

平成4年度の金融および経済の動向

—— 景気調整のメカニズムと回復への展望 ——

〔要 旨〕

1. 平成4年度のわが国経済は、年明け後一部に明るい兆しが出始めているものの、年度を通じてみると一段と調整色が深まる展開となった。

最終需要面をみると、公共投資がかなりの下支え効果を示したが、設備投資の減少に加え、個人消費も大きく減速したことから、全体として停滞基調をたどった。製造業の生産・出荷は、在庫調整圧力も加わって大幅に減少し、企業の収益、業況感は、第1次オイルショック後の調整局面以来の落ち込みを示した。もっとも、こうしたなかであって、時短の進展や前回景気拡大局面における未充足労働需要の残存等を背景に、雇用面の調整は相対的にマイルドなものにとどまっている。

2. 物価面では、国内卸売物価が、円高や製品需給の引き緩みを背景に、前年割れとなったほか、消費者物価についても、卸売物価の安定や賃金コスト圧力の緩和から、次第に落ち着き傾向が明確化した。この間、対外収支面においては、①生産調整下での輸入数量の伸び悩みに加え、②為替円高や製品の高付加価値化に伴うドル建て輸出価格の上昇等から、黒字拡大傾向が続いた。

3. 金融面をみると、景気調整の深まりや公定歩合の引き下げ等を背景に、長短市場金利は大幅に低下し、貸出金利も順調な低下をみた。こうした金利低下にもかかわらず、マネーサプライは、①設備投資減少等に伴う企業の資金需要の減退に加え、②資産価格の下落や企業の両建て取引圧縮等、前回金融緩和期にみられた現象の「巻き戻し」等から、低迷基調をたどった。もっとも、ごく最近では、金融機関の融資姿勢が幾分積極化するなかで、マネーサプライの伸びも下げ止まりつつある。

この間、外国為替市場では、年度末にかけて円高が進行した。また、これまで大幅な下落を続けていた株価が、3月以降、出来高の増加を伴いつつ、かなりの回復をみている。

4. 平成4年度は、金融システムの安定性確保への対応が大きな政策課題となった年であった。こうした状況の下で、金融機関の不良債権問題への対応を中心に、関係金融機関ならびに当局によって、金融システムの安定に向けたさまざまな努力が強化された。この間、金融自由化の動きに関しては、預金金利自由化が仕上げ段階へと進むなかで、金融制度改革法の成立等を受けて、金融制度の面においても、本格的な変革の時期を迎えようとしている。

5. 今次景気調整局面を過去の同様の局面と比較してみると、現象面の特徴としては、①長期にわたる「大型景気」の反動による自律的調整の色彩が強いこと、②株価、地価等のかつてない大幅な下落を伴ったこと、③企業収益が急速な悪化をみるなかで、企業の「リストラ」の動きが広範化したこと、等を指摘できる。

これを最終需要面からみると、企業設備、住宅、耐久消費財といった投資的民間需要について、同時的かつ大規模なストック調整が発生した一方で、個人消費と非製造業中小企業設備投資の景気支持力が、従来の景気循環に比してかなり弱かったことが特徴的である。

6. 以上のような今次局面の特徴を手がかりに、調整の深まりの背景について考えてみると、次のように調整の及ぶ期間の長さをやや異にするメカニズムが作用していることを指摘できよう。

まず第1に、今回の景気調整の基軸をなすものは、循環的なストック調整のメカニズムである。この点に関しては、前回景気拡大期に各種ストックが大幅な積み上がりをみた背景が問題となろう。これには、住宅投資、耐久消費財等について、直接的な資産効果の作用も無視できないが、基本的には、景気拡大の長期化に伴って、従来以上に強気の先行き期待が広がったことが、とくに景気拡大末期にかけて、設備投資等の押し上げに働いたことの影響が大きいと思われる。

7. 第2に、資産価格の下落が経済各主体のバランス・シートを棄損した結果、その調整に伴って生じうる下押し効果も無視し得ない。こうしたバランス・シート調整がマクロ経済に及ぼす影響については、即断し難い面があるが、不動産、中小企業を中心とする非製造業の設備投資をなにがしか抑制した可能性があるほか、金融機関の融資姿勢が、これまでの金融緩和局面に比して、より慎重なものにとどまっている一因ともなっている。なお、このような調整圧力は、資産価格が下げ止まり、景気が回復に転じた後も、資産価格下落のいわば「後遺症」として作用しうる点に、留意が必要である。

8. 第3に、企業のリストラの影響が考えられる。企業リストラの動きは、これまでのところ景気拡大過程で大幅な増加をみた固定費の削減に主眼を置いたものが中心であり、それが少なくとも短期的には、景気調整を深める方向に作用したと思われる。ただ、長い目でみれば、こうした企業リストラは、企業の収益性を高め、景気回復への基盤を整える効果をもつものである。

9. 以上のように、この1年景気調整は深まりをみたが、その反面において、①人手不足を背景とする物価上昇圧力の高まり、②フローの所得と土地等のストック価格のバランスの崩れ、③企業のコスト意識希薄化や、資源配分の非効率化といった大型景気、資産価格上昇の下で生じたさまざまな「行き過ぎ」や「歪み」が是正されつつあることも、見逃すことはできない。これらは、来るべき景気回復の基盤を整える動きであり、現に本年入り後は、一部の経済指標に明るい兆しがうかがわれ始めている。

10. このように、ストック調整が進展するなかで、金融・財政政策の効果が浸透することによって、景気回復へのメカニズムが徐々に始動しつつある。バランス・シート調整や企業リストラの影響がなおしばらく残存することは、景気回復のテンポを緩やかなものとしようが、最近の米国の経験も示唆するとおり、そうした影響が完全に払しょくされる以前にも、景気回復のモメンタム

は作動しうる筋合いにある。むしろ、今後の景気展開を考えるうえでは、景気遅行的な雇用情勢の展開や、とくに円高進行の影響等について、注意深く見守っていく必要がある。

11. このように、景気回復に向けての展望が徐々に開けつつある一方で、今後に残された課題も少なくない。なかでも、①今次景気調整下で大きく拡大をみた対外収支黒字の問題にどのように取り組んでいくか、②資産の蓄積が進み、資産価格の変動とフローの実体経済との相互関連が強まる下での金融政策運営をどのように考えるか、といった問題は、今後の重要な課題となろう。

12. さらに、金融システム面に目を転ずると、金融機関における不良債権の整理・回収等にはなおかなりの時日を要するとみられるだけに、金融システムの安定を維持し、内外の信頼を確保していくことは、引き続き極めて重要な課題である。当然のことながら、自己責任原則にもとづく金融機関の自助努力が対応の基本をなすが、日本銀行としても、①安定的・効率的な決済システムの構築、②金融取引に係るルールの整備等、広い意味での金融のインフラ整備の面において、努力を続けていく所存である。

(目 次)

- 1. 平成4年度のわが国経済
 - (1) 実体経済の動向
 - (2) 金融面の動向
 - (3) 金融・財政政策の展開
 - (4) 金融システムの動向

- イ. ストックの大幅な積み上がりとその調整圧力
- ロ. 資産価格の下落とバランス・シート問題
- ハ. 企業リストラの影響

- 2. 今次景気調整局面の特徴とその背景
 - (1) 今次景気調整局面の特徴点
 - (2) 景気調整の深まりの背景

- 3. 今後の展望と課題
 - (1) 景気回復への展望
 - (2) 金融システム面の課題

- 1. 平成4年度のわが国経済
 - (1) 実体経済の動向
 - (景気調整の深まり)

わが国経済は、昭和62年度から平成2年度にかけて4年間にわたり、平均5%を上回る高成長を続けた後、平成3年度には調整局面に入ったとみられるが、平成4年度は、金融・財政政策の積極的な発動にもかかわらず、一段と調整色が強まる展開となった。本年入

り後は、最終需要財出荷等の一部経済指標に明るい兆しが現われ始めているが、現状なお明りょうな景気反転は確認されていない。

これを鉱工業生産の動きに即してみても、3年1～3月にピークをつけた後、昨年10～12月まで約2年にわたって減少基調（本年1～3月は微増）を続けており、過去の景気調整期間が第2次オイルショック後を除き概ね1年から1年半であったことを考えれ

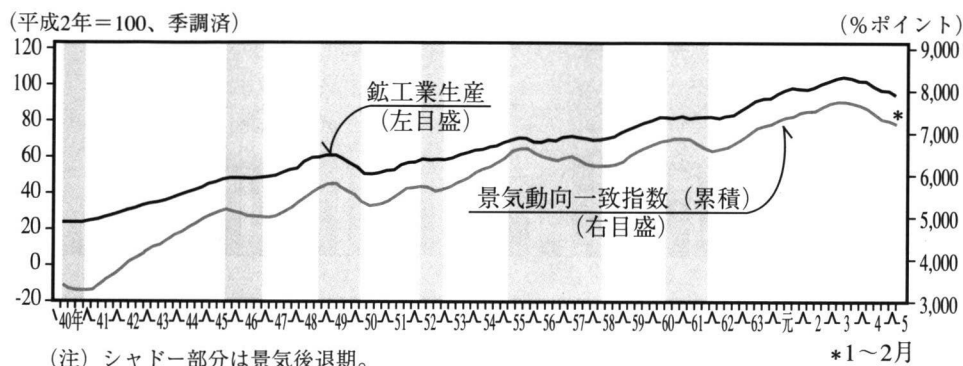
ば、今回の調整期間はかなり長いものと判断される。また、景気調整の深さをピークからの落ち込み幅という観点からみると、鉱工業生産・出荷、稼働率および製造業の経常利益率は、いずれも第1次オイルショック後の調整局面に次ぐ大きな落ち込み幅となった。

これらを受けて、製造業の設備投資の減少テンポは、同調整局面に匹敵するものとなっている。このように、今回の景気調整は、その長さ・深さのいずれの面においても、かなり厳しいものとなった（図表1）。

(図表1)

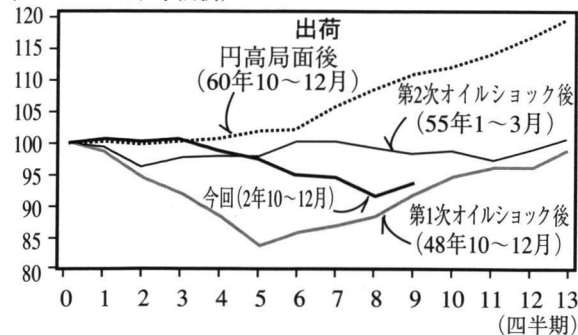
景気調整の深まり

(1) 鉱工業生産と景気動向一致指数

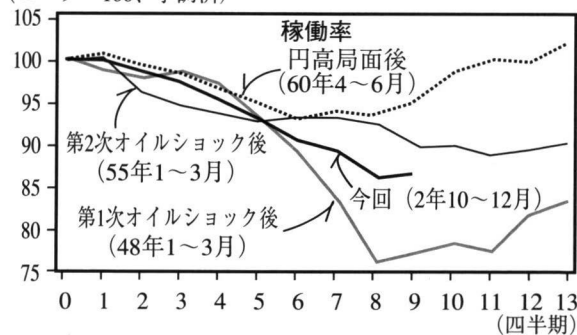


(2) 景気調整の深さ

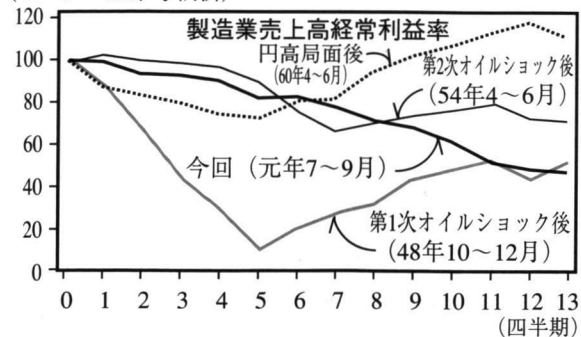
(ピーク=100、季調済)



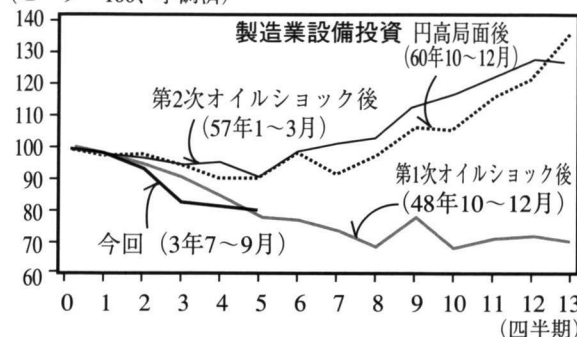
(ピーク=100、季調済)



(ピーク=100、季調済)



(ピーク=100、季調済)



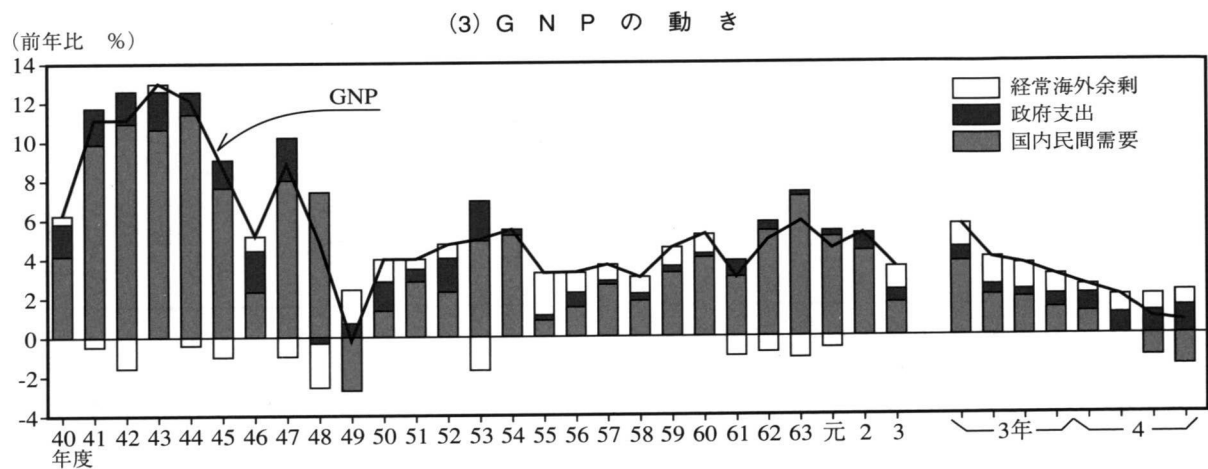
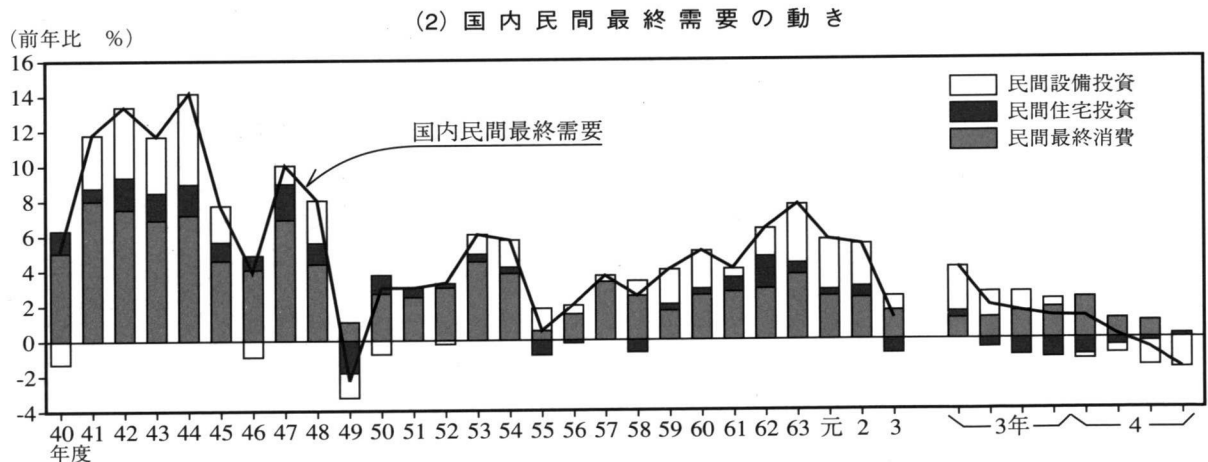
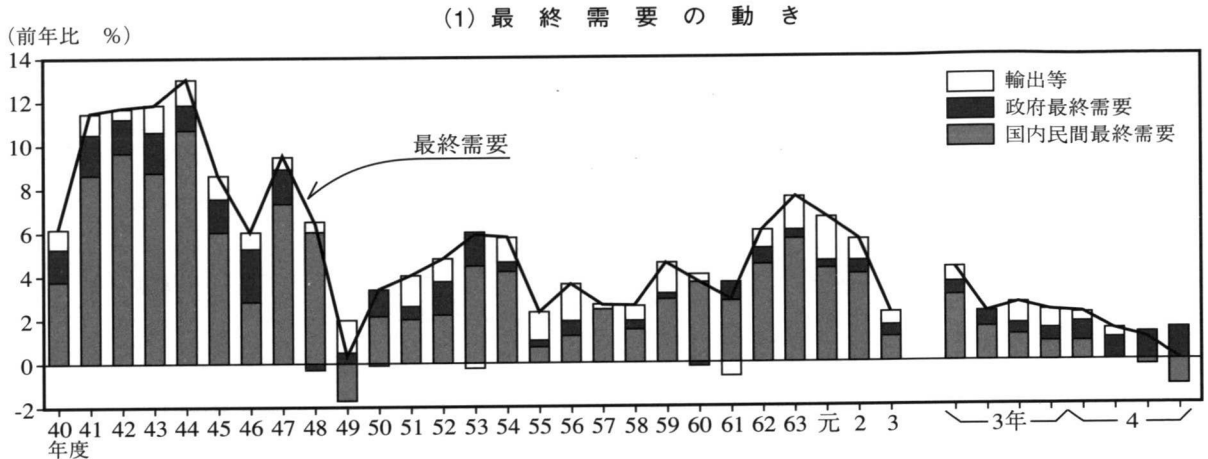
(注) () 内はピーク時点。

(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」、大蔵省「法人企業統計季報」、経済企画庁「景気動向指数」「民間企業資本ストック統計」

一方、こうした景気調整の動きを最終需要面からみると（図表2）、4年度は、政府最終需要が公共投資の大幅増からかなりの下支え効果を示したが、大宗を占める国内民間最終需要は、設備投資の大幅減少に加え、個人

消費も所得の伸び率鈍化、消費者マインドの慎重化を背景に大きく減速したことから、年度初来減勢を続けている。なお、実質GDP、国内需要、国内民需は、いずれも4年4～6月から10～12月にかけて3期連続で前期比マイ

（図表2） 最終需要とG N Pの動向（実質）



（資料）経済企画庁「国民所得統計」

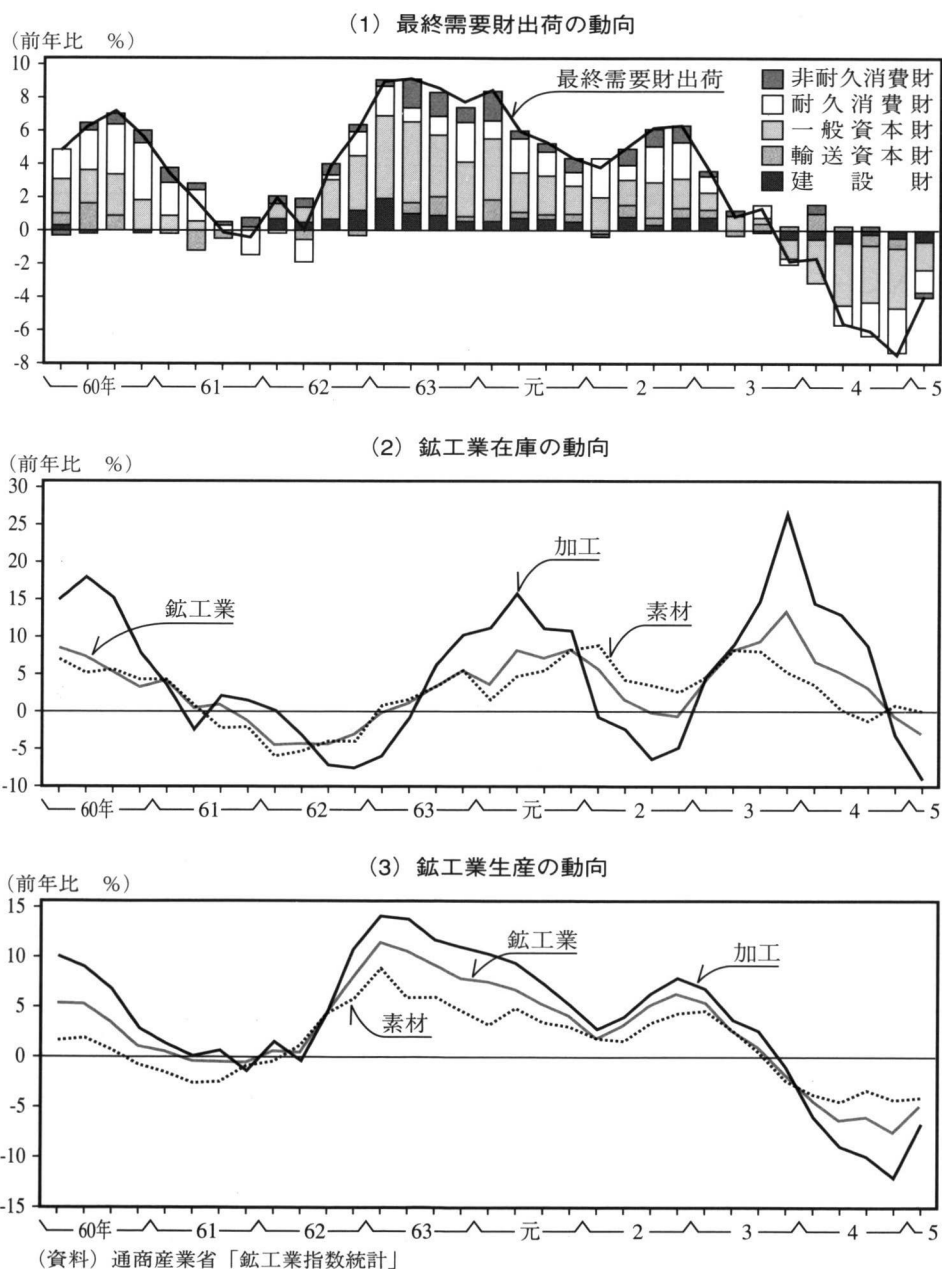
ナスとなったが、これは現行の国民所得統計作成開始（昭和30年）以来初めてのことである。

最終需要の低迷は、最終需要財出荷の大幅な落ち込みにつながった。とくに、製造業を中心とした設備投資の落ち込みを反映して一般資本財出荷が大幅な減少となったほか、国内乗用車販売の低迷を主因に耐久消費財の減少も目立った。加えて、3年度にかけて

大きく積み上がった在庫の調整圧力が生産抑制方向に作用した結果、4年度の鉱工業生産は、加工業種を中心に前年度比 $\Delta 6.3\%$ と3年度（ $\Delta 0.7\%$ ）に続き減少し、しかもその低下幅は昭和49年度（ $\Delta 9.7\%$ ）に次ぐ大きなものとなった（図表3）。

上記のような生産の抑制、またこれに伴う稼働率の大幅低下を背景に、製造業の収益・業況

（図表3） 最終需要財出荷の動向と在庫調整圧力



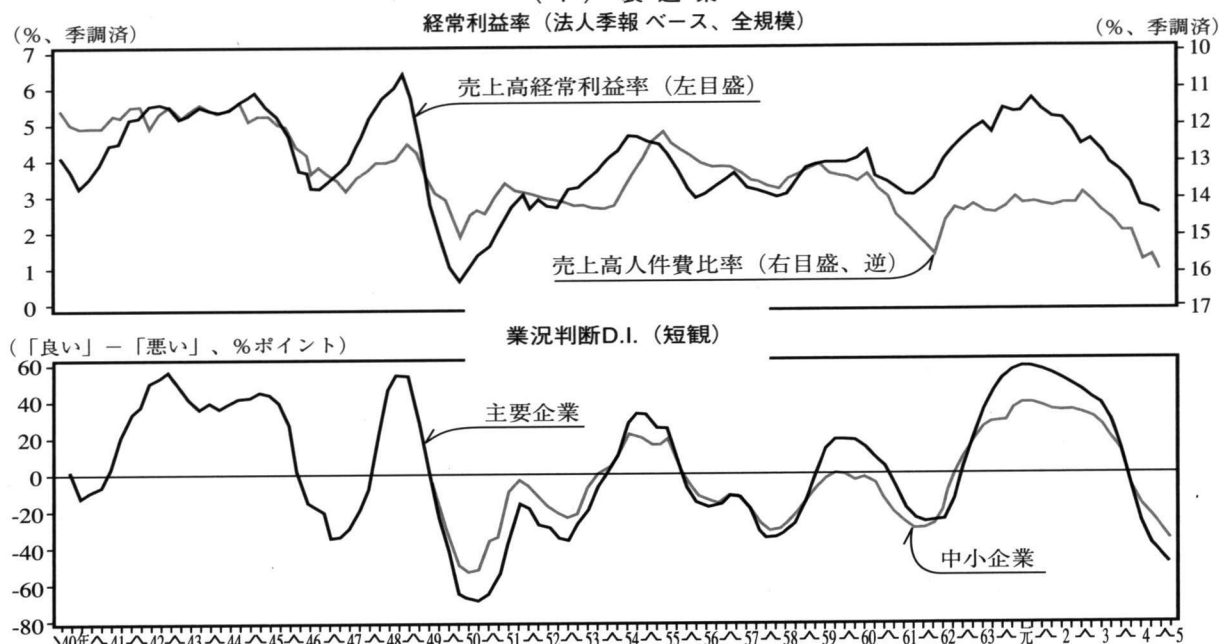
感は一段と悪化した。製造業の経常利益率（法人企業統計季報、全規模ベース）をみると、平成元年度に5%を超える水準に達した後、2年度以降低下に転じたが、4年度には3%を下回る水準にまで落ち込み、企業の業況感は、先行

きに対する不透明感もあって大幅に悪化した。この結果、経常利益率および日本銀行「企業短期経済観測調査（短観）」における業況判断D.I.は、ともに、第1次オイルショック後の景気調整局面に次ぐ低い水準となった（図表4）。

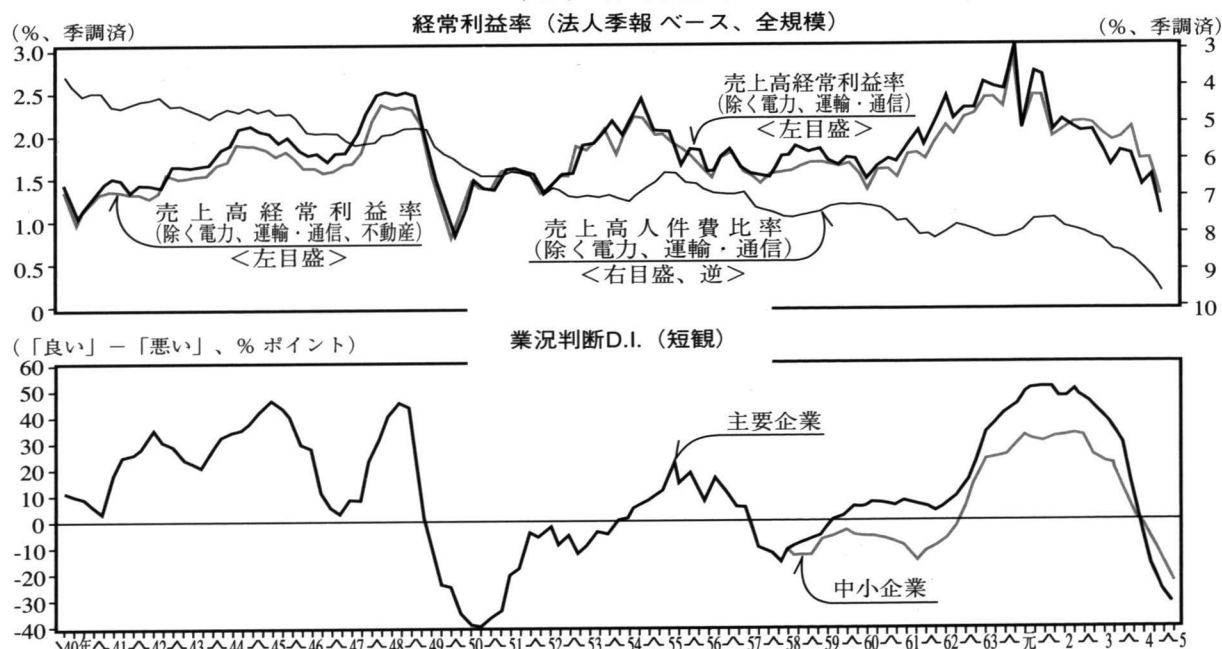
（図表4）

企業収益と業況感の動向

（1）製造業



（2）非製造業



（資料）大蔵省「法人企業統計季報」、日本銀行「企業短期経済観測調査」

また、非製造業においても収益、業況感の水準が第1次オイルショック後の調整局面並みにまで低下するなど、製造業を上回る悪化を示した。こうした非製造業の収益悪化の背景としては、不動産業の収益が著しく悪化した（3年度以降赤字転化）ことも影響しているが、基本的には、①個人消費（や法人消費）をはじめとして非製造業に関連する需要が、今次景気調整局面では従来以上の落ち込みをみたこと、②過去の未充足労働需要をうずめるかたちで、中小企業を中心に雇用者数を増加させた結果、人件費負担の増大を招いたこと、等を指摘できよう。

