧力が残ってしまい株価の安定は望めない。銀行保有株の制限によって売却を余儀なくされる株式の受け皿として、銀行等保有株式取得機構が設立されたが、銀行が売却額の8%を機構に拠出する必要がある上にBIS規制上は資産圧縮効果がないことがネックとなって、売却は進まなかった。このため日銀は9月に銀行保有株の買取りを決定し、株式取得機構よりも銀行が有利な条件で売却が行なえるようにした。日銀の銀行保有株買取りは最長平成16年9月末まで、規模は2兆円を上限としているが、3月10日

時点までに 9060 億 7400 万円の買取りを行なったのみであり、未だにかなりの売り圧力を抱えていることになる。

加えて、株価下落による企業年金の運用悪化が企業の利益を圧迫し、厚生年金基金の代行返上や解散の動きが加速され、これがまた市場への株式の売却圧力を高めることになりかねない。新聞報道によれば、3月1日までに代行返上の認可を受けた企業数は 422 で全体の約 4 分の 1 に達している。有価証券のままでも代行返上ができるが、実際には多くの厚生年金基金が資産を現金化して年金基金に移していると言われており、この面からも株価が押し下げられる恐れがある。

年度末の決算を控えて株価の下落は、バランスシートのこれ以上の悪化を回避するためにさらなる株式の売却を呼び、これが株価を一層押し下げるといふ悪循環を招いている。株価の大幅な下落が金融機関や企業のバランスシートを悪化させ、設備投資や雇用への悪影響を及ぼし、さらに株価を下落させることを回避するために、株価下落の悪循環を断ち切ることが必要だ。このためには、銀行の保有株式に制限を加えるという制度変更で必要になった株式の売却圧力を一時的に公的な制度が受け皿となって吸収し、株式市場の需給を改善する他は無い。日銀の銀行保有株式の購入上限額の引上げが議論されているが、上限まで 1 兆円も枠が残っている上に現在の株価では銀行の株式売却は進まないため即効性は望めない。財政資金を投入してでも銀行の抛出の廃止や買取り価格の見直しなどを行ない、元々このために設立した銀行等保有株式取得機構の買い取り条件を銀行の株式の売却が進む現実的なものに緩和することが必要であろう。

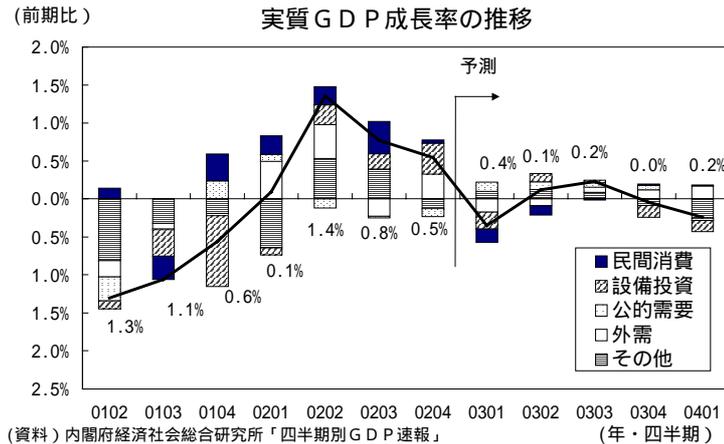
インフレ・ターゲットを導入しても、それだけではデフレからの脱却はできず、そのためには手段が問題である。金融政策に対する期待は依然大きい、長期国債の買いオペ増額による日銀当座預金の増額といった従来型の金融政策単独ではデフレからの脱却は困難である。日銀による ETF（株価指数連動型上場投資信託）の買入れは、「国債発行による ETF の購入と同額の国債買いオペの増額」という財政政策と金融政策の組み合わせと同じだ。また連銀のバーナンキ理事が指摘しているように、日銀が現金をばらまくという有名なミルトン・フリードマンのヘリコプター・マネーは、減税とその資金を日銀が供給するという政策の組み合わせと同じである。ここから分かるように、非伝統的な金融政策には財政政策的な要素が必ず多分に含まれており、デフレからの脱却のためには金融政策だけでなく財政政策の発動も必要であると考えられる。

2 . 2003 年度も名目 GDP はマイナス成長

（2002 年度は実質 1.7% 成長）

内閣府が 3 月 11 日に発表した 2002 年 10-12 月期 GDP の二次速報値（二次 QE）をもとにすれば、今年度の経済成長率は実質 1.7% となるだろう（一次 QE 時の見通し 1.6%：2 月 20 日発表）。2001 年度は米国の IT バブル崩壊による輸出の減少から、外需の寄与度が 0.5% と足を引っ張ったが、2002 年度は輸出が 11.7% の増加となり外需の寄与度は 0.7% で経済成長を引っ張った。2001 年度に 3.4% と大きく落込んだ設備投資が、0.1% へと下げ止まりとなったことなどから民需の寄与度は 0.7% から 0.9% へと大幅に改善した。

