



JRI news release

2003～2004年度改訂見通し

- 負の遺産の処理から産業創造へ -

2003年7月4日

株式会社 日本総合研究所

調査部 経済研究センター

<http://www.jri.co.jp/>

(会社概要)

株式会社 日本総合研究所は、情報システム・コンサルティング・シンクタンクの3機能により顧客価値創造を目指す知識エンジニアリング企業です。システムの企画・構築、アウトソーシングサービスの提供に加え、内外経済の調査分析・政策提言等の発信、経営戦略・行政改革等のコンサルティング活動、新たな事業の創出を行うインキュベーション活動など、多岐にわたる企業活動を展開しております。

名 称：株式会社 日本総合研究所 (<http://www.jri.co.jp>)

創 立：1969年2月20日

資本金：100億円

従業員：2,542名

社 長：奥山 俊一

理事長：柿本 寿明

東京本社：〒102-0082 東京都千代田区一番町16番 TEL 03-3288-4700(代)

大阪本社：〒550-0013 大阪市西区新町1丁目5番8号 TEL 06-6534-5111(代)

本件に関するご照会等は調査部 忝村・山田 (03-3288-4524・4245)宛てお願い致します。
(Email: matsumura.hideki@jri.co.jp, yamada.hisashi@jri.co.jp)

《目 次》

1 . 景気の現状	1 ページ
2 . 外需動向	2 ページ
米国景気は低空飛行持続	
ユーロ圏：強まる調整色	
東アジア：SARS 発生を契機に減速	
輸出の増勢は鈍化の方向	
3 . 国内経済動向	6 ページ
根強いデフレ圧力	
体質強化の方向ながら慎重姿勢残る企業部門	
所得減少下の消費堅調	
4 . 展望と課題	9 ページ
前向き姿勢への転換模索する企業部門	
株価対策の現状と今後のあるべき方向性	
始動する企業再生への取り組み	
構造改革特区の認定がスタート	
5 . 景気のシナリオ	13 ページ
6 . 政策課題	14 ページ

景気は一進一退で推移

(1) 2002年秋口以降、不良債権処理加速の方向に政策の軸足が切り替えられたことから、企業倒産などのデフレ圧力高まりへの懸念が急速に広がり、株価が大幅に下落。その後も、イラク戦争による先行き不透明感が台頭したほか、株式持ち合い解消や厚生年金基金の代行返上のための保有株式売却圧力の強まりを背景に、株価の下落傾向が持続。2003年5月に入り、政府も漸く株価対策を検討し始めるなか、米国株の上昇に吊られる形で反発。もっとも、制度的な株式需給悪化要因により、株価がファンダメンタルズから想定される水準対比下振れしやすい構図は残存。

(2) この間、景気は一進一退で推移。リストラによる収益体質の改善を背景に内需がなんとか踏みとどまっていることから、景気後退局面入りは回避されている状況。しかし、ここに来て昨年来景気を支えてきた輸出の増勢が鈍化する兆し。

生産...鉱工業生産は一進一退。一般機械・電子デバイスなどが増勢を維持しているものの、米国向け自動車輸出減を受けて輸送機械での落ち込みが鮮明。先行きはやや持ち直しの予想。

国内民需...個人消費は、雇用・所得環境の悪化にもかかわらず、相対的に底堅さを維持。設備投資も、機械受注が緩やかな持ち直し傾向をたどるなか、コンピューター等資本財の価格下落もあって、実質ベースでは増勢を持続。ソフトウェア投資にも下げ止まりの兆し。

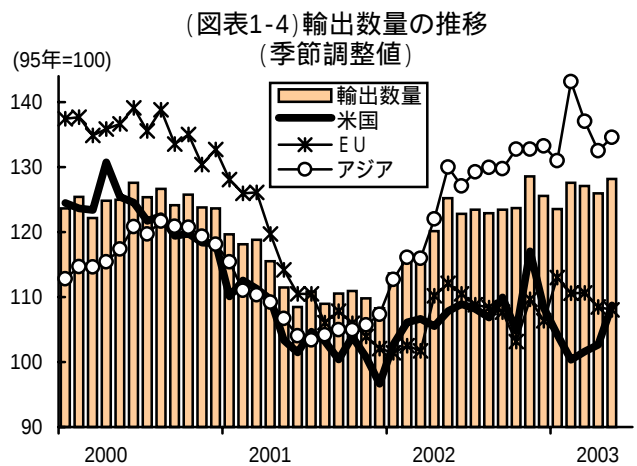
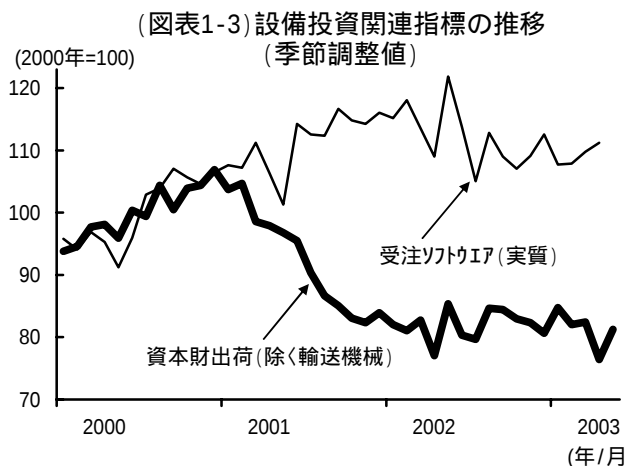
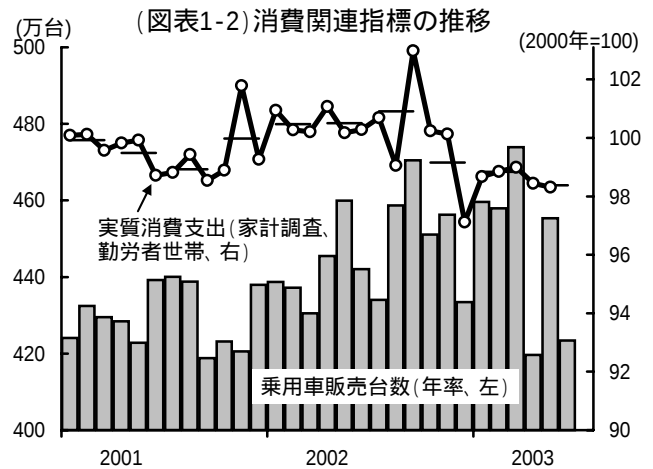
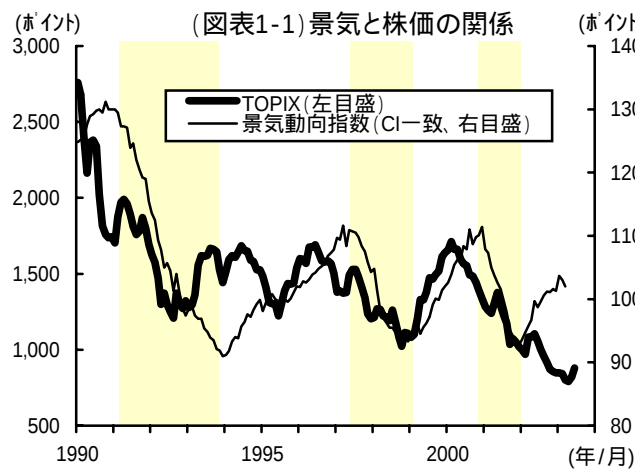
外需...アジア向けは電子デバイス・資本財を牽引役に底堅く推移しているものの、米国向けが自動車を中心に大幅減少に転じたことから、牽引力は低下の方向。さらに、4月以降、中国を中心にSARS問題が発生。感染自体は終息に向かいつつあるが、そのマイナス影響の残存が懸念される状況。