（雇用面の調整は相対的にマイルド）

以上のような景気調整の深まりの下で、有効求人倍率が低下を続けるなど、労働需給は4年度中緩和傾向をたどった。しかしながら、有効求人倍率や「短観」における雇用判断D.I.のレベルは、過去の調整局面と比較して高い水準を保ったほか、常用雇用者数も非製造業を中心に比較的高めの伸びを維持する（毎月勤労統計＜5人以上＞3年度+2.7%→4年度+2.7%）など、生産活動、企業収益のシャープな落ち込みの割には、雇用面の調整はマイルドなものにとどまった（後掲図表5）。

この背景としては、①時短の進展が、雇用押し上げ要因として作用している（注1）こと、②所定外・特別給与のウエイト上昇や、パート比率の上昇を背景に、賃金変動の伸縮性が近年さらに高まる方向にあること、③中小企

業非製造業において、景気拡大局面に急増した未充足労働需要がかなり残存していたとみられること等を指摘できる（後掲図表6）。もとより、雇用は景気遅行的な動きを示すだけに、労働需給は当面なお緩和方向をたどるとみられるが、以上のことを勘案すると、今後景気の一段の落ち込みがない限り、深刻な雇用調整に至るリスクは小さいものと思われる（注2）。

（物価は落ち着き傾向が一段と明確化）

次に物価情勢をみると、景気調整を反映して、落ち着き傾向が一段と明確化した（後掲図表7）。まず、国内卸売物価については、円高を背景とした輸入物価の低下（輸入卸売物価、3年度△10.7%→4年度△4.2%）がコスト抑制に寄与するなかで、製品需給の引き緩みを背景に、中間財を中心に年度を通じて前年割れとなった。また、企業向けサービス価格についても、賃金コスト面での価格引き上げ圧力の減衰および企業活動の停滞に伴うサービス需要の後退等を背景に、前年比上昇率は低下傾向をたどった。

さらに、消費者物価も、商品価格の上昇率が卸売物価の落ち着き（一般商品）や値ごろ品へのシフトを眺めた価格設定の変化（被服）から一段と低下したほか、景気拡大末期以降高止まりを続けていたサービス価格についても、賃金コスト圧力の緩和を背景に年度末にかけて騰勢が鈍化したことから、全体としても徐々に落ち着き傾向が明確化した。なお、サービス価格（とくに個人サービス価格）が

（注1）昨年6月に発表された政府の新経済計画（生活大国5か年計画）では、時短について、平成8年度までに年間総労働時間1,800時間（4年平均は1,982時間＜5人以上事務所＞）を達成することが目標とされており、労働基準法の改正による週40時間労働制への早期移行等を求めている。

（注2）雇用調整圧力の緩和要因の詳細については、「最近の雇用情勢と今後の展望」（日本銀行月報平成5年3月号掲載論文）参照。

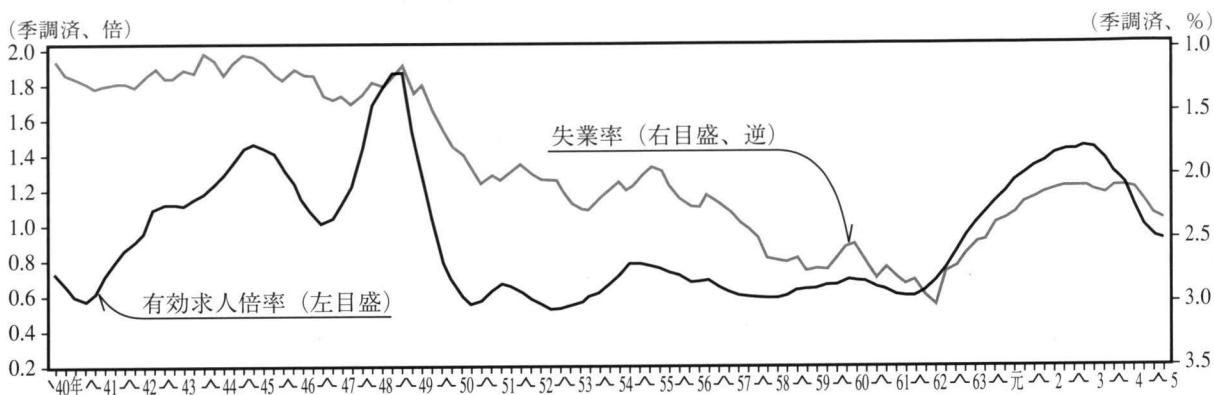
景気調整入り後も長きにわたって高止まりを続けた背景としては、①関連業界の構造的な供給制約、②教育、教養・娯楽サービス需要の安定的拡大に加え、③景気拡大局面で人手不足の深刻化をみた中小・零細サービス業者が、全般的な労働需給の緩和に伴ってむしろ

雇用者確保に努めたことが、人件費増等を通じて、コスト面からサービス価格を押し上げる方向に作用したことを指摘できる。ただ、第3の要因については今後当面緩和していく可能性が高く、それとともに個人サービス価格も次第に落ち着き度合いを増すものと考えられる。

(図表5)

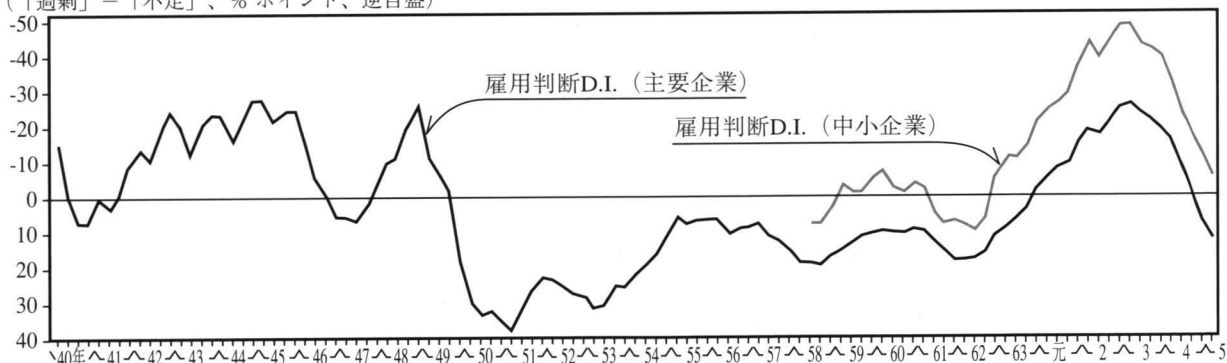
雇用の動向

(1) 有効求人倍率と失業率



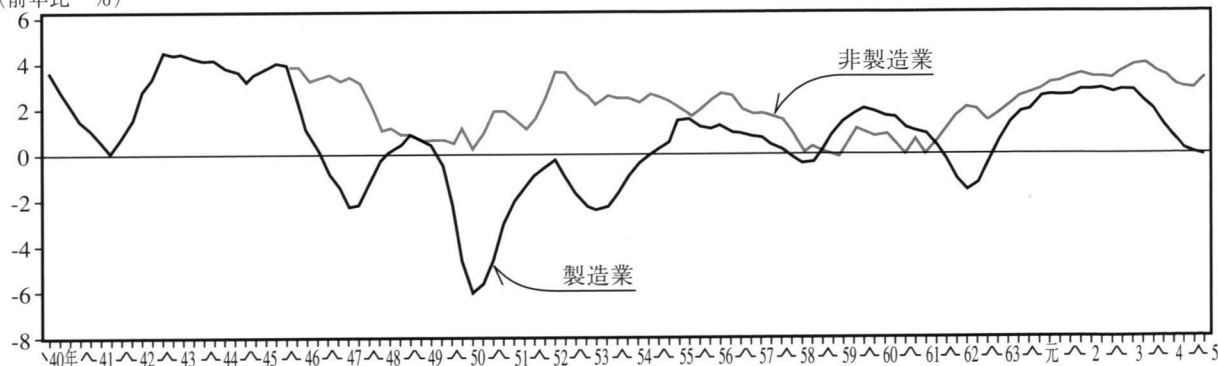
(2) 雇用判断D.I.

(「過剰」-「不足」、%ポイント、逆目盛)



(3) 常用雇用者数

(前年比 %)



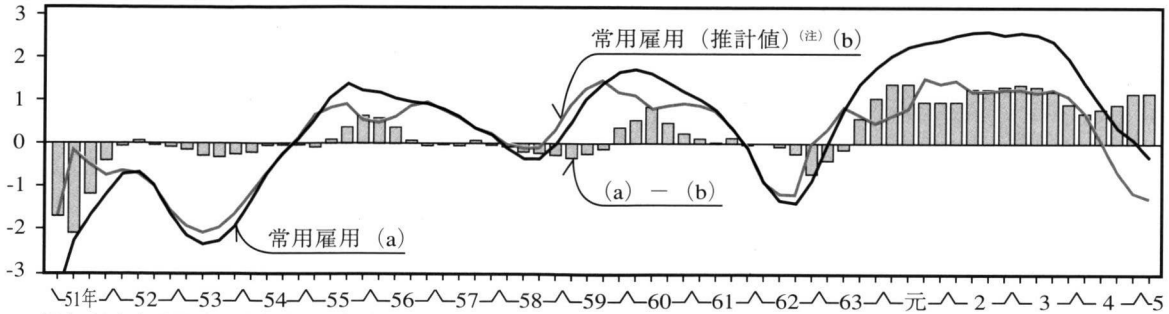
(資料) 労働省「職業安定業務統計」「毎月勤労統計」、総務庁「労働力調査」、日本銀行「企業短期経済観測調査」

(図表6)

雇用調整圧力緩和要因の評価

(1) 時短による雇用創出効果 (製造業)

(3期移動平均、前年比 %)

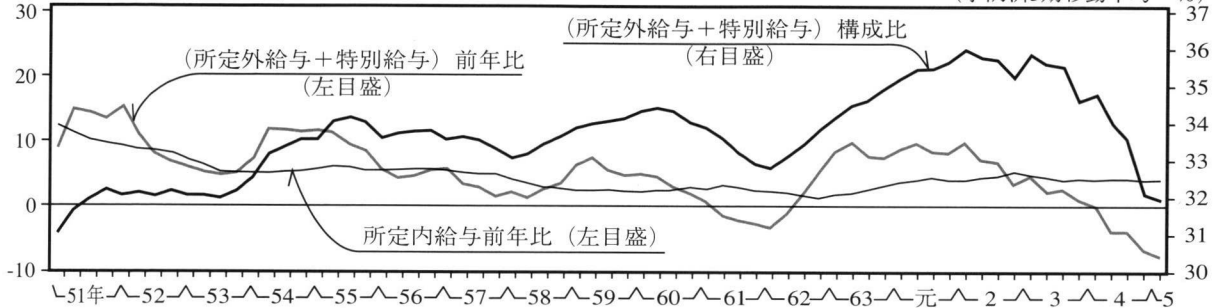


(注) 所定内労働時間前年並みの仮定の下で、当期の労働投入量を確保するのに必要な常用雇用者の伸び率。

(2) 賃金変動の弾力化

(3期移動平均、前年比 %)

(季調済3期移動平均 %)



<参考>名目賃金関数の推計

() 内 t 値

推計期間	α	β	γ	δ	\bar{R}^2	D.W.
1972年1-3月 ~79年10-12月	$\Delta 3.779$ ($\Delta 1.91$)	0.526 (2.98)	13.113 (6.65)	0.120 (0.80)	0.809	2.58
80年1-3月 ~93年1-3月	0.050 (0.10)	0.741 (10.15)	1.443 (3.01)	0.366 (9.47)	0.775	1.36

(推計式) $\Delta W = \alpha + \beta \Delta p + \gamma B + \delta \Delta P$

W: 現金給与指数

p: CPI (後方4期移動平均)

B: 有効求人倍率 (‰)

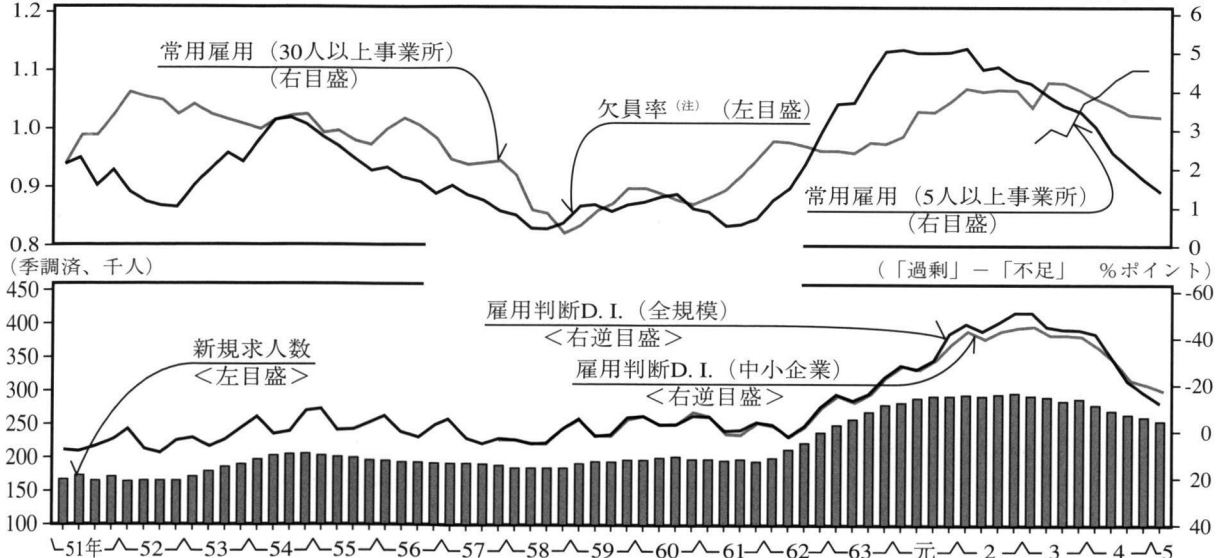
P: 労働生産性 (= 鉱工業生産 < 製造業 >

/ 雇用者数 < 製造業 >、後方4期移動平均)

(3) 中小非製造業の雇用吸収余力
(建設業、卸・小売業、サービス業の合計ベース)

(季調済、%)

(前年比 %)



(注) 新規求人数 / (雇用者数 + 新規求人数)

(資料) 労働省「職業安定業務統計」「毎月勤労統計」、総務庁「労働力調査」、日本銀行「企業短期経済観測調査」

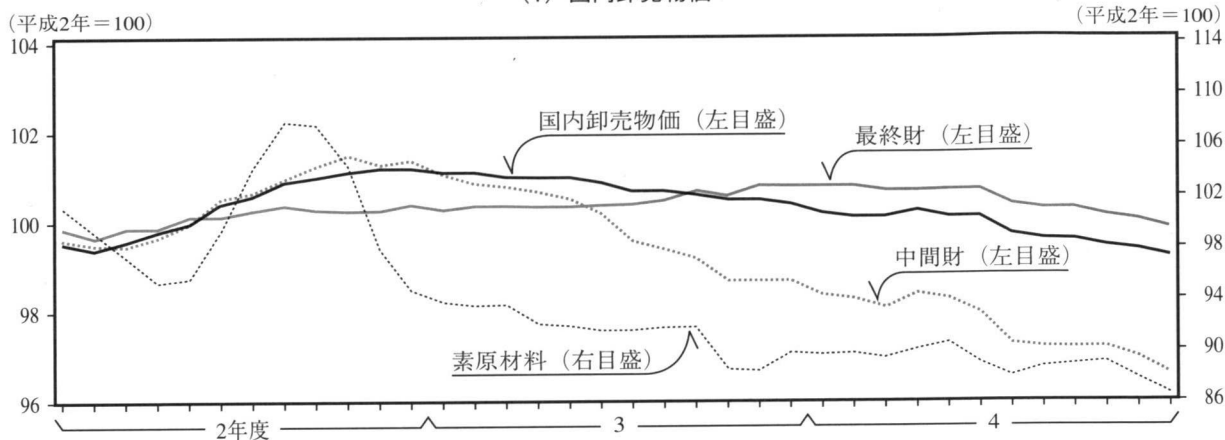
この間、地価の動向を公示地価（5年1月1日現在）によってみると、2年連続で前年比マイナスとなり、しかも下落率は前年を大

きく上回った。とくに、東京・大阪等大都市圏の商業地の地価は、オフィス・ビル需要の緩和が続くなかで、大幅に下落した。

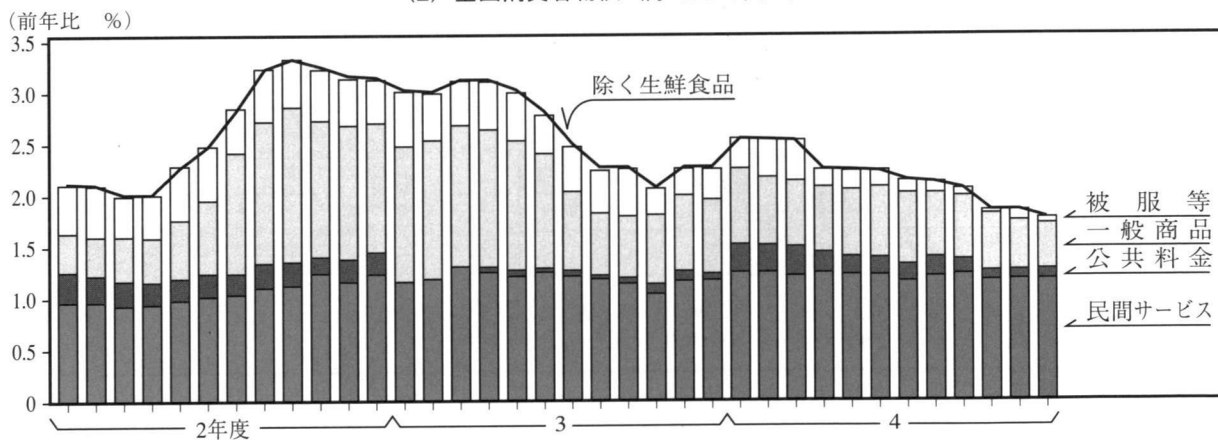
(図表7)

物 価 の 動 向

(1) 国内卸売物価

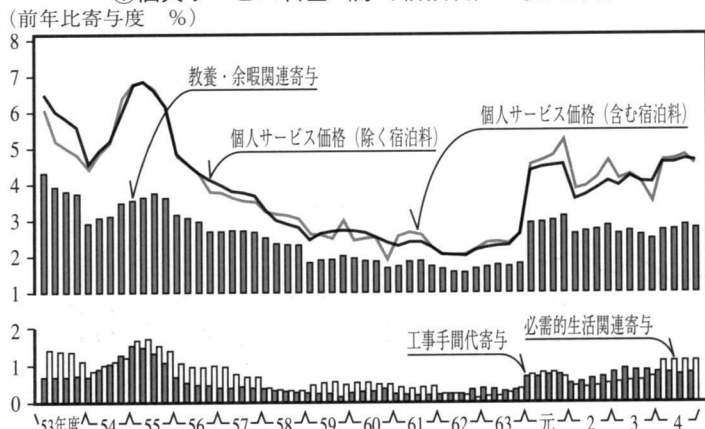


(2) 全国消費者物価 (除く生鮮食品)

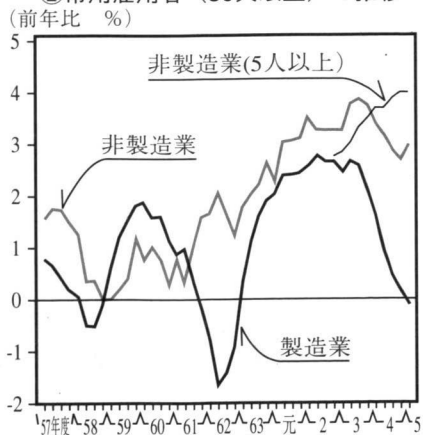


(3) 個人サービス料金

① 個人サービス料金 (除く宿泊料) の要因分解



② 常用雇用者 (30人以上) の推移



(資料) 日本銀行「卸売物価指数」、総務庁「消費者物価指数」、労働省「毎月勤労統計」

(対外収支黒字は引き続き拡大)

次に、対外収支面をみると(図表8)、

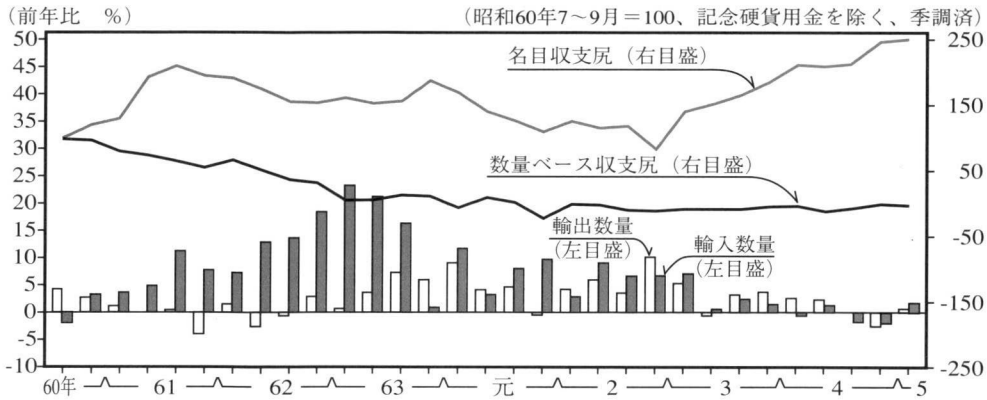
平成4年度の貿易収支、経常収支黒字幅は

ともに3年度に引き続き拡大し、貿易収支

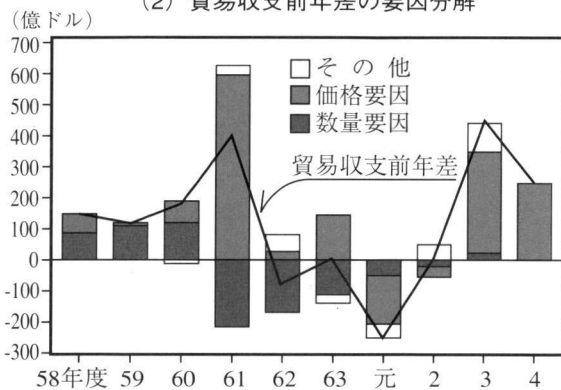
(図表8)

対 外 収 支 の 動 向

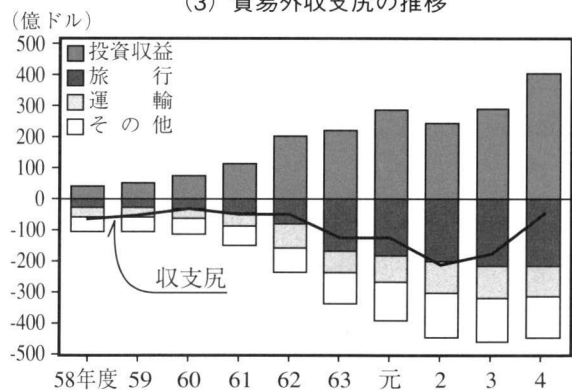
(1) 通 関 収 支 の 動 向



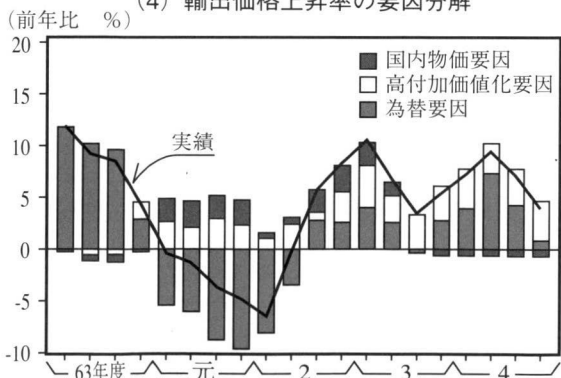
(2) 貿易収支前年差の要因分解



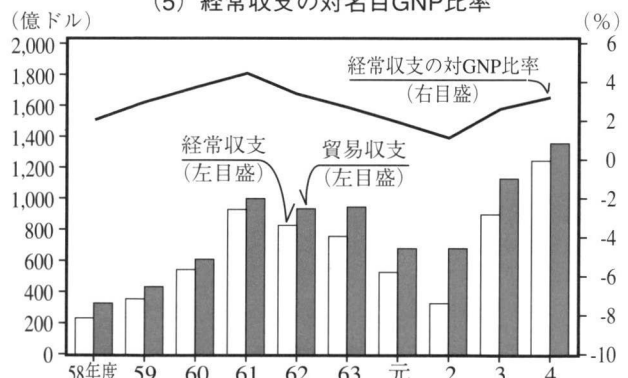
(3) 貿易外収支戻の推移



(4) 輸出価格上昇率の要因分解



(5) 経常収支の対名目GNP比率



(注) 要因分解式は以下のとおり。

$$\frac{\Delta P}{P} = \underbrace{\Delta \left(\frac{P}{E} \right) / \left(\frac{P}{E} \right)}_{\text{高付加価値化要因}} + \underbrace{\Delta \left(\frac{E}{W} \right) / \left(\frac{E}{W} \right)}_{\text{為替要因}} + \underbrace{\Delta W / W}_{\text{国内物価要因}}$$

ただし、P：通関輸出価格指数 (ドルベース)
E：輸出物価指数 (ドルベース)
W：国内卸売物価指数

(資料) 大蔵省「外国貿易概況」、日本銀行「国際収支月報」「卸売物価指数」、経済企画庁「国民所得統計」

が1,361億ドルと2年連続でピークを更新（3年度は1,137億ドル、それ以前のピークは昭和61年度の1,016億ドル）したほか、経常収支も1,261億ドル（3年度は902億ドル）と既往最大となった（過去のピークは、昭和61年度の941億ドル）。

まず、貿易収支黒字についてみると、平成3年初以降拡大に向かい、4年度中も拡大が続いた。これには、①国内生産調整の強まりの下で輸入数量が減少気味に推移していることに加え、②価格面でも為替円高や製品の高付加価値化（注3）等を反映してドル建て輸出価格が上昇傾向にあることが影響している。この間、輸出数量については、国内需要の不振に伴う稼働率低下にもかかわらず、輸出数量規制品目の存在や海外現地生産へのシフトが進んでいることから、かつてのような大規模な輸出ドライブはみられず、この面からの黒字拡大寄与はごく限られたものとどまった。一方、貿易外収支の面では、これまでの経常黒字拡大に伴って対外純資産が増加していること等から投資収益のネット受取超幅が拡大しているほか、このところの海外旅行者数の伸び悩みを背景に海外旅行収支の赤字幅拡大が一服したことも加わり、全体として赤字幅が縮小した（3年度△194億ドル→4年度△48億ドル）。

（2）金融面の動向

（長短市場金利は大幅に低下）

次に、金融市場の動向についてみると（図

表9）、まず外国為替相場においては、円の対ドル相場（東京市場・直物終値）は、年度を通じて円高方向の動きとなった（3年度平均133円20銭／ドル→4年度平均124円80銭／ドル）。年度内の流れを若干敷延すると、年度当初は、米国景気の回復期待や本邦株式市況の低迷を背景に円安気味となり、130円台前半で推移したが、その後高水準のわが国対外収支黒字等を背景に円高方向に転じ、秋口には総合経済対策決定や、欧州通貨情勢の緊張等を契機に円買いの動きが強まった（9月末には、120円台を突破）。さらに、年明け以降は、わが国の対外収支黒字に再度注目が集まるなかで急速に円高が進み、5年度入り後には110円前後の既往ピークの円高水準で推移している。なお、4年度中は、対ドイツ・マルクでもかなりの円高となっている。

