

# 日本・米国マクロ経済レポート

2003年 11月 2日  
東京三菱銀行  
調査室

	日 本	米 国
1. マクロ経済見 通し	<p><b>短期：</b>日本経済には持ち直しの動きがみられるようになってきた。2003年4～6月の実質 GDP 成長率は前期比年率+3.9%と、1～3月の同+2.4%から伸びを高めた。企業部門では、日銀「短観（9月調査）」でみた2003年度の経常利益（全産業・全規模）が前年比10.4%と、2002年度（同+16.4%）に続いて高めの増益が見込まれるなか、過剰債務・雇用の調整は大企業を中心に進捗、企業部門の資産効率は改善しつつある。また同調査で2003年度の設備投資計画をみると、大企業、なかでも製造業（前年比+11.1%）や通信業（同+16.0%）、サービス業（同+5.5%）などで大幅な増加が計画されている。</p> <p>先行きを展望すると、日本経済は輸出の増加を起点に企業部門に牽引される形で引き続き回復の動きを強めていくと予想。ただし、2004年度までについては、中小企業を中心に過剰債務・雇用の調整過程にあり、民需中心にデフレ解消を伴うほどの本格的な回復軌道に復する姿は期待し難い。</p>	<p><b>短期：</b>米国経済は回復基調を強めている。2003年7～9月の実質 GDP 成長率は前期比年率+7.2%と4～6月の+3.3%から伸びを高め、1984年1～3月以来の高い伸びとなった。最大の牽引役は個人消費で、イラク戦争終結に伴い自動車や家具などの大型耐久財消費が急回復し、7月以降は消費対象がさらに広がった。東京三菱小売業業況調査でも経営者の見方はますます強気となっている。企業部門でも設備投資が回復の兆しを見せ始め、懸念された在庫調整も自動車産業を中心に減産による調整を早めた結果、一時的なミニ調整に終わりそうだ。</p> <p>先行きを展望すると、減税の押し上げ効果が今後も続くと思込まれることから、個人消費は底固さを維持し、それに伴い、企業部門でも在庫の積み増し、設備投資の回復が徐々に鮮明化する公算が高い。この結果、デフレギャップは徐々に縮小に向かい、ディスインフレ傾向にも歯止めがかかるとみられる。</p>
	<p><b>中長期：</b>2005年度以降には、過剰債務・雇用の調整圧力が軽減に向かうとみられるほか、構造改革のプラス効果が徐々に顕在化していく公算が大きい。このため、日本経済は成長力を高め、民需中心の本格的な回復軌道に復して行くと予想する。</p> <p>また、職業紹介事業や派遣労働に関する規制改革といった構造改革の成果が顕現、生産性の低い分野から高い分野へ労働力のシフトが進み、労働生産性が改善していく可能性が高い。</p>	<p><b>中長期：</b>IT関連を中心とした設備投資が徐々に回復に向かうと想定されるなか、労働生産性の上昇トレンドに大きな変化はないとみられ、米国経済は最終需要主導の3%強の拡大が続こう。</p> <p>ただし、過剰生産能力や製造業の空洞化などの構造要因から、当面は内需拡大ペースが強まっても、輸入増で減殺されたり、雇用創出が弱い状態が続こう。また、財政赤字・経常赤字拡大に伴うドル相場急落・長期金利急騰などのリスク要因は残る。</p>
2. 不良債権処理 と事業創出	<p>2002年3月期に43.2兆円（不良債権比率8.4%）あった全国銀行ベース金融再生法開示債権残高は03年3月末に35.3兆円（7.4%）と19%減少、処理は加速している。また、不良債権の処理進展と同時に企業再生の動きも強化されている。民間金融機関が企業再生ファンドへの出資等を通じて企業再生業務に一段と注力している他、産業再生機構も業務を開始している。</p> <p>企業の過剰債務の調整も着実に進捗。有利子負債残高対名目 GDP 比率から過剰債務を推計すると、94年のピーク時には190兆円に上っていたが、直近2003年6月末には23兆円にまで減少。既に製造業大企業では解消され、全体でも単純計算では後1年強で過剰債務問題には目途がつく。</p> <p>90年代末以降、開設企業数に伸びがみられない中で、足下閉鎖企業数がこれを上回りそうな勢いで急上昇している。また、新規上場会社数をみても、東証マザーズなど振興企業向け市場が開かれた2000年度こそ大幅に増加したものの、その後は減少傾向を辿っている。起業を促すような規制改革、インキュベーターの機能向上など創業支援の強化が喫緊の課題となっている。</p>	<p>2003年6月末現在、FDIC加盟商業銀行の不良債権は568億ドル（対貸出残高比率1.32%）と前年同期の584億ドル（同1.47%）から微減。</p> <p>また大型シンジケートローン案件に関する調査では、2003年4～6月現在、総コミット額1.6兆ドルに対する分類債権（Classified credit：注）の比率は9.3%と前年の8.4%から上昇し、1991年のピークに次ぐ高水準となったが、このうち米銀だけについてみると前年の6.4%から5.8%に低下した。</p> <p>株価低迷を背景として、IPO（新規株式公開）は、件数、金額ともに2001年以降減少傾向。ベンチャーキャピタル投資も件数、金額ともに2001年以降減少傾向にあったが、足許では下げ止まりの兆しがみられる。一方、社債市場のクレジットスプレッドは、2002年秋以降足許まで縮小傾向が続き、また金融機関のサーベイでも、小企業向け貸出態度が緩和傾向にあるなど、事業創出のための資金調達環境は悪くない。実際に小企業の資金需要も底打ち、回復の兆しがみられる。</p> <p>（注）分類債権は“substandard”と“doubtful”と“loss”の合計。日本では要管理債権以下に相当。</p>