(3) 以上の現状認識のもとで、先行きを展望するうえでポイントとなるのは以下の3点。

海外経済、とりわけ米国・アジア景気の動向と、輸出依存型成長の持続性

デフレの長期化が予想されるなか、国内民需が堅調を維持できるかどうか

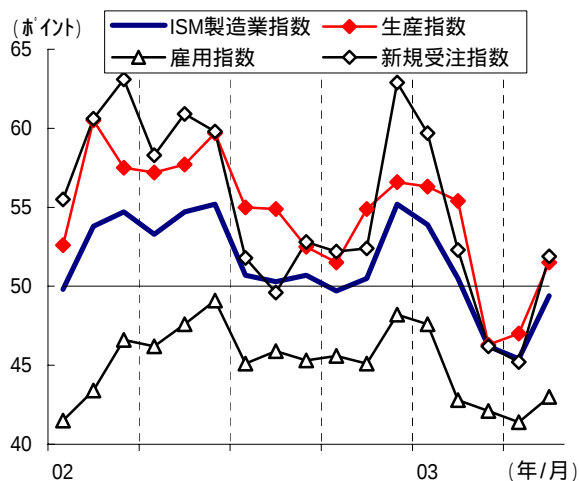
「負の遺産」の処理を優先した現在の経済政策スタンスが転換されるか否か



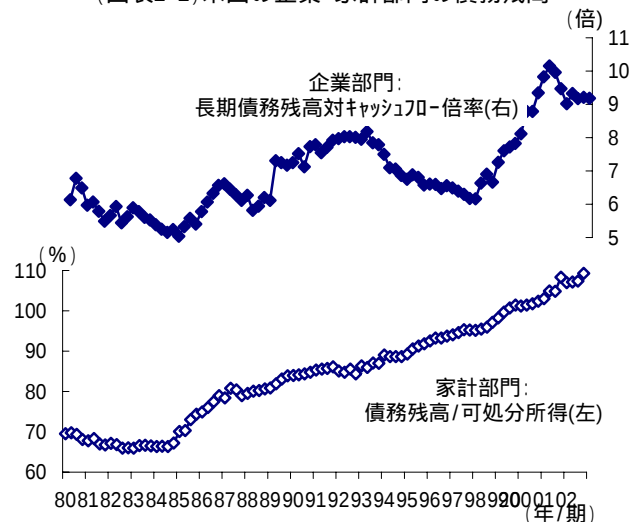
米国景気は低空飛行持続

- (1) 米国では、低金利を支えに家計部門が引き続き底堅く推移しているうえ、イラク戦に前後して低迷していた企業部門にも、ここにきて持ち直しの兆し。もっとも、雇用情勢が引き続き軟調に推移するなか、景気回復力に弱さが残る状況。
- (2) 先行きを展望すると、インフレ沈静化に伴う実質購買力押し上げ、減税実施、などを背景に、家計部門が堅調を持続し、企業部門の緩やかな回復とも相俟って、米国景気は、秋口にかけて徐々に持ち直していく見通し。
 なお、5月28日に成立した景気対策は、7月以降の教育減税(2003年度140億ドル)の小切手での税還付など、家計所得の下支えを通じ、2003年に0.1%、2004年に0.4%の成長率押し上げに寄与する公算。
- (3) もっとも、雇用の改善遅延、家計・企業両部門における負債積み上がり、住宅価格上昇率のピークアウト、などを踏まえれば、景気回復に力強さは期待できず、本年末から来年初にかけて、加速感に乏しい展開。
 2003年の実質GDP成長率は前年比+2.1%と、2002年(+2.4%)に続き低い伸びとなる見込み。

(図表2-1) 米国ISM製造業景況感指数



(図表2-2) 米国の企業・家計部門の債務残高



(図表2-3) 米国経済成長率・物価見通し

		(四半期は季調済前期比年率、%)											
	2001年 (実績)	2002年					2003年					2004年	
		1~3	4~6	7~9	10~12	(実績)	1~3	4~6	7~9	10~12	(予測)	1~3	4~6
実質GDP	0.3	5.0	1.3	4.0	1.4	2.4	1.4	2.0	3.2	2.4	2.1	2.4	2.1
個人消費	2.5	3.1	1.8	4.2	1.7	3.1	2.0	2.0	3.3	2.2	2.4	2.4	2.0
住宅投資	0.3	14.3	2.6	1.0	9.4	3.9	10.1	3.0	2.0	1.0	5.4	0.0	▲1.0
設備投資	▲5.2	▲5.8	▲2.4	▲0.8	2.3	▲5.7	▲4.4	▲2.0	1.5	3.0	▲1.0	2.0	1.0
在庫投資	▲1.4	3.0	1.5	0.6	0.3	0.7	▲0.9	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1
政府支出	3.7	5.6	1.4	2.9	4.6	4.4	0.4	5.5	4.0	3.5	3.2	3.5	3.5
純輸出	▲0.2	▲0.9	▲1.7	▲0.0	▲1.9	▲0.8	0.9	▲0.3	▲0.2	▲0.3	▲0.3	▲0.3	▲0.1
輸出	▲5.4	3.5	14.2	4.7	▲5.8	▲1.6	▲1.3	2.0	3.5	2.0	0.9	2.0	2.0
輸入	▲2.9	8.5	22.2	3.3	7.4	3.7	▲6.2	3.5	3.5	3.0	2.6	3.0	2.0
実質最終需要	1.4	2.0	▲0.5	3.4	0.8	1.5	2.3	1.9	3.1	2.3	2.0	2.3	2.0
消費者物価	2.8	1.3	1.3	1.6	2.2	1.6	2.9	2.1	2.0	1.8	2.2	1.2	1.3
除く食料・エネルギー	2.7	2.5	2.4	2.3	2.0	2.3	1.8	1.6	1.3	1.1	1.4	1.0	1.0

(注)在庫投資、純輸出の年間値は前年比寄与度、四半期値は前期比年率寄与度、消費者物価は前年(同期)比。→予測

ユーロ圏：強まる調整色

(1) ユーロ圏の2003年1～3月期の実質GDP成長率は、前期比横ばいにとどまった。2002年後半から続いたユーロ高などを主因に輸出が前期比年率▲2.5%減と大きく減少したほか、総固定資本形成もイラク戦争等を背景に引き続き落ち込み。政府消費は、安定協定の縛りから増加幅が大きく縮小。一方、物価上昇率の伸び鈍化などを背景に実質ベースで個人消費は比較的堅調に推移し、景気全体を下支え。

国別では、ドイツ、イタリアがそれぞれ前期比年率▲0.9%減、▲0.4%減とマイナス成長に陥った一方、フランスが同+1.0%増と2四半期ぶりにプラスに転じた。

(2) 先行きを展望すると、5月のIFO旧西独景況感指数が3カ月ぶりに上向くなど、わずかながら明るい兆しが出始めているものの、ユーロ高や米国景気回復力の弱さから、輸出を取り巻く環境は引き続き厳しい。また、各国で推進されている労働市場や社会保障制度の改革も、ストの頻発などを通じて短期的には景気回復に悪影響を与える可能性。6月初にECBが0.5%の大幅利下げを実施したものの、国内外の需要面で牽引役が不在のなか、ユーロ圏経済が当面低調な伸びを続ける見通し。

(図表3-1) ユーロ圏経済成長率・物価見通し

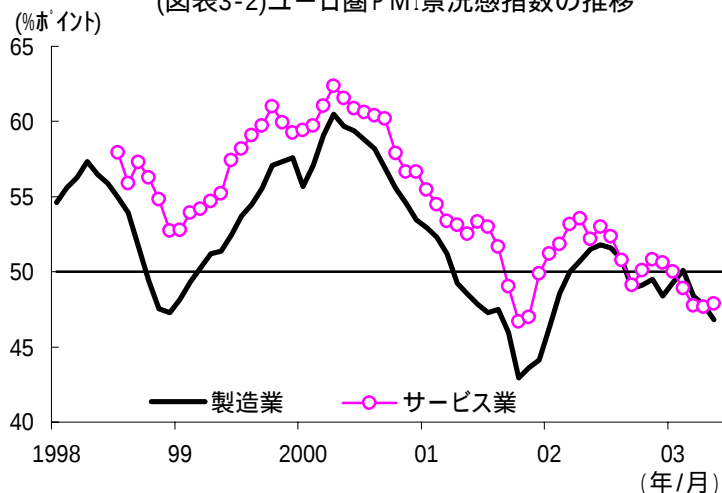
(四半期は季節調整後前期比年率、%)

	2001年	2002年	2003年					2004年				
	(実績)	(実績)	4～6	7～9	10～12	(予測)	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6
実質GDP	1.5	0.8	1.6	1.3	0.3	0.7	0.0	0.6	1.4	0.9	1.0	0.9
個人消費	1.8	0.5	1.1	1.8	1.7	1.4	1.4	1.5	1.0	1.3	0.6	0.9
政府消費	2.2	2.7	3.0	1.8	0.7	1.1	0.9	0.7	0.8	0.9	0.3	0.8
総固定資本形成	▲0.6	▲2.6	▲5.1	0.6	0.3	▲0.4	▲5.4	5.2	1.2	1.2	0.5	0.5
在庫投資	▲0.4	▲0.1	0.5	▲0.5	0.5	0.3	2.1	▲1.9	0.3	▲0.1	0.5	0.4
純輸出	0.5	0.6	0.9	0.3	▲1.4	▲0.6	▲1.9	0.5	0.1	▲0.2	▲0.0	▲0.3
実質最終需要	1.9	0.9	1.0	1.8	▲0.3	0.4	▲2.1	2.5	1.1	1.0	0.5	0.5
消費者物価指数 (前年同期比)	2.4	2.3	2.1	2.1	2.3	1.9	2.3	2.0	1.8	1.7	1.7	1.6

予測

(注) 在庫投資、純輸出の年間値は前年比寄与度、四半期値は前期比年率寄与度。

(図表3-2) ユーロ圏PMI景況感指数の推移

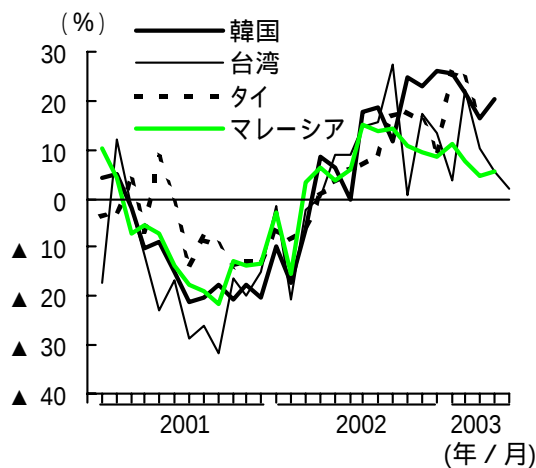


東アジア：SARS発生を契機に減速

東アジアでは、世界経済の停滞や、イラク戦争、SARS感染の拡大などを受けて、景気の減速が明確化。とくに、香港・台湾・シンガポールなどでは、観光産業・小売業などを中心に売上高が急減し、雇用調整も拡大の兆し。感染者の少ないタイ、マレーシアなどでも、観光収入の減少や消費意欲の低下を通じて、経済全体への影響が不可避。

