

平成5年度の金融および経済の動向

[要 旨]

1. わが国では、91年春に始まった景気後退が93年度中も続いた。この結果、今回の景気後退局面は、過去と比べても、その長さ、深さの両面において厳しいものとなっている。

年度中を振り返ると、93年春先は生産・出荷の持ち直し、在庫調整の進捗等から、いったん景気下げ止まりの様相を呈したが、その後は急速な円高進行や冷夏・長雨の影響もあって、外需が減少し、個人消費、設備投資も低迷を続けた。そして、昨年後半については、むしろ景気停滞色を強める展開となった。しかし、更年後は、生産・出荷の増加に加え、個人消費が緩やかに持ち直すなど、昨年以上に広い範囲の経済指標に改善がみられる。この間、政府の相次ぐ経済対策を受けて、公共投資が一貫して景気下支えに寄与したほか、金利低下の効果もあって住宅投資が増加を続けた。一方、雇用情勢に関しては、企業リストラの進行とともに悪化基調が続いた。

2. 物価面をみると、国内卸売物価は、円高や製品需給の引き緩みを背景に、年度を通じて弱含みで推移し、企業向けサービス価格の上昇率も、かなり低下した。また、消費者物価についても、人件費コストの落ち着きに加え、安値の輸入品の増加もあって、落ち着き傾向が一段と明確となった。

対外収支面では、円高の影響等から実質貿易黒字は、昨春以降年末にかけて縮小基調を辿った。もっとも、年度通計でみたドル・ベースの貿易黒字、経常黒字は、円高のJカーブ効果や、投資収益の受け取り増等から、いずれも既往最大となった。

3. 93年度の金融政策は、景気停滞の長期化を背景に、緩和政策を継続した。昨年9月には、日本銀行は公定歩合を史上最低の1.75%に引き下げた。

金融市場をみると、短期金融市場金利は、ほぼ一貫して低下基調を辿った。また、預金金利、貸出金利もかなりの低下を示した。一方、長期市場金利については、昨春景気指標の好転から一時的に上昇をみたが、その後円高の進行や景況感の後退を背景に、本年初まで大幅に低下した。もっとも、年初にはそれまでの大幅低下の反動がみられ、その後景気指標が改善するにつれ、やや上昇した。

この間、株価は、市場の景況感等を反映して、昨春に上昇をみた後、10～11月にかけて下落、その後やや持ち直すといった展開を辿った。為替相場については、昨夏にかけて急速な円高が進んだ後、本年初には一時円安場面もみられたが、最近は再びドル安となるなど、不安定な地合いを脱し切れていない。

4. 金融機関貸出の伸びは、期を逐って低下し、マネーサプライについても、92年度に比べればやや伸びを高めたが、引き続き低い伸びにとどまった。これらには、①景気停滞が長期化する中で、実物投資に関連する資金需要が低迷したことに加え、②企業の財務面でのリストラの動き、③資産価格の下落に基づく企業等のリスク負担能力の低下等が影響したものとみられる。

しかし、これまでの金融緩和は、金利低下を通じて住宅投資の増加や企業収益の下支えに寄与した。また、企業や金融機関がリストラを進めやすい環境を整える働きを通じて、景気を下支える作用を持ったと考えられる。

5. 金融システム面をみると、全国銀行の貸出金償却が93年度は前年度を大きく上回るなど、金融機関は不良債権問題に対して従来以上に積極的な対応を進めた。これには、資金調達コストの低位安定や株価の堅調等、恵まれた金融環境と、不良債権の償却・引当に係る制度運用上の見直しが好ましい影響を与えたものと考えられる。金融機関の間でも、不良債権の積極的な処理によって将来の競争力強化を図ろうとする意欲が強まっているとみられる。しかし、商業用不動産市場の停滞が長引く中で、金融機関の不良債権処理が完了するまでには、なお相当の時間を要するとみられる。

このほか、金融システムの安定性強化の観点からは、本年4月の国債取引に係る証券と資金の同時決済システム稼働など、決済システムの整備が着実に進められてきた。

6. 今回の景気後退局面が長く、かつ深いものとなった背景には、①循環的なストック調整、②バブル崩壊に伴うバランスシート調整に加え、昨年中の円高を契機に、③国際的な競争環境の変化を背景とした産業構造の調整圧力が高まり、3つの調整が併行して進んできたという事情があった。

ストック調整については、前回の景気拡大期に企業設備、住宅、耐久消費財といった各種ストックが、同時にかつ大きく積み上がった後、強い下方調整圧力が働いた。特に今回の場合、この間に企業・家計の期待成長率が上下に振れたことが、ストック循環の振幅を拡大する方向に働いたとみられる。もっとも、分野によって程度の差はあれ、これまでに自律的なストック調整がかなり進捗している。

7. 80年代後半以降の不動産を中心とする資産価格の変動の結果、資産価格の上昇時に借入をして資産を取得した企業、家計、およびこれに融資した金融機関のバランスシートは、その後の資産価格の下落によって大きく毀損した。これら経済主体のバランスシート悪化は、リスク負担能力の低下等を通じて、経済全体の支出活動を抑制する方向に働いたと考えられる。この問題は、例えば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伸び悩んでいること、中小企業、特に非製造業の設備投資低迷が長引いていること等の少なくとも一因をなしているとみられる。ただ、バランスシート調整が現在の景気動向に及ぼしている影響を、定量的に評価することは難しい。

8. 近年の世界経済の動きをみると、安価で豊富な労働力を有する東アジア諸国が目覚ましい経済発展を遂げてきた。また米国でも、コンピュータ、自動車産業中心に製造業の生産性が向上している。これらは、わが国産業の比較優位構造に変化をもたらすものである。昨年来の輸出減、輸入増には、単なる円高のみならず、上記の国際的な競争環境の変化も影響しているとみられる。この結果、わが国経済では、循環的な収益変化への対応としてのリストラに加え、産業構造の調整といった長期的・構造的なリストラが起こりつつある。

製造業分野についてみると、東アジア諸国からの労働集約財の輸入が急速に拡大している。また、わが国が比較優位を有してきた中位ハイテク製品の大量生産技術は、これまでの海外直接投資を通じて、欧米だけでなく、東アジア諸国にも移転されてきた。このため、自動車、電機等でも、既存製品については海外生産へのシフトが活発化している。これを受けてわが国企業は、より技術集約的な財の生産への転換を迫られている。非製造業分野でも、円高と海外での生産コスト低下、さらには規制緩和の影響もあって、「価格破壊」と呼ばれる現象が進行している。これは、一方では流通業の効率化等を通じて、内外価格差を縮小する働きを持ち、家計の実質所得下支え要因ともなっている。内外価格差の是正は、他方では既存の非製造業にとっては、リストラを促す要因として作用している。

9. 最近は経済指標に改善を示すものが増えており、景気は全体として下げ止まりの様相を示している。今後景気が回復に向かう際にも、バランスシート調整や産業構造調整の影響を考えると、回復のテンポは緩やかなものにとどまる公算が強い。加えて、ストック調整の進捗度合いやバランスシート悪化の程度が経済部門によって異なること（いずれも、家計部門が企業部門に比して良好）、経済のリストラが経済主体ごとに、プラスまたはマイナスの異なる影響を及ぼすことを考えると、景気回復のパターンも従来とは異なったものとなる可能性がある。
10. わが国産業の構造調整は、世界経済の構造変化への対応という点で不可避の動きである。この調整の進行を促し、わが国経済の対応力を高めていくためには、政府規制の見直しが重要な意味を持っている。すなわち、わが国の規制の緩和・撤廃は、①貿易面では、世界各国、特に東アジア諸国との水平分業の構築によって、国際的にみてより効率的な生産パターンの実現を可能とする一方、②非貿易財分野の効率化を促し、消費者物価の低下を通じて実質購買力の上昇につながるほか、③新規事業分野の発掘や新しい産業の拡大にも寄与し得る。規制緩和は、これらを通じて望ましい経済構造への速やかな調整に寄与することが期待される。
11. 対外黒字問題にどのように対処していくかということも、わが国の直面する課題である。対外黒字のうち、内外の成長率格差等に基づく循環的部分は、わが国の景気が回復するにつれ、解消に向かうと考えられる。他方、これ以外の部分は、わが国の基礎的貯蓄・投資バランスに対応するわけであり、短期的にこれが解消されるものではない。したがって、わが国対外黒字の裏側にある国内投資・支出に対する制度的・政策的制約の影響について、考えていく必要がある。こうした視点からわが国の貯蓄・投資バランスをみると、巨額の対外黒字を蓄積する一方で、社会資本や住宅ストックの面では、諸外国に比べ見劣りしている。海外からの批判に應えるだけでなく、わが国の経済的効率のためにも、規制の緩和・撤廃を通じた民間投資の活性化が望まれる。

1. 実体経済の動向

(1) 93年度中の景気動向

わが国では、91年春に始まった景気後退が93年度中も続いた（図表1）。94年に入って

からは、下げ止まりないしは持ち直しの動きを示す経済指標が増加しており、景気は全体として下げ止まりの様相を示しているが、現時点ではなお明瞭な景気反転は確認されてい

(図表1)

景 気 の 足 取 り

	1992年7～9月	10～12月	93年1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	94年1～3月
鉱工業生産 ＜季調済前期比 %＞	△ 0.4	△ 2.8	0.3	△ 1.2	△ 1.0	△ 2.4	1.5
＜前年比 %＞	△ 6.1	△ 7.7	△ 5.0	△ 4.2	△ 3.9	△ 4.9	△ 3.1
業況判断D.I. (主要企業、全産業) ＜「良い」－「悪い」%ポイント＞	△ 27	△ 36	△ 42	△ 44	△ 47	△ 52	△ 52
実質消費支出（全世帯） ＜前年比 %＞	0.1	△ 0.6	△ 1.3	△ 0.5	△ 1.5	0.8	△ 0.8
全国大型小売店販売額 ＜前年比 %＞	△ 1.8	△ 4.2	△ 5.3	△ 4.2	△ 4.4	△ 5.0	△ 2.8
家電販売 ＜前年比 %＞	△ 3.3	△ 5.7	△ 6.1	△ 0.8	△ 5.7	△ 1.0	3.1
乗用車新車登録台数（除く軽） ＜前年比 %＞	△ 9.6	△ 12.9	△ 2.2	△ 10.4	△ 6.8	△ 8.7	△ 5.6
＜季調済年率 万台＞	359	351	368	338	336	321	345
新設住宅着工戸数 ＜前年比 %＞	8.9	8.0	5.8	2.0	8.6	7.1	7.7
＜季調済年率 万戸＞	142	141	145	143	155	151	157
機械受注 (民需、除く船舶・電力) ＜前年比 %＞	△ 11.6	△ 18.8	△ 13.7	△ 16.0	△ 11.1	△ 8.7	△ 2.4
建築着工床面積 (民間、非居住用) ＜前年比 %＞	△ 11.5	△ 15.3	△ 28.4	△ 24.2	△ 27.6	△ 19.1	△ 14.8
公共工事請負金額 ＜前年比 %＞	17.8	17.2	29.3	12.8	△ 0.5	△ 0.8	10.3
有効求人倍率 ＜季調済倍＞	1.03	0.95	0.89	0.80	0.71	0.66	0.66
実質輸出 ＜前年比 %＞	5.1	1.8	5.2	3.6	1.0	△ 2.3	△ 0.1
実質輸入 ＜前年比 %＞	△ 2.4	△ 5.4	△ 1.0	△ 2.0	2.1	1.7	5.8

(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」「大型小売店販売統計」、日本銀行「企業短期経済観測調査」「卸売物価指数」、総務庁「家計調査報告」、日本電気専門大型店協会「商品別売上高」、日本自動車販売協会連合会「自動車国内販売」、建設省「建設統計月報」、経済企画庁「機械受注統計」、保証事業会社協会「公共工事前払金保証統計」、労働省「職業安定業務統計」、大蔵省「外国貿易概況」

ない。この結果、今次後退局面は、過去と比べ、その長さ、深さの両面において厳しいものとなった(図表2)。景気後退局面の長さについては、既に第1次オイルショック後や前回の円高不況時を上回り、第2次オイルショック後の世界同時不況の局面に匹敵する長さとなっている。また、その深さにおいても、生産活動や企業収益の落ち込み度合いからみて、第1次オイルショック後の不況に次ぐ深さとなった。

93年度の景気動向を時間の経過に沿ってやや詳しくみると(前掲図表1、図表3)、92年

度末から93年度当初にかけて、景気はいったん下げ止まりの様相を示した。すなわち、鉱工業生産・出荷は1～3月に年度末要因もあって増加した後、4～6月には反動減となったが、ならしてみれば91年半ば以降続いていた減勢傾向に歯止めがかかりつつあるようにみられた。また、鉱工業製品在庫は92年7～9月から93年4～6月にかけて4期連続で減少し、在庫調整も概ね完了したとみられた。これを最終需要面からみると、まず、金利低下を背景に住宅投資の持ち直し傾向が明らかになりつつあった。公共投資については、92年

(図表2) 景気調整局面の比較

(四半期ベース、直近ピークからの落ち込み幅、() 内はボトムレベル、< > 内はボトム時期)

	第1次オイルショック	第2次オイルショック	円高局面	今次局面
景気後退期間 <経企庁景気基準日付>	四半期 6 (ピーク1973/4Q→ボトム 75/1Q)	12 (80/1Q→83/1Q)	6 (85/2Q→86/4Q)	現在 (94/2Q) 12 (91/2Q→)
有効求人倍率	倍ポイント △ 1.30 (0.56 <75/3,4Q>)	△ 0.19 (0.59 <82/4Q～83/3Q>)	△ 0.08 (0.61 <86/3,4Q>)	93/4, 94/1Q △ 0.79 (0.66)
稼働率	ポイント △ 26.1 (80.5 <75/1Q>)	△ 11.5 (87.9 <82/4Q>)	△ 7.5 (89.4 <86/4Q>)	93/4Q △ 19.9 (81.0)
製造業経常利益率 <主要短観・除く石油精製>	%ポイント △ 5.16 (1.11 <75/上>)	△ 1.72 (3.42 <82/下>)	△ 2.18 (3.06 <86/上>)	93/上 △ 4.04 (2.06)
製造業業況判断D.I. <主要短観>	%ポイント △ 119 (△67 <75/8月>)	△ 65 (△35 <82/11月>)	△ 44 (△27 <87/2,5月>)	93/11, 94/2月 △ 111 (△ 56)
鉱工業生産	% △ 18.7 <75/1Q>	△ 2.7 <82/4Q>	△ 0.9 <86/4Q>	93/4Q △ 13.5
製品在庫率	上昇幅 ポイント 63.3 (ピークレベル 143.6 <75/1月>)	22.8 (117.4 <81/5月>)	11.6 (113.6 <86/3月>)	93/10月 26.0 (123.6)