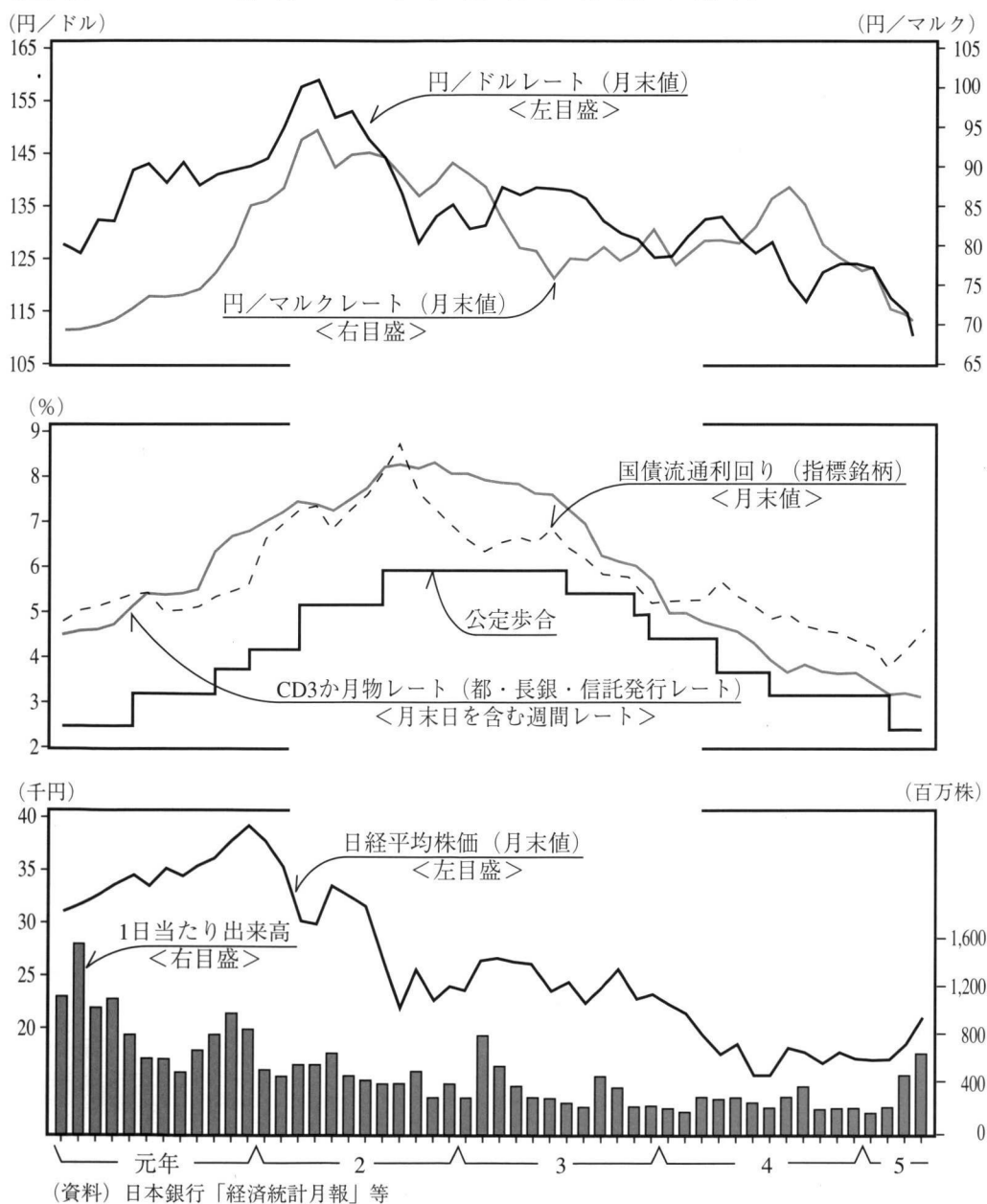
一方、国内市場金利は景気が調整局面を続けていることや年度中3回にわたる公定歩合引き下げなどを反映して、低下基調をたどった。まず、短期金利（CD3か月発行利回り）の動きをみると、4年度中はほぼ一貫して低下基調をたどり、本年2月には既往ボトムを更新した。また、長期市場金利（国債指標銘柄流通利回り）は、昨年4月の公定歩合引き下げ後に一時上昇する場面もみられたが、その後は、短期市場金利と同様に低下基調をたどり、更年後2月には3.8%台と昭和62年7月以来の4%台割れとなった。もっともごく最近は、一部経済指標の好転や株価の回復を背景とする金利先安観の後退から上昇をみている。

（注3）通関輸出価格の上昇テンポは、例えば小型車から大型車へのシフトといった輸出品目構成の変化の影響もあって、卸売物価統計における輸出物価を上回っている。このように、通関輸出価格の上昇には、「純粋な」価格上昇要因と「高付加価値化要因」の双方が含まれる点に、留意が必要である。

この間、昨年来の株式市況(日経平均株価)の推移をみると、企業収益の下方修正を背景に4月上旬まで大幅に下落した後も、8月央にかけては景気の先行き不透明感の広がり等から再び軟化し、4年中の最安値を記録した(8月18日、終値14,309円)。その後、8月末の総合経済対策策定等を契機に幾分持ち

直したが、年明け以降も薄商いのなか、1万7千円前後で推移していた。しかし、3月入り後は一部経済指標の好転や、政府の追加的な経済対策の策定が確実にってきたこと等を反映して、出来高の増大を伴いつつ2万円台まで急回復している。

(図表9) 為替レート、金利、株価の動向



(貸出金利は着実に低下)

次に、貸出金利の動きをみると(図表10)、企業投資の減退や資産取引の低迷等を背景に資金需要が総じて低迷するなかで、前述のような市場金利の低下を反映して長期・短期プライムレートはともに着実に引き下げられており、その水準は歴史的にみても相当低位にある。この結果、全国銀行の新規貸出約定平均金利(総合)をみても、本年3月時点で4.531%と4年初(6.45%)から大幅な低下をみている。この間、貸出金利の低下を業態別にみると、今次局面においては、過去の金融

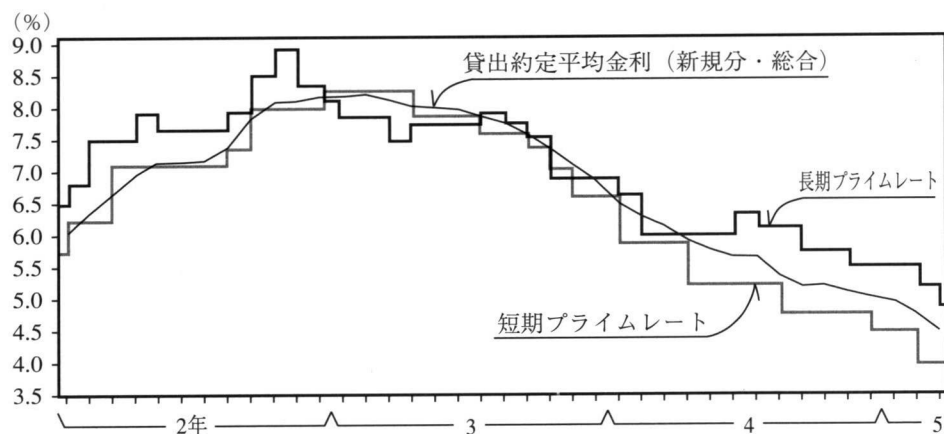
緩和局面に比べ地銀Ⅱ、信用金庫等の貸出金利の低下度合いが相対的に大きく、都銀に近づいてきたことをひとつの特徴点として挙げることができる。その背景には、金融自由化の進展に伴い、これら業態においても自由金利商品による調達比率が上昇してきたことから、市場金利の低下がより直接的に貸出金利に反映されるようになったという事情がある。

こうした金利低下は、支払利息負担の軽減を通じて、企業収益の下支えに働いている。これは、例えば金融負債利率が企業の使用

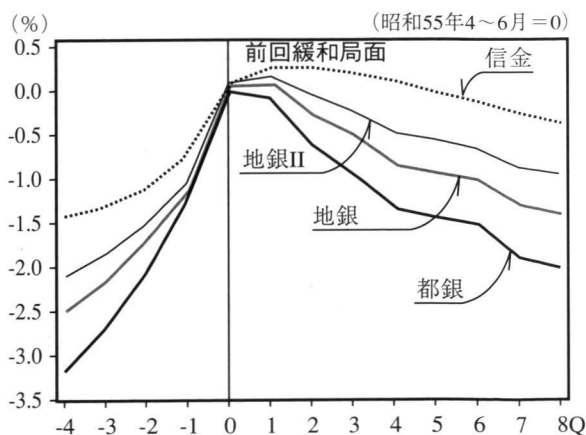
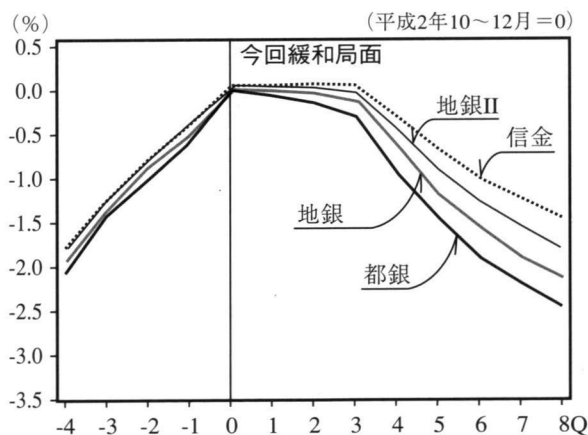
(図表10)

貸出金利等の推移

(1) 貸出金利の推移



(2) 貸出約定平均金利(ストック、総合)の推移(業態別)



(注) 貸出約定平均金利のピーク時点の金利水準をゼロとして低下幅を算定したもの。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」

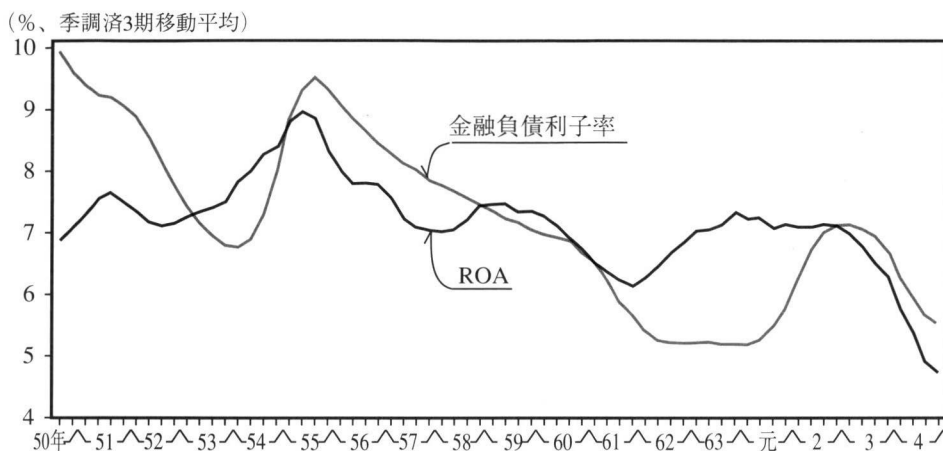
総資本事業利益率とそんな色のないペースで低下してきていることや、企業収益の大幅な悪化に比して、利払い負担能力（営業利益＋営業外収益／支払利息・割引料）の低下が相対的にマイルドなものにとどまっていることな

どから確認されるところである（図表11）。このように、金融緩和の浸透は、企業収益の下支えを通じて、後にみるような企業のストック調整やリストラ推進の環境を金融面から整える役割を担ってきたといえよう。

（図表11） 貸出金利低下による企業収益下支え効果

（1）金融負債利率と使用総資本利益率との関係

—全規模・全産業（除く不動産・リース）—



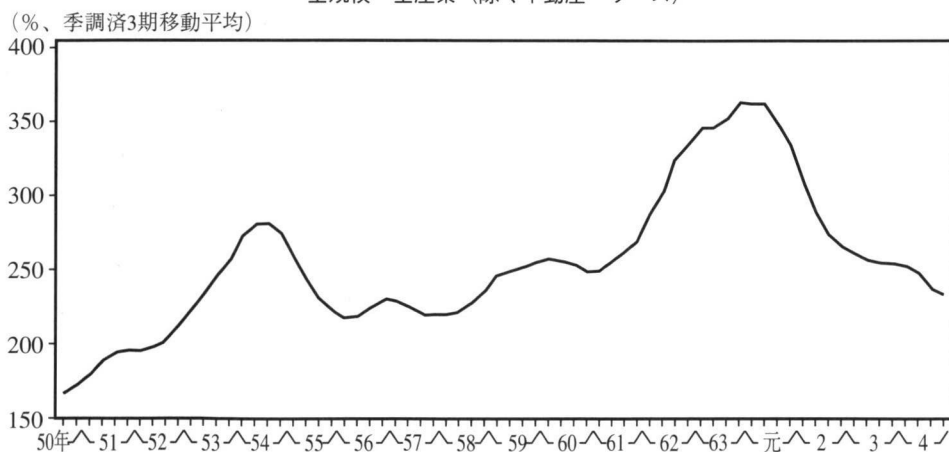
（注）1. 直近は2期移動平均。

$$2. ROA（使用総資本利益率） = \frac{\text{経常利益} + \text{支払利息} \cdot \text{割引料}}{\text{自己資本} + \text{負債}}$$

$$\text{金融負債利率} = \frac{\text{支払利息} \cdot \text{割引料}}{\text{借入金} + \text{社債} + \text{割引手形}}$$

（2）利払い負担能力（interest coverage ratio）

—全規模・全産業（除く不動産・リース）—



（注）1. 直近は2期移動平均。

$$2. \text{interest coverage ratio} = \frac{\text{営業利益} + \text{営業外収益}}{\text{支払利息} \cdot \text{割引料}}$$

（資料）大蔵省「法人企業統計季報」

(金融機関貸出、マネーサプライは低迷)

しかしながら、以上のような市場金利、貸出金利の大幅な低下にもかかわらず、金融機関貸出やマネーサプライが低迷状態を続けたこと(とくに、マネーサプライの代表的指標である $M_2 + CD$ <平残>は、昨年9月に統計作成<昭和42年>以来初の前年割れを記録)は、今次金融緩和局面の大きな特徴である(図表12)。

こうした金融機関貸出、マネーサプライ低迷の背景としては、まず、景気調整の深まり、とりわけ設備投資の大幅な減少を背景とする企業の資金需要減退を指摘できる。ただ、一昨年来の流通速度(名目総需要/ $M_2 + CD$ 平残)の上昇傾向にもみられるとおり、最近のマネーサプライ低迷をこうした実体経済の動きのみによって説明することは困難である。この点、前回金融緩和局面を振り返ってみると、資産価格の上昇や、企業の両建て取引拡大が、マネーサプライを大きく押し上げる方向に作用したとみられるが、その後現在に至るマネー収縮過程では、そうした動きの「巻き戻し」が生じているものと思われる。マネーサプライの低迷には、後述のような金融機関の融資姿勢の慎重化といった供給要因もなにがしか響いているとみられるが、市場金利や貸出金利の順調な低下等を踏まえるならば、やはり上記「巻き戻し」要因も含めたマネー需要の減退に負う部分が大きいものと考えられる。ちなみに、通貨需要関数を用いた要因分解によって、マネー需要低迷の背景をみると、実体経済活動の停滞に加え、地価の下落がかなりの需要下押し要因として作用していたようにうかがわれる。この間、企業

の手元流動性比率は一貫して低下傾向をたどっているが、これには、企業の両建て運用の解消等が影響している(注4)。

もっとも、ごく最近の動きをみると、 $M_2 + CD$ 前年比は昨年秋をボトムとして下げ止まりつつあり、以上のような「巻き戻し」の動きが最終局面にあることを示唆しているように考えられる。すなわち、企業の手元流動性水準はすでにかなり低下しており、その取り崩し余地が縮小するなかで、金融機関に対する借入需要の減退にもようやく歯止めが掛かりつつあるようにうかがわれる。また、資産価格の面においても、大都市・商業地の地価はなお下落傾向にあるが、住宅地の地価は下げ止まりに向かいつつあり、こうした面からのマネーサプライ押し下げ圧力も薄らぐ方向にある。

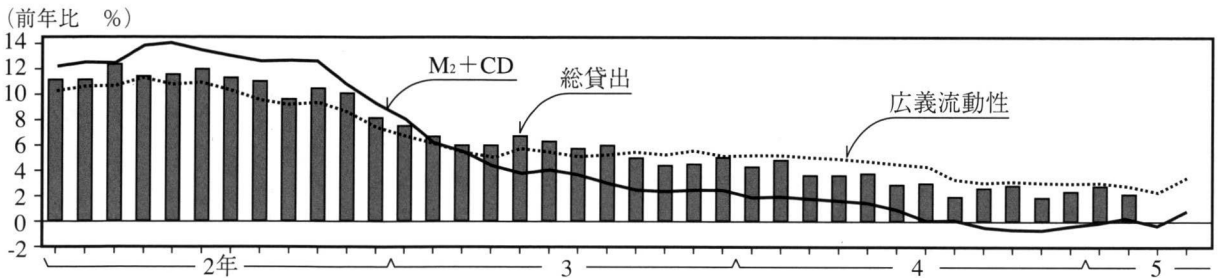
マネーサプライの今後の動きについて考えてみると、需要面では、両建て取引の解消、資産取引の低迷といった「巻き戻し」要因がマネーサプライ押し下げに働く度合いは縮小すると見込まれるほか、年度後半にかけては、景気の緩やかな回復に伴ってマネー需要が徐々に持ち直してくることが期待されている。さらに、供給サイドからみても、金融機関の融資姿勢がこのところ幾分積極化しているほか、今般の総合経済対策の実施等に伴って、財政資金がマネー押し上げに寄与するとみられることから、マネーサプライの伸びは緩やかな回復歩調をたどることが予想される。こうした状況下、当面マクロ的にみれば、マネー供給の面から景気の回復が大きく制約される可能性は低いものと考えられる。

(注4) 以上の点について、詳しくは「最近のマネーサプライの動向」(日本銀行月報平成4年9月号掲載論文)参照。

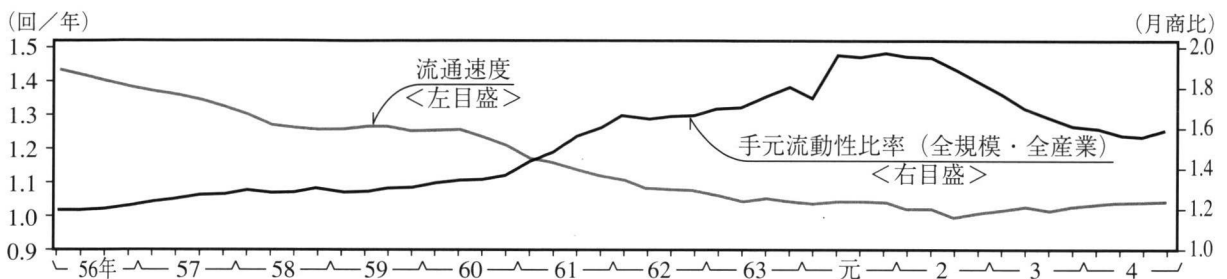
(図表12)

マネーサプライ等の動向

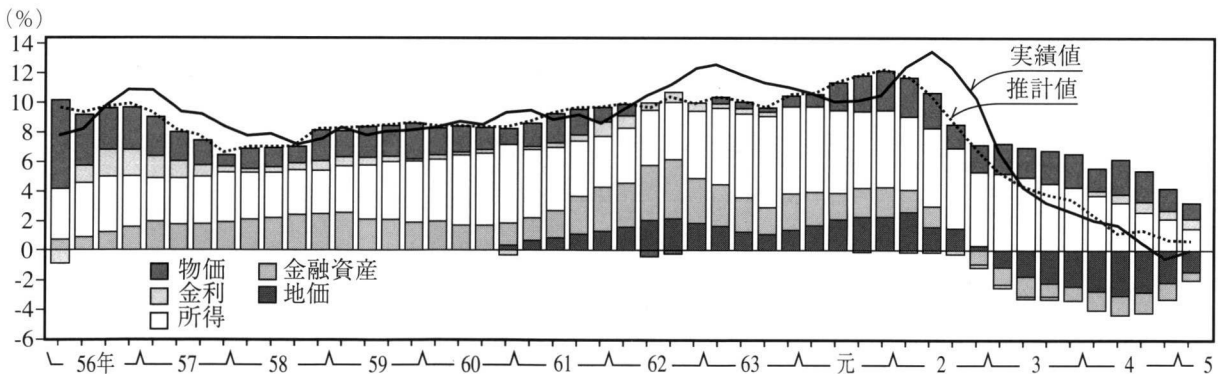
(1) マネーサプライの動向



(2) 流通速度と手元流動性比率の推移



(3) 通貨需要関数による要因分解



$$\begin{aligned} \log (M/P) = & -0.867 + 0.685 \log (M/P)_{-1} \\ & + 0.328 \log (Y/P) \\ & - 4.14 \times 10^{-3} R \\ & + 1.736 (\text{地価}/Y) \\ & + 5.459 \Delta (\text{地価}/Y) \\ & + 0.117 \log (W/Y) \end{aligned}$$

(2.7) (14.6)
(5.2)
(8.1)
(4.5)
(2.4)
(4.4)

M : M₂+CD
Y : 名目GNP
P : GNPデフレーター
R : 債券現先レート (3か月物) - マネーのown rate
地価 : 市街地価格指数 (6大都市・全用途平均)
W : 法・個人の金融資産計 (資金循環勘定)
なお、直近計数については一部推計。

計測期間：46/1-3 ~ 4/10-12

$\bar{R}^2 = 0.9997$
S.E. = 7.15×10^{-3}
D.W. = 1.24

(注) Δ は前期差、()内はt値。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」、経済企画庁「国民経済計算」、日本不動産研究所「市街地価格指数」

(3) 金融・財政政策の展開

次に、こうした実体経済、金融面の動向を踏まえて、平成4年度の金融・財政政策の展開を振り返ってみると、金融政策面では、国内景気の調整色の深まりに対応して、金融緩和政策が継続されたほか、財政面からも累次にわたり積極的な景気浮揚策が講じられてきた。

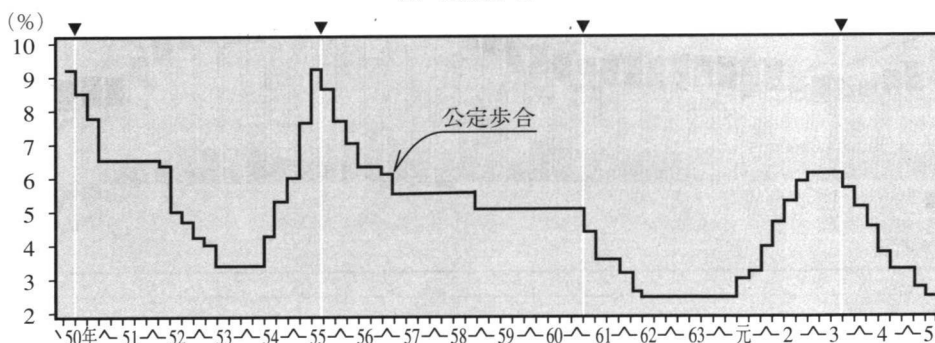
すなわち、日本銀行は、稼働率・有効求人倍率等からみて、経済活動がなおかなり高い水準にあった3年7月に公定歩合引き下げに転じた後、4年度中も金融緩和政策を継続、4年度中3次（累計6回）にわたり公定歩合の引き下げを実施した。この結果、公定歩合は2.5%と、62年2月から元年5月まで続いた史上最低水準にまで低下した（図表13）。

こうした一連の公定歩合引き下げ措置は、わが国経済がこれまでの高過ぎる成長から物価安定を基盤とした持続的成長へ移行する過程にあるなかで、そうした移行過程をスムーズならしめる趣旨で実施してきたものである。

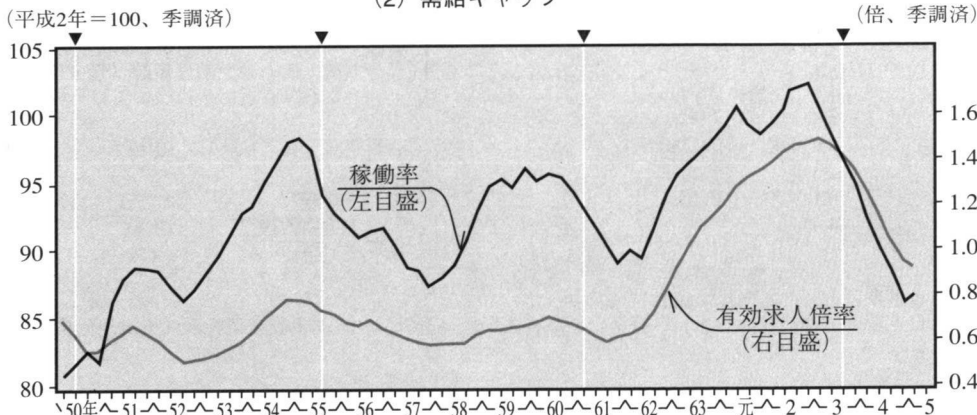
また、財政政策においても、4年度公共工事予算の前倒し執行に加え、4年8月には総額10.7兆円に上る「総合経済対策」が策定され、国、地方ともに大型補正予算が組まれた。続く5年度予算においても、税収の伸び悩みが予想されるなかにあって公共工事に配慮した内容となったほか、5年度入り直後の4月には、景気浮揚をより確かなものとするために、「総合的な経済対策」（総額13.2兆円）が策定され、社会資本の

(図表13) 公定歩合と需給ギャップ

(1) 公定歩合



(2) 需給ギャップ



(注) ▼は公定歩合引き下げ開始期。

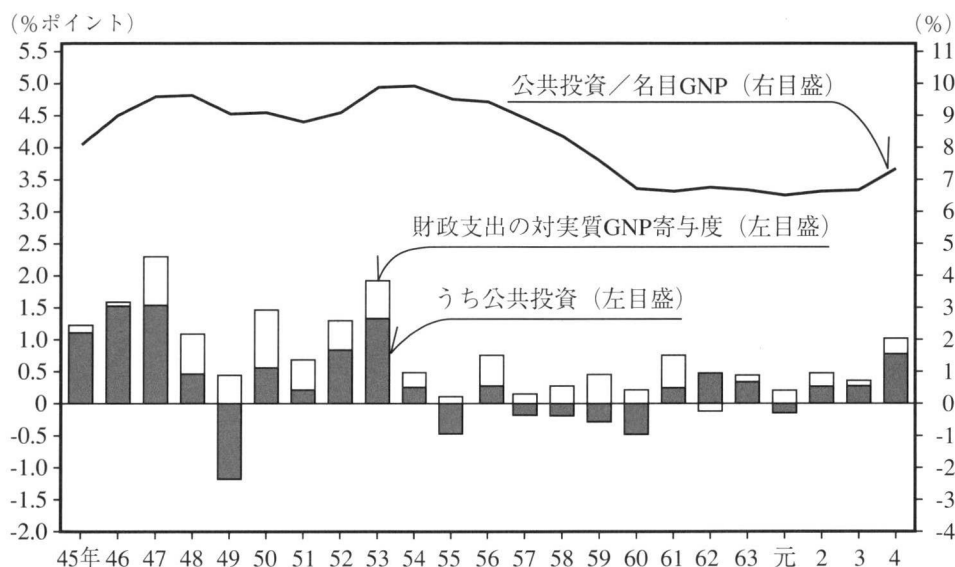
(資料) 日本銀行「経済統計月報」、通商産業省「鉱工業指数統計」、労働省「職業安定業務統計」

整備や5年度公共工事当初予算の前倒し執行が図られている。こうした財政当局による経済対策の規模は、昭和62年の緊急経済対策（6.0兆円）を大きく上回るものであり、GNPベースでみた財政支出の成長押し上げ

寄与も、昭和50年代前半以来の高さとなっている（図表14）。

こうした金融・財政面からの積極的なマクロ経済政策は、金利低下による企業収益の下支えや、公共投資の増加を通じた最終需要の

(図表14) 財 政 政 策 の 展 開
(1) 公共投資の動向



(2) 総合経済対策の概要

(単位 兆円)

	5 年 経 済 対 策	4 年 総 合 経 済 対 策	62 年 緊 急 経 済 対 策
総 規 模	約13.2	10.7	6.0
公 共 投 資 の 追 加	7.22	6.25	4.3
うち地方単独事業	2.3	1.8	0.8
公共用地の先行取得	1.6	1.55	—
うち地方公共団体	1.2	1.0	—
政府系金融機関等融資の拡大	4.23	2.9	0.7
うち住宅公庫等*	1.8	0.8	0.7
減 税	約 0.15	—	1.0
雇 用 対 策	0.028	—	—
前年度名目GNP比 (%)	2.8	2.33	1.76