中国では、2003年入り後、輸出、固定資産投資、直接投資が好調に推移し、景気は拡大基調を持続。しかしながら、4月半ば以降SARS感染が急拡大し、海外からの観光客の減少、百貨店の売上減少、一部工場の生産停止などの影響が顕在化。6月下旬以降SARS感染は終息に向かっているものの、対中直接投資の減速、消費の冷え込みなどのマイナス影響の残存が懸念され、2003年の成長率は7%前半まで低下する見通し。

(図表4-1) 東アジア主要国の輸出
(前年同月比)

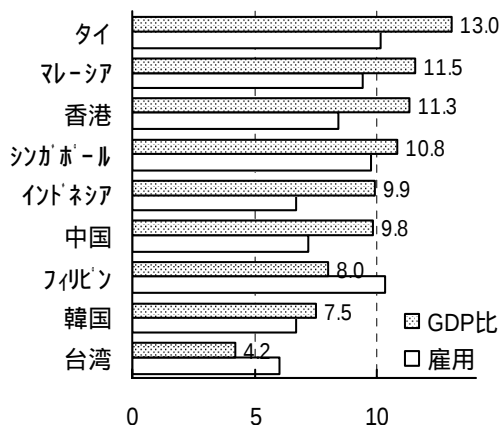


(図表4-2) 東アジアの成長率見通し

		2002年				(%)		
		(実績)	1-3	4-6	7-9	10-12	2003 (予測)	1-3
シンガポール	韓 国	6.3	5.8	6.4	5.8	6.8	4.2	3.7
	台 湾	3.5	1.2	4.0	4.8	4.2	3.0	3.2
	香 港	2.3	▲0.5	0.8	3.3	5.1	1.7	4.5
	シンガポール	2.2	▲1.5	3.8	3.9	2.6	2.7	1.6
NIEs 4		4.4	2.8	4.5	4.9	5.5	3.3	3.5
ASEAN 4	マレーシア	4.2	1.3	4.1	5.8	5.6	4.0	4.0
	タ イ	5.2	3.9	5.1	5.8	6.1	3.7	6.7
	フィリピン	4.6	3.7	4.5	3.8	5.8	3.5	4.5
	インドネシア	3.7	2.7	3.9	4.3	3.8	3.0	3.4
ASEAN 4		4.4	2.9	4.4	4.9	5.1	3.5	4.6
中 国		8.0	7.6	8.0	8.1	8.2	7.2	9.9
東アジア9カ国		6.1	5.2	6.0	6.4	6.6	5.1	6.6

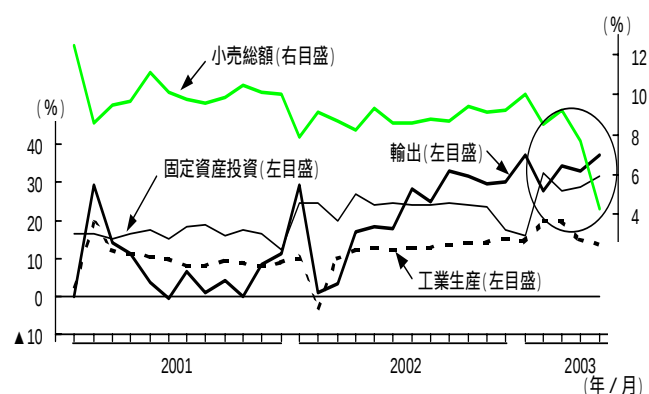
(注) 2003年1-3月

(図表4-3) アジア諸国の観光産業(2001年)
(観光・旅行関連産業の経済規模)



(資料) The World Travel & Tourism Council

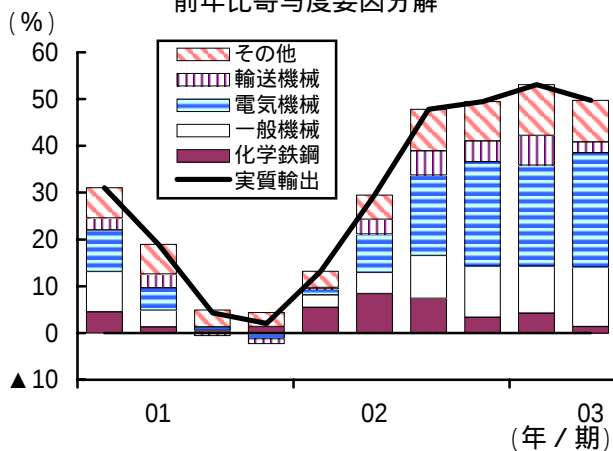
(図表4-4) 中国の主要経済指標
(前年同月比)



輸出の増勢は鈍化の方向

- (1) 2002年の輸出回復の要因としては、以下の5点を指摘可能。
 好調な個人消費や販促キャンペーンを背景とした米国向け自動車輸出の好調。
 アジアにおけるハイテク生産拠点の集積を映じた同地域向けハイテク輸出の増加。
 現地需要拡大に伴うアジア向け素材（鉄鋼・化学）輸出の回復。
 アジアの「世界の工場」化を背景とした同地域向け資本財（機械）輸出の堅調持続。
 さらに、依然として規模は小さいものの、ここにきて自動車等一部消費財のアジア向け輸出が急増。高成長の成果としてアジア各国の生活水準が向上し、消費市場が徐々に拡大していることが背景。
- (2) 今後を展望すると、米国景気の低空飛行を背景に、先行き輸出の増勢は鈍化していく公算が大きい。
 一方、好調を維持してきたアジア向けについても、SARS発生マイナス影響が懸念される状況。消費の落ち込みから現地景気が悪化することが懸念されるほか、生産拠点見直しから中国への外資流入が細れば、アジア経済の成長力低下を通じて日本からの輸出を下押しする可能性も。
- (3) もっとも、中長期的には中国経済の発展の方向性は不変であり、アジア向け輸出は増勢を回復していく見通し。
 低廉な労働力や広大な潜在的市場を背景に中国を中心にアジアの「世界の工場」化が持続。西部大開発、北京五輪（2008年）、上海万博（2010年）に向けて中国では活発な固定資産投資が持続。
 「市場としてのアジア」に注目した現地生産の拡大が輸出を誘発。

(図表5-1) 実質対中輸出の
前年比寄与度要因分解



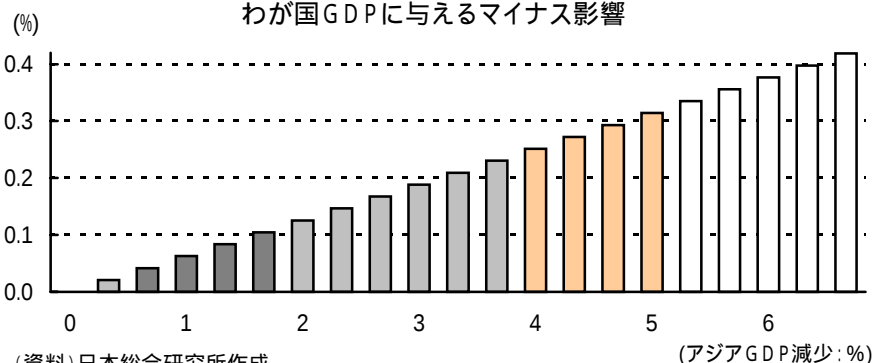
(注) 2003年4～6月期は4、5月値。

(図表5-2) SARSの影響

	生産拠点	現地景気	日本経済
短期	・ 操業停止、稼働率低下 日本の輸出減	・ 個人消費・観光収入減少 現地の消費財生産にかかわる分野で日本の輸出減	・ 現地生産減少による輸入減少 国内製品・他国製品に代替 ・ アジアへの旅行減 旅行会社など一部産業の収益悪化 国内消費に代替
中期	・ 中国進出見直し機運の高まり 一部は他国へ 一部は日本へ	・ 外資流入停滞による成長スピード鈍化 現地生産のための資本財・部品等の分野で日本の輸出減	・ 一部国内生産への回帰が起こり、輸入浸透度低下がマイナス作用を減殺
長期	・ 市場としての魅力は変わらず、進出の動きが活発化	・ 再び成長軌道へ 日本の輸出増	・ 輸入浸透度が再び上昇へ

(資料) 日本総合研究所作成

(図表5-3) アジアの景気悪化が
わが国GDPに与えるマイナス影響



(資料) 日本総合研究所作成

(注) 所得弾性値 1.29、輸出のアジア向けシェア 43%で試算。

根強いデフレ圧力

(1) 一部に下げ止まり傾向がみられる物価

足許で消費者物価指数に下落幅縮小の動き。被服履物、パソコンをはじめとする教養娯楽、通信費などの下落幅縮小に加え、医療費の窓口負担引き上げや、イラク攻撃前の原油価格上昇の影響が顕在化。こうした動きを背景に2003年度の消費者物価下落幅は▲0.4%と縮小する見込み。