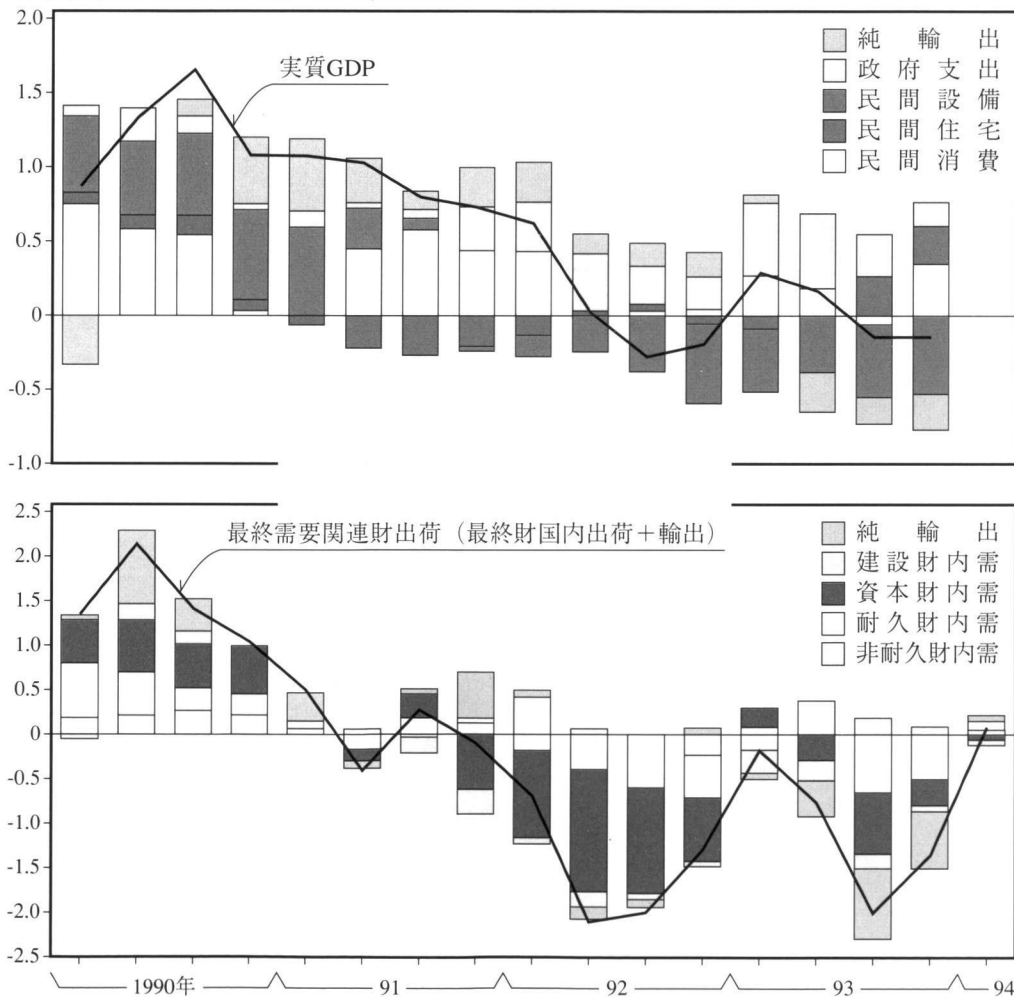
(資料) 労働省「職業安定業務統計」、通商産業省「鉱工業指数統計」、日本銀行「企業短期経済観測調査」

度補正予算の工事が徐々に進捗しつつあったうえに、93年4月には、公共投資の追加を中心とする総額13.2兆円に上る政府の経済対策が策定されたことから、切れ目のない景気下支え効果が期待されていた。また、輸出の一时的な増加もみられた。設備投資は依然減勢

を持続していたが、乗用車販売等の一部の個人消費関連指標にも持ち直しの兆しが窺われた。こうした状況の下で、マネーサプライの伸び率の一时的な高まりや、長期金利、株価の上昇など、金融面からも景気回復を示唆する動きがみられた（第2章で後述）。

(図表3) 成長の動向

(季調済後方2期移動平均、前期比 %)



(資料) 経済企画庁「国民所得統計」、通商産業省「鉱工業指数統計」

しかし、その後は為替相場の急速な円高や冷夏・長雨等の天候不順の要因もあって、以上のような動きが景気の明瞭な反転につながるには至らず、年後半にかけては、景気停滞色が再び強まった。すなわち、夏にかけての急速な円高の影響等から、輸出が減少する一方で輸入は消費財を中心に増加し、外需が大きく成長の足を引っ張った。また、個人消費についても、乗用車販売の持ち直しが一時的なものであったことが明らかとなったほか、夏場にかけては冷夏・長雨の影響等から季節商品の販売や国内旅行が大きく落ち込んだ。企業の景況感も、5月の「日銀短観」では一時的に下げ止まりの兆候が窺われた後、夏以降再び大きな落ち込みを示し、設備投資は一貫して減勢基調を続けた。上記の需要動向を反映して、年後半の国内生産・出荷は再び大幅な減少をみた。また、春頃までいったん進捗をみた在庫調整についても、その後一進一退の動きとなった。以上のような状況にあつて、日本銀行は9月に公定歩合を0.75%引き下げ、史上最低水準の1.75%とした。また、政府は同月、住宅金融公庫の融資枠拡大など、6.2兆円規模の経済対策を策定した。

94年に入ると、前述のように再び一部の経済指標に、下げ止まりないし持ち直しの動きを示すものがみられるようになっている。もちろん、これと似た動きは、昨年だけでなく、一昨年にもみられたものであるが、本年は改善を示す経済指標の範囲が広がっている。すなわち、年明け後、生産・出荷は昨年同時期よりも明瞭に増加し、在庫調整も進捗した。最終需要面をみても、住宅投資が引き続き堅調に推移しているほか、家電等にみられるストック調整の進展や、消費財価格の低下によ

る実質所得下支え効果等を背景に、個人消費の緩やかな持ち直しがみられている。また、設備投資は引き続き減勢基調にあるが、機械受注等の先行指標には下げ止まりの兆しも窺われる。輸出については、アジア諸国の高成長持続に加えて米国の景気拡大もあって、幾分増加しつつある。こうした生産、需要面の変化に加え、企業収益面においては、大企業中心にこれまでのリストラの成果が徐々に具体化しつつあり、この点も、最近では景況感下げ止まりの一因として作用しているように窺われる。

しかし、1～3月の生産・出荷の増加などには決算期末にかけての一時的な要因もかなり影響しており、現に4～5月には再び減少したとみられる。したがって、年明け後の指標の好転が、そのまま順調な景気回復につながるものであるかどうかは、なお見極めを要する。この間、政府は2月に5.5兆円の所得・住民税の減税を含む総額15.3兆円規模の経済対策を発表した。

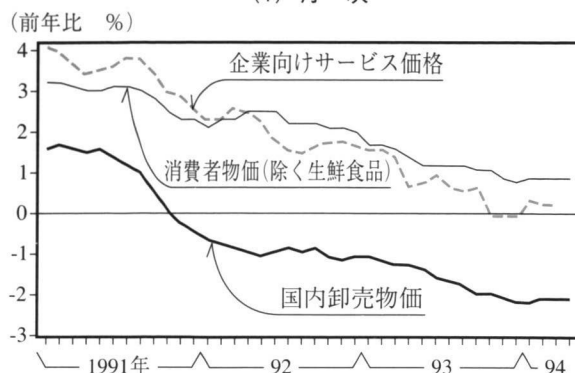
(2) 雇用・物価面の動向

企業リストラの進展から雇用調整が徐々に進行したことを受けて、雇用情勢は93年度中はほぼ一貫して悪化傾向を辿った。例えば、常用雇用者数の前年比伸び率は年度を通じて低下傾向を示したほか、有効求人倍率、失業率等の労働需給指標もジリジリと悪化を続けた。

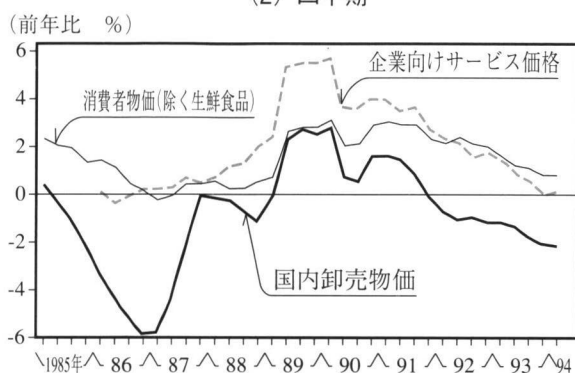
物価情勢をみると(図表4)、上記のような景気調整の下での製品・労働需給の緩和に加え、円高や東アジア諸国の供給力向上等が、国内物価の押し下げ要因として作用していることもあって、93年度中の物価は引き続き安定基調で推移した。すなわち、国内卸売物価

(図表4) 物 価 の 動 向

(1) 月 次



(2) 四半期



(資料) 総務庁「消費者物価指数」、日本銀行「卸売物価指数」「企業向けサービス価格指数」

については、製品需給の緩和が続いたことに加えて、円高の下での安値輸入品の流入や原油価格低下の影響もあって、年度を通じて弱含みで推移した。卸売物価の先行指標のひとつとされる商品市況についても、93年度から現在に至るまで軟調裡に推移している。また、企業向けサービス価格も一段と落ち着いた動きを示した。これは、企業リストラの進展等

に伴う全般的なサービス需要の低迷や人件費コストの落ち着きに加え、オフィスビル需給の悪化を反映した不動産賃貸料(継続契約分)の上昇テンポの鈍化、中・長距離電話料金引き下げの影響等を受けたものである。この結果、企業向けサービス価格は、10～12月には前年水準を幾分下回り、その後もほぼ前年水準並みで推移している。

消費者物価も落ち着き傾向を一段と明確化した。すなわち、生鮮食品(生鮮野菜)は天候不順の影響から7月以降かなりの上昇を示す局面もみられたが、生鮮食品を除けば、商品(一般商品、被服等)の上昇率は低下し、最近ではゼロ近傍となっている。これには、全般的な需給環境の緩和に加え、安値の輸入品の増加も影響しているとみられる。また、一昨年まで高止まり傾向の続いた民間サービスについても、人件費コストの落ち着きに加え、家賃の上昇率鈍化等から、落ち着き傾向が明瞭となった。このため、生鮮食品を除く消費者物価指数の前年比は11月に概ね4年半ぶりに1%割れを記録し、その後も1%を下回る状態が続いている(注1)。

この間、地価については、住宅地に関する限り、マンションの販売好調等を背景に不動産取引も幾分持ち直すにつれ、下落率は縮小している。しかし、商業地ではオフィスビル需要の緩和を背景に引き続き下落傾向を辿っている。

(注1) 既存の統計では十分にとらえられていないディスカウント・ショップ等の拡大を考えると、家計の購入単価は消費者物価指数よりも大きく低下している可能性がある。上記の消費者物価の動きは、こうした「価格破壊」現象に伴う実勢購買価格低下に、消費者物価が鞘寄せられていく過程ともとらえられる(この点について詳しくは、第3章第3節を参照)。

(3) 対外収支の動向

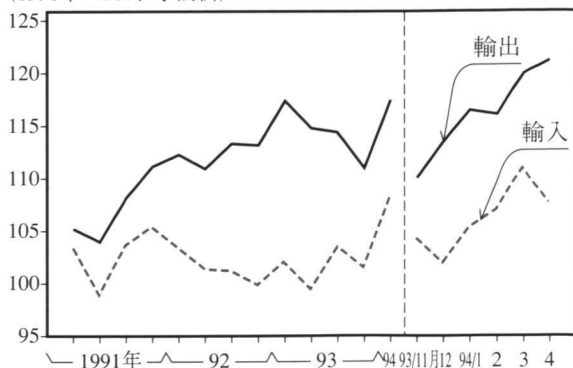
一方、対外収支面をみると(図表5)、93年度(速報)の貿易収支、経常収支の黒字幅は、ともに92年度に引き続き拡大を示した。貿易黒字は1,428億ドルと3年連続で既往ピークを更新したほか、経常黒字も1,300億ドルと2年連続で既往ピークを更新した。

このように、93年度は外需が大幅な減少となった一方で、対外黒字はむしろ拡大をみたが、これは、実質収支と名目収支の乖離によるものである。すなわち、実質貿易収支についてみると(注2)、実質輸出は、景気回復が明確化した米国、高成長を続ける東アジア向けを中心に増加したが、その増加幅は円高に伴う輸出採算の悪化や競争力の低下、さらには海外生産シフトの影響等から小幅にとどまった(92年度+4.6%→93年度+0.5%)。これに対し、実質輸入は、国内生産の減少に伴う原材料・中間財輸入の減少にもかかわらず、米国、東アジア等からの消費財輸入を中心に増加した(同△1.7%→+1.9%、この間、製品輸入比率は、92年度の50.1%から93年度には53.0%と上昇した)。この結果、実質貿易収支(90年=100)は、昨春以降昨年末にかけて減少基調を辿った(年度平均では、92年度の169.9から164.7へと減少した)。しかし、名目貿易収支は、年度通計でみると、円高に伴う逆Jカーブ効果もあって、黒字幅を拡大することとなった。この間、貿易外収支の面では、投資収益の受取超幅は引き続き高水準で推移したが、輸入の増加や海外旅行者数の高伸を受けて、運輸・旅行収支が大きく赤字幅を拡大したため、赤字幅がむしろ幾分拡大している。

(図表5) 対 外 収 支 の 動 向

(1) 実質輸出入の推移

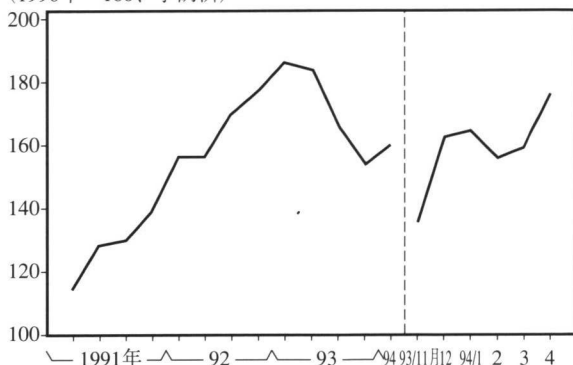
(1990年=100、季調済)



(注) 実質輸出(入)は、通関輸出(入)金額を輸出(入)物価指数でおのおのデフレートしたもの。

(2) 実質貿易収支の推移

(1990年=100、季調済)

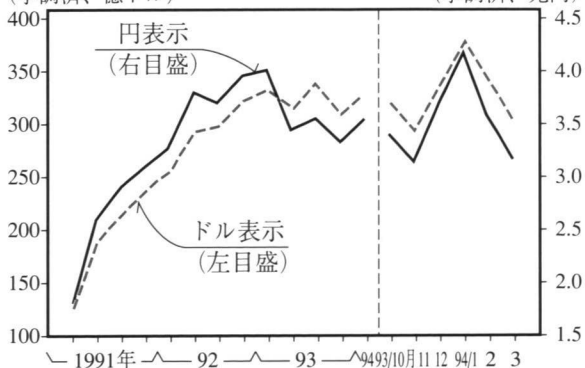


(注) 実質貿易収支=実質輸出-実質輸入

(3) 名目経常収支の推移

(季調済、億ドル)

(季調済、兆円)



(注) 月次計数は四半期ベースに換算したもの。

(資料) 大蔵省「外国貿易概況」、日本銀行「卸売物価指数」「国際収支統計月報」

(注2) 実質貿易収支とは、通関の輸出入金額を、それぞれに対応する輸出入物価指数を用いて実質化したものである。

2. 金融政策の展開と金融面の動向

(1) 金融政策の展開

93年度の金融政策は、第1章でみたような国内景気の低迷を背景に、緩和政策を継続した。

すなわち、日本銀行は、91年7月以降92年まで5次にわたって公定歩合の引き下げを実施してきたが、金融緩和の実体面への効果浸透をさらに促していくため、93年2月に入って公定歩合を2.5%と、それまでの最低水準(87年2月から89年5月)に並ぶまで引き下げた。景気はその後いったん下げ止まりの様相を呈したが、夏場にかけては、最終需要が停滞基調から脱せず、急速な円高の影響等もあって、企業マインドがむしろ慎重さを増すという状況となった。このため、金融市場では8月から9月にかけて金利先安観から金利低下圧力が強まった。こうした状況を踏まえ、日本銀行としても、公定歩合水準を前提としたうえで、これと整合的な範囲で短期金融市場金利の低下を促す市場調節を行った。