(注) * 住宅金融公庫および年金福祉事業団の住宅融資制度の拡充。

(資料) 経済企画庁「国民所得統計」、政府公表資料

下支えにより、民間部門における調整が進捗する環境を徐々に整えていったと考えられる。しかし、4年度を通じてみれば、ストック調整圧力の大きさに加え、資産価格下落に伴う直接・間接の影響等もあって、景気の調整は、長く、かつ深いものとなった。その背景については、次章で詳しい検討を加えることとする。

（４）金融システムの動向

（金融システム安定化に向けた動き）

ところで、以上のような景気調整が続く中で、昨年は、金融システムをめぐる問題が大きくクローズ・アップされ、この問題への対応が重要な政策課題となった年でもあった。まず、金融機関の不良債権問題への対応の面では、関係金融機関およびその融資先問題企業のリストラ計画が策定されるとともに、不良債権の早期償却へ向けた努力が強化された。本年1月には、金融機関の共同出資により、「（株）共同債権買取機構」が設立され、3月より不良債権の買い取りが開始されたが、このスキームも、不良債権に係る損失を確定し、早期の償却を可能とするような関係者の工夫の所産である。こうした関係者の自助努力を支援すべく、当局サイドにおいても、4年9月には債権償却特別勘定への繰り入れに関する税法上の運用弾力化措置を打ち

出すなど、環境整備を図っている。

また、このような状況の下で、個別金融機関の自己責任原則の徹底と金融市場の透明性を高めていくためには、金融機関経営のディスクロージャーの充実が必要不可欠との認識が高まり、金融制度調査会・ディスクロージャー作業部会による中間報告（昨年12月）が公表された。これを受けて、5年3月期決算より不良債権の金額が公表されることとなった（注5）。

この間、金融機関経営を最終的に支える自己資本の充実についても、かなりの進展がみられた。まず、バーゼル銀行監督委員会の自己資本比率に関する合意（昭和63年7月）を受けて、自己資本基準（いわゆるB I S規制）達成に向けての各金融機関の対応が注目されてきたが、本年3月には、わが国でも同規制最終基準が本実施となった。B I S基準を採用した銀行の5年3月期の自己資本比率は、4年9月期を上回る水準となった模様である。こうした背景には、年度末にかけての株価の回復や為替円高も寄与したが、基本的には、金融機関が、海外資産の圧縮や一般貸付債権の流動化（注6）等により、リスク・アセットを抑制する一方で、劣後資金の取り入れ等によりTier IIの積み増しを図るなど、内部留保の充実を通じて自己資本比率の引き上げに取り組んできたことが挙げられる。

（注5）全国銀行協会では、同報告を受けて、「破綻先債権額」（すべての銀行が開示）、「延滞債権額」（都銀、長銀、信託が開示）をディスクロージャー誌における新規開示項目とすることを決定した。

（注6）大蔵省の通達（「金融機関の貸出債権の流動化等自己資本比率向上策について」）の一部改正によって、4年12月以降、従来の譲渡方式に加え、信託方式を活用した一般貸付債権の流動化が可能となった。

金融システムの安定のためには、決済システムの改善を図っていくことも重要である。この面では、本年3月より全銀システムの同日決済への移行が図られ（注7）、これと合わせて、日本銀行では日銀ネットの稼働時間を延長した。

（金融自由化・金融制度改革の進展）

この1年間はまた、預金金利の自由化が一層進展した時期でもあった（後掲図表15）。まず、4年6月に小口MMCの最低預入金額が撤廃され、期日指定定期預金を除く規制定期が廃止された。また、流動性預金において新型の貯蓄預金が導入された。この間、昨年末には定額郵便貯金の金利設定方式等について大蔵省・郵政省間の合意が成立し、本年6月以降、市場金利に連動して決定されるスキームが導入されることとなった。今後本年6月に小口MMCが廃止され、期日指定を含め定期預金金利が完全に自由化されることとなる（注8）。また、10月には、流

動性預金金利自由化の第2弾として、貯蓄預金の商品設計自由化（最低預入残高制限の緩和、スウィング・サービスの付与）が予定されている。

一方、短期金融市場では、インターバンク市場取引の利便性向上を図る観点から、昨年7月に手形先日付取引が開始されたほか、多様化する市場でのニーズに応えるため、3か月物に加えて1年物ユーロ円金利先物が上场された。この間、資本市場についてみると、社債市場は昨年中に社債発行登録基準や外債発行に係る適債基準が緩和されたほか、本年2月の法制審答申を受けて、社債発行限度枠の撤廃等を柱とする商法等の改正案が国会に提出されるなど、発行サイドの規制弾力化が図られている。一方、株式市場においては、本年3月に10億円超の取引に係る大口株式売買委託手数料を6年春以降自由化するとの証取審報告が出された。

さらに、昨年から本年にかけては、金融制度改革に関しても、進展がみられている。

（注7）全銀システムは、内国為替業務を含む金融機関相互間に生じた対他行為替貸借を日銀当座勘定からの引き落としと入金により集中決済する制度である。全銀システムでは、①利用顧客に迅速な為替サービスを提供する趣旨から、受取人の預金口座への入金仕向銀行から支払指図を受信した段階、すなわち為替が取り組まれた当日に行われる一方、②参加金融機関相互の為替資金決済は翌営業日の交換尻時点（午後1時）で行われていた（翌日決済）。しかし、決済ボリュームの拡大に伴って、こうした決済時点のズレが未決済残高、ひいては決済リスクの増大を招くとの認識が高まり、金融機関相互の資金決済も、為替取組日と同日に終了する（同日決済）システムへの移行が図られることとなった。

（注8）「今後の預貯金金利自由化のスケジュール」（4年12月大蔵省公表）では、このほか、①本年10月をめぐって中長期預金（固定金利、最高4年）および変動金利預金（最長3年）の導入、②流動性預金の6年中の金利完全自由化、③貸付信託等の配当率の弾力的な運用、等が盛り込まれている。

(図表15)

金利自由化の進展

(1) 預金金利自由化スケジュール

	定期性預金	流動性預金
平成3年	4月●小口MMCの最低預入金額引き下げ(100万円→50万円) 11月●大口定期預金(期間3か月～2年)の最低預入金額引き下げ(1,000万円→300万円) ●大口定期預金の預入期間の延長(2年→3年)	
4年	6月●小口MMCの最低預入金額の撤廃(期日指定定期以外の規定期の廃止) ●定期積金(1回当たりの預入金額2万円以上)の市場金利連動化	6月●貯蓄預金の導入
5年	6月●定期預貯金の金利完全自由化 ・小口MMCの廃止、期日指定定期預金の金利自由化 ・定期預金の最低預入期間の短縮(3か月→1か月) ・市場金利連動型定期積金の最低受入金額の引き下げ(2万円→1万円) ・定額郵便貯金の金利自由化 10月●中長期預金・変動金利預金の導入	10月●貯蓄預金の商品設計自由化 (最低預入残高制限の緩和<Ⅰ型40万円→30万円、Ⅱ型20万円→10万円>、 スイングサービスの付与)
6年		6年中●その他の預金(除く当座)の金利完全自由化

(注) 当座預金については付利禁止を継続。

(2) 近年の短期金融市場における主要事項

有担保コール市場	● 5/ 3月	市場取引の取扱時間の延長(午後3時→5時)
無担保コール市場	● 3/11月 ● 5/ 3月 ● 5/ 3月	先日付取引の導入(1か月～1年物) 先日付取引の拡充(1週間～3週間物) 市場取引の取扱時間の延長(午後3時→5時)
手形市場	● 3/ 1月 ● 3/ 1月 ● 3/ 1月 ● 3/ 5月 ● 4/ 7月 ● 5/ 3月 ● 5/ 3月	担保範囲の拡大(国債・政保債等公社債および外貨手形の追加) 入札方式により日本銀行が買いオペを実施 大口取引(1か月以上かつ50億円以上)の仲介手数料の引き下げ(出し手・取り手双方から1/32%→1/64%) 社債等代用証書制度の見直し(代用証書対象の拡大等) 先日付取引の導入(1か月～1年物) 先日付取引の拡充(1週間～3週間物) 市場取引の取扱時間の延長(午後3時→5時)
C P 市場 (コマーシャル・ペーパー)	● 3/ 4月	国内CPの見直し(格付基準の緩和)
政府短期証券、 短期国債市場	● 3/11月 ● 4/ 4月 ● 4/ 5月	FB・TBオペの日銀ネット処理開始 FB・TB償還差益の非課税化(外国法人) 日銀ネットによる国債発行・払込システム開始
東京金融先物取引所	● 3/ 2月 ● 3/ 2月 ● 3/ 7月 ● 3/12月 ● 4/ 7月 ● 4/ 7月	ドル円通貨先物取引上場(円ドル通貨先物取引は3/3月に廃止) システム取引を導入 円短期金利先物オプション上場 夜間取引開始 円短期金利先物オプション値付会員制度の導入 1年物短期金利先物上場
そ の 他	● 4/10月 ● 5/ 3月 ● 5/ 3月	資金需給改訂予想(当日分)の時間変更(当日午前10時→前日午後5時20分) 当座預金関係事務の取扱時間延長(午後3時→午後5時) 資金需給対外公表(午後3時公表分)の廃止
(参考) 資本市場における 主 要 事 項	● 3/ 4月 ● 3/ 4月 ● 3/12月 ● 4/ 7月 ● 4/ 8月	社債発行限度枠の拡大 一般事業債(担保付き、7年超)の引き受けおよび受託手数料の引き下げ (引受3/8、11月、受託3/4、11月) 国内公募社債としては初めて均一価格販売方式による社債発行(NTT債) 社債発行登録基準の緩和 外債発行適債基準の緩和

すなわち、業態別子会社方式による業務の相互参入を主たる柱とする金融制度改革については、金融制度改革法の成立（４年６月）を受けて、その具体的細目を定めた政省令が本年３月に公布され４月より実施に移されている。これに伴って、すでに一部の長期信用銀行および信託銀行等で証券子会社の設立に向けて検討に入っているほか、大手証券会社等も信託銀行子会社の設立を検討している。なお、今回の制度改革の一環として、大蔵省は資本市場における諸規制・諸慣行の見直し・撤廃を行うことを発表した（４年１２月）。具体的には、①「三局指導」（本邦企業の発行する公募外債の主幹事業を邦銀系海外証券現法が行うことを制限）の段階的撤廃、②私募債ルールの見直し、③公募市場における適債基準及び商品性の見直し、④MMF・中国ファンドの商品性の改善が打ち出され、逐次実施に移されつつある。

この間、ノンバンクの体質強化について、大蔵省の諮問機関であるノンバンク問題懇談会が、業務運営や資金調達、指導監督体制のあり方等について中間報告を取りまとめた^{（注９）}ほか、貸金業規制法の再改正がなされ（４年６月）、ノンバンクに対する指導・監督体制の整備が図られている。

２．今次景気調整局面の特徴とその背景

（１）今次景気調整局面の特徴点

前章では、今次景気調整が、金融・財政政策の機動的な展開にもかかわらず、長かつ深いものとなったことを示した。本章では、こうした今次景気調整局面の特徴点を整理した後、これを踏まえて、調整の長期化、および深化の背景について検討を試みる。

（現象面からみた特徴）

まず、今次の景気調整を過去の同様の局面と比較してみると、現象面では次のような特徴点を指摘できる。

第１に、今回の調整は、原油価格の高騰や急激な円高等の外的ショックに起因するものではなく、長期にわたる「大型景気」の反動としての自律的調整の色彩が強い。このため、前回の円高不況時等と比べて、企業の対応の的が絞りにくいという事情があったようにうかがわれる。また今回の場合、長期にわたる好景気の下で、企業の先行きに対する期待が強気に傾きがちであっただけに（この点については後述）、その後の調整局面においても、企業が先行き見通しを迅速に修正することは容易でなかったよう

（注９）中間報告書では、①事業者向け金融分野における業界団体の設立を図るとともに業界団体による自主規制を導入すること、②資金使途を貸付以外に限定したCP発行の容認、等が提言されている。

に思われる（注10）。

第2には、株価や地価等の資産価格のかつてない大幅な下落を伴ったことである。また、その結果として、一部のノンバンク、金融機関の経営不安が表面化したことも、戦後初めての経験である。こうした現象が実体経済に及ぼす影響の定量化は、もとより容易ではないが、後にみるように、バランス・シートの悪化等を通じた非製造業設備投資（とくに金融機関、不動産、中小企業）へのマイナス・インパクトの可能性は無視し得ないところで

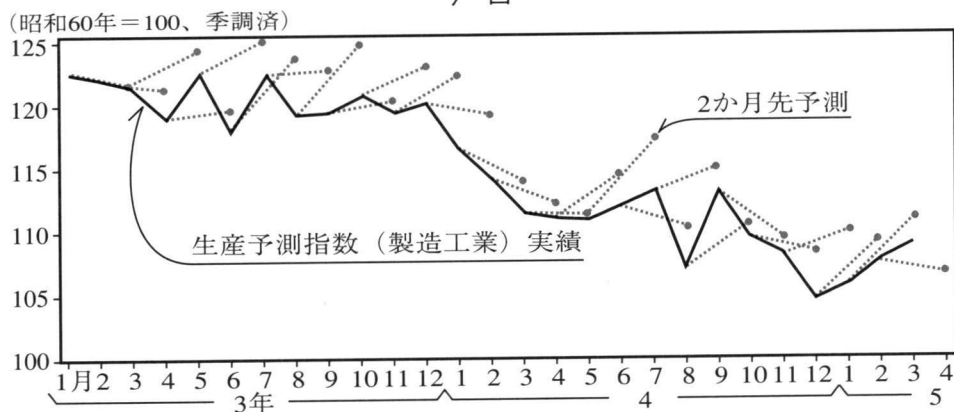
ある。

第3の特徴点としては、企業収益が急速な悪化をみるなかで、企業の「事業再構築（リストラ）」の動きが広範化した点が挙げられる。このことは、やや長い目でみれば、企業の収益性を高め、景気回復への基盤を整えるものであるが、少なくとも短期的には、マクロ経済に対しデフレ・インパクトとして作用する。とくに今次局面の特色のひとつは、自動車、電気機械等において、経常利益率が第1次オイルショック後の不況期を下回る水準

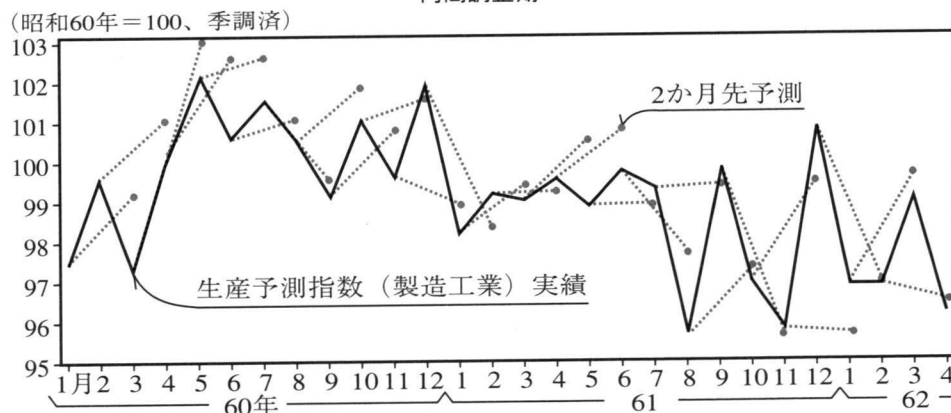
（注10） 今回の調整局面においては、企業の先行き生産計画が、繰り返し下方修正されるという傾向が観察されているが、このことも、需要の先行き期待の修正が容易でなかったことを示唆するものといえよう。

企業の生産計画と実績との乖離

今回



円高調整期



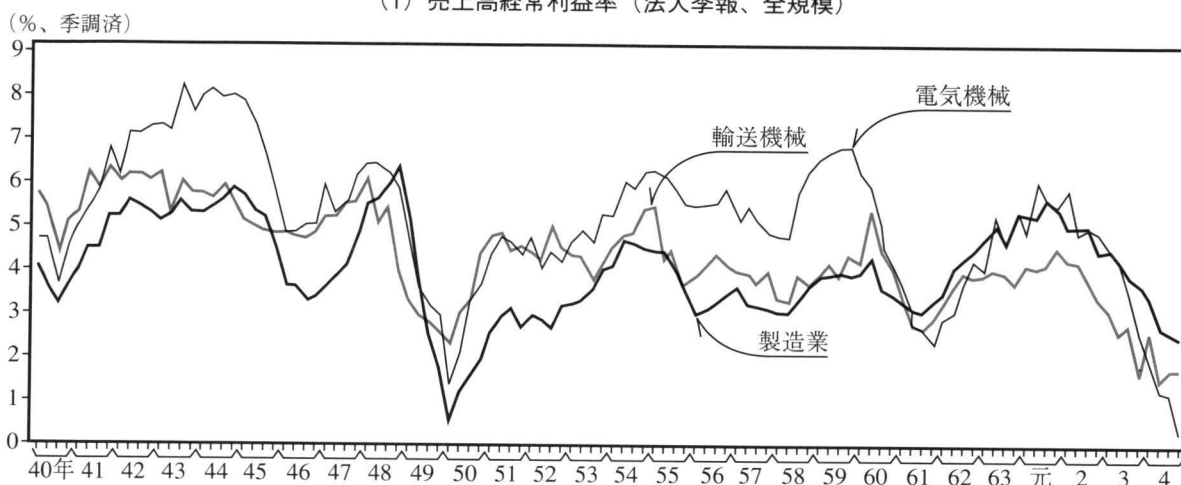
（資料）通商産業省「鉱工業指数統計」

にまで低下するなど収益悪化が目立ち、これら産業での「リストラ」の必要性が従来以上に強く認識されたことである。自動車、電気機械産業の低迷と「リストラ」の強まりは、

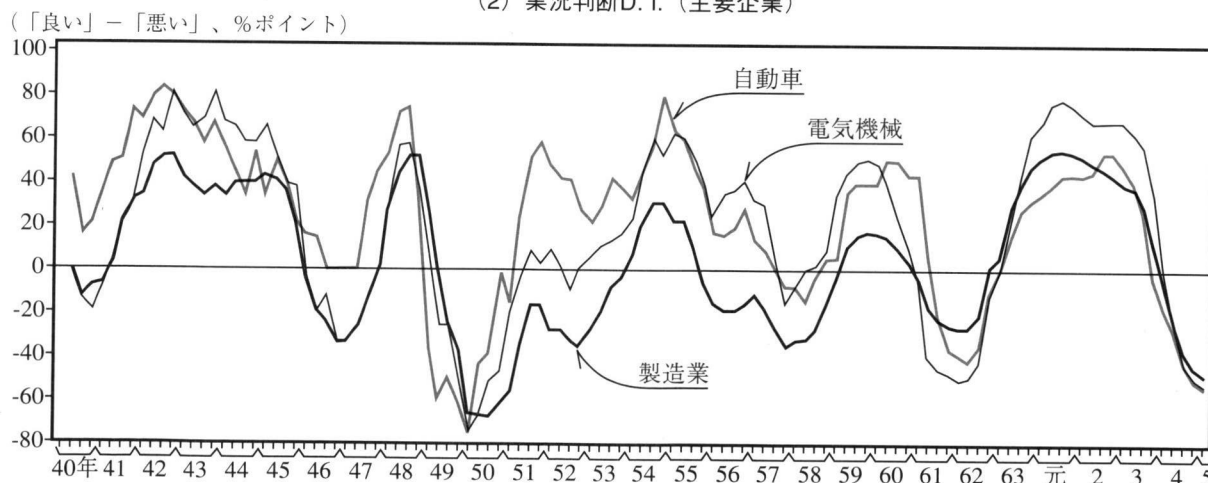
同産業の経済全体に占めるウェイトや他産業への波及の大きさを考慮すると、企業マインド全体を少なからず下押す方向に作用したと考えられる（図表16）。

（図表16） 電機・自動車産業の収益、業況感

（1）売上高経常利益率（法人季報、全規模）



（2）業況判断D.I.（主要企業）



（3）GDPウェイト（実質、産業別GDP対GDP合計）

（対GDP合計比率 %、（ ）内対製造業比率）

		昭和48年	60年	平成3年
産 業 計	計	90.1	90.3	92.1
	製 造 業	25.7 (100.0)	28.4 (100.0)	30.4 (100.0)
	電気機械	1.2 (4.6)	4.2 (14.8)	7.1 (23.4)
	輸送機械	2.6 (10.2)	3.0 (10.6)	3.3 (11.0)
<合計>		<3.8> (14.8)	<7.2> (25.3)	<10.5> (34.4)

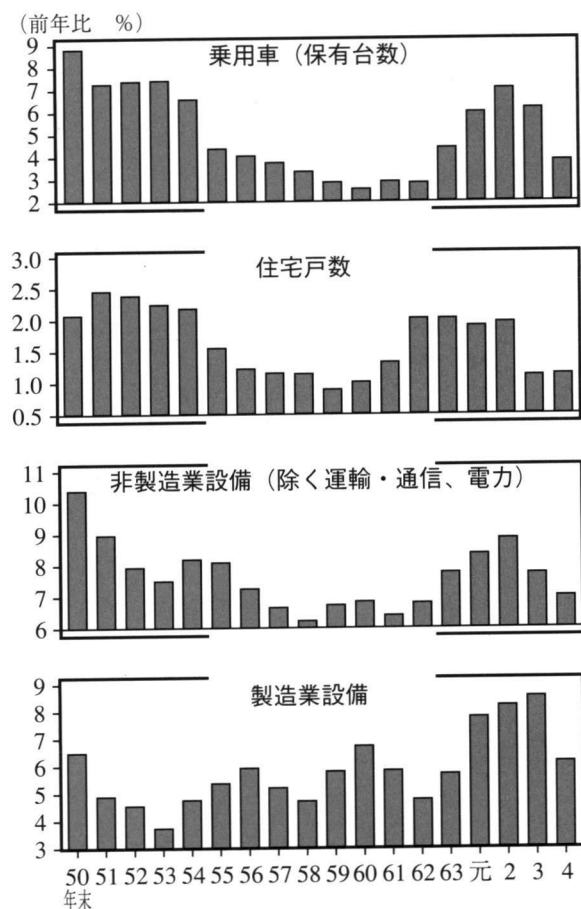
（資料）大蔵省「法人企業統計季報」、日本銀行「企業短期経済観測調査」、経済企画庁「国民所得統計」

(最終需要面からみた特徴)

一方、今回の景気調整を最終需要の動向に即して整理してみると、次のような特徴を指摘できる。

まず第1には、耐久消費財(とくに乗用車)、住宅、企業設備といった投資的民間需要に関して大規模なストック調整が発生したことが挙げられる(図表17)。これらは、基本的には、4年余にわたる「大型景気」の下で著し

(図表17) 各種ストックの積み上がり



(注) 住宅ストックは「住宅統計調査報告」をベースに、着工戸数、除却戸数を用いて推計。

(資料) 日本自動車販売協会連合会「新車登録台数」、建設省「住宅統計調査報告」「建設統計月報」、経済企画庁「民間企業資本ストック統計」

く積み上がったストックの自律的調整として理解できよう。とりわけ、製造業を中心とする企業設備については、資本ストックの伸び率が昭和50年以降で最も高くなるなど積み上がりが大きかっただけに、大規模な投資調整が発生した(「山高ければ谷深し」)。また、これら投資的民間需要は生産誘発効果が大きいと、それが生産・収益の減少を通じてさらなる製造業の投資抑制へとつながるなど、「調整が調整を呼ぶ」といった側面もみられた。

第2に、①従来の景気調整局面では景気の下支え役となっていた個人消費が今次局面では著しく低迷したことや、②従来金利感应度が高く、他に先駆けて立ち上がると考えられていた非製造業(とくに中小企業)の設備投資が、大幅な金利低下にもかかわらず回復に向かわなかったことを指摘できよう(図表18)。これらは、最終需要の減退を通じて、ストック調整を増幅する方向に作用した。わが国における過去の典型的な景気回復パターンは、個人消費が景気下支えに働くなかで、外生需要(政府支出、輸出)の増加に加え、金融緩和を背景に金利感應的投資(非製造業設備投資、住宅投資)が景気回復をリードするというかたちがあった(注11)だけに、今次景気調整局面で生じた上記現象は、これまでの経験則からは理解しにくいものであった。

(2) 景気調整の深まりの背景

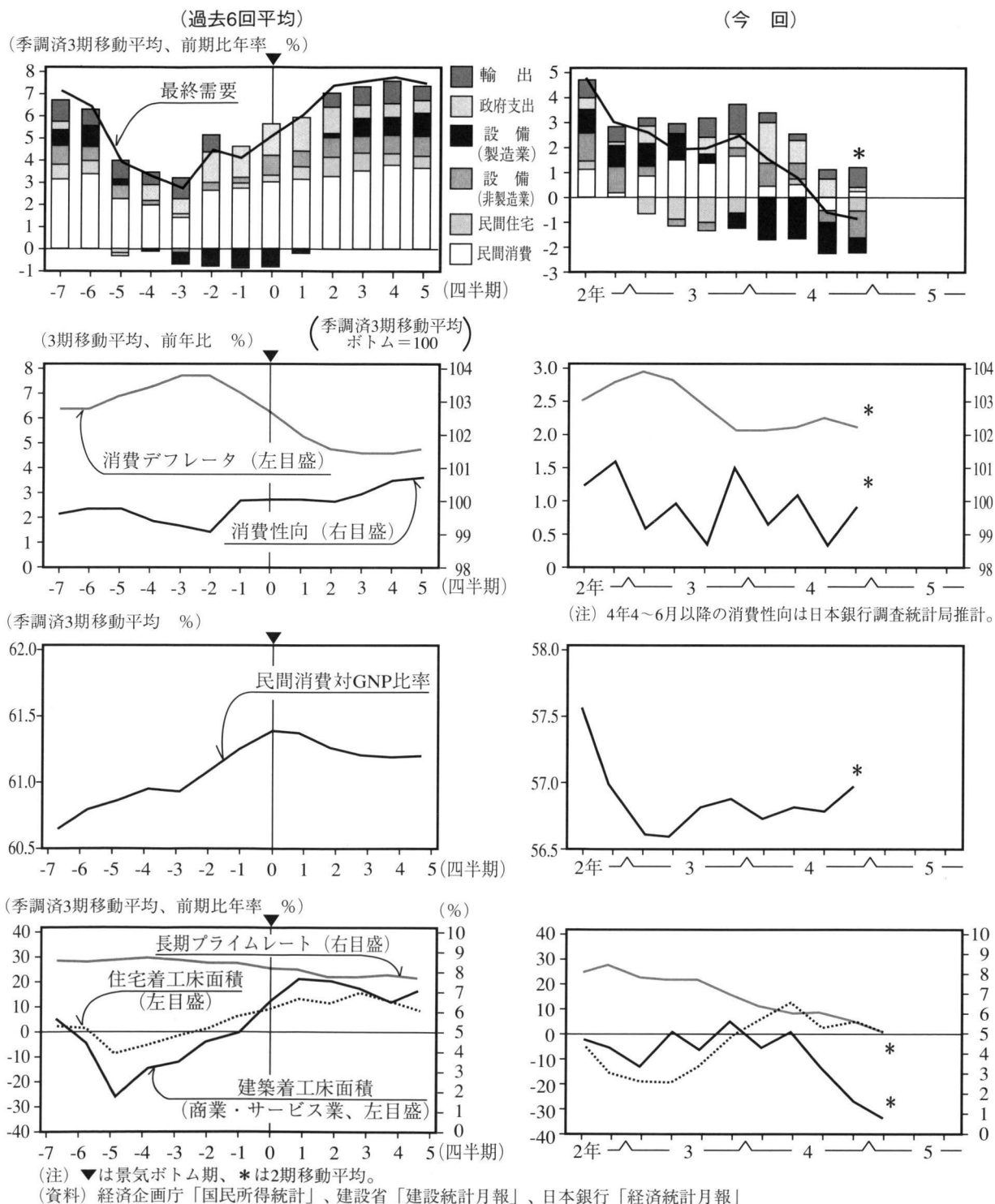
以上のような調整の深まりは、ストック循環を軸としつつ、資産価格下落の影響がこれを増幅する方向に作用したものととらえることができるが、もとより両者の実体経済への影

(注11) 住宅着工についても、分譲住宅の大幅な在庫積み上げにみられるように地価下落の影響を最近まで引きずってきたこともあって、回復テンポは従来に比べ緩やかなものとどまっている。