(2) 根強いデフレ圧力

もっとも、このまま物価下落傾向が終息するとは見込みがたい状況。以下のような趨勢的な物価下押し圧力は今後とも根強く作用する公算。

イ) 需給ギャップ発生 of 常態化。この背景には、資産デフレと景気悪化の相互作用。すなわち、デフレ下での実質債務負担増に対応した資産圧縮・設備投資抑制が景気の悪化＝需給ギャップの拡大と共に資産デフレを加速。一方、資産デフレは、「時価会計」「減損会計」が導入されるもと、特別損失の増加を通じて企業収益を圧迫するほか、担保価値の低下を通じ借入れを減らす方向に作用し、企業活動の消極化を招く悪循環。

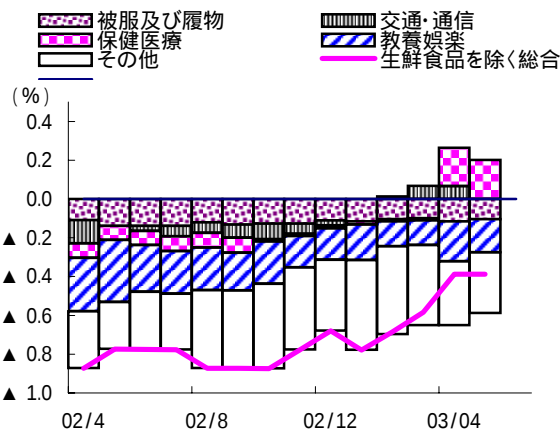
ロ) グローバルな財生産コスト低下の影響。とくにわが国の為替水準が購買力平価を上回る水準で推移し続けていることが、安価な海外製品の流入がデフレ圧力となり易い傾向に拍車。

ハ) 財価格の低下がサービス価格の低下に波及する傾向が強い産業構造や、ブランド戦略をはじめとした価格維持よりも、低価格戦略をとりやすい日本企業の価格設定様式。

(3) 金融面での対応のみでデフレ脱却は困難

99年春以降、事実上のゼロ金利に陥るなかで「流動性の罠」の状況に陥り、金利変更を通じた金融緩和がほぼ無効の状態に。一方、銀行セクターの健全化が達成されたとしても、高収益機会の減少と事業リスクの高まりを背景に、前向きな資金需要が減退する状況は変わらず。

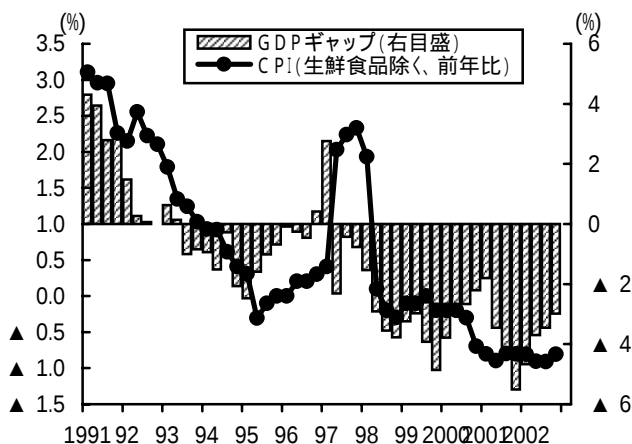
(図表6-1) 消費者物価指数の推移



(資料) 総務省「消費者物価指数」

(年/月)

(図表6-2) 消費者物価変動率と需給ギャップの推移



(資料) 総務省「消費者物価指数」、内閣府「国民経済計算」ほかから日本総合研究所作成

(年/期)

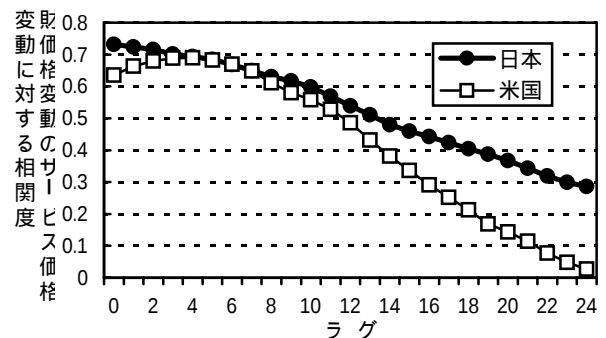
(図表6-3) グローバルな産業再編による物価への影響

(1999～2002年)

(%)

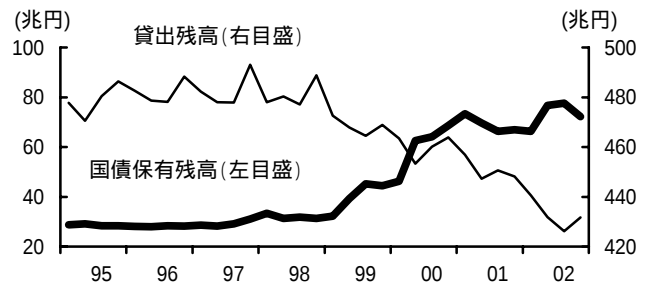
安価な製品流入の国内財価格への影響	▲ 0.77
生産連関を通じたサービス価格への影響	▲ 0.28
外需変動による需給ギャップ拡大効果	▲ 0.09
海外生産シフトによる設備投資抑制を通じた "	▲ 0.03
合計	▲ 1.07
CPI変動率(生鮮食品除く)	▲ 2.12

(図表6-4) 財CPIとサービスCPIの相関性の日米比較



(資料) 総務省「消費者物価指数」、米商務省「Survey of Current Business」

(図表6-5) 国内銀行の貸出残高と国債保有残高



(資料) 日本銀行「金融経済統計月報」

(年/期)

体質強化の方向ながら慎重姿勢残る企業部門

(1) 生産は弱含みへ

米国経済の回復の遅れ、アジア景気減速等を受けた輸出の増勢鈍化を背景に、鉱工業生産は当面弱含み傾向で推移する見込み。もっとも、在庫は歴史的な低水準にあるため、98年、2001年のように深刻な生産調整が起きる公算は小。

(2) 企業業績は緩やかな増益傾向が持続

国内外景気の低迷、物価下落傾向の持続を背景に、売上高は減少基調で推移する見通し。もっとも、人件費を中心とする固定費削減を進めた結果、企業の収益体質は大幅に改善していることから、利益率上昇を通じて経常利益は緩やかな回復傾向が持続する見通し。

(3) 設備投資に慎重姿勢残る

増益基調の持続が予想されるなか、企業の設備投資は基調として底堅く推移する見通し。

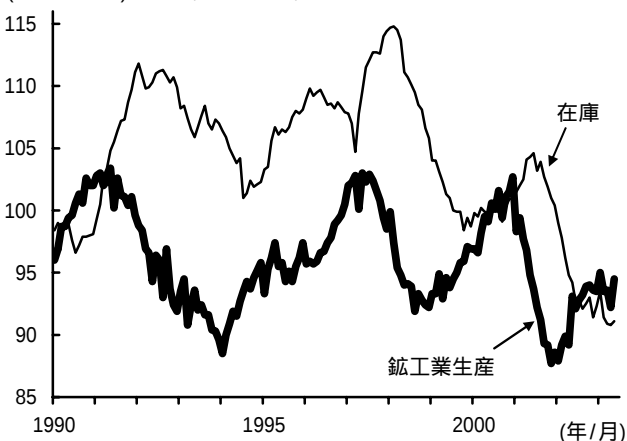
過剰設備の廃棄、能力増強投資の抑制により、ストック調整圧力が低下しつつあること

大企業を中心に過剰債務の調整が進展し、負債返済圧力が低下するなか、キャッシュフロー増による設備投資押し上げ効果が徐々に強まるとみられること

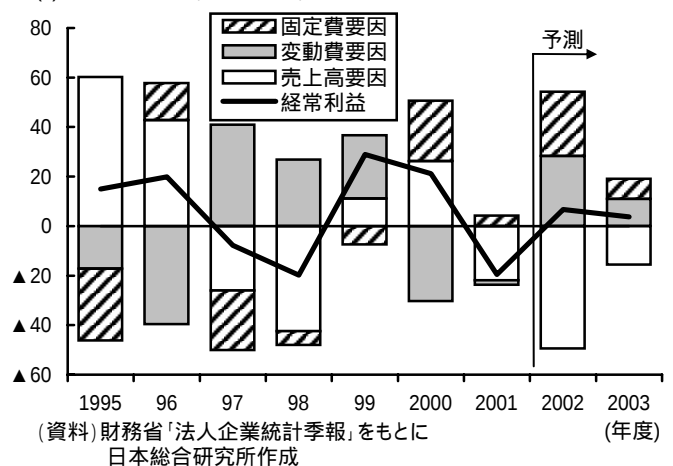
コンピューターを中心とする資本財の価格下落・性能向上が持続し、実質ベースの設備投資を下支えすること

もっとも、国内景気の先行き不透明感の強まりや、輸出の頭打ちを背景に、設備投資に慎重姿勢が残る見通し。加えて、中長期的な海外生産シフトの流れは不変であり、今後とも企業の国内設備投資を下押しする構図が持続。