さらに93年9月には、実体経済面へのサポートをさらに強化することが適当と判断し、公定歩合を0.75%引き下げ、既往最低水準の1.75%とした。

その後、景気は年末にかけてさらに停滞し、11月から12月にかけて再び金利先安観が台頭したが、日本銀行としても、そうした市場参加者の景況感の変化に伴う自律的な金利低下圧力を自然なものと受け止め、これと整合的な市場調節を行った。

しかしながら年明け後は、個人消費を中心に経済活動の改善を示す指標がみられ始め、景気は下げ止まりの様相を示すようになり、金利先安観は後退した。ただ、現状景気はこうした改善の動きが今後も持続し得るものかどうか、また、経済全般に広がっていくかど

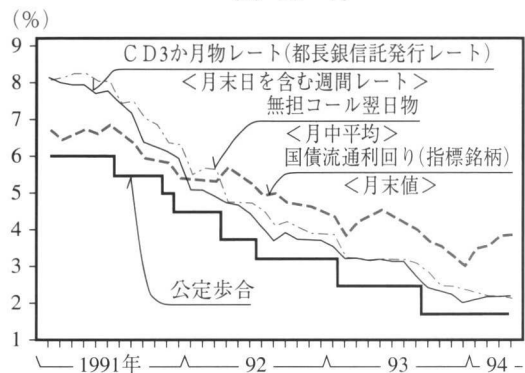
うか、なお慎重な見極めを要する段階にある。こうした状況の下、日本銀行では、経済の実態に応じた安定的な市場地合いが形成されるよう弾力的な市場調節に努めている。

(2) 金融・為替市場の動向

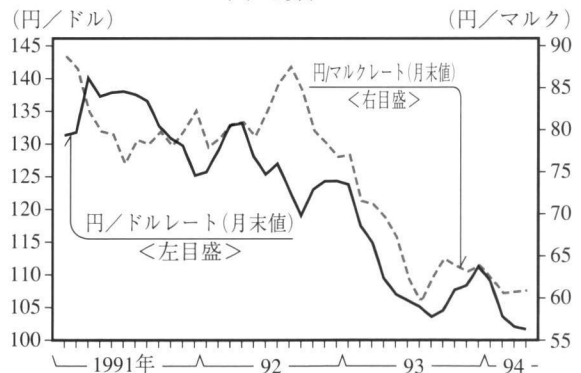
金融・為替市場の動向を振り返ってみると(図表6)、93年2月の公定歩合引き下げ以降

(図表6) 金利、為替レート、株価の動向

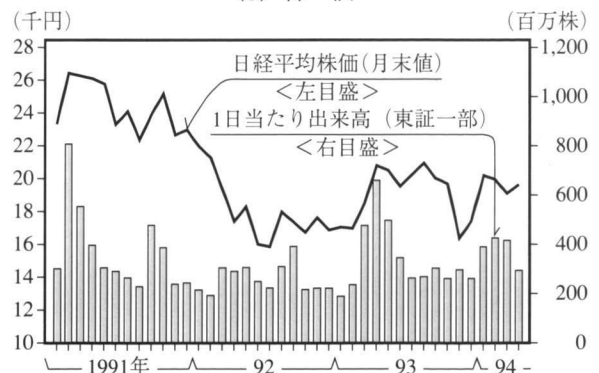
(1) 金利



(2) 為替レート



(3) 株 価



(資料) 日本銀行「経済統計月報」等

短期市場金利（コール翌日物、CD 3 か月物）が3%台前半で安定的に推移する一方、春先から5月にかけては、一部経済指標の好転や政府の経済対策策定へ向けた動き等を好感して、株価が反発し（日経平均株価は4月に約1年ぶりに2万円台を回復）、また長期市場金利（長期国債の流通利回り）も上昇をみた。

この間、円／ドル相場は、わが国の対外収支が高水準の黒字を続ける中で、2月以降

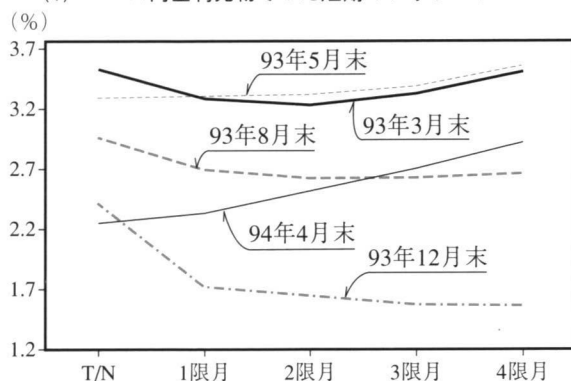
急速なテンポで上昇し、5月に110円割れとなった後、8月央には100円に近い水準で戦後最高値をつけた（8月16日東京市場終値：101.25円）。対欧州通貨でも、同様なテンポで円高が進んだ（対独マルク相場の東京市場終値：3月平均71.08円→8月13日59.48円）。

急速な円高の進行は、6月以降の天候不順や政局の動きとも相まって、市場参加者の景況感の下振れをもたらし、金融市場では夏場にかけて金利先安観が広がった（注3）。こう

（注3）将来時点における金利について、東京国際金融先物取引所のユーロ円金利先物（3 か月物）でみた短期のフォワードレートや、市場での円－円スワップレートから求められるインプライド・フォワードレートでみると、1年以内のレートは、5月から8月にかけて0.5%以上低下し、スタート時期の遅いものの方が低くなった。また、2～3年先のレートは、この間1～2%程度大幅に低下した。なおインプライド・フォワードレートとは、将来のある時点を中心とするレートについて、現物市場のイールド・カーブから逆算して求めたものである。

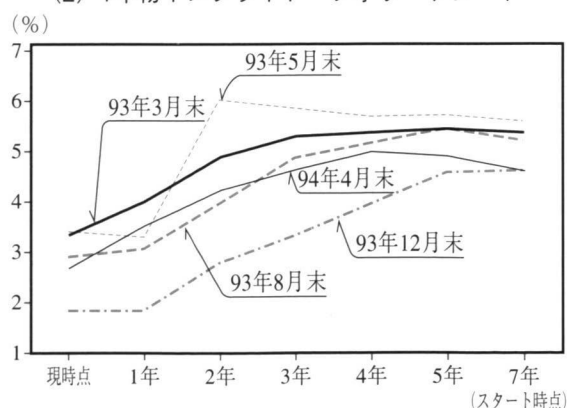
フォワードレートの動向

（1）ユーロ円金利先物でみた短期のフォワードレート



（注）T/N (Tomorrow/Next) は取引日の翌日渡し、翌々日返済取引における金利。

（2）1年物インプライド・フォワードレート



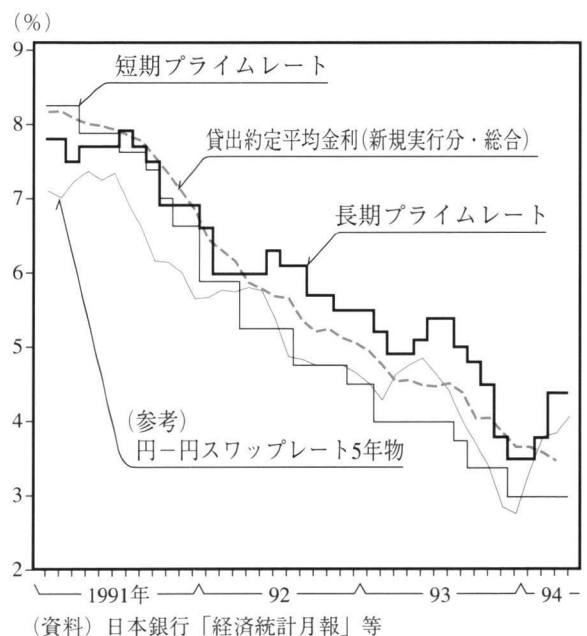
（資料）東京国際金融先物取引所「統計月報」、山一証券調べ

した中、短期市場金利は、日本銀行の弾力的市場調節もあって、8月央以降低下傾向を辿った後、9月21日の公定歩合引き下げを受けて一段と低下した（利下げ直後は翌日物、3か月物ともに2.5%程度）。また、長期市場金利も、5月をピークにはほぼ一貫して低下傾向が続いた（国債指標銘柄流通利回り：5月末4.575%→9月末3.730%）。この間、株価については、6月中政局の動きや円高の進行等からいったん下落した後は、長・短期市場金利の低下等を背景に、薄商いながらも緩やかに上昇し、9月上旬には年初来高値を更新した（9月13日、日経平均終値：21,148円）。

その後、為替相場は、円高の行き過ぎに対する警戒感に加え、日米の景気動向の違いが注目される中で、徐々に円高修正が進み、対ドルでは111円台（東京市場終値）まで戻して越年した。市場金利については、特に10月央以降、国内最終需要に関する景気指標に改善の兆しが窺われないことなどを反映して再び低下基調を辿り、短期市場金利（3か月物）は年末には2.1%程度、長期市場金利は同じく3.0%程度まで低下した（注4）。また、市場金利の低下を反映する形で預金金利もかなり低下し、貸出金利についても（図表7）、長・

短期プライムレートが、夏場以降年末にかけて数次にわたって引き下げられ、いずれも既往ボトムを更新した（93年8～12月の間の累計引き下げ幅：長期△1.9%、短期△1.0%＜都市銀行の場合＞）。この間、株価についても、10月下旬以降、企業業績に対する不透明感を背景に大幅に下落し、日経平均でみて一時は16千円前後まで低下した後（11月29日終値：16,078円）、17千円台半ばで越年した。

（図表7） 貸出金利の動向



（注4）この時期、当時の景気情勢を眺めて短期的な金利低下期待が強まるとともに、中長期的にも低金利が続くとの見方が増えた。

この点を前述のフォワードレートの動きでみると、年末にかけて、短期のフォワードレートが足元の金利に比べ0.5%以上低い1.6%台まで低下する一方、1年先以降の金利は、4～7年先のレートまで含め1%前後大幅な低下をみた。このことは、市場参加者の間で、わが国経済の先行き成長率に対する見方が下振れした可能性を示唆している（注3の図表を参照）。

94年入り後は、それまでの市場の基調にやや変化がみられた。まず、円／ドル相場は、年初に緩やかな円高に転じた後、2月央には日米経済包括協議の不調等から一時101円台まで急騰した。その後いったん105円前後まで戻したものの、3月末以降日米通商問題を巡る思惑や米国債券・株式市況の下落等を背景に円高・ドル安が進み、5月初には一時100円に接近した。その後、為替安定に関する国際協調を確認する声明が米国財務省から出され、円高・ドル安は幾分是正されたが、依然不安定な地合いを脱し切れていない。一方、株価は、国際的にみた日本株の出遅れ感等を背景に、外人投資家が買い姿勢を強める中、政治改革関連法が成立した1月末には再び日経平均で2万円台を回復した。その後、急速な円高や法人等の決算対策売りの増加から軟化する局面はあったが、企業収益の底入れ期待などもあって大きく下落することはない、概ね19～20千円台で推移している（注5）。

長期市場金利は、1月上旬に87年6月以来

の3%割れ（国債指標銘柄流通利回り）となったが、その後は、国債等の増発による需給悪化懸念や米国長期金利の上昇、一部経済指標の好転や株価持ち直しを背景とした金利低下観測の後退などを受け上昇に転じ、3月下旬には一時4.3%近くまで上昇した。もっとも、4月に入ってから小幅低下し、最近では4%割れの水準で推移している。年初の金利上昇に関しては、海外における長期金利の上昇が、ディーラー心理等を通じてわが国の長期金利に影響したことは否定できない。また、近年急拡大をみている金融派生商品（derivatives）取引が、各国金融市場間の連関に変化をもたらしているとの指摘もあるが、長期金利がその国の経済実態から長期的に乖離するとは考えられない。現に、わが国では4月以降長期金利が反落したが、これは、景気が下げ止まりの様相を強めてはいるが、なお明確な反転は確認されておらず、インフレ期待も鎮静化していることを反映したものとみられる（長期金利の国際的連関については、

（注5） 本年1～3月の株式主体別売買状況をみると、外人の買い越し幅は、昨年1年間の買い越し幅を大幅に上回る水準に達している。一方、昨年中は公的資金の流入もあって、買い越していた金融機関が、決算対策からかなりの売り越しに転じたのに加え、投信の解約売りも増加した。また、事業法人は、決算対策絡みを中心に昨年中からコンスタントに売り越しており、この中には持合い株式の売却も含まれているとみられている。

図表8、後掲ボックス1を参照)。

短期市場金利は、日本銀行の金融緩和政策が継続される中、翌日物が緩やかに水準を切り下げ一方（直近<94年5月>の無担コー

ルレートは2.0%台と既往最低水準）、3か月物は引き続き2.1～2.2%台の低い水準で安定的に推移している。この結果、市場金利の期間構造をみると、本年入り後は長短金利格差

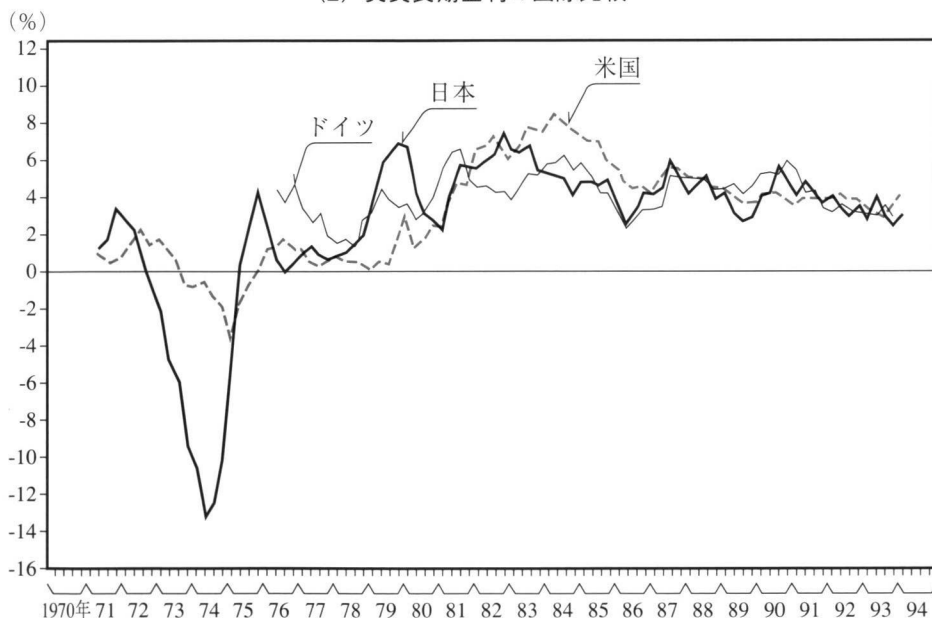
(図表8) 長期金利の国際的連関

(1) 日米長期金利の時差相関

	1970～79年	80～89年	90～94年3月
金利水準の相関係数	0.507 (－6)	0.827 (0)	0.961 (0)
金利変化幅（前月差）の相関係数	0.174 (－1)	0.389 (0)	0.509 (+1)

- (注) 1. () 内は日本が先行する四半期数<マイナスは遅行>。
2. 米国の長期金利は10年物国債、日本の長期金利は70～79年は電々債、80～89年、90～94年3月は10年物国債を使用して計測。