	日 本	米 国
3. 資本市場、個人投資家動向	<p>日経平均株価は、今年4月末の7,600円台をボトムに、足下では1万円を上回る水準にまで急上昇。ただし、企業・銀行の株式持合い解消が進むなか、買いの中心は依然として外国人投資家であり、発行済み株式の保有シェアも2割近くを占める。投信、年金による保有も微増しているが、個人保有分は99年度末に18%と過去最低に落ち込み、直近2002年度末でも20.6%にとどまっている。家計の金融資産が株式市場に向かうための環境整備が喫緊の課題。2003年度には、「貯蓄から投資へ」をスローガンに、今後5年間に渡って株式配当・譲渡益課税を20%から10%へ軽減する税制改正を実施。</p>	<p>株価（S&amp;P500指数）はイラク情勢を巡る不透明感の後退を背景に、春先の800近辺をボトムに上昇、足許では1000をはさんだ展開。企業会計改革法の施行などが進められているが、企業会計への不信は払拭されたわけではなく、株価の更なる上昇には、いっそうの改革が必要であろう。</p> <p>株式発行残高のうち、家計保有分は年金・保険・「ミューチュアルファンド」の増加により、1950年代の9割弱から4割弱までほぼ一貫して低下が続いてきた。そのなかで、外国人投資家による保有は現在1割程度となっている。</p>
4. 中国	<p>中国のWTO加盟後（2001年12月以降）、日本の対中国向け輸出は増加傾向を強めている。こうした背景には、中国への生産拠点の集積が進み、日本からの資本財・生産財輸出が誘発され易くなっている、中国における家計の所得水準が上昇、日本からの消費財輸出が増加している、ことがある。しかし、一方で、製造業の空洞化は、雇用面を中心に日本経済に悪影響を及ぼしている面も強い。このため、日本はより付加価値の高い高技術部門を育成することで、中国とのすみ分けを強めていく必要。</p>	<p>米国の対中輸入シェアは2002年に11%（90年3%）まで拡大し、対日輸入を凌駕するに至っている。一方対中輸出シェアは同3%（1%）。中国は2000年から3年続いて最大の貿易赤字国。このため、一部の製造業（繊維など）では、中国製品との競合により失業が増大するとの懸念も出ているが、他方で、電気・電子を中心とした製造業では対中FDIによる中国とのすみ分けが図られている。人民元切り上げ論議も一部でされているが、その経済的影響は業種によってさまざまであり、必ずしも大きな経常収支改善効果を持つとは考えられない。</p>
5. エネルギー問題	<p>日本のエネルギー供給の内訳をみると、直近2000年では石油が51.8%と、石炭（17.9%）、天然ガス（13.1%）、原子力（12.4%）を大きく上回り最大のシェアを占めている。また、原油輸入先もアラブ首長国連邦（シェア24.0%）、サウジアラビア（同22.2%）などOPEC加盟国で全体の87%を占めており、ロシアなど非OPEC輸入先の多様化が課題である。</p> <p>中東に起因した原油価格の高騰がわが国経済にとって悪材料であることは事実だが、石油危機が起こった70年代と比較すれば、省エネルギー技術によるエネルギー利用の効率化は著しく進んでいる。加えて、エネルギー供給の多様化によって石油依存度は当時の8割程度から5割強まで大幅に低下、備蓄量も170日弱と2倍程度にまで拡大している。こうした点を踏まえれば、原油価格の高騰が短期の場合は、日本経済への悪影響は限定的とみられる。</p> <p>電力会社の原発補修に関するトラブルに端を発し、首都圏に電力を供給する原発の稼働が停止されたため、今夏の電力不足が懸念されていた。冷夏もあって特段大きな問題は起こらなかったものの、原発の信頼性確保という面で大きな課題を残した。</p>	<p>米国のエネルギー消費の内訳をみると、2000年現在、石油は39%と最大のシェアながら、以下は天然ガス24%、石炭23%、原子力8%と続く。原油消費量のうち1/3程度が国内で産出され、その輸入先は2002年現在、サウジアラビア（17%）が最大だが、カナダ（16%）、メキシコ（16%）、ヴェネズエラ（13%）など分散しており、アラブOPEC諸国への依存度は25%にすぎない。また、ロシア原油への依存度は1%と小さい。</p> <p>しかしながら、中東情勢の混乱継続等による原油価格高騰、高止まり、供給不足や環境規制を背景とした天然ガス価格の高騰は、日本と比較するとエネルギー効率が悪い米国経済にとり、経済への影響度は相対的に高く、注意が必要。</p> <p>また、8月に発生した東海岸の大停電は、カリフォルニア州の電力供給問題に続いて、競争とその管理のあり方、規制緩和の進め方や設備の老朽化についての問題を提起している。</p>
6. 不動産価格	<p>2003年の公示地価（全国・全用途ベース）は12年連続で下落。住宅地・商業地価は、東京圏への人口流入、公共投資の削減、を背景に、東京都区部で上昇に転じた地点もある一方、その他の地域では地方圏を中心に下落幅が拡大。工業地価は製造業の空洞化を背景に、地域の別なく下落傾向を強めている。</p> <p>地価総額全体の名目GDP比率は直近2001年で約2.9倍と、既にバブル以前の水準にまで低下しているものの、製造業の空洞化、人口の伸び鈍化～減少といった構造面からの下落圧力の強まりを踏まえると、地価は全体で見れば暫く下落傾向が続く可能性が高い。</p> <p>地価の下落テンポを緩和させるためには、都市再生や地方経済の活性化など土地の生産性向上に向けた実体面からの取り組みが肝心。同時に、土地の取得・保有コストの軽減など土地の使い勝手を直接的に向上させる施策も必要。</p>	<p>住宅価格の上昇は、一部地域ではバブル的な価格を生み出し、既に下落した地域もある模様。しかし米国全体としては引き続き底固さを維持している。その背景には、低金利、人口動態、住宅取得能力向上、一部地域の供給不足、取得税や税控除等の優遇などの要因がある。住宅価格の上昇は、ほぼ人口増・所得増に見合っており、90年前後の日本のような規模のバブルとは考え難い。この先、長期金利上昇を受けて住宅需要が鈍化しても、日本のような不動産価格の長期低落が起きる可能性は低い。</p> <p>ただし、住宅価格の上昇と金利の低下で、米国の家計はホーム・エクイティー・ローンやローン借り換えで得た追加的な資金を消費に回しており、今後住宅価格が頭打ち、下落、あるいは金利が急上昇する場合には、消費にマイナスの影響が出るリスクに注意が必要。</p>