今年度の補正予算では 1.5 兆円の社会資本整備関係費の上積みが行なわれたが年度内には効果が見られず、公的固定資本形成は前年比 4.9%の減少になると予測する。公的需要は政府消費支出の安定した伸びがあるため、実質 GDP への寄与度はほぼゼロになるだろう。2003 年度も地方の公共事業の落ち込みが続くだろう。この予測では補正予算による公共投資の追加を想定していないが、2002 年度からの繰越しがあるため 2.4%と減少幅は若干縮小すると見込まれる。



(2003 年度は実質 0.4% 成長に減速)

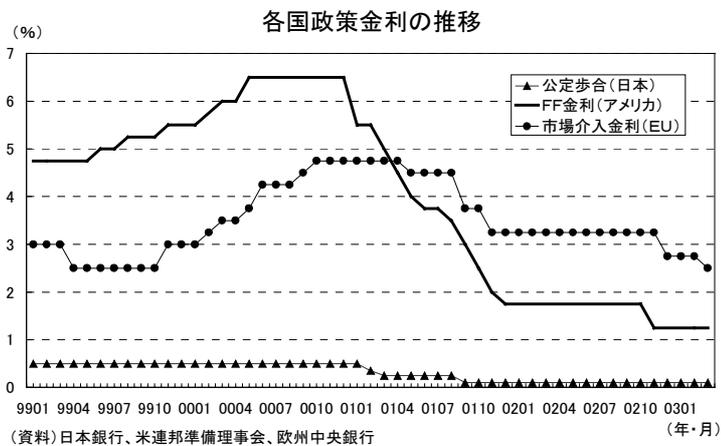
2003 年度は、輸出の伸びが 2002 年度の 11.7%から 2.1%へと低下することから外需が息切れし、所得の低迷に加えて諸負担の増加による消費低迷が見込まれることなどから内需の伸びも低下して、経済成長率は 0.4%に減速するだろう。景気回復は 2003 年春頃にはピークを迎える可能性が高く、失業率は再び上昇傾向となって 2003 年度末には 6%に達するだろう。

2003 年 3 月期の企業収益は大幅な増益となると見込まれるものの、かつてのようにこれが賃金上昇率を高めることはないだろう。今春闘では、多くの企業や産業で初めからベースアップは断念されており、定期昇給の維持がやっとという状況だった。法人企業統計では 10-12 月期の売上は全産業で前年比 5.0%と減少しており、人件費が 6.7%とこれを上回る縮小を見せるなど企業がコストの削減で利益をあげている姿が見取れる。2003 年度もこうした動きから賃金の減少やボーナスの減少が続く、物価の下落にもかかわらず実質でも家計所得が減少すると見込まれる。さらに社会保障関係の負担増も加わるために可処分所得が実質で減少してしまい、消費は 0.2%の減少となろう。住宅投資は所得の伸び悩む中で低迷が続く 1.4%と引き続き減少すると見られる。設備投資は実質では 0.6%増となるが、物価下落を反映したデフレータの低下のためであり名目では、2002 年度から減少幅は縮小するものの 2003 年度も減少となるだろう。原油価格の上昇で日本の国際収支の黒字は縮小しているが、米国の国際収支の悪化を背景に円高が進むと見られることから輸入物価の上昇は限定的だろう。内需が弱い中では価格の上昇分を製品に転嫁することは難しく、原油価格の上昇は企業収益を圧迫する要因となり、設備投資の圧迫要因となるだろう。当面デフレからの脱却の目処は見えず、名目成長率は 2002 年度 0.5%、2003 年度も 1.1%とマイナスが続く見通しである。

(イラク情勢への対応)

イラクへの攻撃を巡っては国連で協議が続いているが、国連安全保障理事会での決議がなくとも攻撃が開始される可能性が高い。短期間で目処がたてば影響は比較的小さいが、長期化すれば米国の消費の落ち込みから世界経済全体の成長率が低下するだろう。仮に査察の継続が決まった場合でも、攻撃の可能性が消えない限りは原油価格が高止まりし、世界経済全体がマイナスの影響を受けることには違いがない。イラクへの攻撃が開始されれば、米国株価はもちろん欧州でも景気への影響を懸念して株価がさらに下落するだろう。また、同時多発テロ事件以後のパターンである有事のドル安が起こり、ドルがその他の通貨に対して下落することになるだろう。

米国 FOMC (連邦公開市場委員会) は 18 日に開催されるが、この時点ではイラクへの攻撃は開始されていない可能性が大である。過去にも緊急時には臨時に FOMC が開催されて利下げを決定しており、今回も臨時に委員会を開催するなど次の定例の委員会を待たず即座に金融緩和が行なわれると考えられる。ECB (欧州中央銀行) は 6 日の定例理事会で、政策金利である市場介入金利を 0.25% 引き下げ、ECB が 1999 年に発足して以来最低水準に並ぶ 2.50% とした。0.5% の利下げ予想が多かったにも関わらず、引下げ幅が 0.25% にとどめられたのは、イラクへの攻撃が開始された際に追加緩和を実施する余地を残したものと考えられよう。