(2) 実質長期金利の国際比較



- (注) 1. 名目長期金利は各国とも10年物国債（ただし、ドイツについては、85年第4四半期以前は7～15年物国債を使用）。
2. 実質金利の算出に当たっては、GDPデフレーター前年比で実質化（ただし、直近時点はOECD見通しインフレ率を使用）。

(3) 日米インフレ率の時差相関

	1970～79年	80～89年	90～94年3月
GDPデフレーター前年比の相関係数	0.665 (+3)	0.796 (+2)	0.876 (－3)

- (注) () 内は日本が先行する四半期数<マイナスは遅行>。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」等

[ボックス1]

長期金利の国際的連関について

94年入り後日米欧の主要国の長期金利（名目）がほぼ同時期に上昇をみたことが、長期金利の国際的連関についての関心を高めている。以下では、トレンドとしての長期金利の国際的連関についてみる。

日米の名目長期金利について、金利の水準および同変化幅での時差相関係数をとると、80年代以降高まってきており、一見両者の連関が強まっている（前掲図表8の（1））。もっとも、名目長期金利が期待インフレ率や（名目）短期金利の影響をも受ける以上、名目長期金利が同一方向で動く必然性は乏しいと考えられる。

これに対し、内外の実質長期金利は、国際的な資本移動の自由化に伴い実質金利差に着目したアンカパー・ベースの裁定が活発化することにより、次第に収斂（しやうりん）すると考えられる。ちなみに、70年代以降の日米独3か国の実質長期金利（「名目長期金利」-「GDPデフレーター前年比実績」）をみると、トレンドとしては収斂してきている（図表8の（2））。

したがって、80年代以降の日米名目長期金利の相関係数の高まりについては、実質長期金利の国際的な収斂傾向の中で、80年代（特に後半）以降の両国のインフレ・パフォーマンスの相違が70年代より小さくなってきた（ちなみに、日米間のGDPデフレーターの時差相関係数は、70年代から80年代にかけて上昇（図表8の（3）））ことが基本的な背景にあると考えられる。

が全般的に拡大した（注6）。なお、貸出金利については、更年後の長期市場金利の上昇を受けて長期プライムレートが2月以降引き上げられているが、全国銀行の新規貸出約定平均金利（総合）は、短期市場金利の落ち着きや金融機関の金利設定が弾力化していること（注7）などを背景に引き続き低下し、本年3月には3.484%と既往最低水準となっている。

（3）通貨・信用量の動向

93年度中の通貨・信用量の動向をみると、金利水準の大幅な低下にもかかわらず、引き続き低い伸びで推移した。

まず、国内非金融部門の資金調達動向についてみると、企業部門は、景気停滞下で資金需要が低調に推移する中、借入金を中心に外部資金調達も総じて低調であった（図表9）。

（注6）市場金利の形成に当たっては、金融・経済の先行きに対する市場の様々な期待が反映される。このところの長短市場金利差の拡大は、悲観色が特に強まった昨年末時点に比べると、市場の景況感が幾分改善しつつあることを示している可能性がある。

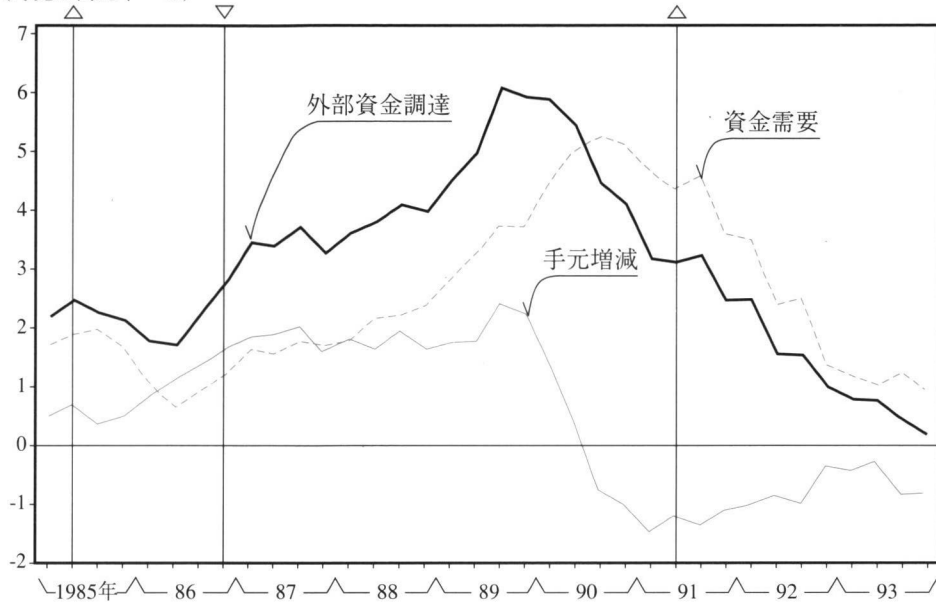
ちなみに、フォワードレート of 更年後の動きをみると、短期のレートは、2%台に戻りかつ再びスタート時期の遅いものの方が高くなった。また、1年先以降のレートは昨年夏頃の水準に戻り、10月から本年初にかけての市場における金利観の大幅な下振れが修正された形となっている（前掲注3の図表を参照）。

（注7）貸出の付利形態をみると、93年度においては、都銀を中心にスプレッド系の貸出を活用して取引の維持・拡大を図る動きが目立った（スプレッド貸出とは、例えばインパクトローンのように、市場での銀行の限界調達コストに一定の利鞘＜スプレッド＞を乗せて貸出金利を設定する方式を指す）。このため、市場金利が全般的に低下した93年度においては、貸出金利のよりスムーズな低下が実現したとも考えられる。

(図表9) 企業の資金需要・調達の動向

(1) 企業の資金需要等の推移（全産業ベース、季節調整済）

(対売上高比率 %)



(注) 1. △は景気の山、▽は谷を示す。

2. 企業の外部資金調達＝資金需要＋手元増減

＝（設備資金＋在庫資金＋企業間信用－内部留保等）＋手元増減

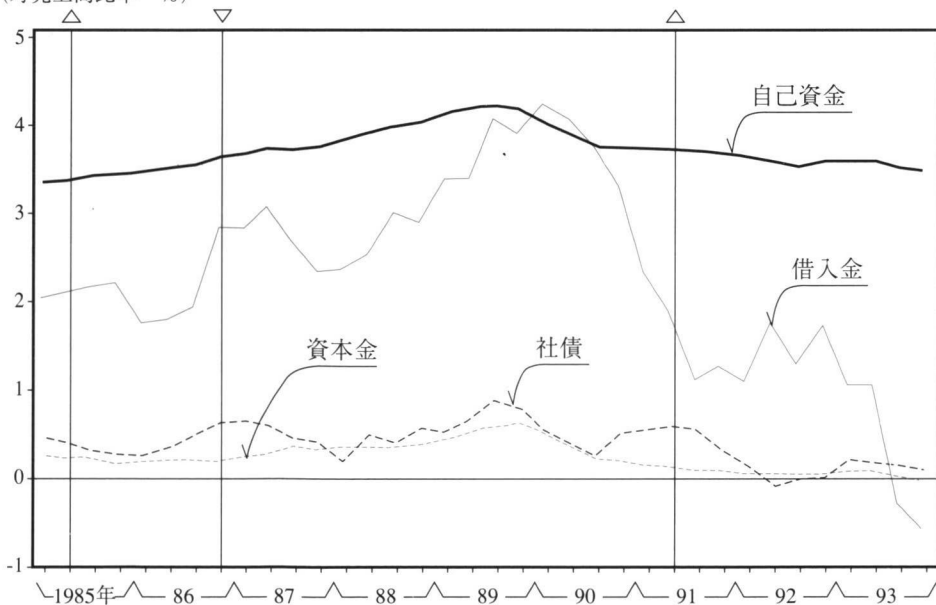
* 企業間信用＝受取手形＋売掛金－支払手形－買掛金

** 内部留保等＝法定準備金＋剰余金＋引当金

*** 手元＝現預金＋株式＋公社債＋その他有価証券

(2) 企業の資金調達の推移（全産業ベース、季節調整済）

(対売上高比率 %)



(注) 1. △は景気の山、▽は谷を示す。

2. 借入金＝短期借入金＋長期借入金

自己資金＝減価償却費＋経常利益／2

(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

そうした中で、93年度の資本市場における民間資金調達、普通社債が内外ともに減少する一方、エクイティ・ファイナンスは、株式市場の持ち直しに伴い、優良中堅・中小企業の国内転換社債発行を中心に大幅に増加した。しかし、このうち増資に関しては、引き続きほとんど実施されなかった（図表10）。93年度の普通社債発行の減少については、電力債の発行が低水準となったことや、94年1～3月における長期金利の上昇から、起債の一部が4月以降にずれ込んだことなども影響してお

り、底流では、企業は普通社債発行を含めコスト面でより有利な調達を行おうとする姿勢を強めている（注8）とみられる。一方、借入については、中小企業を中心に政府系金融機関からの借入増加が目立った。これは、政府の経済対策の一環として、貸付枠の拡大や融資基準の緩和などが図られたことに加え、低金利下で長期固定資金に対するニーズが強まったためであろう。

個人部門については、住宅信用が住宅金融公庫融資分を中心に増加する反面、住宅以外

（図表10） 資本市場における民間資金調達

（単位 億円、（ ）内は前年比 %）

	資本市場 調 達 計	うち 普通社債	転換社債	新株引受 権付社債	増 資
1989年度	282,878 (45.7)	19,117 (7.0)	93,816 (16.3)	90,951 (82.6)	78,994 (72.5)
90年度	99,525 (△64.8)	48,948 (2.6倍)	13,704 (△85.4)	30,229 (△66.8)	6,644 (△91.6)
91年度	144,655 (45.3)	79,890 (63.2)	19,218 (40.2)	42,112 (39.3)	3,435 (△48.3)
92年度	111,992 (△22.6)	85,976 (7.6)	8,041 (△58.2)	16,304 (△61.3)	1,671 (△51.4)
93年度	108,846 (△ 2.8)	58,313 (△32.2)	26,074 (3.2倍)	21,396 (31.2)	3,063 (83.3)

（注）民間金融機関の調達する劣後債以外の金融債は含まれない。

（資料）日本銀行「経済統計月報」

（注8）規制緩和や投資家ニーズをつかんだスキームの導入などにより、社債等の発行市場の整備が着実に進んでいる。すなわち、昨年以降も、国内社債市場における無担保債の適債基準の緩和（BBB格以上まで発行可能）、償還年限の一層の多様化（初の5年社債発行）、変動利付債や二重通貨建て債の導入などが図られた。ちなみに、国内公募普通社債の発行登録をみると、93年度末における登録済みの一般事業法人（電力会社、NTTを除く）は計98社、登録総額は7.8兆円に達している（92年度末：69社、5.4兆円）。また、株式発行については、94年3月に、4年ぶりに時価発行増資がみられた。

の一般消費者信用は、消費や財テクに絡んだ資金需要が停滞する下で、減少傾向が続いた。また、公共部門では、税収低迷、経済対策に伴う支出の拡大などから資金不足が拡大し、93年度の公共債発行額（公募分）は、既往最高の46.5兆円に達するとともに、金融機関の地方公共団体向け貸出も極めて高い伸びが続いた（図表11）。

こうした状況の下で、民間金融機関の貸出は、企業・個人向けを中心に93年度も低迷した。全国銀行の総貸出の伸び（平残前年比）は期を逐って低下し、このところ既往最低の水準にある（94年4月+0.3%）。

民間金融機関の貸出が低迷する中で、93年

（図表11）公共部門のファイナンス動向

（1）公共債発行額（公募分）

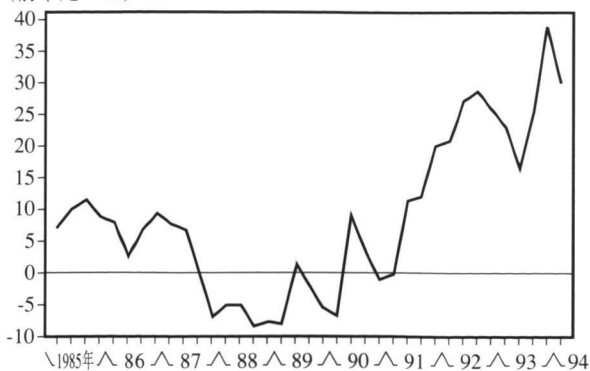
（単位 億円）

	1989年度	90年度	91年度	92年度	93年度
公共債合計	243,876	360,822	357,746	392,087	465,083
国債	215,685	332,320	329,534	362,875	427,802
政府保証債	18,208	19,083	19,073	18,077	23,571
地方債	9,983	9,419	9,139	11,135	13,710

（注）政府保証債、地方債は国内起債分のみ。

（2）全国銀行の地方公共団体向け貸出残高

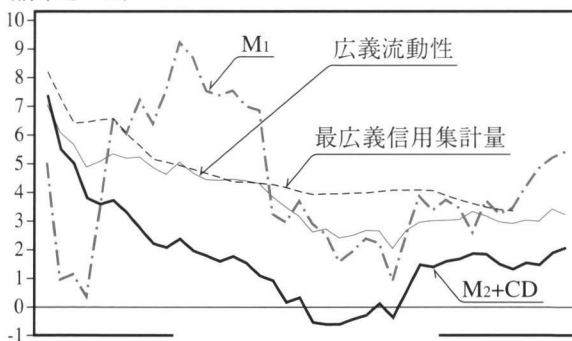
（前年比 %）



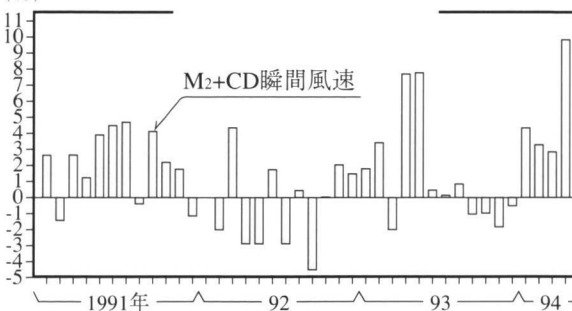
度のマネーサプライ（ $M_2 + CD$ 平残前年比）は、92年度に比べれば若干伸びを高めたものの、引き続き低い伸びにとどまった（92年度+0.1%→93年度+1.5%）。この間の推移をみると（図表12）、92年10～12月（ $\Delta 0.5\%$ ）を底に93年7～9月（+1.7%）にかけて緩やかながら伸びを回復した後、年度下期はその水準で伸び悩んだ。季調済前期比では、93年4～6月に年率4%台まで高まった後、7～9月、10～12月はほぼ横這いで推移したが、94年1～3月は同2%台とやや回復した。法・個人等、通貨保有主体の統合したバランスシートを念頭においてマネーの供給源を考