	日 本	米 国
7. 財政収支、経常収支	<p>日本の経常収支の黒字（GDP 比 2.7%、2002 年度）と財政赤字（同 7.7%、2002 年度）は、家計部門の過剰貯蓄と企業部門の投資抑制の結果である。バブル崩壊以降、前向きな経済活動を阻害してきた過剰債務・雇用コストの調整が進捗している今こそ、税制改革や規制改革、社会保障制度改革といった前向きな構造改革を加速することで、民間部門の期待成長率を高め、個人消費や設備投資といった国内民需を本格的に拡大させる必要がある。</p>	<p>2002 年の経常赤字は 4809 億ドル、GDP 比 4.6%、米国の内需回復に伴い今後も拡大基調が続くとみられる。一方、財政収支は 2002 年度に赤字に転じ、2003 年度も 3740 億ドル（暫定値、GDP 比 3.5%）の赤字に拡大した。行政管理予算局によれば、2005 年度以降は赤字が縮小していく見通しだが、医療関連支出や安全保障支出などの赤字拡大圧力は強く、見通し通りにいくかどうかは疑問が残る。</p> <p>こうした「双子の赤字」復活にもかかわらず、基軸通貨としてのドルに対する信認は現状揺らいでいない。ただし長期的には経常赤字の規模は維持困難な水準に近付いており、医療改革などによる財政赤字削減を図り、貯蓄率の緩やかな上昇によるソフトランディングが必要。</p>