響のルートは相互に密接に関連しているため、これを截然と切り離して分析することは不可能である。ただ、今後の景気展開への

影響、とりわけ調整の及ぶ期間の長さに着目するならば、次のような切り分けが有用と思われる。

(図表18) 従来の景気回復パターンと今回との比較



その第1は、ストック循環のメカニズムである。後にみるように、前回景気拡大期においては、成長期待の増幅を通じて、景気拡大期としても異例の大幅なストック積み上がりがみられた。その反動としてのストック調整が、今回の景気調整の中心にある。ここで注意すべきことは、それがいかに大幅であっても、その調整メカニズムについては、あくまで通常の意味での「循環的」なものとしてとらえられる、つまり、調整を通じ過剰ストックが解消されれば、自律反転の素地が用意されるということである。

第2は、資産価格の下落が経済主体のバランス・シートを棄損することによって生ずる調整である。その影響の大きさについては、もとより即断し難い面があるが、これは、上記のストック循環（および、単純な資産効果）とは異なり、資産価格の下落が止まり、あるいは景気が回復に転じた後も、バランス・シートの調整が完了するまでいわば「後遺症」として作用するものであり、調整に要する期間の若干長いメカニズムと考えられる。

第3に、やや視点が異なるが、企業リストラの影響が挙げられる。「リストラ」とは、企業が経営戦略を見直し、収益力向上を目指す動きであり、景気調整期には常にみられる現象（景気調整の「自浄作用」）である。また、在庫調整や資本ストック調整、さらにはバランス・シート調整も、リストラの一環としてとらえるものであり、その意味で、上記の調整メカニズムをミクロの企業行動の観点からとらえたものと考えられることもできよう。なお、企業リストラは、循環的な収益悪化への対応から、「日本的経営」の見直しといったかなり長期にわたる変化までを含みう

るものであるが、後にみるように、現在のリストラが日本経済の「構造的」な変化を示すものか否かはなお明らかではない。

イ. ストックの大幅な積み上がりとその調整圧力

（資産価格変動の直接的影響）

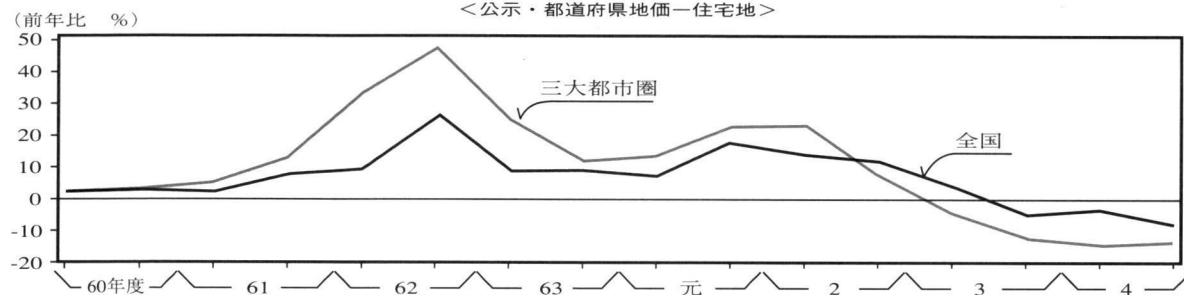
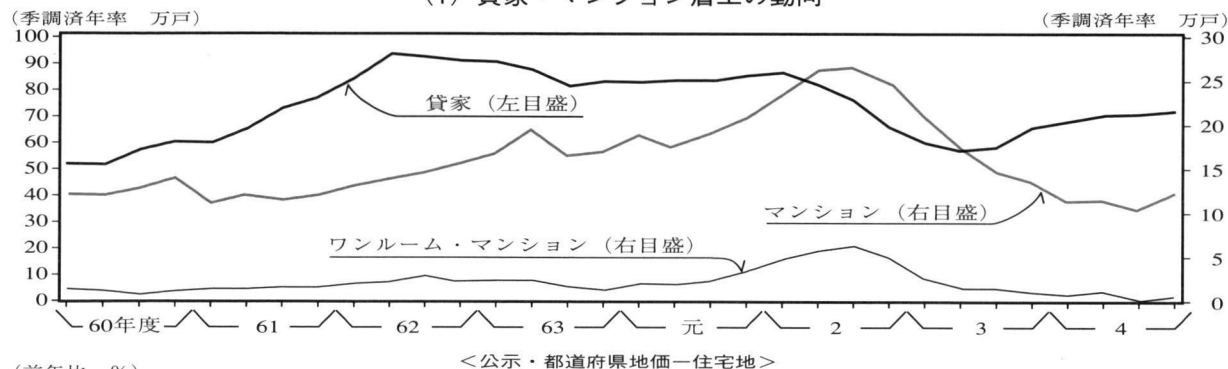
今次景気調整局面においては、「大型景気」の下で各種ストックが従来以上に積み上がったことが、潜在的な調整圧力を大きなものにしたことはすでにみたとおりであるが、そこで問題となるのは、前回景気拡大局面においてなぜそうした大幅なストックの積み上がりが発生したかということであろう。景気変動とストック循環は、いわば同義であり、景気拡大局面でのストック積み上がり自体は当然のことであるが、前回景気拡大局面においては、その積み上がりの程度が通常の場合を大きく超えるものであっただけに、特別の説明を要するのである。

その場合、初めに、資産価格の上昇・下落が直接的に最終需要、とくに投資的需要の動向に与えた影響（いわゆる「資産効果」）の評価が必要となろう。まず、住宅投資および耐久消費財に関しては、資産価格変動の直接的な影響を無視できないものと考えられる。住宅投資については（図表19）、地価上昇下で相続税負担軽減のための貸家建設や、投機目的のマンション建設（とくにワンルーム・マンション）等がみられ、これらが住宅の過剰ストック発生の一因となったものと思われる。ちなみに、利用関係別住宅着工の関数を推計してみても、貸家・分譲住宅の着工については、地価のプラス効果が統計的に有意であることが確認される。また、財別消費関数などによれば、耐久財消費についても、株価

(図表19)

資産価格と住宅投資

(1) 貸家・マンション着工の動向



(2) 利用関係別の住宅着工関数推計結果

() 内は t 値

	実質地価 ・前年比 (注1)	実質金利 (注2)	\bar{R}^2 /D.W.	推計期間
ln (貸家着工)	0.018 (6.065)	-0.054 (-11.599)	0.96 1.22	55年1-3月~4年7-9月 <四半期>
ln (分譲着工)	0.005 (2.208)	-0.012 (-1.761)	0.53 1.32	49年~4年 <暦年>
ln (持家着工)	-0.009 (-2.780)	-0.009 (-1.943)	0.75 1.06	50年1-6月~3年7-12月 <暦年半期>

(注1) 実質地価=全国市街地価格指数(住宅地)/消費者物価

(注2) 実質金利=長期プライムレート-消費者物価・前年比

(注3) 関数形の詳細は下表を参照。

(資料) 建設省「建設統計月報」、国土庁「地価公示」「都道府県地価調査」、日本不動産研究所「市街地価格指数」、総務庁「貯蓄動向調査」「消費者物価指数」、経済企画庁「国民所得統計」、日本銀行「経済統計月報」

住宅着工関数

() 内は t 値

(1) 貸家	$\ln(\text{貸家着工}) = \frac{0.018}{(6.065)} \times \text{実質地価} \cdot \text{前年比} - \frac{0.054}{(-11.599)} \times \text{実質金利}$ $+ \frac{5.760}{(16.790)} \times \ln(\text{家賃/建設工事費デフレータ} < \text{住宅} >)$ $+ \frac{1.780}{(6.679)} \times \ln(15 \sim 24 \text{歳人口}) - \frac{1.519}{(-0.744)}$ $\bar{R}^2 = 0.96, \text{D.W.} = 1.22, \text{推計期間: } 55 \text{年第1四半期} \sim 4 \text{年第3四半期}$
(2) 分譲	$\ln(\text{分譲着工}) = \frac{0.005}{(2.208)} \times \text{実質地価} \cdot \text{前年比} - \frac{0.012}{(-1.761)} \times \text{実質金利}$ $+ \frac{0.736}{(3.584)} \times \ln(\text{実質純貯蓄}) + \frac{1.857}{(4.267)} \times \sum_{i=6}^8 \frac{1}{3} [\ln(\text{婚姻件数})]_{t-i}$ $- \frac{3.786}{(-1.054)}$ $\bar{R}^2 = 0.53, \text{D.W.} = 1.32, \text{推計期間: } 49 \text{年} \sim 4 \text{年}$
(3) 持家	$\ln(\text{持家着工}) = \frac{-0.009}{(-2.780)} \times \text{実質地価} \cdot \text{前年比} - \frac{0.009}{(-1.943)} \times \text{実質金利}$ $+ \frac{0.110}{(0.713)} \times \ln(\text{実質純貯蓄}) + \frac{1.096}{(3.850)} \times \sum_{i=11}^{16} \frac{1}{6} [\ln(\text{婚姻件数})]_{t-i}$ $+ \frac{2.964}{(1.210)}$ $\bar{R}^2 = 0.75, \text{D.W.} = 1.06, \text{推計期間: } 50 \text{年上期} \sim 3 \text{年下期}$

(注) 1. 実質地価=全国市街地価格指数(住宅地)/消費者物価

2. 実質金利=長期プライムレート-消費者物価・前年比

3. 家賃=消費者物価・家賃

4. 実質純貯蓄=(貯蓄-負債)/住宅投資デフレータ

の変動を通じた資産効果の存在が示唆される
ところである（図表20）。

しかしながら、次に、ストック調整の中核
をなす設備投資については、オフィスビル建
設の大幅な増加等には地価上昇に伴う将来の
レント・転売価格の上昇期待がかなり影響した
と思われるが、全体としてみれば、資産価格

変動がもたらす直接的資産効果やエクイティ・
ファイナンスによる見かけ上の資本コスト
低下を「大型景気」下での設備投資、とくに
製造業設備投資の大幅な拡大の主因とみるこ
とはできない。この点を確認するために、設
備投資と投資採算（資本収益率－長期プライ
ムレート）、キャッシュ・フローとの関係を

（図表20）

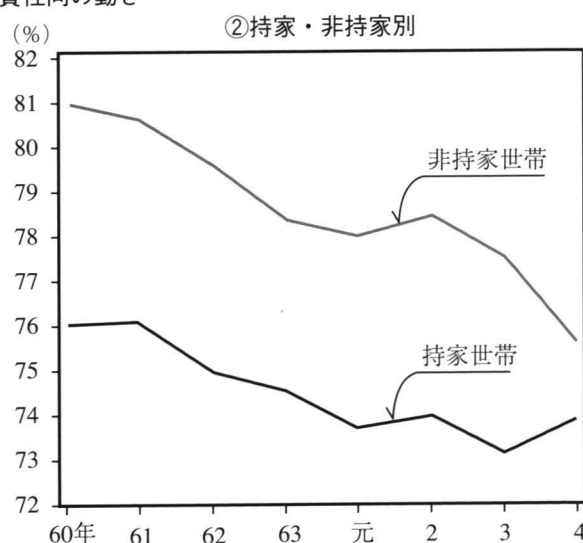
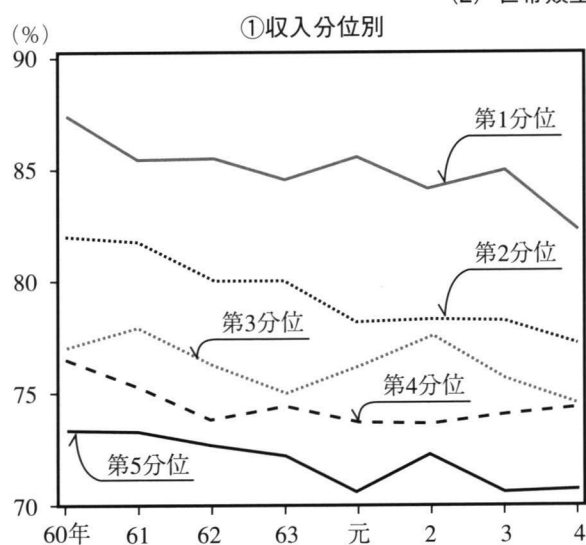
資 産 価 格 と 個 人 消 費

（1）財別消費関数の推計

	ln（可処分所得）	ln（株を除く金融資産）	ln（個人株式残高＜時価＞）	\bar{R}^2 /D.W.
ln（耐久財消費）	0.794 (6.72)	0.478 (8.61)	0.188 (9.07)	0.99 0.93
ln（半耐久財消費）	0.429 (5.96)	0.165 (4.89)	0.002 (0.15)	0.98 0.67
ln（非耐久財消費）	0.478 (15.72)	0.153 (10.69)	-0.044 (-8.30)	0.99 1.30
ln（サービス消費）	0.390 (11.65)	0.358 (22.77)	-0.024 (-4.01)	0.99 1.07
ln（消費全体）	0.447 (17.07)	0.267 (21.74)	0.002 (0.53)	0.99 0.96

（注）（ ）内はt値。推計期間：昭和45年第2四半期～平成4年第1四半期。

（2）世帯類型別消費性向の動き

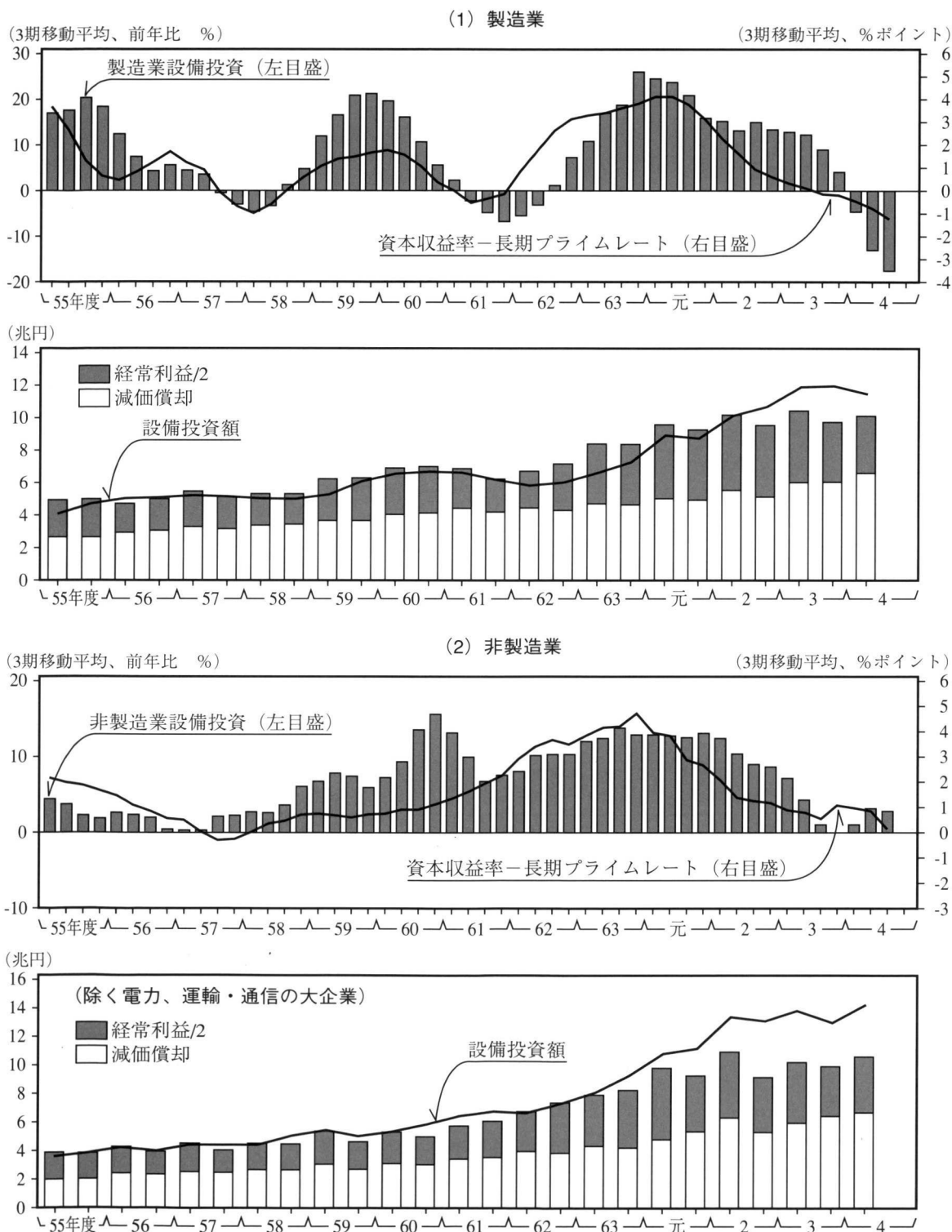


（資料）経済企画庁「国民所得統計」、日本銀行「資金循環勘定」、総務庁「家計調査報告」

みると（図表21）、昭和62年から平成元年にかけての設備投資拡大は、投資採算やキャッ

シュ・フローの改善によって十分に説明しうるものであり、資産効果やエクイティ・ファイ

（図表21） 投資採算、キャッシュ・フローと設備投資



（資料）経済企画庁「民間企業資本ストック統計」「国民所得統計」、大蔵省「法人企業統計季報」、日本銀行「経済統計月報」

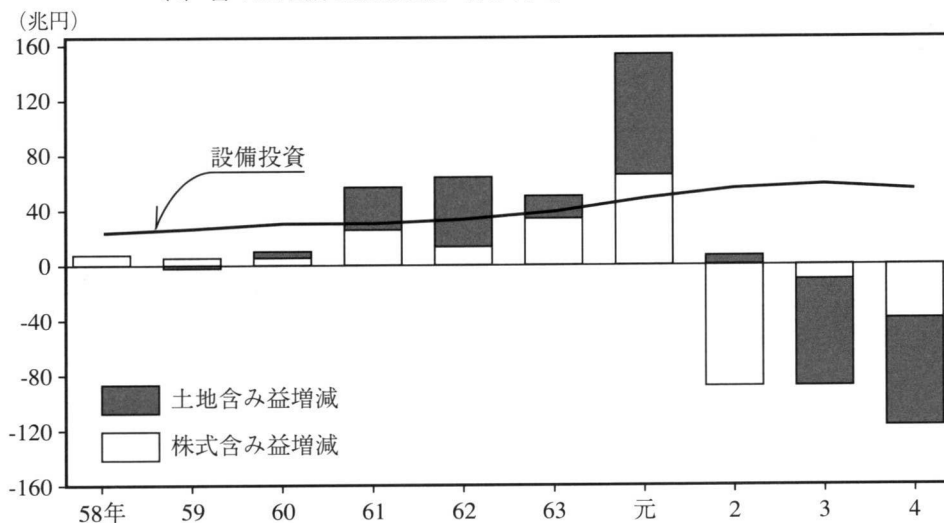
ナンスといった付加的な説明要因を必要とするものではない。

むしろ、こうした観点からみて、投資の「行き過ぎ」がみられるのは、平成2年度後半から3年度にかけての現象である。これには、後述のように懐妊期間の長い大型投資の増加の影響を勘案しなければならないが、

同時期にはすでに株価・地価が下落を始め、含み益の大幅な減少が生じていたほか、エクイティ・ファイナンスも事実上ストップ状態にあったという事実から判断する限り、直接的資産効果やエクイティ・ファイナンスが設備投資の動向を大きく左右していたとはみられない（図表22）。もとより、既往のエクイ

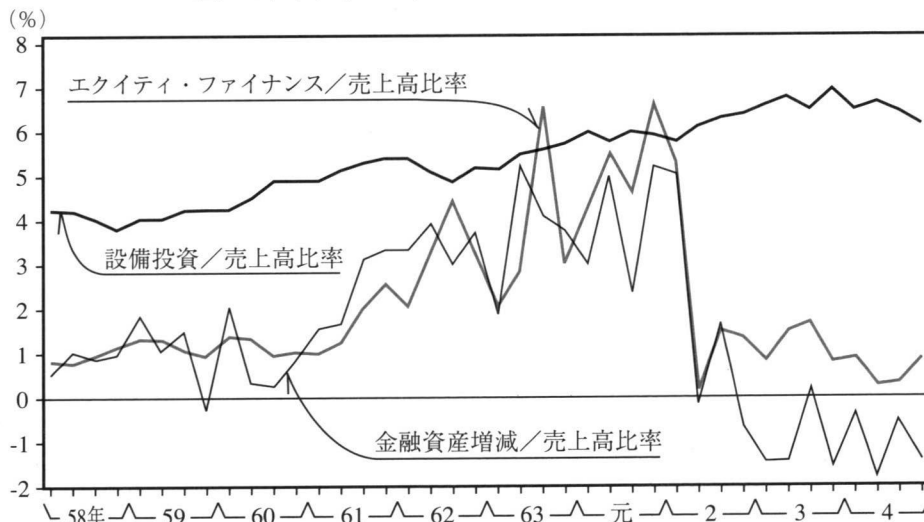
(図表22) 資産価格変動と設備投資

(1) 含み益増減と設備投資（法人季報ベース、全産業、全規模）



(注) 含み益はGNPベースの時価総額（非金融法人分）から推計したそれぞれの時価総額（法人季報ベース）と簿価総額との差を取ったもの。なお4年の時価総額については、日経平均株価と公示地価（国土庁調べ）を基に推計。

(2) エクイティ・ファイナンスと設備投資（大企業）



(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」、経済企画庁「国民所得統計」、国土庁「地価公示」、日本銀行「経済統計月報」、公社債引受協会「公社債月報」

ティ・ファイナンス等による手元流動性の大幅な積み上がりがその後の設備投資ファイナンスを容易にした面はあろうが、企業が、投資採算を軽視して、流動性要因のみによって、設備投資を実行したとは考え難い。

また、耐久消費財については先にみたが、個人消費の全体に関しては、所得階層別（高所得層ほど株式等の資産を多く保有）、持家・非持家世帯別の消費性向に目立った相違がみられていないことから判断する限り、資産効果が消費全体を大きく押し上げていたとは考えにくく、この点は先の消費関数の計測結果からも確認されるところである（注12）（前掲図表20）。

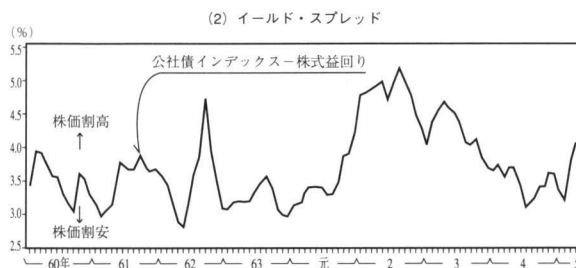
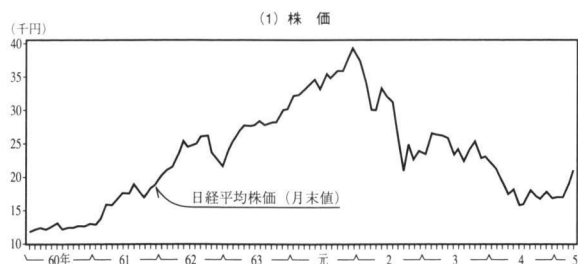
（期待成長の変動によるストック循環の増幅）
このように、直接的な資産効果が資本ストッ

ク積み上がりの主たる背景でないとすると、景気拡大局面末期にかけての資本ストックの大幅な積み上がりには、長期にわたる景気拡大の結果、企業・家計両部門に高成長が今後も続くという強い期待、いわば「高成長イリュージョン」が生じ、それが結果的に設備投資等の行き過ぎにつながったとみるのが最も自然と考えられる。もとより、景気循環に伴って期待成長が変動することは常にみられる現象であるが、今回の場合、景気拡大の長期化に伴って、従来以上に強気の期待が広がっていた可能性が大きい。今回景気拡大局面における著しい特徴をなす資産価格の上昇も、基本的にはこうした期待の強気化とそれにもとづく期待収益の高まりの所産と考えられ（注13）、ひとたび資産価格が大幅上昇に転じると、それがさらに期待を強気化させると

（注12） ちなみに、日本銀行の「生活意識に関するアンケート調査」（平成5年2月実施＜日本銀行月報平成5年5月号掲載＞）の結果をみても、「2～3年前と比べて消費を切り詰めている」との回答が多いなかで、株価や地価の下落を理由とした回答は極くわずかであった。

（注13） ちなみに、株価と長期金利の関係（イールド・スプレッド）からみると、株価が「割高」であったのは、株価の上昇局面においてではなく、株価がピークを迎える平成元年後半以降のことであり、とくに2年から3年前半にかけて株価が下落した時期に「割高」感が目立っている。しかも、一定の前提条件の下では、 $\text{イールド・スプレッド} = \text{収益の期待成長率} - \text{リスク・プレミアム}$ という関係が成立することを考えると、このことは、まさに平成2～3年において、期待成長率の上振れ（ないしリスク・プレミアムの低下）というかたちで強気の期待が形成されていたことを示唆している。

株 価 と イ ー ル ド ・ ス プ レ ッ ド



（注） 1. 株式益回り＝1/PER
2. PER算出には大和総合研究所試算による当該期収益を使用。
（資料）日本銀行「経済統計月報」等

いう相乗的増幅過程に入ったと理解できる。

まず、経済企画庁の「企業行動に関するアンケート調査」によって、企業の先行き（向こう3年間）に対する期待成長率の動きをみると（図表23）、平成2年、3年1月調

（図表23） 企業の期待成長の動き

（1）企業の期待成長率（向こう3年間）

（単位 年率 %）

調査時期	日本経済の成長率 (A)	業界需要の成長率 (B)	(B) - (A)
昭和56年1月	5.2	5.3	0.1
57年	4.5	4.4	△0.1
58年	3.7	3.6	△0.1
59年	4.3	4.1	△0.2
60年	4.0	4.1	0.1
61年	3.4	3.0	△0.4
62年	2.7	2.5	△0.2
63年	3.2	3.1	△0.1
平成元年	3.7	3.8	0.1
2年	3.8	4.2	0.4
3年	3.5	4.2	0.7
4年	3.4	3.6	0.2
5年	2.9	3.0	0.1

（2）企業の設備投資計画

（単位 年率 %）

調査時期	過去3年間	今後3年間
昭和63年1月	6.5	6.3
平成元年	8.7	9.2
2年	12.3	9.7
3年	11.9	7.9
4年	10.9	4.6
5年	10.5	2.8

（注）設備投資調査は昭和63年調査以降。

（資料）経済企画庁「企業行動に関するアンケート調査」

査では、業界需要の成長率見通しが日本経済の成長率見通しをかつてないほど大きく上回っており、なかでも景気の転換点にさしかかっていた3年1月調査では、日本経済の成長率見通しが前年の3.8%から3.5%へと鈍化する一方で、業界需要の成長率見通しについては前年同様の4.2%を維持していた点が注目される。このように、日本経済全体についてはともかく、企業の自業界または自社の成長見通しについては、それまでの需要好調に引きずられるかたちでかなり強気方向に振れていた可能性が強い。また、同調査の向こう3年間の設備投資計画についてみても、平成2年、3年調査では強気の成長見通しの下で企業の積極的な投資スタンスが堅持されていた様子が読みとれる。

また、この点は、設備投資の内容にも示されているようにうかがわれる。法人企業統計季報で設備投資のうちの建設仮勘定新設額の動きをみると（注14）、平成2年度から3年度にかけて急速に拡大（3年度の同勘定は、62年度の2.1倍く全産業、除く電力、運輸・通信）しているが、これは、戦後最大の景気拡大となった「いざなぎ景気」の末期にもみられた現象であり、企業が先行きに自信を深めて、完成までに時間のかかる大型工場や大型ビル等の建設に乗り出したことを示すものと解釈される。また、こうした懐妊期間の長い大型投資の増加は、景気調整局面入り後も、資本ストックがしばらくの間高い伸びを続けた一因とも考えられる。

一方、家計部門については、統計上の制約

（注14）建設仮勘定とは、企業の貸借対照表の項目のなかで、建設・製作途中にある有形固定資産を指す。その資産が完成した際には、直ちに建設仮勘定から所定の固定資産勘定に振り替えられる。例えば、完成に数年を要するビルを建設する場合、建設途中で決算（または中間決算）期を迎えた際には、その出来高は建設仮勘定に計上される。したがって、完成までに時間のかかる大型の設備投資が増えると、建設仮勘定が膨らむこととなる。