（図表12）通貨・信用集計量の動向

（前年比 %）



（%）



（参考）マネーサプライ見通し（平残前年比）

93年1～3月	0%前後	94年1～3月	1%台
4～6月	0%台	4～6月	1%台
7～9月	1%台		
10～12月	2%前後		

（注）1. 最広義信用集計量は四半期末残（93年末まで）。
2. 瞬間風速とは季節調整済計数の前月比増加率の年率換算。

（資料）日本銀行「経済統計月報」

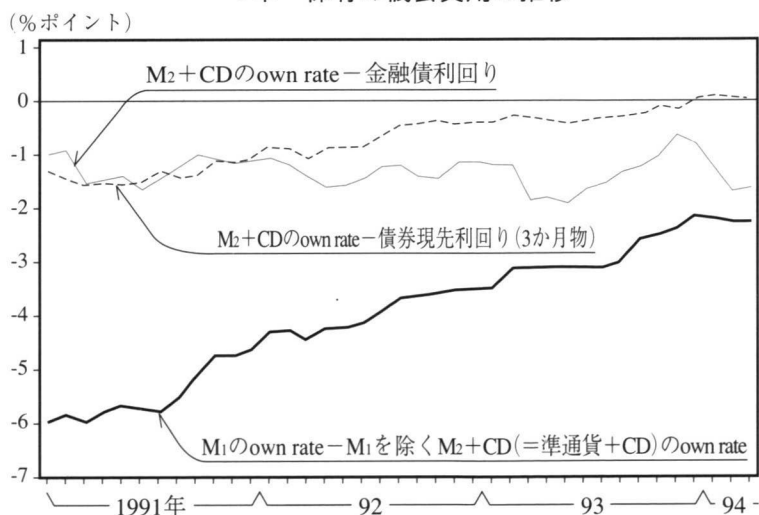
えると、年度前半の回復は主として財政資金のネット支払い増に対応したものであり、その後は、これによる押し上げ効果が一巡する中で、金融機関貸出が低調に推移したことがマネーの伸び悩みに対応している。

こうした量的指標の伸び悩みは、より広範囲の金融資産を含む広義流動性や、信用面からみた最広義信用集計量（国内非金融部門金融負債）などでもみられている（ともに前年比

+3～4%でほぼ横這い圏内で推移）。なお、過去 $M_2 + CD$ の伸びの攪乱要因となった他の金融資産とのシフト・イン、シフト・アウトの動き（例えば91年においては郵貯シフト、92年においてはヒット、MMF等に対するシフトが、広義流動性に比べて $M_2 + CD$ の伸びの低下を大きくした）については、93年度中は比較的落ち着いたものとなった（注9）。

（注9） $M_2 + CD$ の構成要素である M_1 （現金通貨+預金通貨）については、金利低下による保有する機会費用の低下から、このところ比較的高い伸びとなっている（94年1～3月平残前年比+4.7%）。決済性のマネーである M_1 は、本来投資や消費のための待機資金的性格が強いと言えるが、過去 M_1 の伸びと実体経済の動きとの間に安定的な関係があるとはいえない。なお、 $M_2 + CD$ 保有の機会費用を、 $M_2 + CD$ 対象資産の保有利回り（own rate）と短期市場金利の差と考えるならば、近年は、預金金利の自由化に伴って、金利の動向いかんにかかわらず極めて小さくかつ安定的となっている。また、長期金利と $M_2 + CD$ 保有利回りの差が機会費用であるとした場合にも、最近では1～2%の範囲内で比較的安定している。これに対し、 M_1 保有の機会費用を M_1 の保有利回りと M_1 を除く $M_2 + CD$ （＝準通貨+CD）の保有利回りの差とすると、かつてに比べ著しく低下してきている。したがって、最近の金利の全般的低下は、 M_1 保有の機会費用を低め、 $M_2 + CD$ 内における M_1 以外から M_1 へのシフトをもたらしている可能性がある。

マネー保有の機会費用の推移



（注）own rateは、マネー資産を保有することによって得られる金融資産の収益率を指し、対象金融資産の金利の加重平均を計算することで算出される。具体的には、対象金融資産残高ごとにそれぞれの預金金利を掛け合わせて（現金はゼロ）1年間に得られる利息収入の総額を算出し、これを対象金融資産の合計で除して算出する。

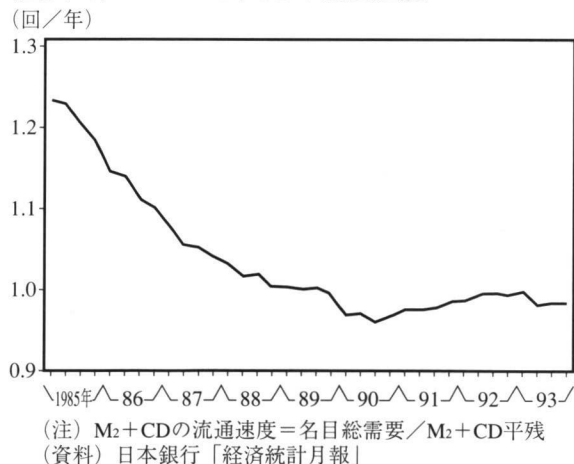
（資料）日本銀行「経済統計月報」

(4) 金融緩和の効果

以上述べた金融市場や通貨・信用面の動向を踏まえて、金融緩和の効果について改めて検討してみたい。今回金融緩和期を通じた特徴は、金利の持続的かつ大幅な低下にもかかわらず（注10）、幾つかの重要な金融関連指標が従来の金融緩和期とは明らかに異なる動きを示していることである。例えば、既に述べた貸出、マネーの低い伸びがある。そこで、マネーの伸びの低迷について、実体経済との関係でどのように評価すべきかを考えよう。

まず、マネーの流通速度（名目総需要/ $M_2 + C D$ 平残）をみると（図表13）、90年度下期

(図表13) $M_2 + C D$ の流通速度

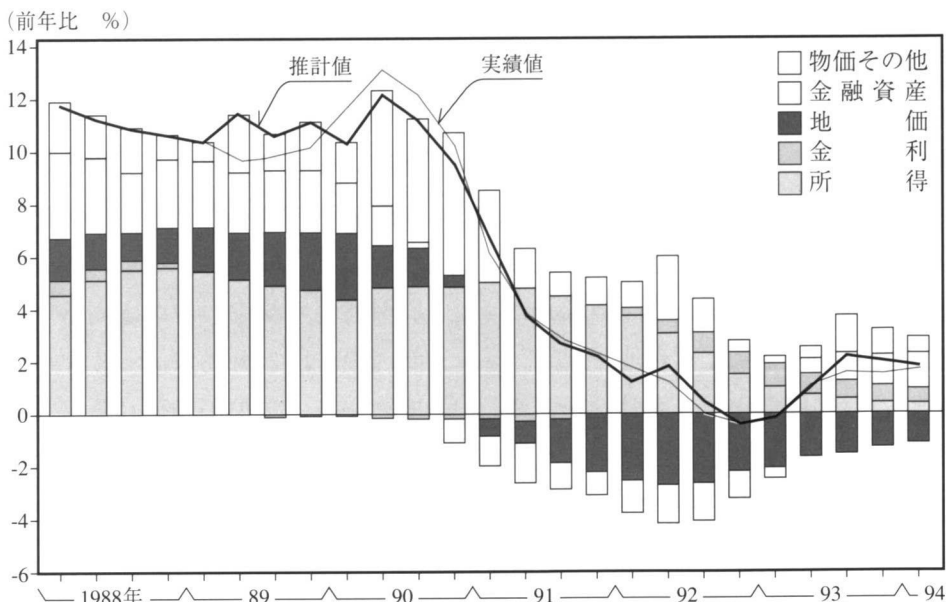


から緩やかな上昇トレンドにあったが、93年度には横這いとなった。つまり、このところマネーの伸びが名目総需要の伸びと平行になってきている。ちなみに、通貨需要関数を用いて93年度のマネーの伸びの要因分解を試みても（後掲図表14）、資産価格下落に伴う押し下げ要因（マイナスの資産効果ないし取引需要の減少）がほぼ剥落する中で、所得要因の一段の低迷によってマネーが伸び悩んでいるとの結果が得られる。資産価格、資産取引変動による攪乱が大きくなり、また他の金融資産との間のシフトの影響を無視し得るとき、マネーが概ね実体経済（名目所得）の同時指標となる傾向が近年みられるが、93年度についてもこれが当てはまったと言える。この限りでは、マネーの伸びの低迷は、実体経済活動の低迷を映したものであろう。

しかし、この分析のみからは、マネーが実体経済を反映したのか、逆にマネーの低い伸びが実体経済活動の低迷に何らかの影響を及ぼしたかが明らかではない。そこで、この問題を考えるための手掛かりとして、今回緩和期における他の特徴的な事実を挙げると、①銀行の融資姿勢に対する借り手企業の見方を示す

(注10) 金利の低下は、投資のための資金調達コストの引き下げ（価格効果）や、貯蓄超過主体から支出性向がより高いとみられる投資超過主体への所得移転（所得ないし分配効果）などを通じて、景気刺激効果を有する。また、運用利回りの低下した、ないし保有の機会費用の高まった金融資産から、実物資産への資産構成のシフトや、資産価格の上昇を促すことを通じた消費支出刺激効果（資産効果）も考えられる。これらの諸効果には、重複する面があり、必ずしも効果発現ルートが異なるわけではないが、投資超過主体のキャッシュフローの改善から始まって、投資のための新たな負債の増加というプロセスにまで至ることによって、効果発現が完了する。

(図表14) 通貨需要関数によるマネー需要の要因分解



(推計式)

$$\log(M/P) = -0.685 + 0.696 \log(M/P)_{-1} \\ (-2.5) \quad (16.8) \\ + 0.302 \log(Y/P) \\ (5.6) \\ - 4.70 \times 10^{-3} R \\ (-8.5) \\ + 1721 (\text{地価}/Y) \\ (4.8) \\ + 4139 \Delta (\text{地価}/Y) \\ (2.1) \\ + 0.124 \log(W/Y) \\ (5.0)$$

M : $M_2 + CD$
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)

計測期間：71/1Q～93/4Q

 $R^2 = 0.9997$ S.E. = 7.01×10^{-3}

D.W. = 1.12

() 内はt値

(資料) 日本銀行「経済統計月報」「資金循環勘定」、経済企画庁「国民所得統計」、
日本不動産研究所「市街地価格指数」

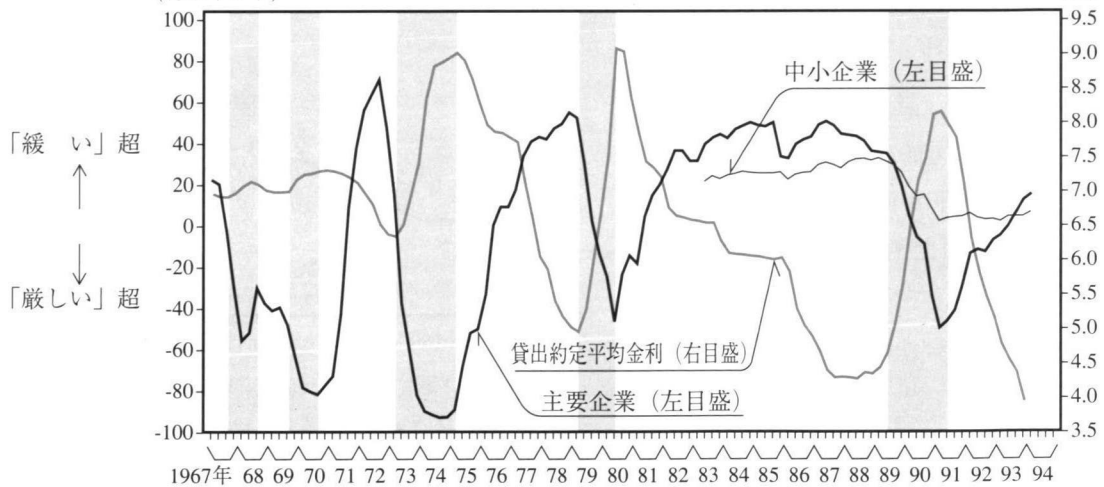
短観の「金融機関の貸出態度判断D.I.」は、80年代までは貸出約定平均金利とほぼ逆相関に変動していたが、91年以降は、貸出約定平均金利が低下を続けている中で、同D.I.の「緩い超」幅の改善は小幅にとどまってきた(図表15)(注11)。また、②金融機関の貸出利鞘は91年以降かなり拡大し、その後若干縮小

したものの、金融機関の融資姿勢が積極化した80年代後半との比較では、高水準で推移してきた。加えて、③非製造業中小企業では、これまでの緩和局面には金利低下に呼応した設備投資の増加がみられたが、今次局面においては金利の大幅な低下にもかかわらず設備投資の不振が続いている。

(注11) さらに詳しくみると、今回の金融緩和局面では、金融機関貸出態度は「緩い」とする企業が増加すると同時に、中小企業の中には「厳しい」とする企業も増えているのが大きな特徴である。

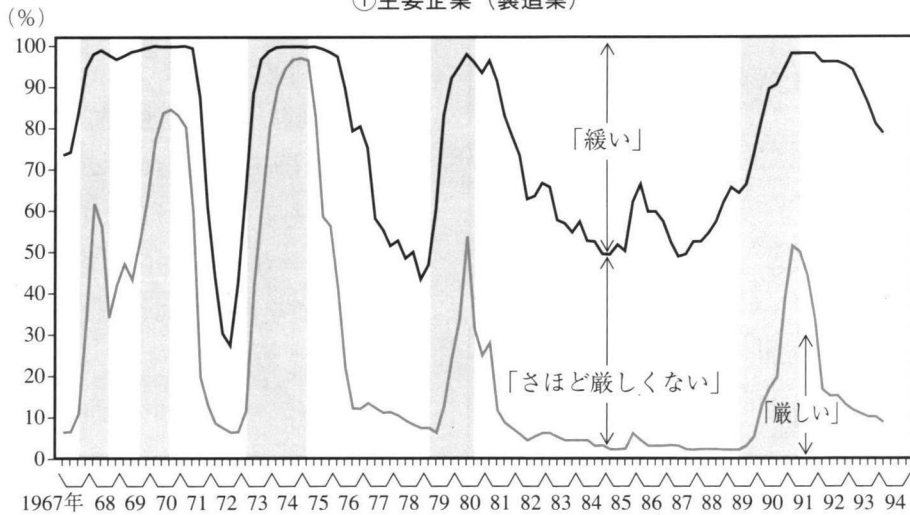
(図表15) 金融機関貸出態度判断D.I.の推移

(1) 貸出態度判断D.I. (全産業) と貸出約定平均金利 (新規実行分・全銀ベース) の推移
(%ポイント) (%)

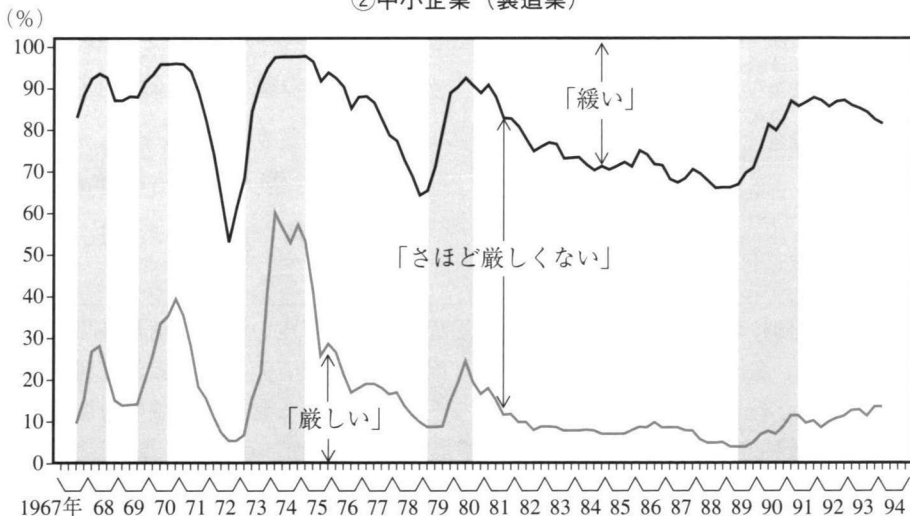


(2) 貸出態度判断D.I.の回答選択肢別内訳構成比の推移

①主要企業 (製造業)



②中小企業 (製造業)