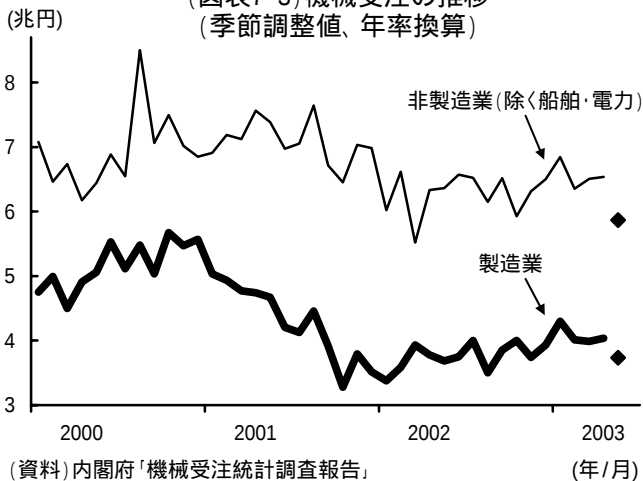
(2000年=100) (図表7-1) 鉱工業生産と在庫



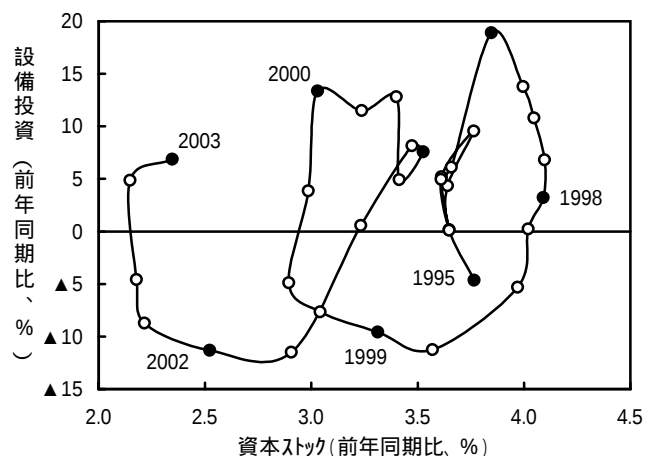
(%) (図表7-2) 経常利益の要因分解



(図表7-3) 機械受注の推移
(季節調整値、年率換算)



(図表7-4) 資本ストック循環図



所得減少下の消費堅調

(1) 所得の減少傾向が持続

企業の人件費削減スタンス強化を反映して、雇用・所得環境は厳しい状態が持続。

昨年来の生産活動の回復に伴い、雇用過剰感が緩和され雇用調整実施企業割合も低下傾向にあるものの、依然として高水準。

一方、大幅な賃金下落傾向も持続。この背景には、正社員数を絞り込む一方、パート等非正規雇用の拡大により、業務環境変化に柔軟に対応できる低コストの雇用構造に転換しようとの企業のスタンス。加えて、正社員の給与に関して成果主義・業績主義的性格を強化していることによる影響も大。

以上の結果、個人の所得環境は引き続き厳しい状況が持続する見通し。

(2) 個人消費は底割れ回避

厳しい所得環境にもかかわらず、消費性向が上昇することで消費の落ち込みは小幅にとどまってきた。世代別には、住宅取得が増え関連消費が顕在化した30歳代と、金融資産を相対的に多く保有する50歳代以上の世帯で、消費性向の上昇が顕著。

今後を展望すると、厳しい所得環境の下で低空飛行が続き、現役世代を中心に社会保険料の負担も消費下押し要因に。もっとも、以下の要因から大幅な悪化は回避される見通し。

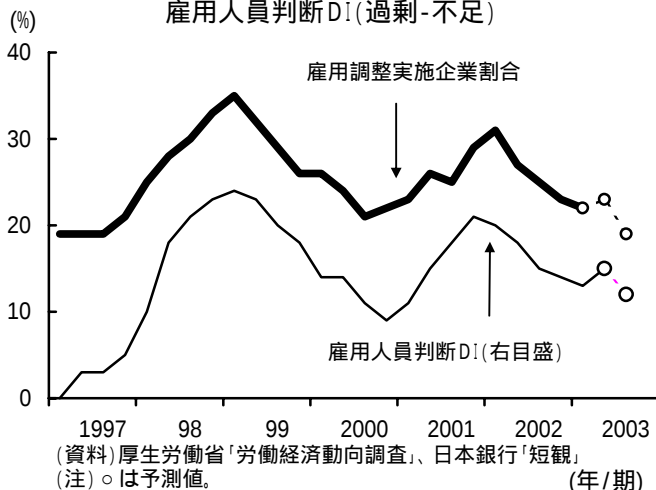
物価下落傾向が金融資産の実質価値を高め、豊かな高齢層を中心に消費活動の底堅さが持続
携帯電話、デジタル家電などの新製品が消費を牽引

もっとも、所得減少傾向が続くだけに、消費が予想外に下ぶれするリスクには注意の要。

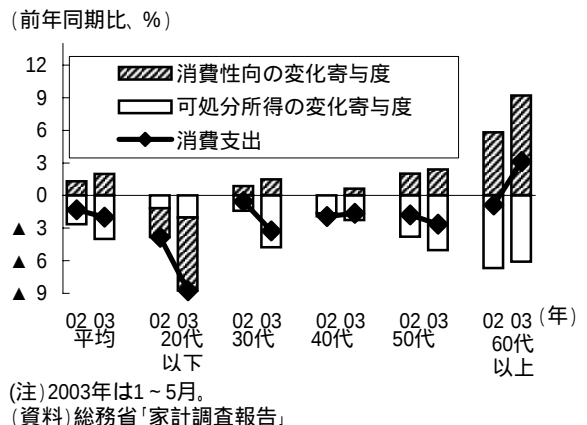
(3) 住宅投資は緩やかな減少傾向を維持

厳しい所得環境と、これまでの住宅着工促進策（直近は2003年末入居まで）による需要先食いを背景に、住宅取得マインドは低調に推移しており、住宅投資は緩やかな減少傾向を続ける見通し。

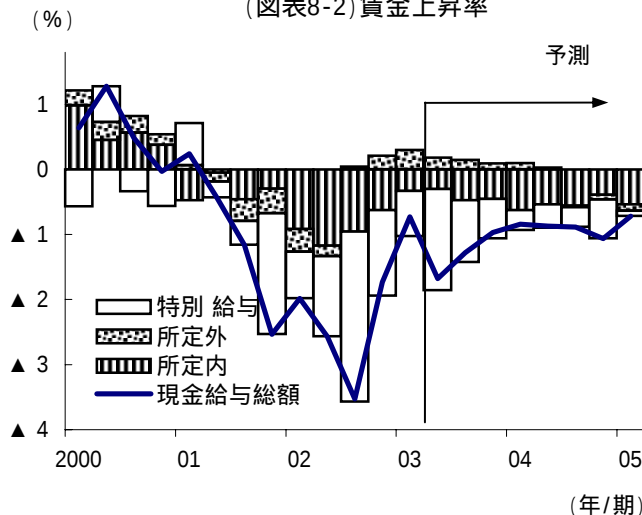
(図表8-1) 雇用調整の実施企業割合と
雇用人員判断DI(過剰-不足)



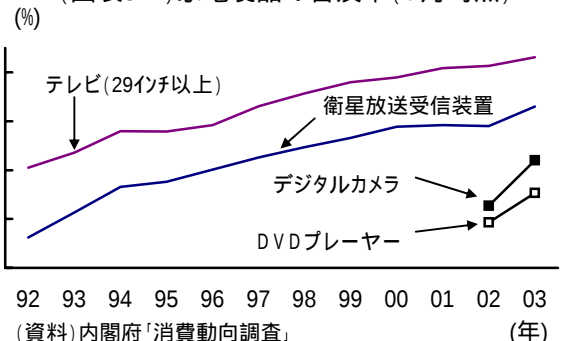
(図表8-3) 世帯主の年齢階級別消費動向



(図表8-2) 賃金上昇率



(図表8-4) 家電製品の普及率(3月時点)



(図表8-5) 新設住宅着工

	新設住宅着工戸数				
	(万戸)	持家	分譲	貸家	給与
02FY 実績	114.6	36.6	31.6	45.5	1.0
03FY 予測	113.3	35.0	31.0	46.3	0.9
04FY 予測	112.7	34.0	30.8	47.0	0.9

前向き姿勢への転換模索する企業部門

(1) 90年代終わり頃以降、様々なアゲインストな情勢変化に直面するなか、日本企業は後ろ向きの対応を余儀なくされてきた。

98～99年以降、従来型の財政・金融政策の効果が限界に達するなか、雇用環境の悪化や社会保障システム再構築の遅れによる将来不安なども加わって、期待成長率が大きく低下。

こうして需給ギャップが急拡大するもてデフレ傾向が強まり、実質債務負担増大・資産デフレ加速などを通して過剰債務問題が深刻化。こうした厳しい経営環境に直面して、企業は抜本的なリストラを余儀なくされる。

中国を中心としたアジア経済が台頭するなか、安価で質の高い労働力を求めて海外生産シフトの流れが加速。地方を中心に生産基盤の喪失が進む一方、消費財・資本財を中心に輸入浸透度が上昇。