日本では 12 日に経済官庁と日銀の幹部が首相官邸に集まり、緊急連絡会議を開催した。年度末の金融危機回避とイラク攻撃が始まった場合の対応が協議されただろう。攻撃開始と同時に予想されるドルの下落に対しては大規模な介入で対応すると見られ、米、欧との協調介入が実現する可能性も高い。ドルの下落はあるが短期間で事態收拾の目処が立つという前提の下では、5、6 月頃には 120 円程度へ戻ると見られる。また、米、欧の金融緩和に歩調を合わせて日銀の金融緩和が行なわれよう。国債の買いオペ増額による当座預金残高の引上げが続けられる可能性が大きいが、株価の下落が大きい場合など市場への強いインパクトが必要であれば、ETF (株価指数連動型上場投資信託) の購入などに踏み切る可能性もありうるだろう。

(米国、欧州の経済見通しは次週 3 月 20 日 (木) の Weekly エコノミストレターに掲載します。)

日本経済の見通し (2002年10-12月期二次QE(3/11発表)反映後)

(単位、%)

	2001年度 実績	2002年度 予測	2003年度 予測	2002/4-6 実績	7-9 実績	10-12 実績	2003/1-3 予測	4-6 予測	7-9 予測	10-12 予測	2004/1-3 予測
実質GDP	1.2	1.7	0.4	1.4	0.8	0.5	0.4	0.1	0.2	0.0	0.2
				5.5	3.1	2.2	1.4	0.5	0.9	0.2	1.0
				0.2	1.8	2.6	2.5	1.2	0.5	0.1	0.1
内需寄与度	(0.7)	(1.0)	(0.4)	(0.9)	(1.0)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.4)
内、民需	(0.7)	(0.9)	(0.2)	(1.0)	(1.0)	(0.3)	(0.3)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.4)
内、公需	(0.0)	(0.0)	(0.2)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.0)
外需寄与度	(0.5)	(0.7)	(0.0)	(0.4)	(0.2)	(0.3)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.2)
民間最終消費支出	1.4	1.5	0.2	0.4	0.8	0.1	0.3	0.2	0.0	0.0	0.0
民間住宅投資	8.0	2.7	1.4	0.3	0.3	0.8	0.8	0.4	0.1	0.6	1.1
民間企業設備投資	3.4	0.1	0.6	1.6	1.3	2.6	1.4	0.7	0.2	1.0	0.9
政府最終消費支出	2.2	1.9	2.0	0.1	0.6	0.0	0.7	0.6	0.4	0.6	0.0
公的固定資本形成	4.9	4.9	2.4	2.2	1.9	1.2	0.6	0.1	0.3	0.9	0.5
輸出	7.2	11.7	2.1	6.9	0.1	4.1	0.9	0.0	0.5	0.3	0.8
輸入	3.2	5.7	2.2	3.5	2.8	1.6	0.8	1.0	0.1	1.0	0.8
名目GDP	2.5	0.5	1.1	0.2	0.3	0.1	0.8	0.1	0.2	0.5	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。その他の需要項目はすべて前期比。

< 主要経済指標 >

(単位、%)

	2001年度	2002年度	2003年度	2002/4-6	7-9	10-12	2003/1-3	4-6	7-9	10-12	2004/1-3
鉱工業生産(前期比)	10.2	2.7	0.1	3.8	2.2	1.0	0.7	0.4	0.5	0.9	0.9
国内企業物価(前年比)	2.4	1.6	0.8	2.2	1.9	1.2	0.8	0.6	0.7	0.7	1.2
消費者物価(前年比)	1.0	0.7	0.7	0.9	0.8	0.5	0.5	0.6	0.6	0.8	0.8
消費者物価(生鮮食品除き)	0.8	0.9	0.7	0.9	0.9	0.8	0.9	0.6	0.6	0.7	0.9
経常収支(兆円)	11.9	13.1	12.6	15.0	13.4	12.9	11.1	12.8	12.9	12.1	12.8
(名目GDP比)	(2.4)	(2.6)	(2.6)	(3.0)	(2.7)	(2.6)	(2.2)	(2.6)	(2.6)	(2.4)	(2.6)
失業率(%)	5.2	5.4	5.8	5.4	5.4	5.4	5.5	5.6	5.7	5.9	6.0
住宅着工戸数(万戸)	117	114	111	118	112	114	112	111	111	112	111
10年国債利回り(店頭基準気配)	1.4	1.1	0.7	1.4	1.2	1.0	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
為替(円/ドル)	125	122	119	127	119	123	119	120	119	118	117
原油価格(ドル/バレル)	24	28	24	25	26	27	35	26	23	23	23

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

(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)