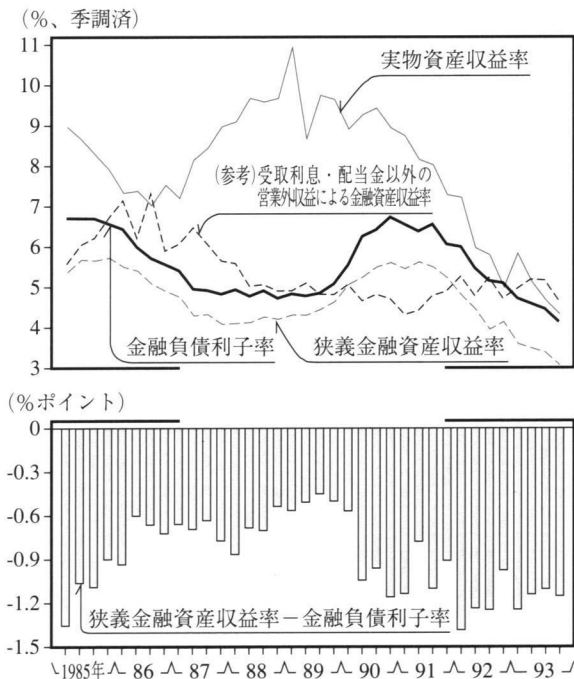
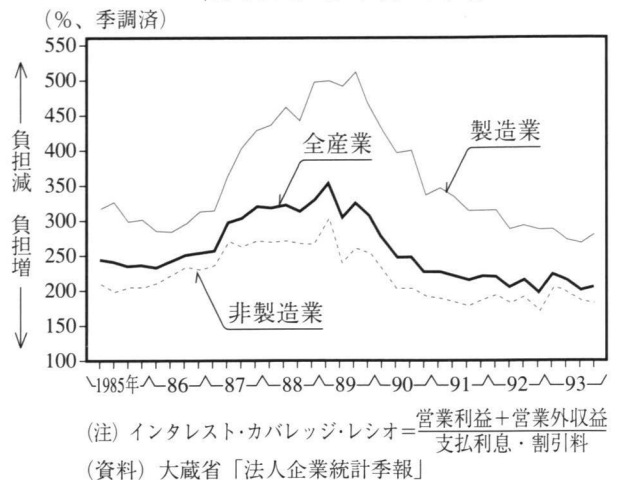


(注) シャドー部分は、公定歩合引き上げ局面を示す。

(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

これらの背景としては、次のような事情が考えられる。まず第1に、景気調整の深化に伴い実物資産収益率が低迷し、資金需要を抑えてきたことである。金融緩和局面入り後、金融負債利子率が一貫して低下する一方で、実物資産収益率も同様な低下傾向を辿ってきたため、金利の低下が直ちに投資採算の好転には結び付かなかった(図表16)。また、キャッシュフローとの対比でみた場合の利払い負担もなかなか軽減しなかった(図表17)。言い

(図表16) 企業の資産収益率等の推移

(図表17) 企業の利払い負担
(インタレスト・カバレッジ・レシオ)

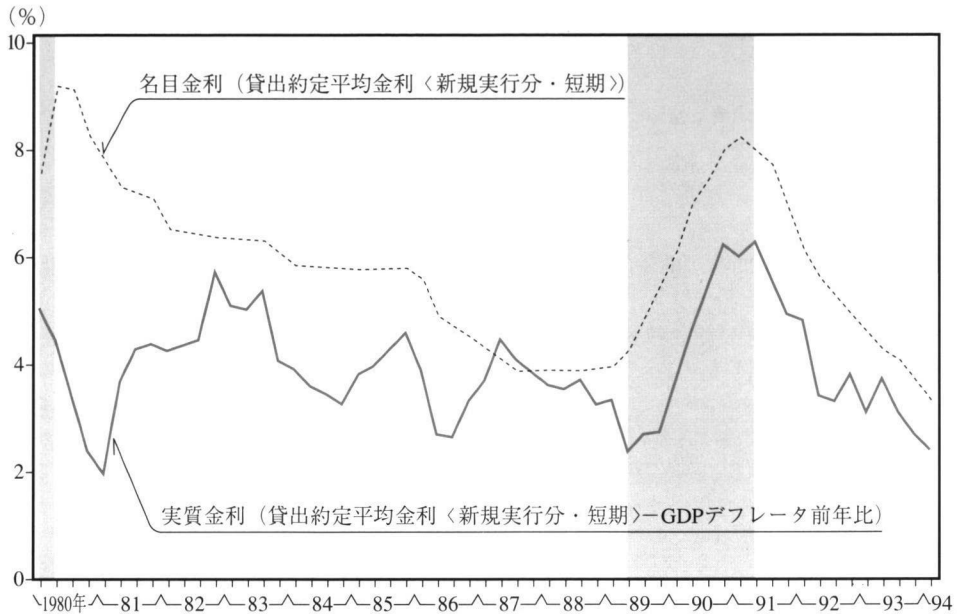
換えれば、実物資産面でのストック調整圧力が続いてきたために、金利の低下が負債の増加に結び付きにくい事情にあった(なお、実物投資または負債と金利の関係については、直近の収益率の低迷に加え、企業の成長期待率そのものが下振れしている影響をも考える必要がある。この点については第3章で検討する。一方、期待インフレ率の変化に着目する「実質金利」論については図表18、後掲ボックス2を参照)。

第2に、企業の財務面でのリストラの動きである。上記のように収益が低迷する中で、企業は金融資産・負債バランスそのものの見直しを行っており、特に大企業を中心に、金利負担軽減の見地から手元流動性の取り崩しや、子会社の整理による有利子負債の圧縮に取り組む動きが続いている(注12)(中堅・中小企業でも、借入金返済のためのエクイティ・ファイナンスが活発である)。

(注12) なお、バブル期においては、金融自由化の過程での金利形成の歪みや金融機関の業容拡大指向の強まりなどによって、金融資産収益率(受取利息・配当金/金融資産)と金融負債利子率の格差が縮まった(図表16)。また、株価の高騰によりキャピタル・ゲインによる営業外収益も増加した。このため、金融資産・負債の両建てによるバランスシートの膨張がみられたが、現在は、こうした状況にはない。

(図表18) GDPデフレーターから算出した実質金利の推移

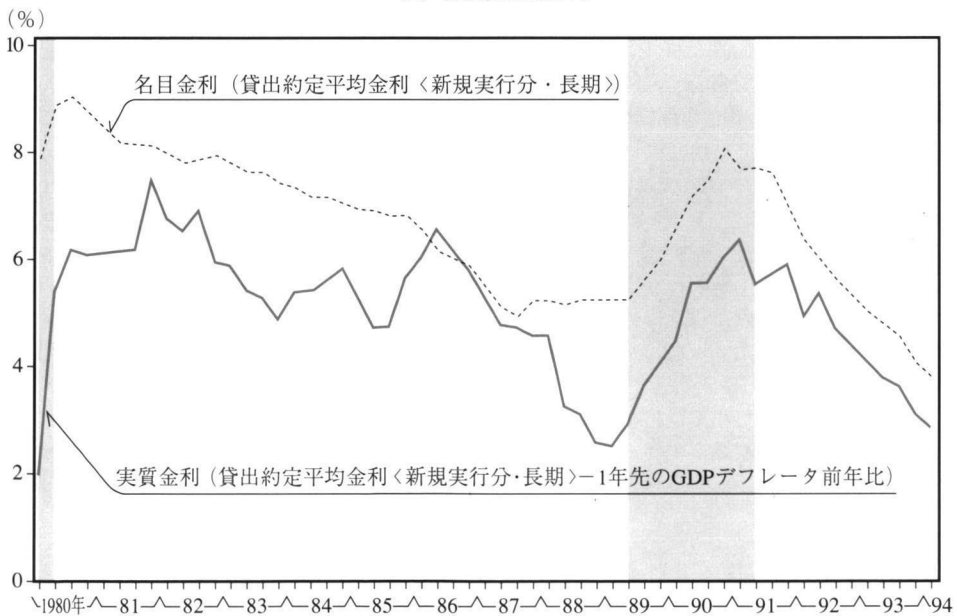
(1) 短期実質金利



(注) 1. シャドー部分は、公定歩合引き上げ局面を示す。

2. 94/1Qの短期期待インフレ率は、93/4QのGDPデフレーター前年比を利用。

(2) 長期実質金利



(注) 1. シャドー部分は、公定歩合引き上げ局面を示す。

2. 93/1Qから94/1Qまでの期待インフレ率は、93/4QのGDPデフレーター前年比を利用。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」

[ボックス2]

実質金利について

「実質金利」とは、名目金利から期待インフレ率（およびインフレリスク・プレミアム）を差し引いた概念である。経済主体にとってインフレ率の先行き予想がその支出行動における決め手のひとつになるため、その資金調達コストをみる際、名目金利のみならず、インフレ期待を織り込んだ実質金利を考える必要がある。もっとも、現実には指標となるインフレ率の選択や期待インフレ率の計測について困難な問題がある。そうした留保条件の下に、最近の実質金利水準を以下で検討する。

まず、短期の場合、「短観」の製品価格判断に関するアンケート回答をベースに、Carlson-Parkin法を用いて、短期の期待インフレ率を試算すると、期待インフレ率は現実の物価に若干のタイムラグを伴いつつ、同様に推移することが知られている。このように、短期の期待インフレ率は過去の実績によってかなり規定され、さらに、在庫投資等の短期的な企業行動もこれによって左右されている可能性が高い。そこで、直近のGDPデフレーター（前年比）を期待インフレ率の代理変数として用いて、新規貸出約定平均金利（短期）と組み合わせて便宜的に短期実質金利を計測すると、直近は80年代以降のボトム水準となっている（前掲図表18の（1））。

一方、長期の場合、短期に比べて直近のインフレ率に影響される度合いは小さいと考えられる。長期の期待インフレ率の算出は極めて難しいが、仮に、1年先のインフレ率が完全に予見し得たとの仮定において、1年先のGDPデフレーターと新規貸出約定平均金利（長期）を用いて便宜的に長期実質金利を計測すると（インフレリスク・プレミアムはゼロと仮定、また93年中は93年10～12月期のGDPデフレーターを使用）、最近では80年代以降のボトム水準となっている（図表18の（2））。さらに1年をかなり超える長期的な期待インフレ率は、現実のインフレ率の動きに比べ変化の程度は小さい（＝直近でも、期待インフレ率は、93年度中の現実のインフレ率の低下ほどは低下していない）とすれば、ここで計測した長期実質金利は実勢比高めに出自していることとなり、期待インフレ率で測った真の実質金利はさらに低い可能性すらある。

一般論として、期待インフレ率が低下している過程では、名目金利ほどには実質金利が低下しないこととなる。現在、景気の調整や円高の進行によりインフレ期待そのものは落ち着いているが、名目金利の大幅な低下によって、実質ベースでみた金利も大幅に低下している^(注)と考えられる。

（注）WPI、CPIの過去1年間の伸び率を期待インフレ率として代用してみても、長・短実質金利とも着実に低下してきている（特にCPIを用いた場合）。

こうした実質金利の概念は、金利水準を評価するうえで有用な概念のひとつであるが、過去オイルショック時のように直近のインフレ率が急速に上昇し、これを基に算出した実質金利が低下している下でも、金融の引き締め感が強まっていったことは、期待インフレ率そのものが政策効果の発現等を織り込んでかなり柔軟に変わり得るものであるとともに、金融の繁閑や金融政策の効果は、金利のみならず金融のアベイラビリティ等を含めて判断する必要があることを示唆している。

第3は、資産価格下落の影響である。バブルの崩壊による含みを勘案した実質自己資本の毀損や担保余力の低下は、企業や金融機関のリスク負担能力の低下とそれに伴うリスク・プレミアムの上昇を通じて、投資のための資本コストの上昇をもたらし、負債（金融機関にとっては貸出）の増加に対して何がいかに抑制的に働いている可能性がある。

これらの諸要因それぞれが、どの程度の影響を及ぼしたのかは特定し難く、それらの複合的・相乗的な作用の結果、先に挙げた特徴的な動きがみられたものと考えられる（第3点、すなわち資産価格下落の影響については、第3章で改めて検討をする）。

以上のように、今回の金融緩和局面では、金利の大幅な低下にもかかわらず、金融機関貸出、マネーサプライ等の量的指標は低迷を続けたが、それらは金融緩和の累積的な景気支持作用を否定するものではない。91年以来の長期かつ大幅な金融緩和は、景気を下支えし、各種の調整プロセスを円滑に進めるうえで重要な役割を果たした。まず、景気との関連をみると、住宅投資が、既に92年度から回復に転じている背景のひとつは、金利低下の効果である。また、金融緩和に伴う企業の資

金調達コストの低下は、景気停滞が長期化する下での企業収益悪化を、かなり緩和する効果を持った（図表19）。これは、企業にとって、ストック調整や雇用調整に伴う痛みを和らげ、リストラを促す方向に作用したとみられる。さらに、金利の低下は、金融機関の収益に対しても、調達コストの低下や有価証券のディーリング益増加等を通じて、下支え要因となった。次に、資産価格との関連でみると、93年度中株価が比較的堅調に推移してきた背景には、上記の企業収益への下支え効果に加え、金融緩和の下での長期金利低下の影響があったと考えられる。この点も、株式含み益の下支えを通じて、企業や金融機関にとって、リストラを進めやすい環境を整えることに寄与したとみられる。

93年度中はストック調整、バランスシート調整等の圧力が強く残る中で、これらの金融緩和効果が、直ちに企業の資金需要の回復や景気回復につながらなかった。しかし、今後ストック調整圧力の減衰とともに、これまでの金融緩和の効果は、投資採算の改善を通じて、資金需要の回復、ひいては景気全般の回復につながっていくものと考えられる。

（図表19） 金融緩和による企業の金融収支改善効果

（単位：%）

	前々回緩和期 1980/3Q～82/4Q	前回緩和期 86/1Q～88/2Q	今回緩和期 91/3Q～93/4Q
狭義金融収支／売上高	n.a.	△1.5 → △1.2	△2.3 → △1.5
営業外損益／売上高	△1.2 → △0.8	△0.8 → △0.5	△1.6 → △0.8
（参考）経常利益／売上高	1.9 → 1.6	2.5 → 3.6	1.6 → 1.1

（注）1. 対象期間は金融緩和実施開始期から10四半期。

2. 狭義金融収支は「受取利息・配当金－支払利息・割引料」。

3. 資本金1千万円以上1億円未満の全産業ベース。

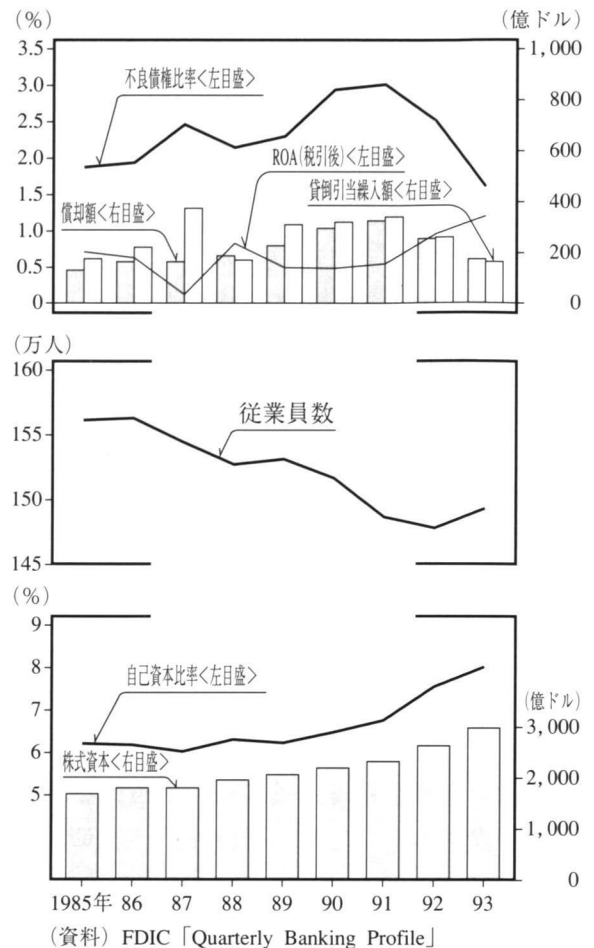
（資料）大蔵省「法人企業統計季報」

(5) 金融システムの動向

経済の持続的成長を達成するうえで、効率的で安定的な金融システムは欠くことのできないものである。そして、金融システムをこれらの面で強化するためには、現在、金融機関の不良資産問題の解決と、決済システムや法制・会計制度などの金融取引のインフラの整備が重要と考えられる。