(2) しかし、ここに来て経営環境悪化への対応が進展してきており、日本企業が前向き姿勢に転じていくための環境が徐々に整い出している状況。

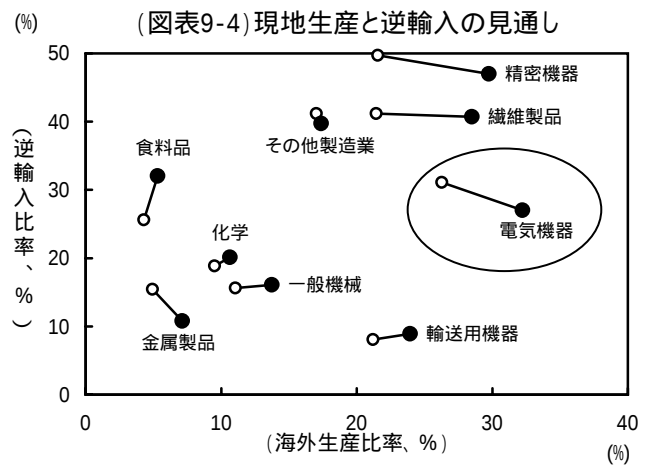
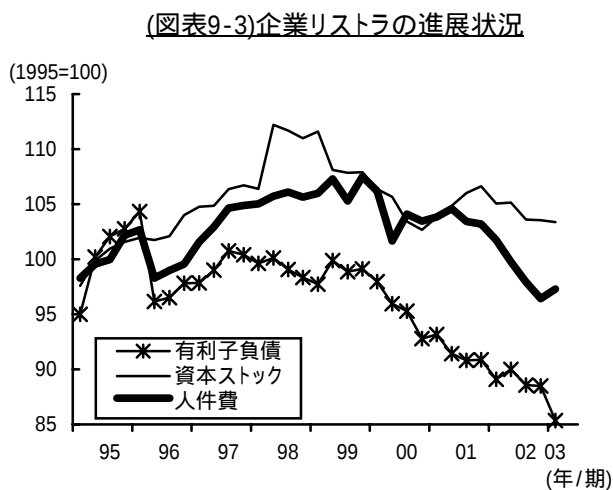
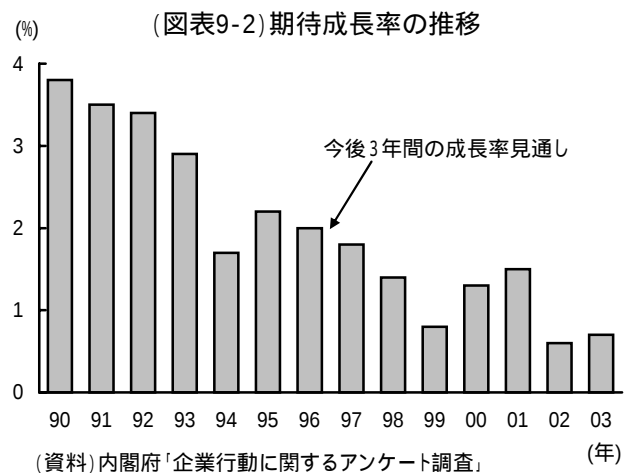
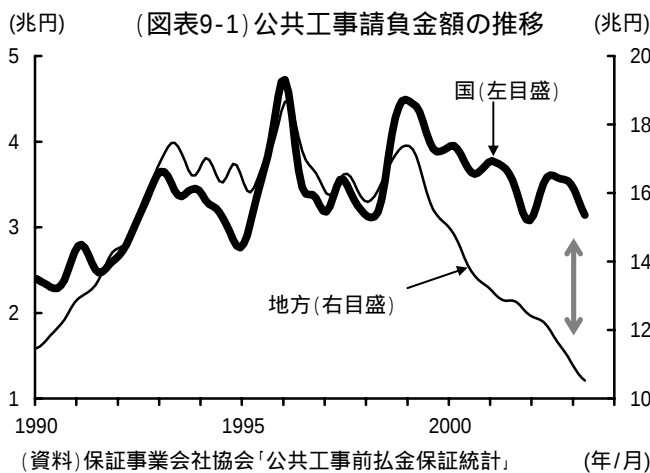
有利子負債・人件費の削減を進めた結果、「三つの過剰」問題は着実に改善。収益面でも、売上高経常利益率がバブル崩壊以降の最高水準にまで上昇しており、売上高が減少する状況下でも、増益を可能にする収益体質を実現。

中国進出一辺倒の経営戦略を見直す動きが現れ始め、一部産業では、わが国独自の強みを生かすべく、国内での生産を維持・強化する兆しも。

(3) もっとも、こうした収益体質の強化は依然として途半ばであり、制度上の制約からも、企業部門全体の経営姿勢が前向きに転じにくい環境が持続。

収益体質の改善は大企業では着実に進展しているものの、国内活動が中心の中小企業では収益体質の改善に大きな遅れ。

アジア諸国の「世界の工場」としての位置付けを直視して、日本企業はアジアとの棲み分けを意識した事業構造転換に取り組み始めた段階。しかし、各種規制の残存、高コスト構造の解消の遅れが、こうした構造転換の足枷となっているのが実情。



株価対策の現状と今後のあるべき方向性

(1) 株価対策実施へ

企業収益は緩やかな拡大を続けているものの、株価は2002年半ば以降、下落傾向を強め、今年3月には日経平均株価が8000円を下回る。このように、企業収益動向と株価動向のデカップリング状況が発生。

こうした株価下落は、「厚生年金基金の代行返上」と「株式持合いの解消」が要因との見方が有力。前者への対応として、5月8日に政府が発表した株価対策に基づき、代行返上の際の物納要件を緩和する方向で検討されることに。後者については、銀行に対する株式保有制限の適用時期を先送りすること（04年9月末→06年9月末）、また、株式取得機構に銀行が株式を売却する際に必要な負担金（売却額の8%）を撤廃することを柱とする法律改正案が今国会で成立の見込み。

(2) あるべき方向性

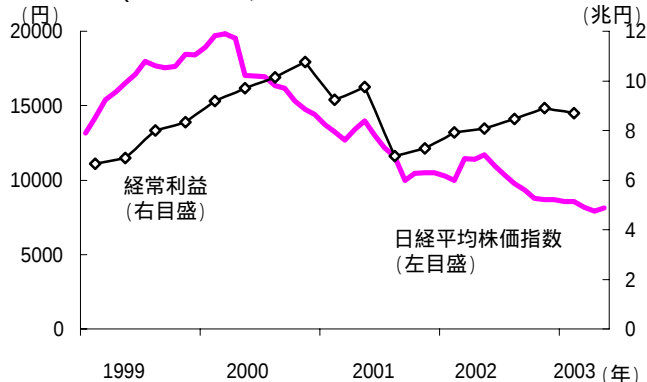
一般的な理解では、株価は企業が生み出すキャッシュフローの現在価値。本来、市場に十分な厚みがあれば、収益予想の変化に基づかない要因で株価が下落すれば、株価に割安感が生じ、やがてもとの水準に戻るはず。しかし、制度的な株式需給悪化要因により、株価がファンダメンタルズから想定される水準対比下振れしやすい構図は残存。今後海外景気の下振れなどを契機に再び株価が下落基調に転じる可能性を排除できず。

株価対策を検討するに当たっては、個々の施策についてメリット、デメリットを判断したうえで、状況の深刻度合いに応じて適切な対策を実施していくべき。

株価がやや上向いたこともあり、当面は「厚生年金代行の返上」と「持合い株式の解消」への対策を重視すべき。しかし、株価が再び大きく下落し、それによって、デフレスパイラル発生の懸念が高まるなど実体経済に大きな影響が生じる可能性が高まれば、財政資金で本格的な株買い支え策を実施することも選択肢に（例えば、銀行等保有株式取得機構の機能拡大）。

真の株価対策は上記のような対処療法的施策によって株式需給の改善を図ることではなく、企業の収益向上を図ることであるとの認識に立ち、産業活性化策や経済成長促進策を推進していくことが不可欠。

(図表10-1) 株価と経常利益の乖離



(注)1. 株価指数は月中平均値。

2. 経常利益は季節調整値(四半期)。

(資料)財務省「法人企業統計季報」、日本経済新聞

(図表10-2) 政府の株価対策の概要(5月14日)

	早急に検討	本年度中に検討
郵貯・簡保による対応		郵便局での投信の窓口販売の検討 国内株式運用の拡大について検討
公的年金による株式運用	本年3月に引き上げた目標値(5%→6%)の着実な達成	株式の割合を含めた基本ポートフォリオの内容を検討
厚生年金基金の代行返上	予定時期(10月1日)の前倒し 物納要件の緩和	
企業による自社株取得	手続緩和に向けた議員立法の動き に注視しつつ、適切に対応	
確定拠出年金の普及	引き続き普及に努力	拠出限度の引き上げ等を検討
ESOP(従業員株式所有プラン(仮称))の検討		引き続き検討
銀行保有株式に関する措置	株式保有制限の適用時期の延期(2年程度)や銀行等保有株式取得機構の機能強化に向けた議員立法の動きに注視しつつ、適切に対応	
政府保有株式の売却	15年度中は市況好転まで見送り	
日本銀行による銀行株式の買入れ措置の拡充		必要ならば、適切な対応