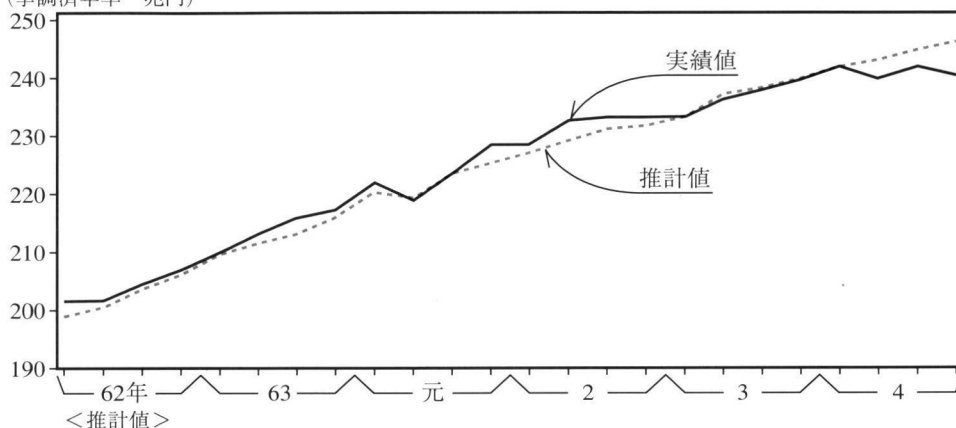
もあり、成長期待が従来以上に変動していたという確たる証拠を見出すことは困難である。しかしながら、①消費関数を推計してみると、平成元年から2年にかけて実績値が推計値をかなり上回っている一方、4年には逆の現象が生じていること、②消費性向についても、景気拡大期後半には所得の伸びの高

まり、消費者物価のジリ高という消費性向押し下げ要因が強いなかで上昇が続いた一方、3～4年度については所得の大幅な伸び鈍化、物価の落ち着きの下で、消費性向が低下していること、等から判断して、やはり消費の行き過ぎとその反動があったことは否定できない（図表24）。この間、消費内容という

(図表24) 個人消費と消費性向の動き

(1) 消費関数と実績との乖離

(季調済年率 兆円)



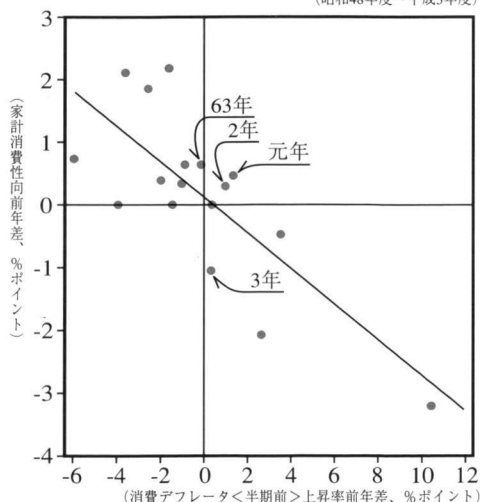
$$\begin{aligned} \Delta (\text{実質消費}) &= 0.10 \times \Delta (\text{実質金融資産残高}) + 0.24 \times \Delta (\text{実質所得}) \\ &\quad <2.41> \quad <4.58> \\ &\quad + 4,122.72 \times \Delta (\text{有効求人倍率}) - 1,322.83 \times \Delta (\text{長期約定平均金利}) \\ &\quad <1.97> \quad <-1.73> \\ &\quad - 818.94 \times \Delta (\text{物価上昇率}) + 479.02 \\ &\quad <-5.37> \quad <1.52> \end{aligned}$$

$R^2=0.61$ D.W.=2.30 (計測期間：昭和48年4～6月～平成4年1～3月)

(2) 所得・物価と消費性向

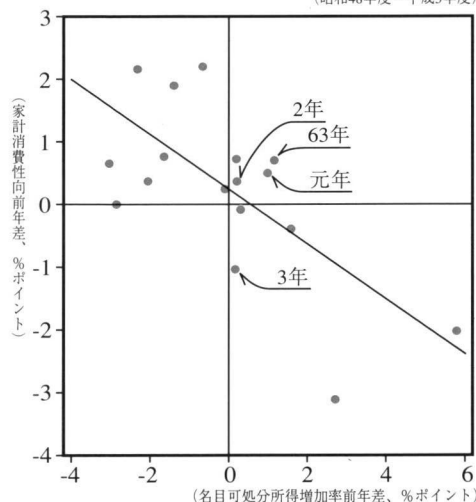
①消費デフレータと消費性向の関係

(昭和48年度～平成3年度)



②名目可処分所得と消費性向の関係

(昭和48年度～平成3年度)



(注) 直線は消費性向前年差をそれぞれ消費デフレータ・名目可処分所得前年比ポイント差で単回帰したもの。
(資料) 経済企画庁「国民所得統計」、労働省「職業安定業務統計」、日本銀行「経済統計月報」

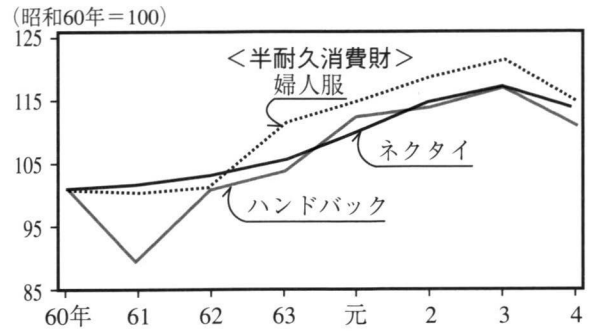
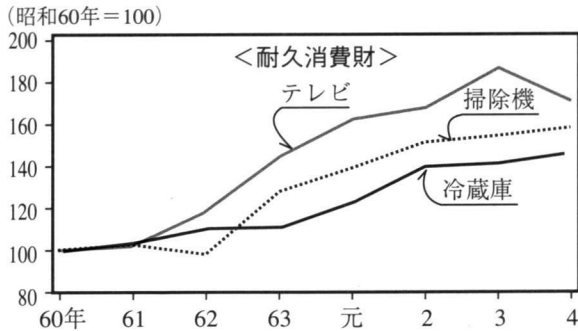
観点からも、景気拡大局面における「高級化」の動きと調整局面での「低価格指向」とのコントラストがうかがわれるが（図表25）、

こうしたことの裏側には、消費者の将来に対する楽観的な期待とその修正があったとも考えられよう（注15）。

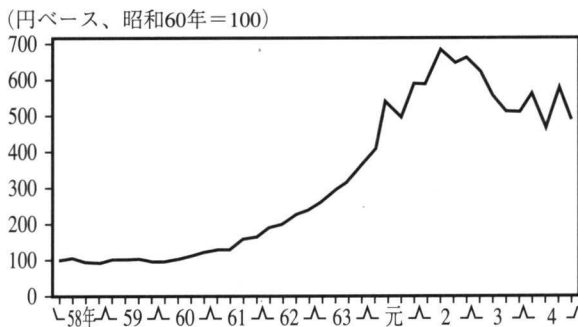
（図表25）

消費の高級化とその反動

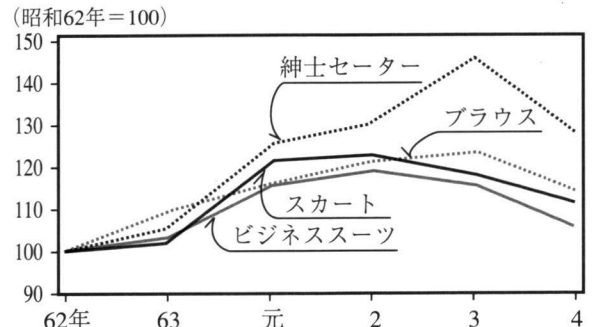
（1）商品単価の推移（家計調査 ベース）



（2）EC諸国からの衣料品輸入額の推移



（3）百貨店における販売商品の中心価格の推移



（資料）総務庁「家計調査報告」「消費者物価指数」、大蔵省「外国貿易概況」、繊維工業構造改善事業協会「衣料品売れ筋調査」

ロ．資産価格の下落とバランス・シート問題

（資産の減価への企業・家計の対応）

以上では、今回の景気調整において、企業および家計部門における期待成長の変動を伴ったストック調整が重要な役割を果たしたことを指摘した。そこで、次に問題となるのは、資産価格下落の「後遺症」的な影響、あ

るいは「バランス・シート問題」をどのように位置づけるかという点であろう。とくに、バランス・シート問題を「負債の取り入れを伴って取得された資産が減価ないし不良化する結果、債務の返済によりキャッシュ・フローが圧迫され、支出活動の抑制に作用すること」と定義すると、取得された資産が株式や土地

（注15）このほか、最近の消費態度「堅実化」の背景としては、主要耐久消費財の普及率上昇等に伴う消費の「飽和現象」が指摘されている。こうした飽和論は、これまでも消費不振のたびに繰り返されてきた議論であり、今回に限りこうした見方が妥当するとは考えにくい。消費水準の上昇によって「切り詰め」余地が拡大するにつれて、所得（ないし、その期待）の変動がよりストレートに消費に影響を与える可能性については、一概に否定し切れないように思われる。

等の既存資産である場合には、取得時点では実体経済の押し上げ（付加価値の増加）に大きく寄与しない（注16）一方、資産価格の下落によって棄損されたバランス・シートの調整が続く期間を通じて、支出活動が抑制される可能性がある。以下、こうした点をも考慮しつつ、資産価格の下落が企業・家計の支出行動に与える影響を検討してみよう。

こうした意味でのバランス・シート問題が最も鮮明化したのは、いうまでもなくノンバンクを含む金融部門であるが、これについては後に検討することとして、企業部門について、業種・規模別にバランス・シートの動きをみると（後掲図表26）、不動産業では、資産価格上昇局面においては、借入の増加→土地等の購入というかたちでバランス・シートを膨らませた姿がみられ、その後の地価下落に伴って大きな損失を被ったと推定される。加えて、不動産業では、①現在の投資規模がキャッシュ・フローに比べ過大であること、②オフィスビルの需給は、今後一段の悪化が予想されていること等を考えると、なおしばらくの期間投資抑制を続ける可能性が高い（後掲図表27）。

不動産業を除いたその他の非金融企業部門のバランス・シートの前回景気拡大局面を通じた変化については、子会社を介した財テク活動の問題等もあってその実態把握は容易でない。そうした制約の下ではあるが、一応ここでのデータからみると、製造業、非製造

業大企業についてはともかく、少なくとも非製造業中堅・中小企業では、相対的に自己資本の充実が遅れ、借入水準が高い一方で、資産サイドでは土地保有が大きいだけに、地価の下落に伴うバランス・シートの悪化は無視できないように見受けられる。

もとより、取得された不動産が、転売を目的としない事業用資産である場合には、不動産業の場合と違い、地価の下落が直ちにキャッシュ・フローの悪化につながるものではなく、したがって、上記の狭い意味でのバランス・シート問題を抱えることにはならない。ただ、①オフィス・店舗等の不動産関連投資の全般的な収益性低下、②担保価値の下落に伴う新規の資金調達の困難化等を考えると、非製造業中小企業の設備投資停滞には、先にみた個人・法人消費の低迷を背景とした収益の悪化やストック調整に加え、こうしたバランス・シートの悪化も影響している可能性がある（注17）。

なお、家計部門についてみると（後掲図表28）、消費者信用残高の対可処分所得比率の上昇や個人破産件数の増加を踏まえると、バランス・シート問題の発生自体を否定することはできない。このことは、近年における消費者信用の拡大には、フリーローン（使途目的を特定しない銀行の個人ローン）著増の影響が大きく、またその資金の大半は株式やゴルフ会員権の購入等に充てられた可能性が高いことから、類推されるところである。

（注16）既存資産の購入自体は、商業マージンを除いて、付加価値の増加につながらない。もとより、既存資産の売却に伴いキャピタル・ゲインを得た側が支出を増やす結果、付加価値の増加につながる可能性は否定できないが、もともとキャピタル・ゲインに対する限界支出性向は小さいと考えられ、現に、その大きさは先にみたとおり限定的であったと思われる。

（注17）さらに、非製造業中小企業については、もともと不動産関連投資のウエイトが高いため、土地の先安観が根強いことが、新規設備投資の頭を抑える可能性もあろう。

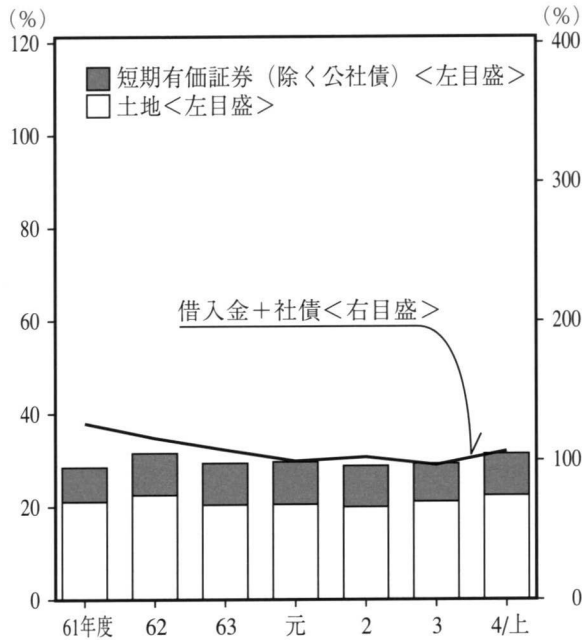
しかしながら、これを米国の関連指標との比較をも踏まえて、消費全体への影響といった

観点からみると、①金融負債の総資産に占める比率は大きく上昇しておらず、資産の減価

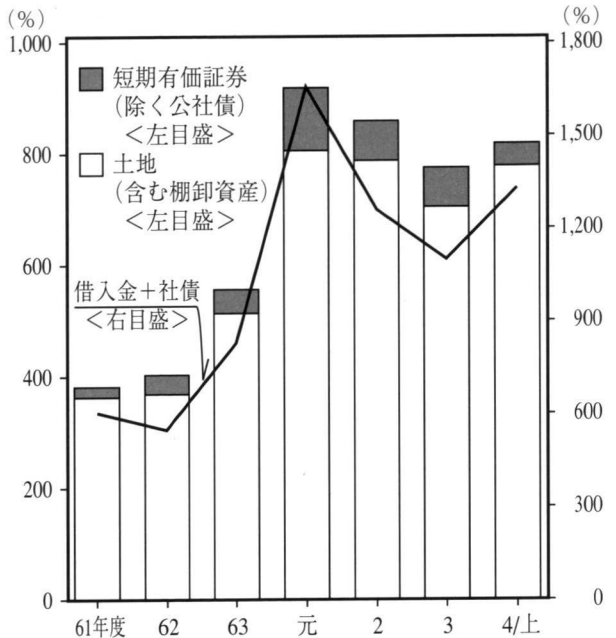
(図表26)

企業のバランス・シートの変化

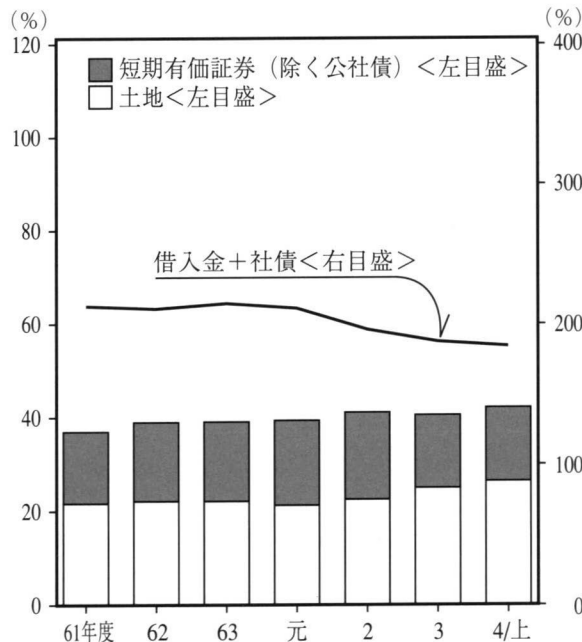
(1) 製造業



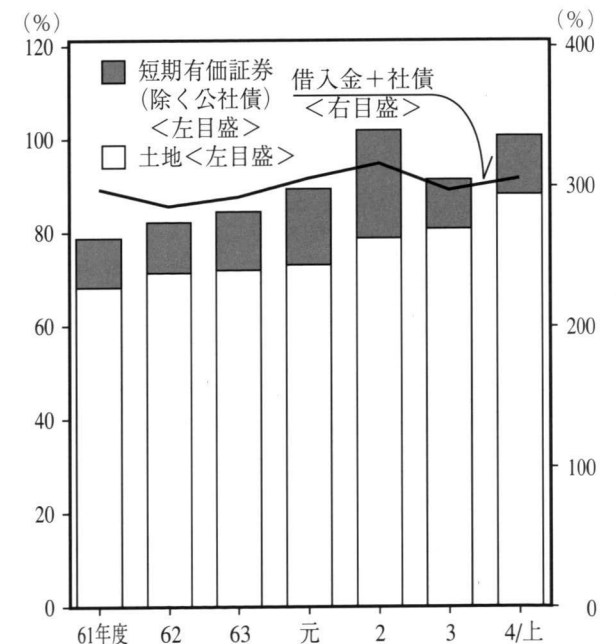
(2) 不動産業



(3) 非製造業大企業
(除く運輸・通信、電力、事業所サービス、不動産)



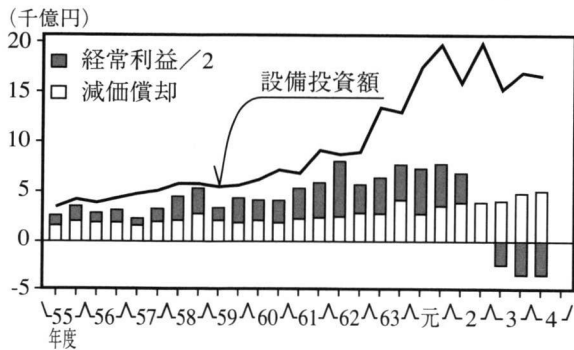
(4) 非製造業中堅・中小企業
(除く電力、事業所サービス、不動産)



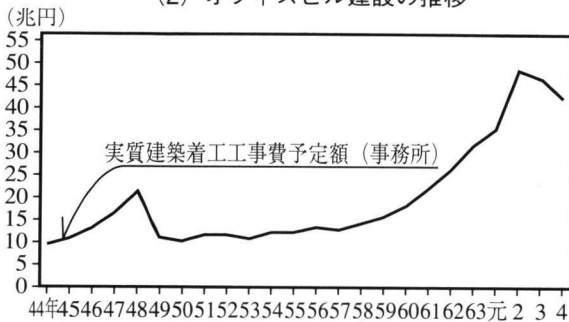
(注) いずれも資本に対する比率。
(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

(図表27) 不動産業の設備投資

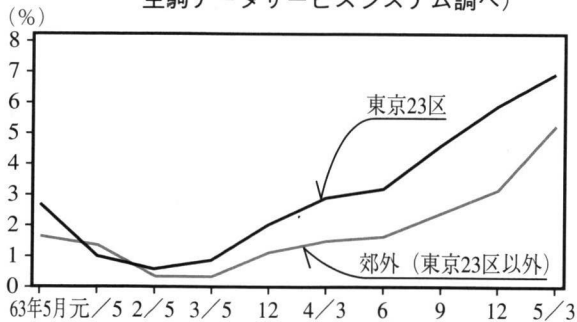
(1) 不動産業における
キャッシュ・フローと設備投資



(2) オフィスビル建設の推移



(3) オフィス空室率 (首都圏58ゾーン、
生駒データサービスシステム調べ)



(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」、建設省「建設統計月報」、
生駒データサービスシステム「入居率速報」

を吸収するに十分な正味資産（企業の自己資本に該当）が存在していること、②金利水準の低さもあって家計の利払い負担は小さいこと、③フリーローンを負っている世帯数や個人破産件数も全体に占めるウエイトはそれほど大きくないことから、バランス・シート問題が現在の個人消費低迷の主因であるとは考え難い（注18）。

（金融部門のバランス・シート悪化の影響）

以上、企業・家計部門のバランス・シート問題をみてきたが、今回の資産価格下落局面では、不動産業に加え、ノンバンクを含む金融部門のバランス・シートが大きく悪化しており、その実体経済に及ぼす直接・間接の影響について検討する必要がある。そこで次に、この問題について、①金融機関自体の設備投資・雇用の削減、②金融機関の利鞘拡大、③量的側面での融資慎重化、という側面に分けて考えてみよう。

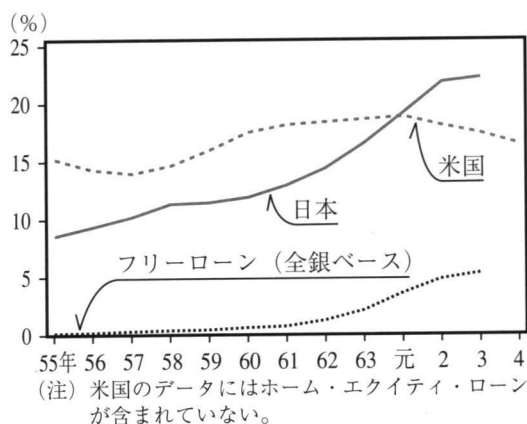
まず第1の点については、金融機関の不良債権増大、収益悪化を反映して、これまで高い伸びを示してきた金融機関の設備投資は、ここ2～3年明らかに抑制基調に向かっており、こうした金融機関の設備投資抑制が、コンピュータ、ソフトウェア業等に及ぼす影響は軽視できない。また、証券会社中心に

(注18) なお、後掲図表28における銀行の消費者ローンの件数は、世帯全体の15%程度を占めるなど決して小さいが、①これにはカードローンの件数も含まれており、②1世帯当たり複数件数となっている事例も多いと考えられる。なお、貯蓄動向調査（総務庁）によって、負債（住宅ローン、消費者信用等）を有する世帯の割合をみても、とくに近年高まっているという事実はみられない（昭和60年51.9%→平成2年48.2%→4年46.4%）。

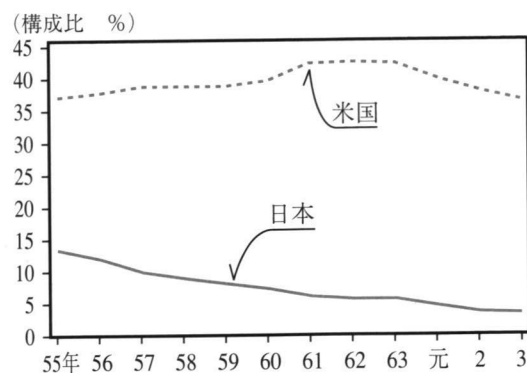
(図表28)

家計のバランス・シート

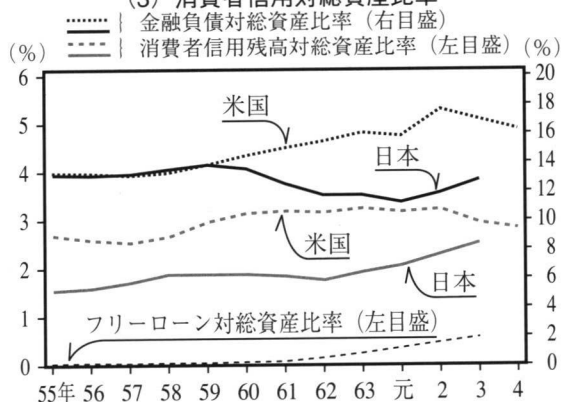
(1) 消費者信用残高対可処分所得比率



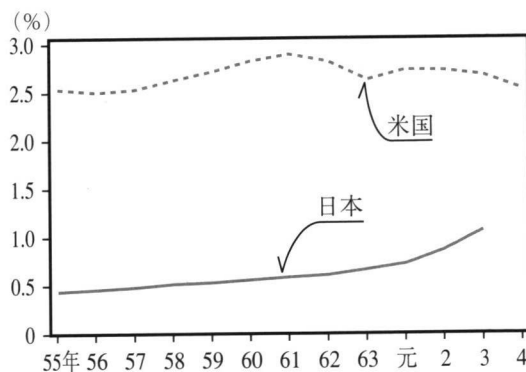
(2) 消費者信用残高に占める耐久財取得向け残高



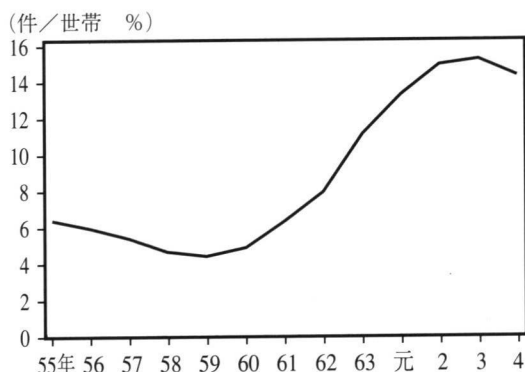
(3) 消費者信用対総資産比率



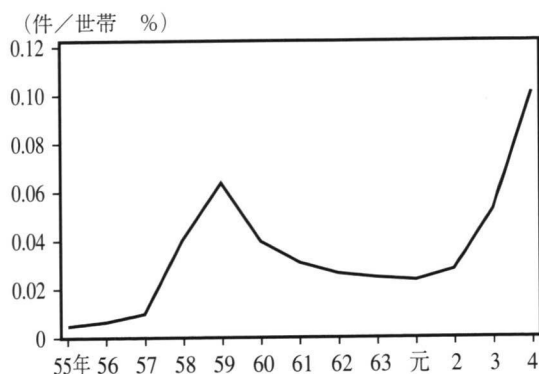
(4) 家計の利払い比率 (対可処分所得)



(5) 消費者信用供与件数対世帯比率



(6) 個人破産件数対世帯比率



(資料) 経済企画庁「国民所得統計」、日本銀行「消費者信用供与状況」、日本クレジット産業協会「日本の消費者信用統計」、総務庁「労働力調査」、最高裁判所「司法統計年報」、米商務省 "National Accounts"、FRB "Flow of Funds", "Consumer Installment Credit"

雇用の減少がみられる（注19）。しかしながら、金融・保険業の設備投資および就業者数が全産業に占めるシェアは、それぞれ3.1%、3.7%（GNPベース、3年度中）とそれほど高いものではなく、マクロ的にみる限り、その直接的なデフレ・インパクトは比較的小さいものと考えられる。

第2に、金融機関の利鞘の推移を限界（新規実行／調達）ベースでみると、これまで長期的に低下傾向にあった預貸金利鞘が、今回金融緩和期にかなりの上昇をみている（後掲図表29）。一般論としていえば、金融機関の利鞘拡大は、金融緩和の効果を減殺する方向に作用しよう。ただ、最近の利鞘拡大には、①金利低下局面における循環的現象という側面もあり、現に4年度入り後の利鞘は再び縮小方向にあるほか、②倒産企業の負債総額／貸出金残高比率の上昇に示されるような貸出リスク自体の上昇による面も大きいと考えられる。また、金融機関の利鞘確保の動きをみても（後掲図表30）、短期プライムレートが市場金利を下

回り、中小企業に至るまで大半の企業にプライムレートが適用されるといった、前回金融緩和局面にみられた過度の融資姿勢前傾化からの修正としてとらえられる部分大きい。さらに、前述のように、預金金利自由化に伴う銀行の調達コストの速やかな低下もあって、貸出金利自体は従来の金融緩和期以上に順調な低下を示していること等を考えると、金融機関の利鞘拡大が实体经济に与える影響を過大視すべきではない。

最後に、金融緩和が継続されるなかで、金融機関貸出が低迷していることは、先にも述べたとおり、今次緩和局面の大きな特徴である。これには、景気調整の深まりに伴う資金需要の減退による面が大きいですが、同時に、金融機関の融資姿勢が、これまでの量的拡大志向から、審査基準の厳格化によって貸出の質を高め、収益力を強化する方向へと変化しつつあることの影響も軽視できない。この点を確認するため、「短観」の貸出態度判断D.I.の推移と貸出金利を比較すると、これまでは

（注19）金融機関の設備投資動向を「短観」（5年2月調査）でみると、3、4年度と前年度を下回った後、5年度についても、現段階ではかなり腰だめの計数ながら、全体では前年度を1割方下回る計画となっている。これは銀行、証券業が、電算センター建設等大型機械化投資の一巡に加え、足元の厳しい収益環境の下、物件費の圧縮等経営合理化を図っていることによるものである。

この間、全国証券会社の従業員数をみると、かなりの急増をみた後、最近では各社の人件費の削減努力を背景に減少傾向をたどっている（昭和60年末105千人→2年末159千人→4年末145千人）。

金融機関の設備投資動向

	（単位 前年比 %）				
	元 年 度	2 年 度	3 年 度	4 年 度 （実績見込み）	5 年 度 計 画
金融機関計（203社）	3.1	7.8	△11.0	△ 0.6	△ 9.8
銀行業計（151社）	8.9	40.1	△ 3.5	△ 4.5	△20.1
証券業計（27社）	22.8	57.5	△49.7	△59.9	△31.4
保険業計（25社）	△ 2.4	△20.4	△10.1	12.9	2.3