金融機関の不良債権問題への対応については、第1に状況の正確な認識・把握、第2に不良資産の償却・引当の実施、第3に不良債権の流動化、担保不動産の処分等によるキャッシュフローの改善と、これを通ずる優良資産の積み上げ、さらには経営全般のリストラによる収益の改善、第4にこれら一連の収益改善効果を梃子とする市場からの自己資本調達というプロセスが考えられる。ちなみに、こうしたプロセスを経て積極的に不良資産処理を進めてきた米銀の場合、資金利鞘の改善や米国景気の回復という循環的要因も加わって、近年著しく収益が好転している（この点については、図表20、ボックス3を参照）。

(図表20) 米銀の経営指標等の推移



[ボックス3]

米銀における不良資産処理とリストラについて

米銀の収益は、LBO・商業用不動産貸付の行き詰まり等を背景に一時かなり悪化したが、92年入り後は急テンポで改善をみており、ROA（税引後）は92年に1934年の統計開始以来のピークを記録した後、93年はさらにこれを上回るレベルとなっている。こうした収益改善に伴い、一頃全体の20%近くを占めていた赤字銀行数の占める割合も、最近では9%台に低下しているほか、年間200件を超えていた銀行倒産件数も大幅に減少している（最近のピーク88年221件→93年42件）。また、自己資本比率（レバレッジ・レシオ）も直近のボトム（87年）から2%ポイント上昇し、不良資産比率も91年をピークに低下傾向にある（図表20）。

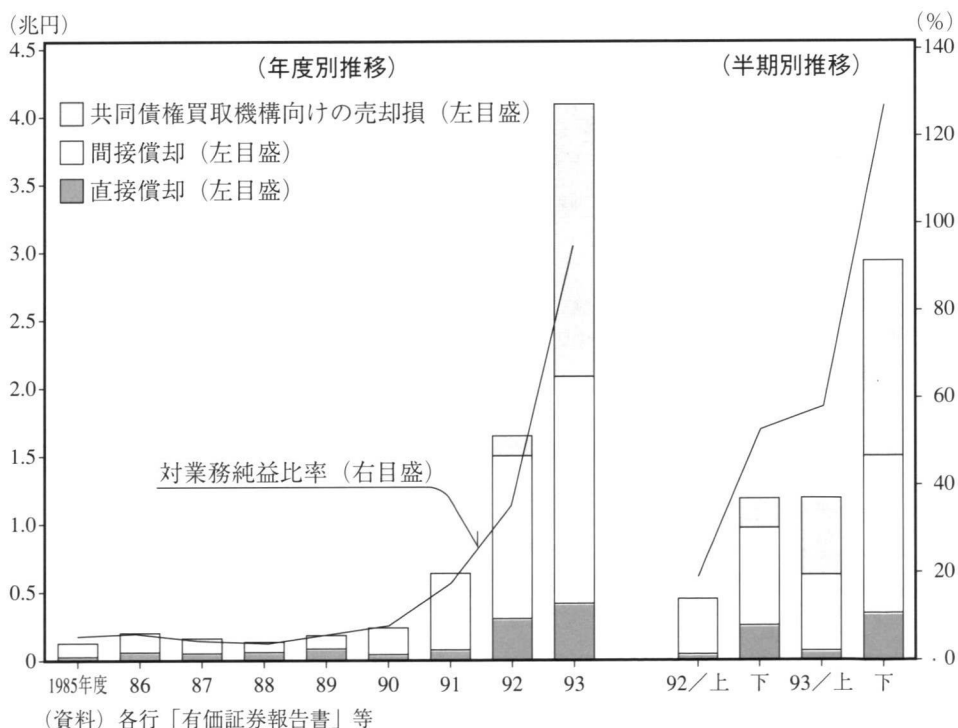
こうした米銀の経営改善傾向は、基本的には、以下にみるように、①人員削減などによる固定費の削減、②不採算部門の縮小・売却等による戦略部門の絞り込み、③合併・買収による業務基盤の強化、④引当積み増し・一括売却等による不良資産問題への対応、⑤増資・劣後債の発行等外部資本調達を通じた自己資本の充実等、様々なリストラ策の奏功によるものであり、この結果もたらされている収益好転が、不良資産の償却等一段のリストラを促進するといった好循環を生じつつあるようにも見受けられる。

- ①人員削減……90年央以降、シティ・バンク（約9万人の1割程度）、チェース・マンハッタン（約4万人の2割強）等大手主要行を中心に大幅な人員削減がなされた結果、FDIC加盟行全体では89年末から93年末の4年間で雇用者数は約4万人の減少となっている。
- ②戦略部門の絞り込み、不採算部門の売却・縮小……80年代には多角化戦略を進めたものの、そのシナジー効果、リスク分散効果は期待したほどではないことが徐々に明らかとなったことから、個別行ではおのおのの戦略部門への業務の絞り込みのための不採算部門からの撤退等を進めた。例えば、バンカメリカは、国内取引重視を標榜し欧州を中心に海外拠点を整理する一方、地元西部地区の営業基盤の強化に注力している。また、バンカース・トラストでは、大企業取引に特化すべく国内個人預金部門に続き国内融資部門を縮小している。
- ③合併・買収……ケミカル・バンクとマニファクチャラーズ・ハノーバーの合併（91年12月）、バンカメリカとセキュリティ・パシフィックの合併（92年3月）など、大規模な合併が積極的に進められた。また、買収についても、多数の銀行が積極的に銀行買収を進めた結果、FDIC加盟行のマクロ計数でみても、業界再編を通じた整理淘汰が進行しており、89年末から93年末の4年間で銀行数で約1,700行減少している。
- ④不良資産処理……不良資産処理についてみると、米銀においては個別債権ごとに貸倒引当金を積み増し、償却を実施するという従来の方法のみならず、当該物件への追加投資等による再構築（リストラ）、多数の債権の一括売却（バルク・セール）や証券化等多様な手法によって行われたことが特徴と言えよう。また、各行とも償却を積極的に進めており、FDIC加盟行におけるこの4年間で不良資産償却（net charge-offs）は、年平均で250億ドル強（総資産対比で0.7%強）にも上っている。
- ⑤増資等……米国では、株価・格付けという市場評価において、不良資産問題に対するリスク対応力の尺度として自己資本が重視されている。こうした中、米銀は、収益性を高め利益の内部留保を図るとともに、増資等外部資本調達によっても資本力の強化を図ってきた。すなわち、外部資本調達についてみると、91年以降株価の回復を背景に、米銀では普通株のみならず優先株の発行を積極的に進めており増資は急増している。また、TierⅡ資本の劣後債についても、91年以降発行コストの低下や発行に関する規制の緩和等から、米銀の積極的な発行が進められてきた。

わが国でも、93年度の各行決算においては、積極的に償却・引当が実施された（図表21）。全国銀行の93年度中の貸出金償却等（直接償却、債権償却特別勘定への繰り入れによる引当、共同債権買取機構への債権売却に伴う売却損の合計）をみると、4.1兆円と既往ピークであった前年度（1.7兆円）を大幅に上回る規模に達した。このように金融機関が不良債権の償却・引当に対し積極的になった背景としては、①業務純益が、92年度に比べ減益になった（△5%）とは言え、資金調達コストの低位安定などを背景に、それなりの水準を確保できたこと、②株価が比較的堅調に推移し、償却原資の一部として株式含み益を活用しやすい状況にあったこと、③債権償却特

別勘定への繰り入れに関する運用の改善や、共同債権買取機構（93年1月設立）による不良債権の買い取りなど、不良債権の処理を円滑に実施するうえでの環境が整備されたことがある。こうした環境の下で、金融機関の間で今後の競争力を強めるために不良債権処理を積極的に進めていく意欲が強まってきたとみられる。もっとも、償却・引当はそれ自体金融機関のキャッシュフローの改善、すなわち不稼働資産の稼働化をもたらすわけではない。そのためには、不良債権や担保不動産の流動化が必要となるが、商業用不動産市場の停滞が長引いていることを考えると、金融機関の不良債権処理が完了するまでには、なお相当の時間を要するとみられる。

（図表21） 貸出金償却等の推移（全国銀行）



次に、金融取引のインフラ整備という点についてやや詳しくみると、まず決済システムの改善が進んできた。すなわち、93年3月、全銀内国為替システムの同日決済化や日銀ネットの時間延長が図られたのに加え、本年1月には、全銀システムの仕向超過額管理制度が改善された（参加行の自己申告による限度額の設定と、これに応じて担保を設定するスキームの導入）。さらに4月には、国債取引において証券と資金を同時に決済する国債DVP（Delivery Versus Payment）システムが稼働をみた。近年、情報技術革新や金融の自由化が急速に進展する中で、金融取引とこれに伴う決済が量的に著しく増大しており、こ

のため、決済システムを改善していくことが金融システム上の大きな課題となっている。特に国際的な金融取引の増大は、決済リスクの国境を越えた波及への対応の必要性を高めている（例えば、外為取引における時差によるリスク（注13））。決済システムの改善に加え、法制、会計制度やディスクロージャーなどの金融取引のインフラを整備すること（注14、15）は、金融システム全体の安定性・効率性を向上させることを通じて、一国の金融市場の国際競争力を高めることにつながるものである。各国の市場関係者は、金融システムのグローバル化の進展をも視野に入れつつ、こうした制度の改善に努めている。

（注13） ちなみに米国連邦準備制度理事会は、94年2月、外為取引に絡む時差リスクの削減を企図して、97年より連銀決済システム（Fedwire）の稼働開始時間を現行の午前8時30分から午前0時30分に繰り上げ、稼働時間を1日18時間とする旨発表した。

（注14） 法制面では、93年3月に通貨オプション取引に関するネッティングのための基本契約が、東京外国為替市場慣行委員会により導入されたのに続き、本年1月には外国為替の直物・先物取引のネッティング基本契約が同委員会により導入された。ネッティング契約とは、同一の取引先との間で生じる同種の債権債務を相殺し、差額のみを決済する契約を指す。これにより取引相手が支払不能に陥った際にリスクにさらされる債権額を軽減することができる。

（注15） 会計面の動きとしては、例えば、94年4月からワラント債の会計処理方法が変更され、94年度以降発行分について、社債の割引発行部分（ワラント相当額）につき毎期に一定額を償却することが義務付けられることとなった。これにより当該償却分だけ各期の収益が減少するが、ワラント債発行による資金調達コストを正確に認識することが可能となる。また、最近、金融派生商品市場が急速な拡大をみる中、そのリスク管理の重要性が一層高まっているが、その前提として、金融派生商品に関する会計制度やディスクロージャーに対する関心が国際的にも高まっている（例えば、93年7月に世界の主要民間金融機関関係者等からなるG30よりなされた提言を参照）。

3. 景気停滞長期化の背景と今後の展開

第1章、第2章では、今回の景気後退局面が、金融・財政政策の積極的な対応にもかかわらず、長くかつ深いものとなったことをみた。そこで本章では、景気停滞長期化の背景について整理、分析するとともに、景気回復の展望と今後の課題について触れることとする。今回の景気停滞長期化の背景について、ここでは、①循環的なストック調整、②バブル崩壊に伴うバランスシート調整といった、これまでも指摘されてきたメカニズムに加え、昨年中の円高を契機に、③国際的な競争環境の変化を背景とした産業構造の調整圧力が高まり、3つの調整が併行して作用したものと整理した。もちろん、現実には、これらの調整は相互に影響し合い、また厳密に識別することが困難な場合も多い（注16）が、以下、これらの調整圧力について、順にみていくこととしよう。

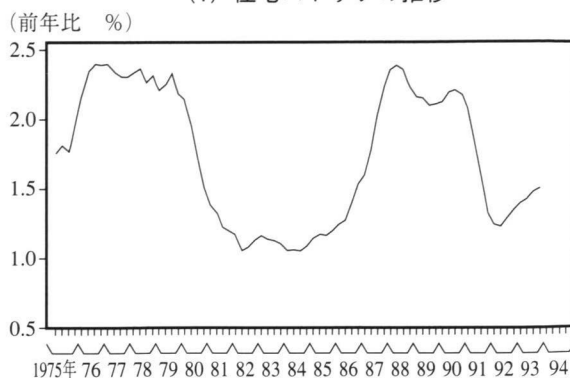
（1）ストック調整とその進展

（ストック循環の振幅拡大）

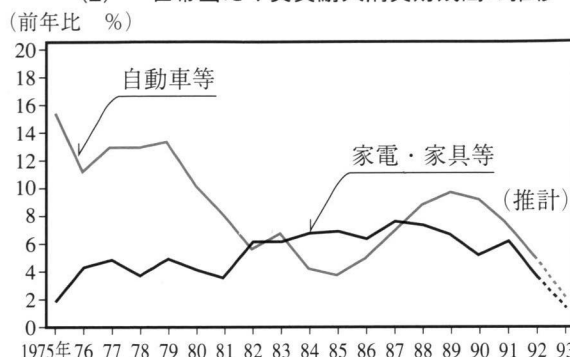
まず、今回の景気調整の大きな流れを形成するものとして、ストック調整の動きが挙げられる。すなわち、80年代後半の景気拡大期には、設備投資、住宅投資、耐久財消費等の投資的需要が盛り上がり、長期にわたる力強い景気拡大をもたらしたが、その反面で、各種のストックが大きく積み上がった（図表22）。しかし、ひと度過度に積み上がったストックは、いずれ調整されざるを得ず、その過程では、

（図表22） 各種ストック循環の動向

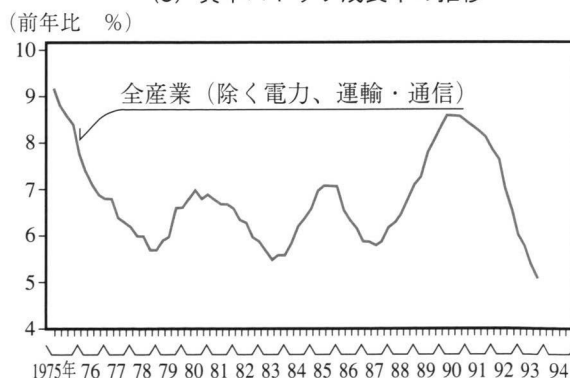
（1）住宅ストックの推移



（2）一世帯当たり実質耐久消費財残高の推移



（3）資本ストック成長率の推移



（資料）建設省「建設統計月報」、経済企画庁「国民所得統計」「民間企業資本ストック統計」等

投資的需要の大幅な減少が発生する。今回の景気後退も、基本的にはこうしたストック

（注16）例えば、メーカーが、強気の需要見通しに立って、借入負担を伴いつつ、生産設備を拡張、後に見通しの過大（設備の過剰）が明らかになったとする。その後の調整圧力は、通常のストック調整そのものであるが、借入見合いの資産（設備）の価値が下落したという意味では、バランスシート調整と共通の性格をも帯びる。