始動する企業再生への取り組み

(1) 高まる企業再生の必要性

本業では収益力があるにもかかわらず、デフレが持続するなか、過去の債務負担などから破綻する企業が生じており、これが経済活力低下・不良債権増加の一因に。一方、問題企業を「清算型」で処理する場合は、デフレ圧力の強まりを通じて新たな不良債権を発生させるという悪循環に。

こうした事情を踏まえ、不良債権問題の解決・企業の活力向上による経済活性化の同時達成を目指して、不振企業の再生を促進することが「改革加速のための総合対応策」（2002年10月）で謳われた。これを受けて、産業再生機構が政府（預金保険機構）の出資の株式会社として設立。

(2) 産業再生機構の概要と意義

産業再生機構は産業再生委員会と実務部隊によって構成。産業再生委員会は有識者を中心に構成され、個々の企業に対して再生支援を実施するかどうかの意志決定を行う。実務部隊は企業再生の実務に就いていた民間人を幹部に登用して、事業再編のサポートなど、具体的な作業に携わる。一連の業務は2008年3月末までに全て完了する予定。

業務の流れは図表11-2の通り。再生支援の可否は、再生計画に基づいて 利益面など各指標の改善が見込めるか（図表11-1）、支援の際の拠出額を回収できるか、といった点を勘案して決定される。再生支援が決定された企業の債権は、原則、再生計画に同意した金融機関と産業再生機構のみが保有するため、計画の推進がより容易に。

本来、企業再生は民間が自主的に取り組むことが望ましいが、産業再生機構の意義は、ターンアラウンドの環境整備が十分でないわが国で、実効性ある企業再生に必要なノウハウ蓄積・人材育成までの「過渡期の機関」と位置付けられるべき。産業再生機構の機能を十分発揮させるためには、業務規模の拡大、少ない人員をカバーするための積極的な業務のアウトソーシングがポイント。

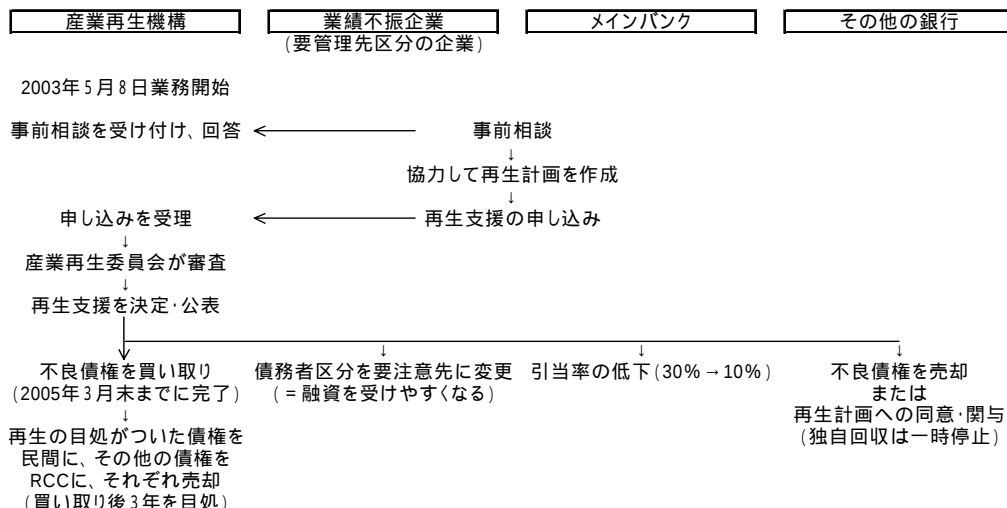
(3) 企業再生成功への課題

企業再生を成功させるための基本は、収益性のある事業と不採算事業の線引きと切り離し。したがって、それは縮小均衡圧力を生みやすいだけに、雇用のセーフティーネットの強化、マクロ経済活性化のため政策、が同時に実行されることが不可欠。また、産業再生機構が主な対象とする大企業のみならず、中小企業の再生を広範に支援する仕組み作りが必要。

(図表11-1) 産業再生機構の支援基準

- 基本指針に定める基準
 - 生産性基準(次の3つのうちいずれかを満たすこと)
 - ・ 自己資本利益率(ROE)が2%ポイント以上向上
 - ・ 有形固定資産回転率が5%以上向上
 - ・ 従業員一人当たり付加価値額が6%以上向上
 - 財務健全化基準(次のいずれも満たすこと)
 - ・ 有利子負債のキャッシュフローに対する比率が10倍以内
 - ・ 経常収入が経常支出を上回ること

(図表11-2) 産業再生機構の業務の流れ



構造改革特区の認定がスタート

(1) 構造改革特区創設の経緯

景気低迷が長期化するなか、規制改革を通じたビジネスチャンスの拡大が期待される状況。しかし、各省庁の抵抗、個々の規制改革についての意見調整が難航、といった理由から、規制改革は遅々として進まず。

これを踏まえて、全国一律の規制改革ではなく、地域を限定した規制改革を促進し、地域主導の経済活性化を実現しようという考え方から、「特区」に関心が集まった。地域を限定する利点は、意見調整が容易になる、地域のニーズにあった規制改革を優先して推進できる、といったところ。

2002年の春からこの考え方に基づいた議論がスタートし、同年12月に根拠となる法案（構造改革特別区域法；特区法）が成立、「構造改革特区」という名称で推進されている。

(2) 特区制度の概要と現在の状況

構造改革特区は、各地方自治体が特区計画を策定し、それが特区法に照らして問題がなければ認定されることによって成立。具体的なプロセスは図表12-1の通り。

4月上旬に第1次の特区申請が受け付けられ、129件の申請を受理。これが審査され、4月21日には57件、5月23日には60件が特区として認定され、ほぼ全ての申請が認定を受けた。

認定を受けた特区の中には、相模原市の「相模原市新都市農業創出特区」のように既に企業が事業着手したところもあるものの、本格的な事業展開はこれからという状況。また、7月1日から14日にかけて第2次特区申請を受け付け。

(3) 今後の課題

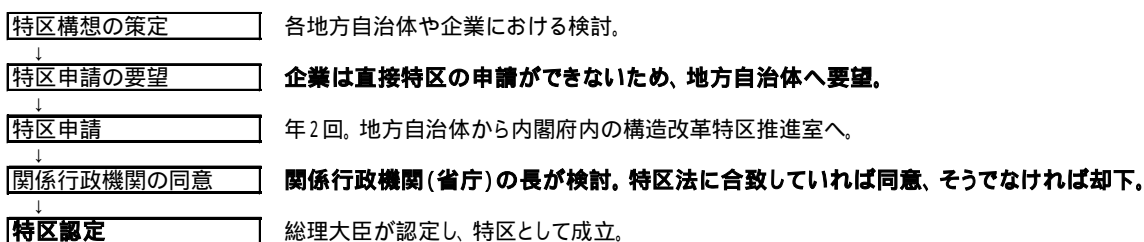
現時点では、特区法に規定された規制改革のメニューが依然不十分で、制限規定も存在、特区認定に際して省庁の同意が必要（注）、特区の成果評価が不明確、といった問題点あり。

これに対しては、法改正のための意見募集という形で行われる「構造改革特区構想の提案募集」の際に受けた要望については、規制改革についての弊害が各省庁から立証されない限り特区法へ盛り込む、同意を認定の条件から外す、速やかに評価組織を設置し、評価基準を明らかにする、といった施策が強く望まれる。

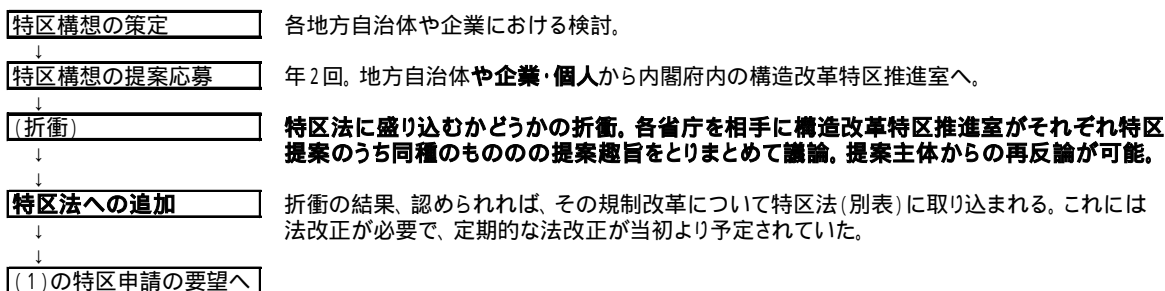
（注）申請された特区計画が特区法に適合していれば同意すると規定されているものの、申請自治体との間で意見が食い違った場合の措置は不明。