（資料）日本銀行「企業短期経済観測調査」

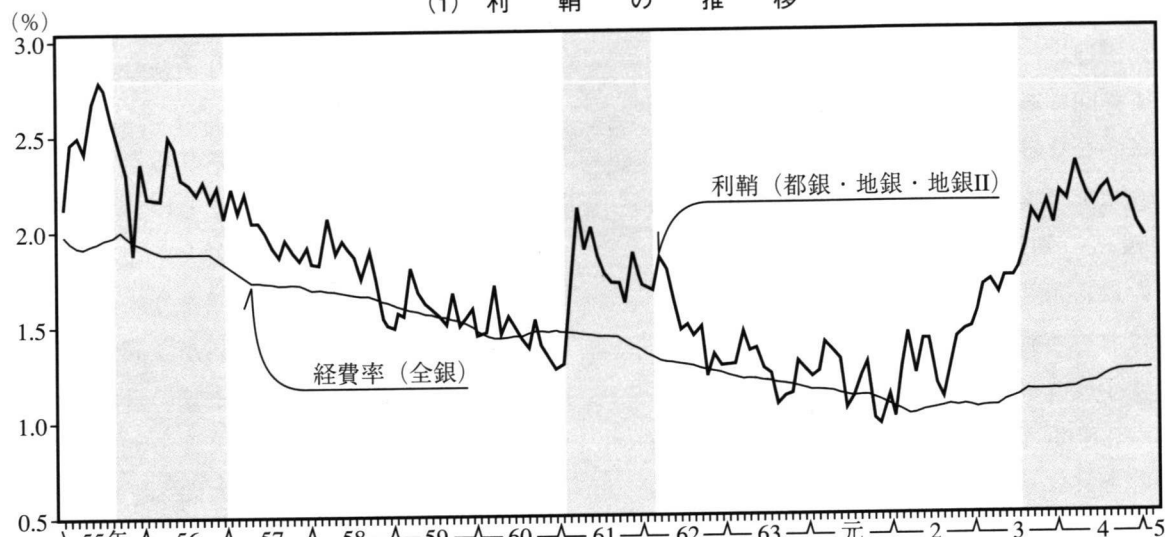
両者に明白な逆相関がみられたが、昨年以降は貸出金利が順調な低下をみせるなか、貸出態度判断D.I.は横ばいで推移していることが分かる。また、政府系金融機関の貸出全体に占めるシェア（増加額ベース）が、過去の緩

和局面と異なり、一貫して増加を示していること、信用保証協会による債務保証が、中小企業向け貸出が低調ななかにあって増加を続けていること等も、民間金融機関が従来の金融緩和期と比べ融資姿勢を慎重化させている

(図表29)

金融機関の利鞘拡大とその背景

(1) 利鞘の推移



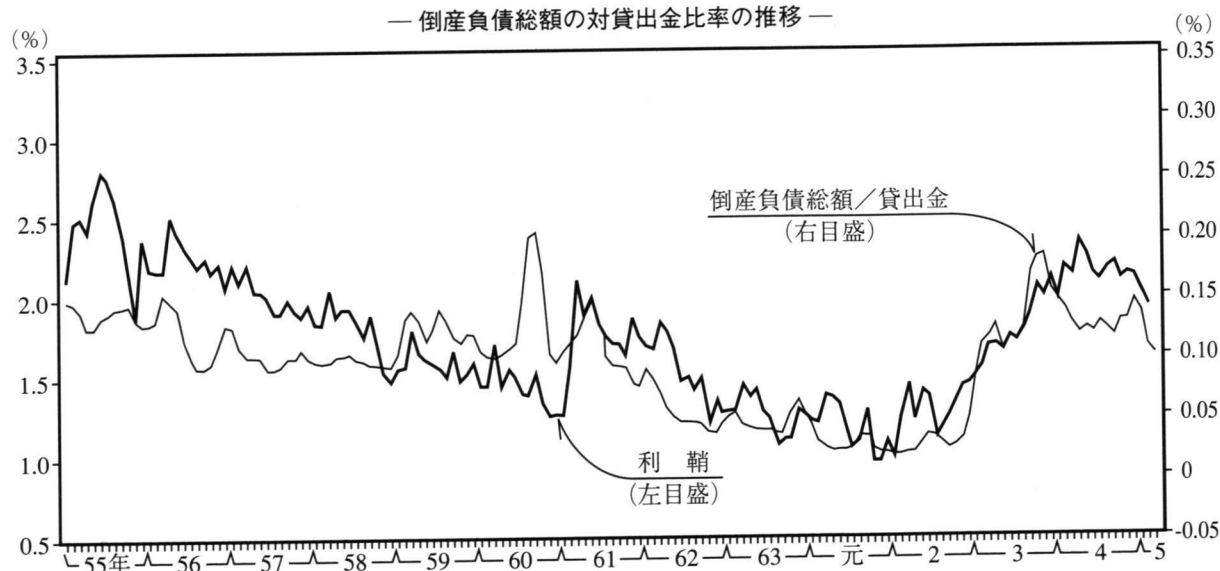
(注) 1. 経費率=経費/預金・CD・債券平残

2. 利鞘については、貸出金利（貸出約定平均金利＜新規分、全銀・総合＞）から調達コスト（都銀・地銀・地銀II 合計＜除く経費率＞）を控除したもの。

3. シャドーは金利低下局面。

(2) 利鞘確保の背景

— 倒産負債総額の対貸出金比率の推移 —

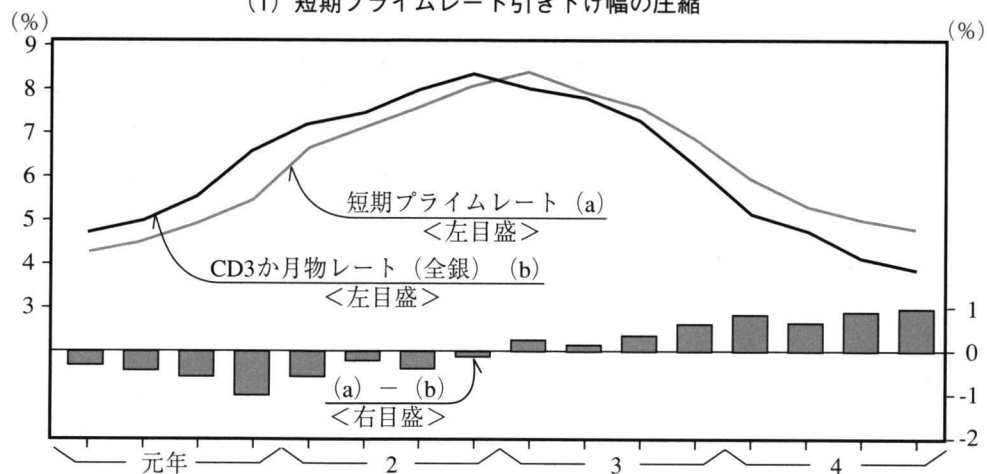
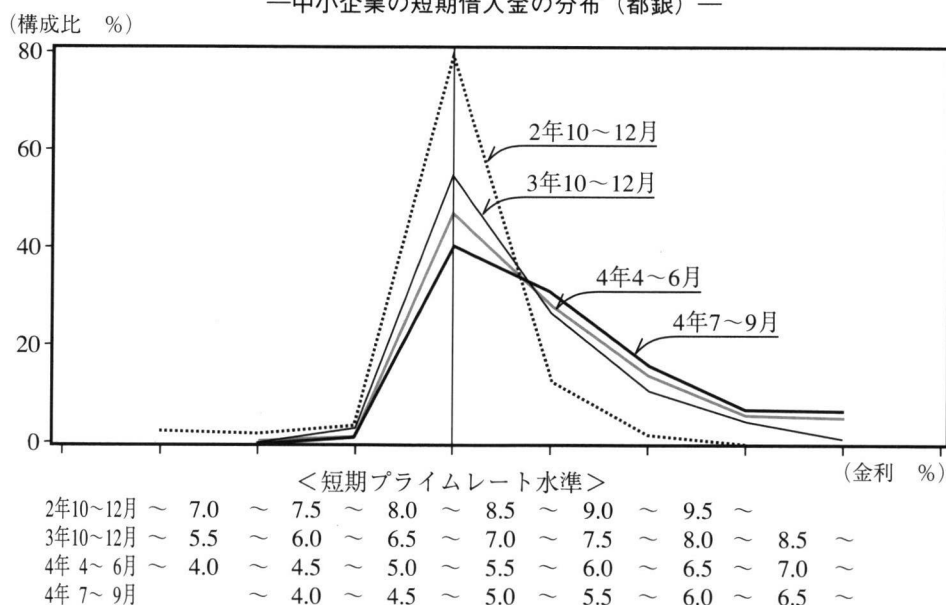


(資料) 日本銀行「経済統計月報」、全国銀行協会連合会「全国銀行財務諸表分析」、東京商工リサーチ「倒産月報」

(図表30)

金融機関の利鞘確保手段

(1) 短期プライムレート引き下げ幅の圧縮

(2) 短期プライムレート適用比率の引き下げ
— 中小企業の短期借入金の分布 (都銀) —

(資料) 日本銀行「経済統計月報」、中小企業庁「中小企業金融をめぐる最近の状況について」

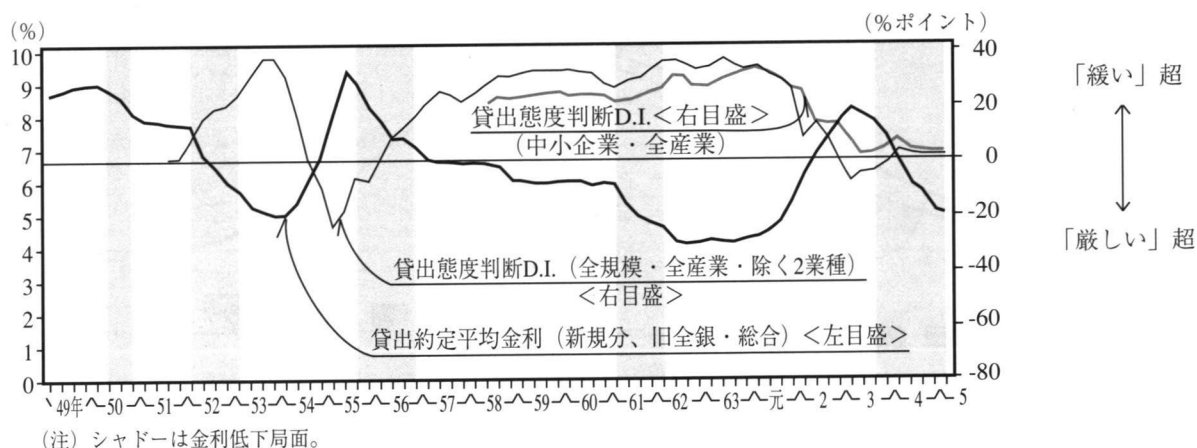
ことを示唆するものと考えられる（後掲図表31）。非製造業中小企業は、もともと借入依存度が高く、かつ従来の金融緩和期においては、金融機関サイドからの積極的な「資金需要掘り起こし」に呼応するかたちで投資を行うケースも少なくなかったとみられるだけに、その設備投資低迷には、収益悪化、担保力低下に

加え、こうした金融機関の融資姿勢の慎重化も、なにごしか抑制的に働いた可能性がある。

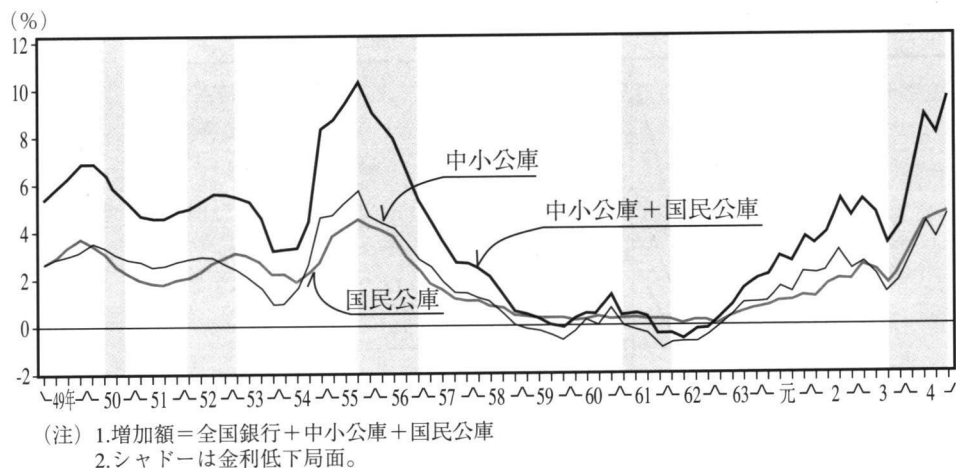
しかしながら、いま一度マクロ的な観点に立ち戻って考えると、今次景気調整局面においては、深く、長いストック調整を反映して、企業等の資金需要が低迷していた結果として、以上のような金融部門のバランス・シー

(図表31) 金融機関の融資姿勢の慎重化

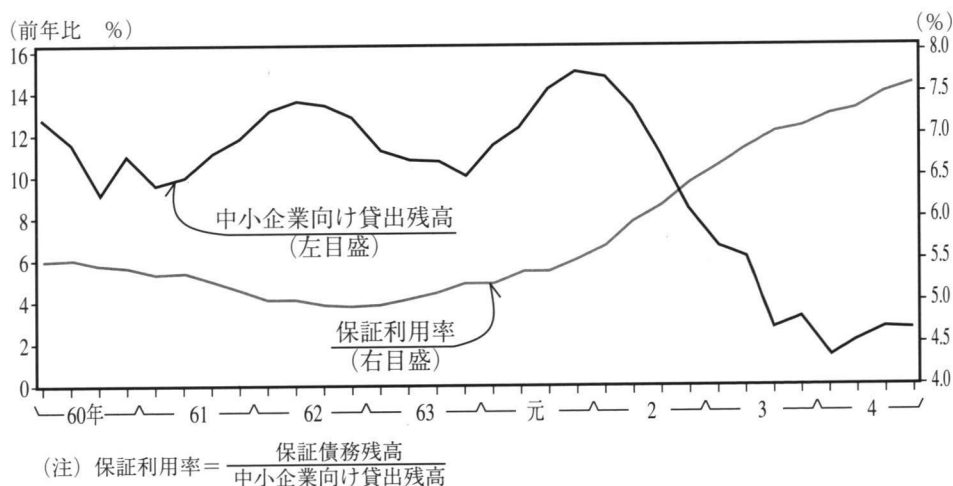
(1) 貸出態度判断D.I.の推移



(2) 貸出増加額に占める政府系のシェア



(3) 信用保証率の推移



(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」「経済統計月報」

ト悪化にもかかわらず、これまでのところ実体経済活動が資金の供給面から大きく制約されるには至らなかったと考えられる。また、ごく最近に至り、金融機関の融資態度は、前述のような自己資本比率の改善等に加え、不良資産の償却のためにも優良資産を積み上げる必要があるとの認識から、幾分積極化しつつある。マネーサプライが下げ止まり、ないし若干の回復に転じつつあることは、こうした点を反映したものであり、最近における見逃し得ない変化といえよう。さらに、今後を展望しても、資本市場を通ずる資金調達の可能性等、金融部門のバランス・シート悪化が実体経済活動に及ぼす影響を緩和する要因がある点にも留意する必要があるだろう。

ハ. 企業リストラの影響

(企業リストラの特徴とマクロ経済への影響)

最後に、今次調整局面のもうひとつの特徴である企業部門のリストラの動きを整理するとともに、それがマクロ経済に及ぼす影響について考えてみよう。この面では、まず最近の企業の経費節減の動きが注目される。今次局面の場合、収益圧迫の最大の要因はいうまでもなく売り上げの減少であるが、長期にわたる景気拡大の下で固定費が大幅に増加し、利益の出にくい体質となったことも、企業の「リストラ意識」を一段と高めている背景と

みられる。

これを製造業中心に具体的にみると、製造業の損益分岐点稼働率は平成2年から3年にかけて従来になく大きく上昇していることが分かる（後掲図表32）。このことは、まさに「高稼働でないと利益が出ない体質」になったことを示しているが、これには、①販売管理費を中心に固定費が大きく増加していることのほか、②昭和55年以降低下傾向にあった原材料消費比率が下げ止まりを示すなど、長期景気拡大の下で生産効率の低下が生じていることも影響していると考えられる。また、こうした状況の下での企業の対応をみると、前出の経済企画庁アンケートにおいても（後掲図表33）、「一般管理費の見直し」をはじめとするコスト削減を目指す動きの多いことが確認される。

こうした経費削減を中心とした企業のリストラは、マクロ経済に対して、少なくとも短期的にはデフレ・インパクトを及ぼすものであり、今回の調整局面ではこれらの動きが従来以上に調整を深める方向に作用したものと考えられる。すなわち、わが国の場合、法人部門の消費的支出の規模が、個人消費の2割に及ぶとみられることに加え、大型景気の下で水ぶくれ的な増加があった後だけに調整局面での削減も大きく、マクロ経済に及ぼす影響も無視し難いものとなった（注20）。

（注20）法人企業の経費削減は、あくまで中間投入の減少であることから、付加価値を示すGNPに直接影響を及ぼすことはない。しかしながら、法人需要の減少に直面する業種にとっては、需要の減少であることに変わりなく、少なくとも短期的にはデフレ・インパクトを及ぼすものと考えられる。

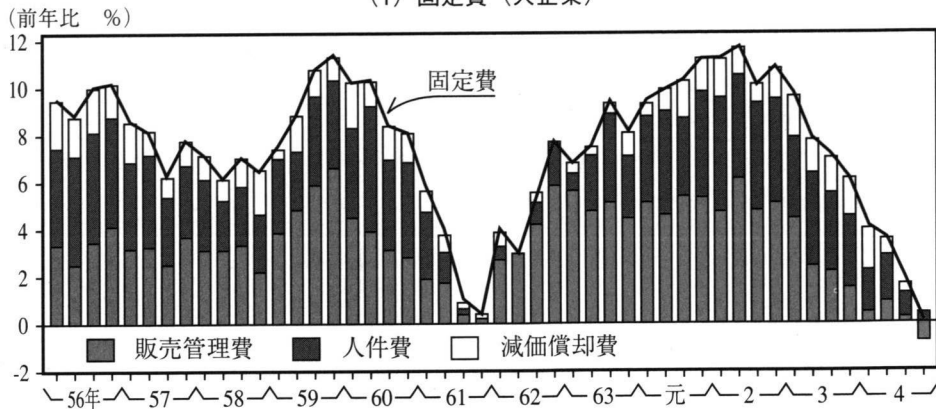
ちなみに、産業連関表（平成2年延長表）で、「法人消費」の規模について目安をつけてみると、「家計外消費（交際費、福利厚生費、宿泊・日当）」が個人消費の8%程度となっているほか、企業の中間投入でありかつ法人消費ととらえる情報サービス、広告、ハイヤー・タクシー等を加えると、全体では「個人消費」の20%程度に相当する。なかでも、百貨店売り上げは法人への依存度が高いといわれており、最近のその著しい不振には、法人消費の削減も大きく寄与しているものとみられる。

もっとも、こうした企業のリストラが、長い目でみて企業の収益性を高め、景気回復へ

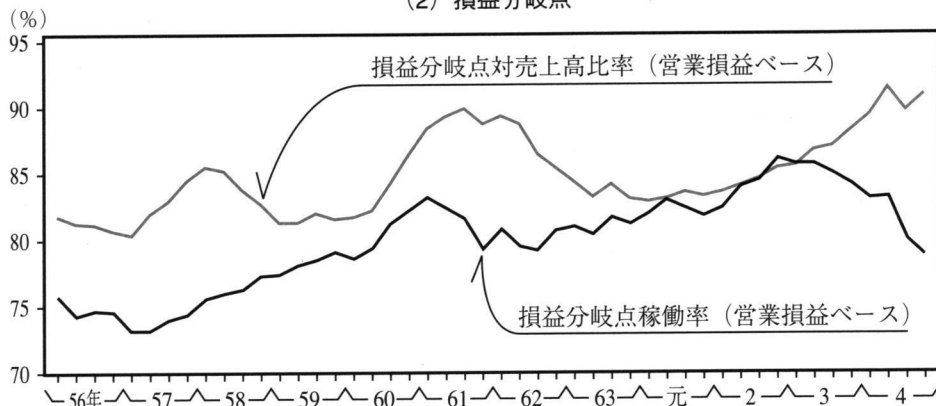
の基盤を整える面をもつことを見逃してはならない(注21)。この点に関しては、企業収益

(図表32) 企業の収益体質の悪化とその背景(製造業)

(1) 固定費(大企業)

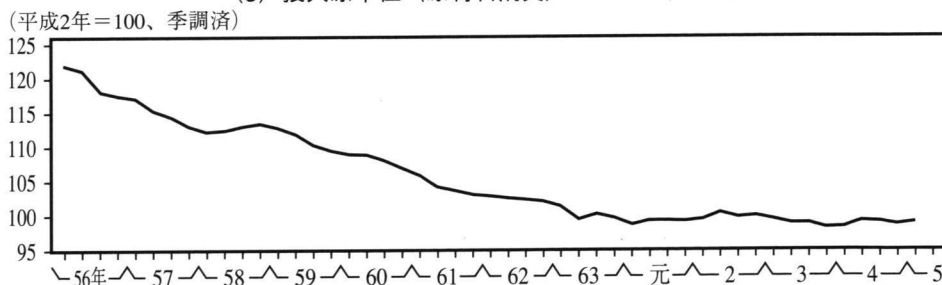


(2) 損益分岐点



(注) 損益分岐点稼働率=損益分岐点对売上高比率×稼働率

(3) 投入原単位(原材料消費/11P<製造業>)



(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」、通商産業省「鉱工業指数統計」「原材料統計」

(注21) 再び産業連関表を用いて法人消費削減の企業収益面への影響を試算してみると、法人消費の付加価値誘発係数が0.87と1を下回っており、法人消費削減による収益改善効果が需要減による収益悪化効果を上回っている。このため、企業収益に関する限り、長い目でみると、ネットではプラスの効果ができることとなる。

はなお低迷を続け、その限りでは、リストラの成果がすでに十分に挙げたとはいえないが、損益分岐点稼働率はかなり低下しつつあるほか、自動車・電機等では、モデル・チェンジの長期化を含めた多品種少量生産の見直し（後掲図表34）や、部品の共通化等により生産効率の向上に取り組む動きがうかがわれ始めている。

（長期的なリストラの方向性はなお不透明）

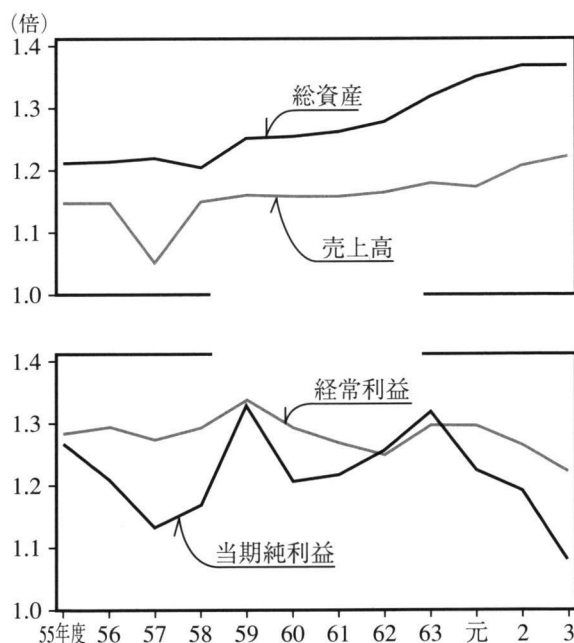
以上のように、現在のところ水ぶくれ体質の是正を狙った「縮小均衡的なリストラ」が

かなり広がっている一方で、先のアンケートにも示されるとおり、長期的な方向性をもった積極的なリストラの動きがなかなかみられないことも、今次局面の特徴であろう。これには、①今次景気調整の性格が「自律的」な色彩が強いものだけに、前回の円高時（内需転換、海外生産）等と異なって、前向きに対応策が明確に見出し難いことや、②円高以降活発化した多角化の多くが、これまで必ずしも収益力の向上に結び付かなかったこと等（注22）が、影響しているものとみられる（注23）。

（注22）連結決算と親会社の単独決算との比率を示すいわゆる「連単比率」をみると、円高以降の多角化に伴って、総資産、売上高の連単比率が上昇している一方で、利益についてはこのところ低下が目立っているなど、多角化が必ずしも成功していないことが示されている。

企業の多角化と収益状況

（連単比率＝連結決算／単独＜親会社＞決算）



（資料）三菱総合研究所「連結・企業経営の分析」

（注23）なお、こうした長期的なリストラの方向性の欠如については、技術革新の停滞や、わが国の潜在成長力の低下を示すものとの議論も一部に聞かれるところである。しかしながら、前掲図表23をみると、企業の期待成長率はかなりの低下を示しているが、前回の円高不況時にも今回以上の低下をみたことを考えると、現状は循環的な下振れが生じているとみることもできる。また、技術進歩の行き詰まりといった見方についても、加工型製造業等において、多機能化、多品種少量生産路線の限界がみられているとしても、少なくとも現時点では、何らかの「構造的」な変化が生じているとの確証は乏しいように思われる。

(図表33)

企業のリストラへの取り組み姿勢

今後3年間および過去3年間の収益構造の改善策

(単位 社、%)

		記入社数	国内市場の売上高の拡大	輸出市場の売上高の拡大	一般管理販売費の見直し	金融費用の軽減	労務費の削減	新規設備投資の抑制	更新設備投資の抑制	国内の不採算部門からの撤退	海外の不採算部門からの撤退	合理化・省力化 生産性向上のための	への切替によるコスト削減 部品・中間製品の海外調達	その他	
全産業	今後3年間	1,331	60.6	12.0	44.3	24.4	24.3	26.2	4.3	13.7	2.7	59.4	4.5	2.5	
	過去3年間	1,330	73.1	14.1	34.4	29.8	13.2	10.8	4.1	8.7	2.2	65.3	4.2	2.1	
製造業	今後3年間	861	59.9	15.7	36.6	19.2	27.3	28.8	3.4	14.3	2.9	65.4	5.8	2.7	
	過去3年間	862	72.6	19.1	27.7	23.8	14.4	12.9	3.6	9.2	1.4	74.6	5.0	2.1	
	素材型	今後3年間	229	59.0	10.5	37.6	25.8	21.8	32.8	6.1	17.9	0.9	62.0	3.5	2.2
		過去3年間	230	72.6	13.5	22.6	33.0	12.6	13.9	3.0	10.4	—	77.0	2.6	2.2
	加工型	今後3年間	358	50.6	22.3	31.0	17.0	32.4	31.6	2.5	12.0	5.3	67.0	9.5	2.5
		過去3年間	359	67.7	29.8	24.5	18.9	16.4	13.9	3.9	8.9	2.2	75.5	7.5	1.9
	その他	今後3年間	274	73.0	11.3	43.1	16.4	25.2	21.9	2.2	14.2	1.5	66.1	2.9	3.3
		過去3年間	273	79.1	9.9	36.3	22.3	13.2	10.6	3.7	8.4	1.5	71.4	3.7	2.2
非製造業	今後3年間	470	61.9	5.3	58.5	34.0	18.7	21.5	6.0	12.6	2.3	48.3	2.1	2.1	
	過去3年間	468	73.9	4.7	46.6	40.8	11.1	7.1	4.9	7.9	3.6	48.1	2.8	2.1	

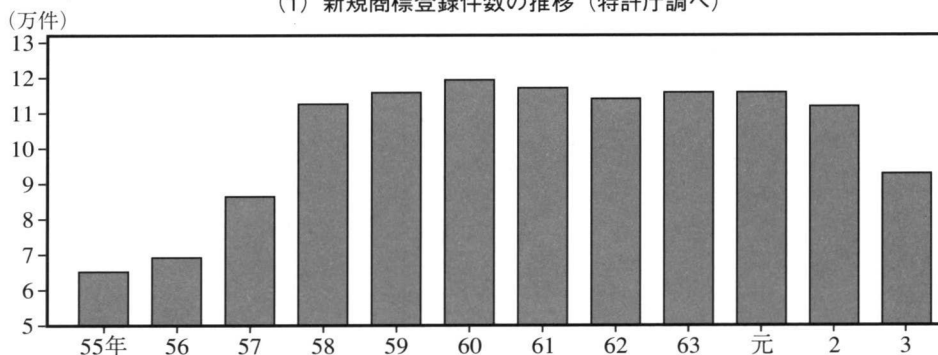
(注) 複数回答 (3つ以内)。

(資料) 経済企画庁「平成5年企業行動に関するアンケート調査」

(図表34)

製品の多様化とその見直し

(1) 新規商標登録件数の推移 (特許庁調べ)



(2) 主要家電製品の機種数とモデルチェンジ周期の変化 (通商産業省調べ、5年4月調査)