（図表12-1）構造改革特区が認定されるまでのプロセス

（1）構造改革特区で実施したい規制改革が、既に特区法でカバーされている場合



（2）構造改革特区で実施したい規制改革が、まだ特区法でカバーされていない場合



（資料）構造改革特別区域推進本部公表資料に基づいて日本総研作成。

（注）特区申請と特区構想の提案応募は制度上は全く無関係で、並行して受け付けられる。ただし、両者は一致してもよい。

2004年度に向けて緩やかな持ち直しへ

(1) シナリオの前提

イ) 景気対策目的の追加財政支出は2003年度中は見送り。2004年度も緊縮スタンス維持。金融政策では、基本的に現在の緩和スタンスを強めていく方向。

ロ) 米国経済は、イラク攻撃早期終結によるマインド改善等を背景に、秋口にかけてやや持ち直すものの、企業部門のバランスシート調整圧力が残るなか、その後は回復力に乏しい展開に。東アジアでは、SARSの影響によって、個人消費を中心に景気が大幅に減速。ただし、夏場以降、SARSによるマイナス要因は減退に向かう。

(2) 景気のコース

イ) 2003年度前半は、以下の3点を背景に、景気は足踏み傾向が持続する見通し。

物価下落傾向の持続、期待成長率の低下という環境のもとで、「収益・所得増→設備・消費増」という景気回復メカニズムが働きにくい状況が続くこと

SARSのマイナス作用が残存するなか、アジア各国で個人消費減少を背景に景気減速が明確化し、アジア向け輸出の牽引力が低下

株価低迷が続くなか、企業・消費マインドの慎重姿勢が持続

ロ) もっとも、企業部門は、ここ数年の持続的なリストラ努力が奏効して、売上高経常利益率がバブル崩壊以降最高水準に達するなど、経営体質の強化は着実に進展。また、家計部門も、企業による新製品開発努力や物価下落による実質所得増効果（ピグー効果）等に支えられて、消費水準は底堅く推移。こうした点を勘案すれば、景気が急激に落ち込んでいく事態は基本的には回避される見込み。

年度後半以降については、収益体質改善を背景とした増益基調持続を前提とすれば、設備投資・個人消費の堅調に支えられるかたちで、景気は緩やかな持ち直し傾向に転じていくことが展望可能。

(3) ただし、景気の腰は磐石とは言えず、株価が一段と下落、海外景気が想定外に悪化、などの事態が起これば、所得の裏付けの無い消費が下振れるなどにより、景気が後退局面入りするリスクを否定できず。

(図表13) わが国の成長率・物価見通し＜メイン・シナリオ＞

(半期は前期比年率、%)

	2001年度 (実績)	2002年度			2003年度			2004年度 (予測)
		上期	下期	(実績)	上期	下期	(予測)	
実質GDP	▲ 1.2	3.3 (0.7)	1.6 (2.4)	1.5	▲ 0.4 (0.6)	0.5 (0.3)	0.4	0.8
個人消費	1.5	1.8	0.7	1.4	▲ 0.2	0.3	0.4	0.2
住宅投資	▲ 8.0	▲ 2.9	▲ 3.1	▲ 2.9	▲ 1.5	▲ 3.3	▲ 2.4	▲ 1.9
設備投資	▲ 3.6	2.4	7.1	▲ 0.7	1.1	3.0	3.0	4.7
在庫投資	▲ 0.6	1.1	0.1	0.3	▲ 0.3	0.0	▲ 0.1	0.1
政府消費	2.2	1.4	1.6	2.0	1.3	1.3	1.4	1.6
公共投資	▲ 4.9	▲ 6.3	▲ 10.7	▲ 6.5	▲ 5.0	▲ 5.3	▲ 6.3	▲ 6.1
純輸出	▲ 0.5	1.1	0.5	0.8	0.0	0.1	0.1	▲ 0.1
輸出	▲ 7.2	20.2	8.6	11.9	0.7	4.1	3.5	4.0
輸入	▲ 3.2	10.7	5.7	5.3	0.5	4.7	2.8	5.9
国内民需	▲ 0.7	2.3	1.5	0.8	▲ 0.3	0.6	0.5	0.9
官公需	▲ 0.0	▲ 0.2	▲ 0.4	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.1
名目GDP	▲ 2.5	▲ 1.0	▲ 0.4	▲ 0.7	▲ 1.6	▲ 1.5	▲ 1.5	▲ 1.1
消費者物価	▲ 1.0	▲ 0.9	▲ 0.4	▲ 0.6	▲ 0.2	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 0.7

(予測)

(注1) 在庫投資、純輸出、国内民需、官公需は前期比年率(前年比)寄与度。

(注2) 実質GDPの下段、名目GDP、消費者物価は前年(同期)比。

「負の遺産の処理」から「産業創造」へ

1. 「産業創造」を軸とする構造改革の展開

一部産業分野では問題を抱える状況ながら、ここ数年来、「負の遺産」の処理は着実に進み、わが国の企業部門の収益体質は徐々に強化される方向。一方、中期的なアジア工業化の流れが、国内における新たな産業分野を創造することの必要性を一段と要請する状況。

こうしたなか、「負の遺産」の処理の「完了」に向けて強力な企業再生支援策を講じると同時に、構造改革の軸足を「負の遺産」の処理から「産業創造」へと移すべき段階に。

- (1) **減税・規制改革・次世代社会資本整備をセットにした「産業創造支援総合策」**
「技術」「環境」「福祉」の3分野に的を絞り、5年程度の産業創造ビジョンを策定。その実現に向けた税制優遇、規制改革、社会資本整備を総合的に実施。
- (2) **ビジネス・フロンティアを拡大する「特区」を軸とした地方活性化の推進**
「構造改革特区」を足がかりにそれぞれの地方が地域産業活性化のビジョンを描き、地方財政における歳出構造の見直し・重点化により、地方活性化を達成。
- (3) **官民共同の「企業再生ファンド」の創設等中小企業の再生のための仕組み作り**
政府、日銀、民間が出資して「企業再生ファンド」を創設。民間事業者、金融機関に外部委託するかたちで中小企業の再生に集中的に取り組む。
- (4) **衰退産業から成長産業への労働移動を円滑化するジョブマッチングシステム**
ハローワーク業務の積極的な民間委託を通じたワンストップ型再就職支援サービスの展開。雇用流動化の基盤としての企業横断的能力認定資格制度の創設。

2. デフレ下でも持続可能なシステムの構築

ただし、現下の日本経済が直面する最大の問題である「デフレーション」は、アジア工業化によるグローバルな産業構造調整を根因としているがゆえに、今後も中期的に持続するとみておくべき。

したがって、**社会保障制度をはじめ各種制度インフラを「デフレ下でも持続可能なシステム」へと設計し直すことで、将来不安を根本的に払拭する必要**。

- (1) **持続可能性、世代間公平性、就業形態間の公平性を前提に社会保障制度を税制改革と一体化したフレームワークで抜本改革**
年金制度は「全額税方式の基礎年金」＋「就業形態に中立的な共通の税制優遇枠」を最終形として制度改革を進める。医療制度は国民皆保険制度を維持しつつ、医療費定額支払方式の積極導入、予防医療の徹底などにより、効率化を推進。
- (2) **住宅コスト・教育コスト等基礎的生活コスト引き下げやNPO活動の積極化によるデフレ（所得デフレ）下でも生活水準が維持・向上できる環境作り**
住宅ローンの利子控除制度。中古住宅市場の整備。奨学金の充実。NPOへの寄付に対する所得控除枠の拡大。

「柔軟な中立型」財政スタンス

3. 景気下振れを留意したマクロ政策運営

また、「デフレーション」のもとでは景気が下振れしやすいこと、さらには、欧米景気の減速、SARSのマイナス作用残存等、当面アゲインストな海外環境が続く見込みであること、を勘案すると、**マクロ経済政策は基本的には中立、情勢によっては拡張的に運営することも必要**。ただし、「デフレ下でも持続可能なシステム」の構築を進め、将来的に財政赤字がコントロールできることを明示することが同時に不可欠。

(1) 「柔軟な中立型」財政スタンス

基本は中立...公共事業費の前年度並み確保。

必要時は拡張的運営...景気腰折れリスクが高まる場合には、技術・環境・福祉の3分野に関わる社会資本整備を前倒し実施。

中長期的健全性を維持...今後10～15年程度のうちにプライマリーバランスの均衡が実現できる財政再建シナリオの提示。

(2) 金融緩和スタンスの維持・強化

日銀は長期金利の安定維持のために国債買取姿勢を維持・強化

産業再生機構、「企業再生ファンド」への出資を通じた金融安定化

(3) 緩やかな円安基調の誘導

財政中立、金融緩和の円安誘導的ポリシーミックスの維持

円高急進時の適切な市場介入の実施

4. 株価対策

加えて、**株価がファンダメンタルズから下方に乖離するリスクへの対応策として、需給悪化への対応を講じると同時に、個人投資家が株式投資を積極的に行うような環境作りを中長期的観点から行っていく必要**。

また、「市場の創造」を軸とする構造改革の推進、「持続可能な」各種制度インフラ整備が進めば、それが「将来期待」を醸成し、結果的に個人の株式市場への参入が期待可能。

なお、本来、政府等が株式を買うことは適正な価格形成を歪める恐れがあるため慎重でなければならないが、株価が大幅に下落し、金融危機発生等によりデフレスパイラルのリスクが高まる場合には、財政資金で本格的な株価買支え策を実施することも選択肢に入れるべき。

(1) 需給悪化緩和策

(代行返上ルール緩和、銀行等保有株式取得機構の積極活用)

(2) 個人投資家呼び込み策

確定拠出年金制度(日本版401k)の制度拡充・投資教育の強化