	機種数	平均モデルチェンジ周期
テレビ (10社)	200 (△11)	15か月 (+2~3か月)
ビデオ (9社)	76 (△21)	17か月 (+7~8か月)
洗濯機 (8社)	94 (△33)	20か月 (+1~2か月)
掃除機 (8社)	76 (△27)	18か月 (+6~7か月)
ビデオカメラ (7社)	24 (+1)	19か月 (+7~8か月) *
ヘッドフォンステレオ (8社)	48 (△1)	15か月 (△1~2か月) *
冷蔵庫 (8社)	139 (△8)	16か月 (△0~1か月) *
電子レンジ (8社)	59 (—)	17か月 (+0~1か月) *

(注) 6年3月末予定、() 内は4年度初との比較、ただし*は4年9月調査比。

(資料) 特許庁「特許庁公報」、通商産業省「家電製品のライフサイクルに関する調査結果について」

なお、長期的なりストラとの関連では、最近「日本的経営」の見直しといったことが、多く聞かれるところである。何が「日本的経営」であるかについて、必ずしも明確な共通認識があるわけではなく、その見直しについても、現状ははっきりした展望は示されていないが、例えば、株価の未曾有^{みそいう}の騰落が、株式市場の機能と企業行動の関係について、関係者の関心を改めて喚起するに至ったこと（注24）や、人口の年齢構成の変化（中高年層の増加、若年層の不足）が、内部昇進を前提とした年功序列、ひいては終身雇用形態の見直し気運を誘発するといった面で、変化の兆しもみられつつあるように思われる。ただ、前回の景気拡大期に、労働需給の逼迫を背景に急増した中途採用の動きが最近では鎮静化し、労働の移動性はむしろ低下していることにも示されるように、こうした変化は単線的に進行するものではなく、「日本的経営」がどの方向に、またどのようなテンポで変化していくかに関しては、なおはかり難い面が大きいといわざるを得ない。

3. 今後の展望と課題

（1）景気回復への展望

（大型景気の「歪み」とその是正）

以上みたように、今回の景気調整は、その長さ・深さの両面においてかなり厳しいものとなったが、同時にその過程において、これに先立つ大型景気、資産価格上昇の下で生じ

たさまざまな「行き過ぎ」や「歪み」が是正されつつあるという積極的な意味合いをも有する点を見逃してはならない。こうした動きは、以下にみるように、景気回復のための基盤を整えるとともに、長い目でみて、日本経済の持続的成長にとってプラスに働く筋合いのものと考えられる。

まず第1に、前回の景気拡大局面では、長期にわたる高成長の下で物価上昇圧力がかなりの高まりをみたが、景気調整によってこれがようやく緩和し、物価安定がもたらされたことである。とくに、景気拡大局面末期には、人手不足の深刻化に伴う賃金の上昇を背景に、個人サービス価格の上昇率が近年にない高まりを示したが、それが今回の景気調整の下で徐々に鎮静化していったことは、先にみたとおりである。

第2に、資産価格上昇局面では、フローの所得と土地等のストック価格のバランスが大きく崩れ、とくに勤労者の住宅取得困難化が表面化するなど、資産・所得分配の不平等化が顕著となったが、これが現在の資産価格下落によって是正されつつあるとみられることである（後掲図表35）。先にもみたように、資産価格下落のもたらすデフレ・インパクトを軽視することはできないが、こうした観点からとらえる限り、資産価格の下落は「正常化」の過程ととらえることもできる（注25）。

第3に、長期にわたる景気拡大と資産価格上昇の過程で生じたコスト意識の希薄化や、

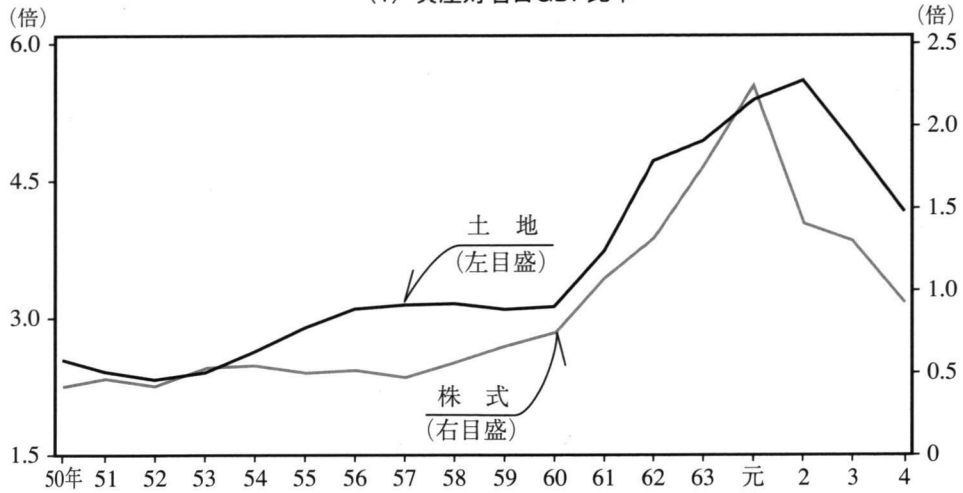
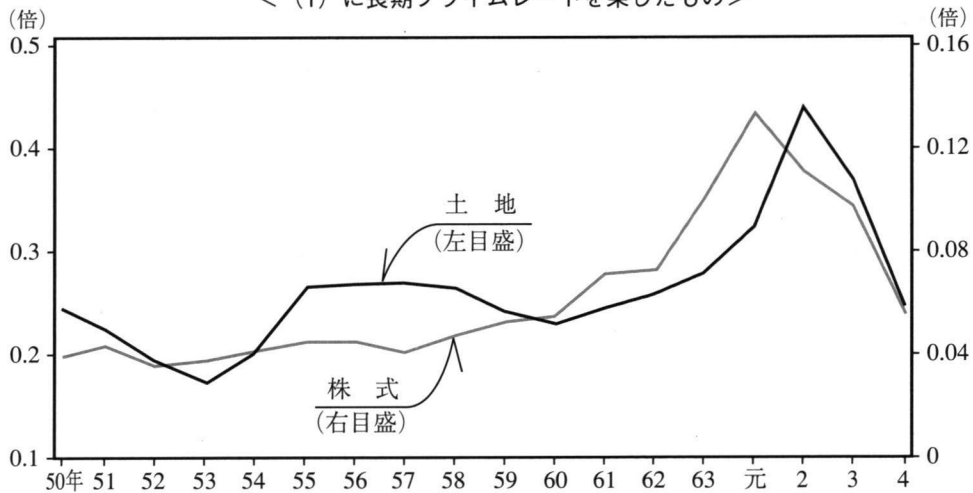
（注24）この点については、「株式市場の機能について」（日本銀行月報平成5年1月号掲載論文）参照。

（注25）現に、住宅投資が他の需要コンポーネントに先立って回復歩調に転じているのは、金利低下に加え、不動産価格の低下によって、勤労者の住宅取得能力が回復しつつあることによる面が大きい。また、地価の下落は、わが国が社会資本の整備を進めていくうえでも、プラスに働こう。

(図表35)

資産の対名目GDP比率

(1) 資産対名目GDP比率

(2) 金利調整後の資産対名目GDP比率
< (1) に長期プライムレートに乗じたもの >

(注) いずれも年末の資産残高を年中の名目GDPで除したもの。なお、4年の株式、土地の時価総額については、日経平均株価と公示地価（国土庁調べ）を基に推計。
 (資料) 経済企画庁「国民所得統計」、国土庁「地価公示」、日本銀行「経済統計月報」

資源配分の非効率化が修正されつつあることである。例えば先にみたように、企業リストラの動きが本格化する下で、損益分岐点稼働率は低下に向かいつつある。またこの間、企業の投資行動にあたっては、投資採算をより厳格に見極めようとする気運が高まり、そうし

たなかで行き過ぎた多品種少量生産の見直し等の動きが進んでいる。企業金融面でも、安易な両建て取引の解消による資金運用の効率化が図られている。これらは、長い目でみてわが国経済の供給サイドの基盤強化に寄与するものと期待される。

（調整の進展と回復力の始動）

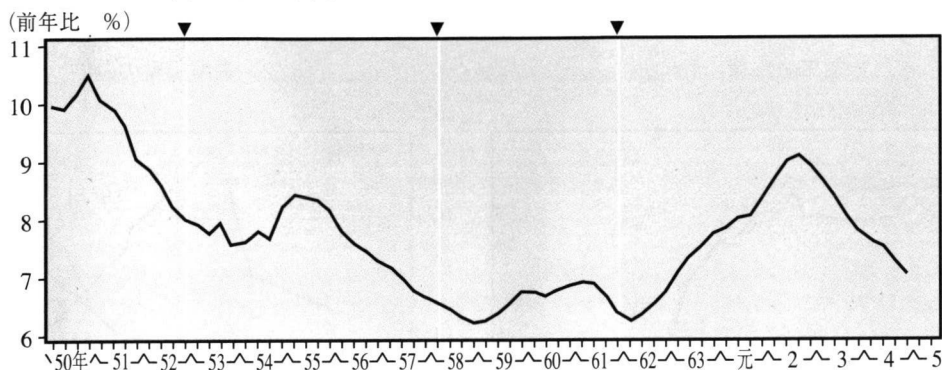
次に、足元の実体経済についてみると、ストック調整とリストラが進展するなかで、景気回復に向けての環境が徐々に整えられつつあるものとみられる。すなわち、景気回復の

素地を形成するものとして、①設備投資を中心にストック調整が相当程度進んできたほか、在庫調整についても年明け後急速に進展をみていること（図表36）、②製造業を中心に、企業の固定費削減に伴って損益分岐点稼

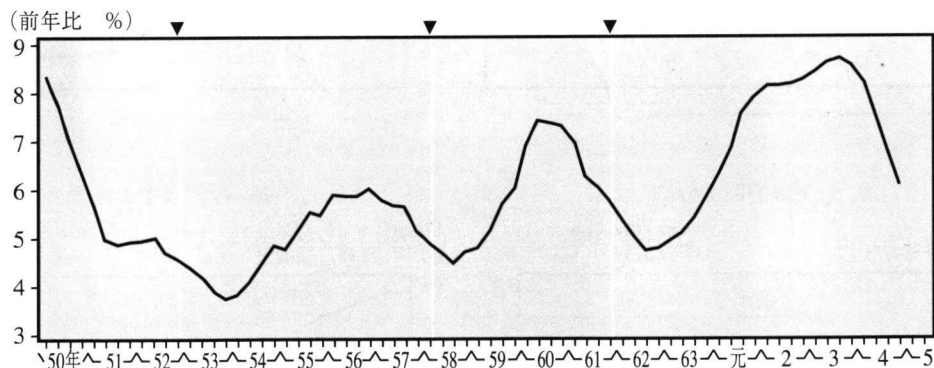
（図表36）

調 整 の 進 展

（1）非製造業資本ストック（除く運輸・通信、電力）

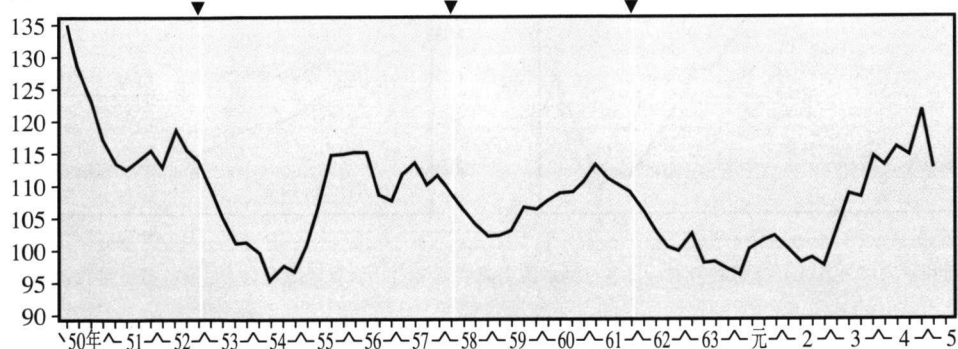


（2）製造業資本ストック



（3）鉱工業在庫率

（平成2年=100、季調済）



（注）▼は景気ボトム期。

（資料）経済企画庁「民間企業資本ストック統計」、通商産業省「鉱工業指数統計」

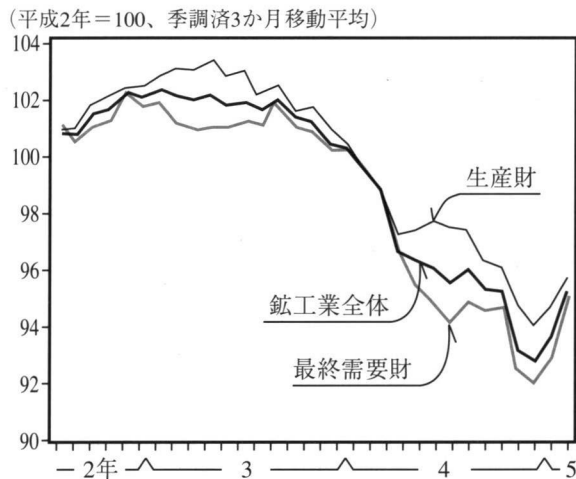
働率が低下しているため、今後売り上げが回復すれば収益の改善が期待できること、の2点を指摘できる。こうしたなかで、これまでの累次にわたる金利引き下げ、積極的な財政出動といったマクロ政策の効果が徐々に顕在化していこう。現に、本年入り後、乗用車販売や最

終需要財出荷が増加するなど、一部の経済指標の好転がみられるが、これには、企業の決算対策等一時的な要因の介在も勘案しなければならないが、上記の判断を裏打ちする材料と解釈することが可能であろう（図表37）。また、本年4月に発表された追加的な経済対

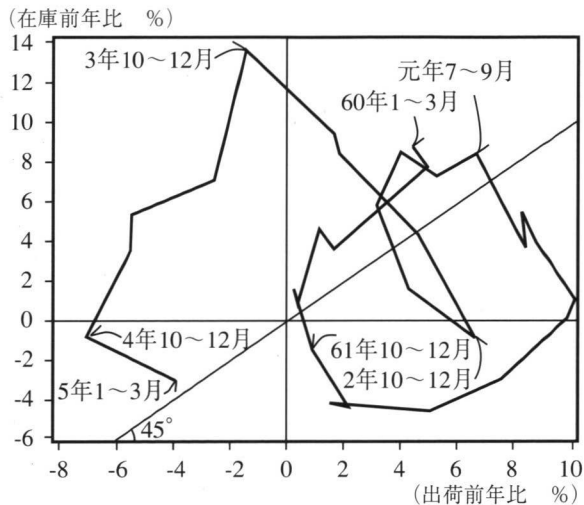
(図表37)

最近における経済指標の好転

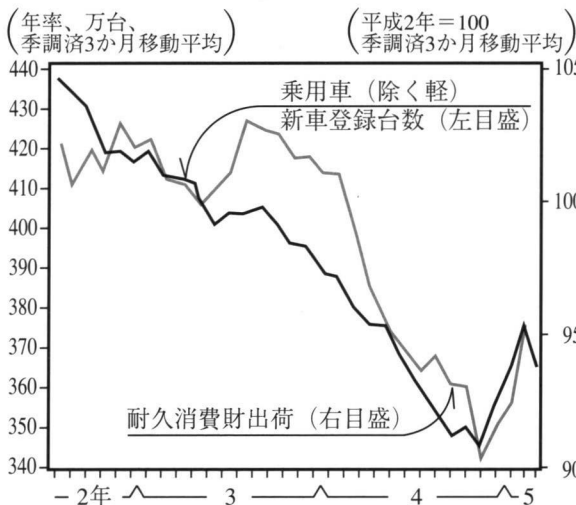
(1) 鉱工業出荷の動向



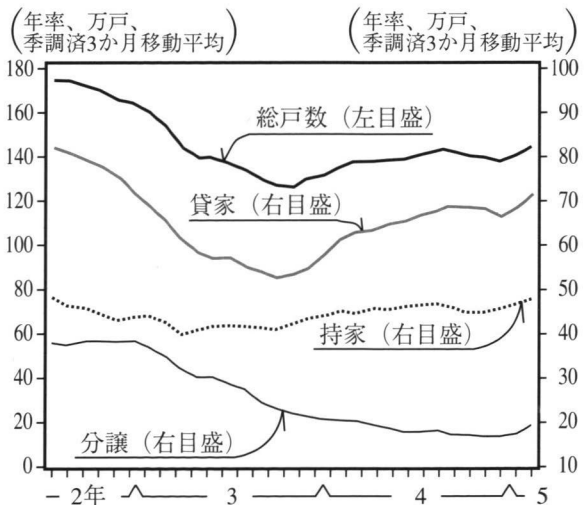
(2) 在庫調整の動向



(3) 耐久消費財の動向



(4) 住宅着工の動向



(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」、日本自動車販売協会連合会「新車登録台数」、建設省「建設統計月報」

策は、実物面さらには心理面から景気の下支えに寄与することによって、雇用調整や設備投資調整の一段深化等、長期にわたる景気調整自体が内包するダウンサイド・リスクを軽減し、景気回復のモメンタムをより確かなものとするのが期待される。

これをいま一度先の景気調整メカニズムの分析に即して整理すると、今次景気調整の基軸をなすストック調整が、4年度中大きな進展をみたことが、金融・財政政策の効果とも相まって、今後の景気回復に向けての基盤をなすものと考えられる。そうした下で、住宅投資の回復や一部耐久消費財販売の持ち直し等、自律回復への動きが徐々に始動しつつあるようにうかがわれる。バランス・シート調整や企業リストラの影響がなおしばらく残存することは、景気回復のテンポを緩やかなものにしよう。しかし、最近の米国の経験も示唆するとおり、そうした影響が完全に払しょくされる以前にも、景気回復のモメンタムは作動しうる筋合いにある。むしろ、今後の景気展開を考えるうえでは、景気遅行的な雇用情勢の展開や、とくに円高の進行が輸出企業等に及ぼす当面のデフレ・インパクトについて、注意深く見守っていく必要がある。

（対外収支面の課題）

このように、景気回復に向けての展望が徐々に開けつつあるなかで、景気調整下で大

きく拡大した対外収支黒字の問題をどのように考えるかが、今後の大きな課題となろう。マクロ的にみると、当面景気回復のテンポが緩やかなものにとどまることに加え、これまでの円高の逆Jカーブ効果が予想されることから、直ちに黒字縮小を期待することは困難である。ただ、やや長い目で貯蓄・投資バランスの観点からみると、今後わが国民間投資の回復につれて、現在の黒字は次第に縮小へと向かうものと考えられる（注26）。

その一方で、わが国の黒字に対する海外からの批判の背景に、わが国市場が必ずしも十分に開放的ではないとの認識があるとすれば、日本経済を競争原理の貫徹するより透明性の高いものへと再構築していくことによって、そうした批判にこたえていくことが必要と思われる。そのためには、関税や輸入規制といった目にみえる障壁のみならず、国内市場の諸規制や、市場慣行等の目にみえない部分に至るまで、絶えず見直しを進めていく努力が求められよう。前記貯蓄・投資バランスの観点からも、こうした見直しは、国内投資機会の拡大を通じて、対外収支黒字縮小に資する筋合いにある。また、こうした努力は、単なる黒字減らしにとどまらず、長い目で見たわが国経済の効率化、活性化の観点からも、極めて重要と考えられる。

（注26）経常黒字の対名目GNP比率は、平成2年の1.2%から同4年の3.2%まで拡大をみたが、これには、①平成2年にかけての円安のラグを伴った影響に加え、②同期間に民間投資（設備投資＋住宅投資）の対名目GNP比率が、景気調整の下で25.4%から23.0%まで低下したことの影響が大きいとみられる。

（金融政策運営の課題）

今回の景気調整局面における金融政策は、機動的・弾力的に運営されてきた。それにもかかわらず、景気調整が長くかつ深いものとなったのは、先にもみたように長期にわたる景気拡大の反動として大規模なストック調整が生じたことに加え、資産価格下落やリストラの進行に伴うデフレ・インパクトを増幅する方向で作用したためである。このような動きは、自律的なものであると同時に、経済が望ましいバランスを回復するうえで、避けて通れない調整と考えられる。また、バランス・シート調整や企業のリストラが進められた結果、景気回復への基盤が徐々に形成されていったという近年の米国での経験が示唆するように、そうした大きな調整が進行する過程での金融政策の役割は、調整を回避することではなく、調整の円滑な進行を支えることにある点に留意を要しよう。

しかしながら、今次調整を不可避とした「大型景気」や資産価格上昇が、前回の金融緩和期に端を発したものであることも、忘れてはならない。景気循環をできる限りなだらかなものとするのが望ましいことはいうまでもないが、加えて、資産の蓄積が進み、資産価格の変動とフローの実体経済の相互関連が高まる状況の下での金融政策運営をどう考えるかという問題が、引き続き大きな課題となろう。実際、前回の景気拡大期から現在に至るまでの経験から得られた教訓のひとつは、マクロ経済の変動や金融政策運営を考えるに際して、資産価格、とりわけ所得・資産分配や金融システムの安定に大きな影響を及

ぼす地価の動向を軽視できないという点であったように思われる。

ただ、金融政策は資産価格の形成に影響を及ぼしうるが、資産価格は、先行きの期待の変化等によっても、大きく、かつ予測不可能なカタチで変動するものである。また、地価に関しては、地域・用途別の相違もあって、「代表的な地価」の把握が難しいといった問題のほか、税制、規制等の影響が極めて大きい。前回の緩和期に即していえば、長期にわたる金融緩和の継続や、その下での金融機関の積極的な融資行動が、地価高騰の一因となったことは否定できないが、地価上昇に対する強い期待の存在に加え、土地利用に係る税制や規制が、経済構造の変化に即応した円滑な土地供給の流動化を妨げていた面も大きいように思われる。このように考えると、資産価格を金融政策のみによってコントロールしようとすることは可能とも、また適当とも考え難い。日本銀行としては、今後の金融政策運営にあたっては、資産価格の動向をも視野に収めつつ、総合的な観点に立って、機動的に対応していくことが必要であると考えている。

（2）金融システム面の課題

（不良債権問題克服の展望）

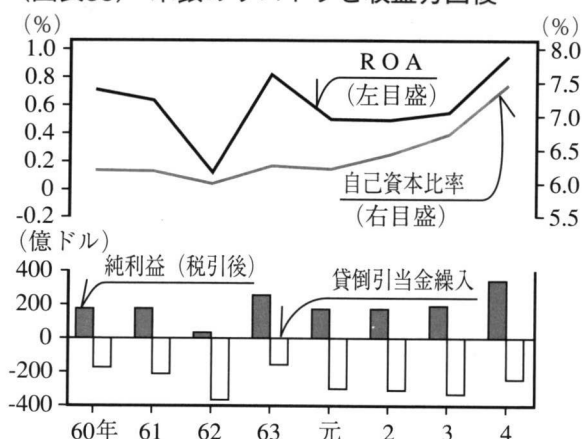
以上みたように、わが国の実体経済は、ストック調整の進展と金融・財政政策の効果浸透に支えられて、今後緩やかなりとも回復に向かう展望が開けつつある。しかし他方において、金融機関の不良債権の整理・回収等にはなおかなりの時間を要するものとみられ

る。金融システムの安定性維持は、マクロ経済の円滑な循環、安定的な成長のためにも不可欠の前提条件であるだけに、金融システムの安定を維持し、内外の信頼を確保していくことは引き続き極めて重要な課題である。

もとより、多額に上る不良債権の整理・回収には、相応の痛みと調整期間を要するものと思われる。しかしながら、わが国金融機関の基礎体力に加え、以下のような金融機関のリストラ努力と当局の環境整備の努力とが相まてば、わが国の金融システムの安定性を確保することは十分可能である。

まず、金融機関のリストラに関しては、不動産関連融資や対外資産の不良化等を背景に、80年代以降大幅な収益悪化をみた米国の銀行が、過去数年行ってきた経営建て直しの動きが、ひとつの参考となろう（図表38）。米国の主要銀行では、不良債権の処分を早期に進め、人員や業務展開の見直しを含むリストラを推進する一方、自己資本の増強に努めてきた結果、その経営の安定が回復されつつあるとみられている（注27）。金融システム安定確保の基本が、自己責任原則にもとづく金融機関の自助努力におかれるべきことはいうまでもなく、

（図表38）米銀のリストラと収益力回復



（注）1.米銀はFDICに加盟する全米商業銀行（4年12月末11,461行）。

2.自己資本比率はTier1／総資産（ギアリング・レイシオ）。

（資料）FDIC「Statistics on Banking」

わが国金融機関においても、今後一層のリストラ努力が求められるが、①とくに昨年秋以降系列ノンバンクの深刻な不良債権問題を抱える金融機関を中心にリストラ計画が策定され、これが実施に移されつつあるほか、②昨年度の決算等にもみられるように、各金融機関が不良債権の償却に前向きに取り組み始めていること、さらに③自己資本の面でも永久劣後債の発行等により徐々に増強が図られるなど、望ましい方向への変化がうかがわれ始

（注27）米国の銀行のリストラの動きについて、興味深いと思われる点は、各行がそれぞれ有する経営資源の特性に応じて、異なった方向へのリストラを進めていったという点であろう。個別行の戦略部門の絞り込みやコア・ビジネスへの回帰の方向性をみると、例えば、ホールセール特化のため国内リテール部門を縮小する動きや、スーパーリージョナル・バンクとして海外拠点を整理する一方で、金融機関の買収等を通じて地元の営業基盤を強化する動き、などそれぞれの銀行の特色に応じて異なった特徴がうかがわれている。

めているところである（注28）。

当局サイドにおいても、以上のような民間金融機関サイドの努力を後押しする方向で、①不良債権の実態に合わせて適切な償却、引当を実施しうるような制度面での見直しや、②金融機関が自己資本の充実をより円滑に行いうるような制度面の整備等の改善措置が講じられていることは、先にも述べたとおりである。

（金融システムへの信頼確保に向けて）

長い目でみて、金融システムに対する内外の信頼を高めていくためには、以上のような不良債権問題克服といったいわば「事後処理」を超えて、わが国の金融取引を真に自己責任原則に根差したものにしていけることが肝要である。そのためには、金融機関のみならず、金融取引に参加する経済各主体一般に自己責任のルールを定着させていくことが不可欠

である。それと同時に、市場参加者の自己責任原則に立脚した対応を支えるためには、①安定的・効率的な決済システムの構築、②金融取引に係るルールの整備、③業務の実態をより正確に反映した会計・ディスクロージャー制度の確立、等を通じて、広い意味での金融のインフラ整備に取り組んでいくことが重要と思われる。こうした下で、金融機関に対して、これまでも増して厳格なリスク管理が求められよう（注29）。

さらに、より根源的には、産業としての金融業の競争力が金融システム安定の基盤をなすという点に着目する必要があるだろう。実際、わが国金融機関が、前回金融緩和期において不動産融資に傾斜していった背景を考えると、地価の上昇期待という要素が大きいことはいうまでもないが、いわゆる大企業の「銀行離れ」の下での経営基盤の脆弱化^{ぜい}に対する危機意識が作用していた面もあるように

（注28） 昨秋以降各金融機関で検討が重ねられ、このところ策定された中長期業務計画をみると、①不良債権の処理を向こう3～5年間で終了させる、②内外拠点の見直し（海外拠点の一部廃止、国内近隣店舗の統廃合等）、出張費・交際費の節減等により、物件費を積極的に絞り込む、③人件費については、役員報酬の削減、職員の自然減不補充等により削減を目指す、といった特徴がうかがわれる。

金融機関がこうしたリストラに取り組み始めた背景には、足元の収益悪化のみならず、金融自由化の進展に伴い、本来であれば昭和60年代以降に金融機関に求められていたはずの効率化への対応が、資産価格上昇期における金融機関行動の「行き過ぎ」を経て、より強く認識され始めてきているという側面がある。業務計画の内容が具体化するにつれて、店舗展開の抜本的な見直し等を通じた一層の地元営業基盤への回帰や、金融機関相互の合併等の動きが今後ともみられていくと考えられるところである。

（注29） 与信面において、金融機関のリスク管理が強化されつつあることは、先に述べたとおりであるが、金融派生商品等の利用により、金融取引が高度化し、金融市場間の結び付きも一段と強まっている下では、オフバランス取引等を含めた総合的かつ密なリスク管理に取り組んでいくことが、金融機関にとっても、当局にとっても一層重要になっているものと思われる。なお、この点に関しては、「オフバランス取引の拡大とわが国金融市場の課題」（日本銀行月報平成5年2月号掲載論文）参照。

思われる。こうした点を踏まえるならば、金融自由化の下で競争力を維持していくためには、個々の金融機関が、自らの経営基盤を冷静に見据えることによって、経営の効率化を進める一方、創意工夫を活かして顧客のニーズに応える努力を続けていくことが不可欠で

ある。それと同時に、制度面においては、競争原理の活用によって、民間金融機関の活力を引き出す方向での環境整備、制度改革を進めていくことが重要と考えられる。

(調査統計局)