調整によって惹き起こされたものと考えられる。ストック調整自体は、これまでの景気循環のプロセスにおいても常にみられた「循環的」な現象である。むしろここでの問題は、昨年の本稿でも指摘したとおり、ストックの循環が今回の景気調整局面において、なぜかくも大きな振幅をもたらしたのかということである。

今回のストックの循環の大きな特徴のひとつとして、前回の景気拡大から今回の景気後退局面にかけて、本来波長の異なる循環が重なったことが挙げられる。事実、80年代の後半から90年代にかけては、住宅ストック、耐久消費財ストック、そして企業設備ストックという3つのストックが、ほぼ時を同じくして拡大した後、これもほぼ同時に今回の調整局面に入っている(図表22)。これは、それぞれの循環の波長が異なるために、例えば前回の景気循環にはみられなかった現象である。また、今次循環には、オフィスビルにみられるように、循環の波長の長い建設投資も大きく寄与した。

しかも、今回のストック循環では、企業設備、耐久消費財については、個々の循環自身が通常より大きな振幅をみせた。これには、前回の景気拡大局面から今回の景気後退局面にかけて、企業・家計両部門の期待成長率が上下に大きく振れたことが影響している。すなわち、長期にわたる金融緩和と景気拡大持続の下で、企業、家計のいずれにおいても、今後当面この景気拡大が続くという強気の期待が広がったことが、ストックの大幅な積み上がりをもたらした。その後、ストックが積み上がった状態から、逆に期待が大きく下振れた

ため、大幅なストック調整が惹き起こされたものと考えられる。企業の期待成長率の推移を、経済企画庁の「企業行動に関するアンケート調査」によってみると、例えば業界需要の向こう3年間の期待成長率は、景気拡大末期の90年、91年に年平均4.2%というピークをつけてから、最近と同1.7%へと急低下している(図表23)。この期待成長率の振れは、企業設備のストック循環の大きさを拡大する

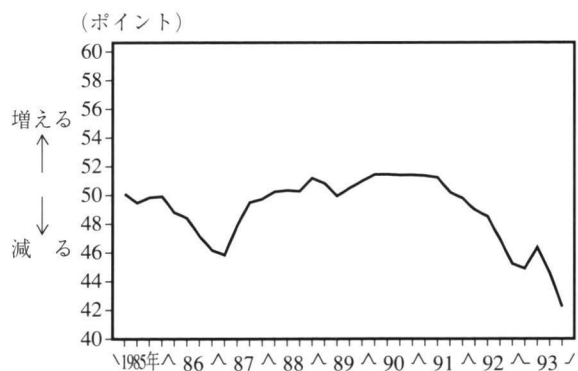
(図表23) 企業・家計の期待成長率の動き

(1) 企業の期待成長率(向こう3年間)

(単位 年率 %)

調査期間	日本経済の 成長率	業界需要の 成長率
1981年 1月	5.2	5.3
82	4.5	4.4
83	3.7	3.6
84	4.3	4.1
85	4.0	4.1
86	3.4	3.0
87	2.7	2.5
88	3.2	3.1
89	3.7	3.8
90	3.8	4.2
91	3.5	4.2
92	3.4	3.6
93	2.9	3.0
94	1.7	1.7

(2) 半年先の収入に対する見方(消費動向調査)の推移



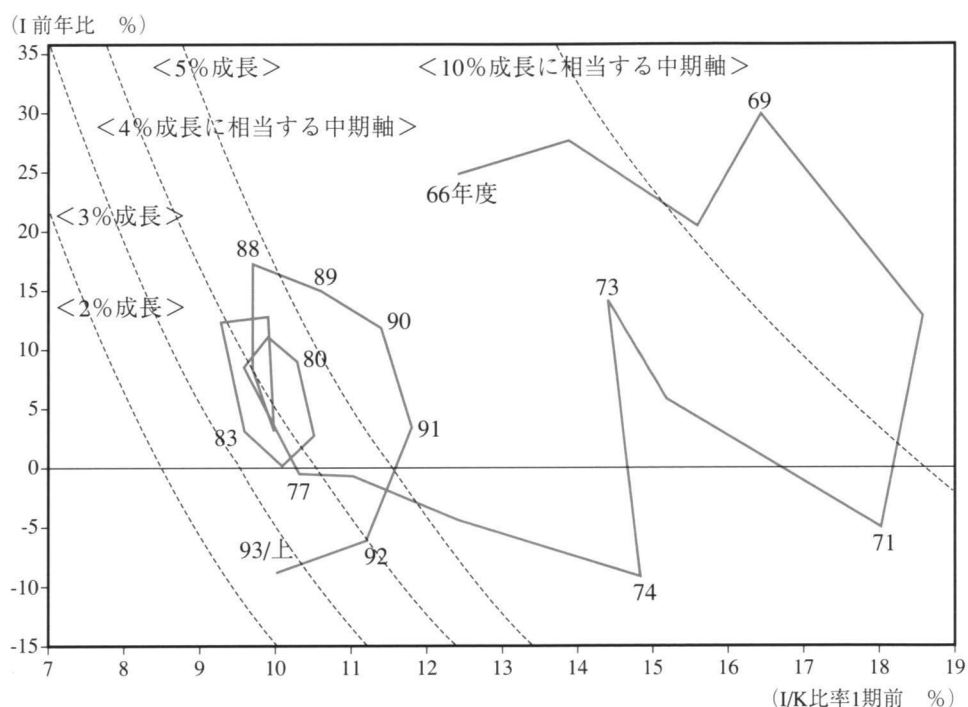
(資料) 経済企画庁「企業行動に関するアンケート調査」「消費動向調査」

こととなったとみられる（図表24、ボックス4を参照）（注17）。また、「消費動向調査」によれば、家計部門においても所得に対する期待が上下に振れたように見受けられ、これが耐久消費財のストック循環の振幅拡大の一因となった可能性がある。

80年代後半の景気拡大期には、個別経済主体の強気期待の下で、景気は力強い拡大を続け

たが、フローの物価安定を背景に金融緩和政策が継続されたこともあって、金融緩和が長期化すると期待が広がり、長期金利は低位にとどまった。この結果、実物資本の収益率と長期金利の間には、異例の大幅かつ長期間にわたる乖離が生じ、このことが設備投資のさらなる積極化につながっていったとみられる（後掲図表25）。また、個別企業の収益

（図表24） 資本ストック循環と期待成長率（全産業ベース）



（注）Iは設備投資、Kは資本ストック。

（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」

（注17）一見したところ前掲図表23に示した期待成長率の変化に比して、近年の設備投資の変動幅は極めて大きいようにみられる。しかし、I/K比率が現在10%前後であるため、期待成長率1%の変化で、設備投資は10%程度変化する。例えば図表24で、期待成長率が4%であれば、「適正」な設備投資の伸び率（I/K比率と中期軸の交点）はプラスであるのに対し、期待成長率が2%に低下すると、2桁の設備投資減少が必要となる。すなわち、設備投資の期待成長率変化に対する感応度は極めて大きいことに注意する必要がある。

[ボックス4]

資本ストック循環と期待成長率

まず、資本ストックに対する設備投資の比率 (I/K) が、中期的にみて期待成長率に影響されることをみる。 δ を除却率 (資本ストックのうち1年間に除却される比率) とすると、資本ストックの増加率 (\dot{K}/K) は、

$$\dot{K}/K = (I - \delta K)/K = I/K - \delta$$

と表される。一方、資本係数 (K/Y) には、上昇トレンドがあるので、これを一定と仮定し、年率 γ とすると、

$$\dot{K}/K - \dot{Y}/Y = \gamma$$

である。したがって、期待成長率が $(\dot{Y}/Y)^e$ のとき、望ましい資本ストックの伸び率を $(\dot{K}/K)^*$ 、ないしこれに対応する投資率を $(I/K)^*$ とすると、

$$(I/K)^* = (\dot{K}/K)^* + \delta = (\dot{Y}/Y)^e + \gamma + \delta$$

となり、中期的にみた投資率は期待成長率 $(\dot{Y}/Y)^e$ と資本係数の上方トレンド (γ) と除却率 (δ) の和で規定される。しかし、現実の投資率 (I_t/K_t) は、期待の変化等によって一定にとどまることはなく、

$$I_t/K_t = \{1 + (I_t - I_{t-1})/I_{t-1}\} * (I_{t-1}/K_{t-1})$$

という関係に注意すると、 $1 +$ 投資の増加率と前期の I/K 比率が、上記の $(I/K)^*$ を通る直角双曲線を軸に循環することとなる。

図表24にみるように、わが国においては、高度成長期に10%成長を軸に循環していた資本ストックが、70年代後半以降は大きく左方へシフトし、概ね4%の成長軸を中心に循環しているように窺われる。これは、第1次オイルショック前後に、わが国の中期的な成長率の下方シフトが生じたことを示すものと考えられている。これに対し、今回の循環局面においては、90年前後の景気のピーク時に、いったん5~6%の成長軸にシフトした後、最近では2~3%の軸に沿って動いているようにみられ、この間の成長期待の振れを示したものと考えられる。

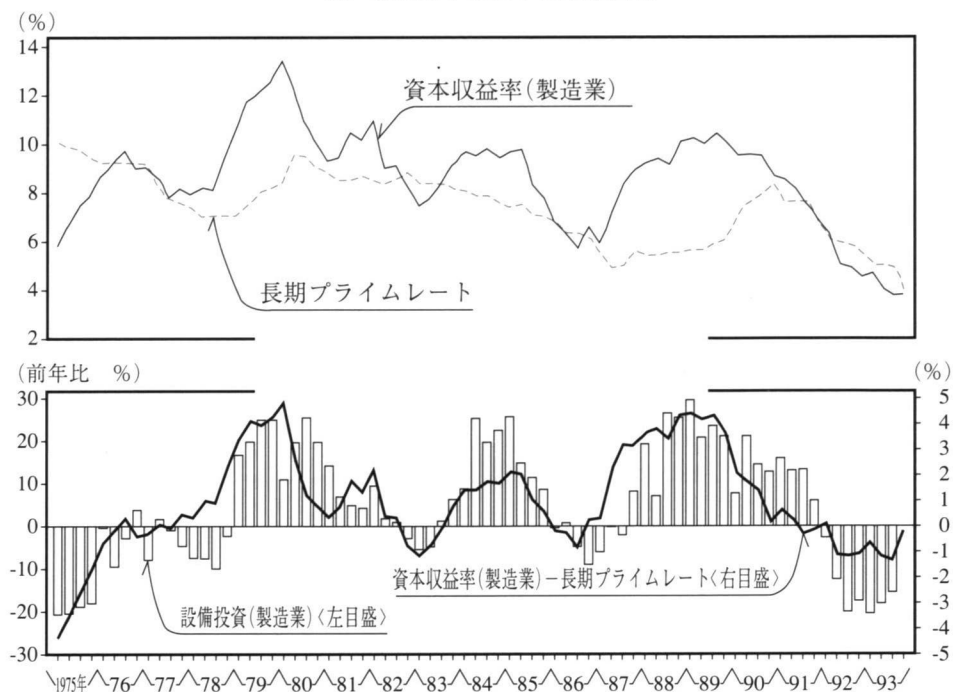
なお、同様の現象は、ドイツ、英国等の欧州諸国でも発生した模様であり、これらの国でも80年代末から90年代初にかけて、設備投資のストック循環の振幅が拡大している。これは、EC統合に伴うユーフォリア等によって、期待成長率の振れが生じたものと考えられる。

成長率に対する強気の期待と長期金利の低位安定の下では、株式益回りの低下 (=PERの上昇) が市場で許容されることとなり、これが株価の大幅な上昇をもたらしたものと考えられる。しかしながら、実体経済の高成長と金利の低位安定という2つの期待は、長い目でみると非整合的である以上、こうした「バブル」とも呼ぶべき現象は、長期にわたっ

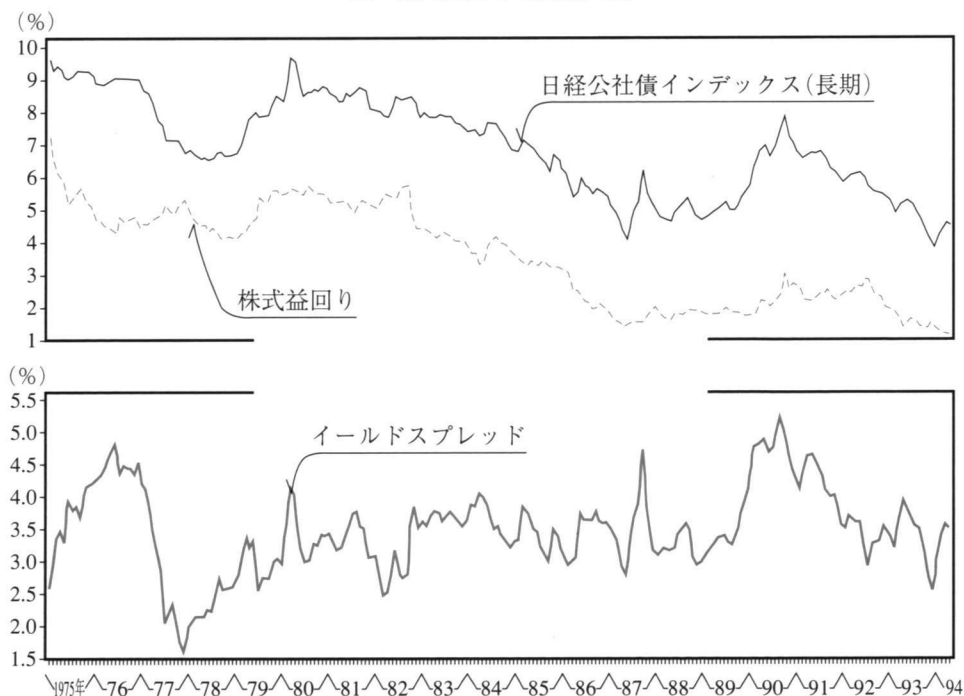
て持続可能なものではなかった。結局、上記の非整合性が明らかになるにつれ、資産価格の下落だけでなく、成長期待の大幅な下方修正が生じたのであろう。この一連の過程では、人々の強気の期待が支出活動の積極化を通じて強気期待の実現につながり、逆に人々の弱気期待がその実現につながったものと思われる。

(図表25) 実物資本収益率、株式益回りと長期金利の推移

(1) 実物資本収益率と長期金利



(2) 株式益回りと長期金利



(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」、経済企画庁「民間企業資本ストック統計」、
日本経済新聞社調べ

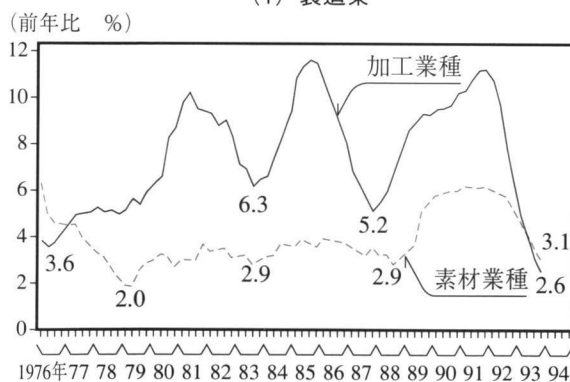
(ストック調整の現状評価)

しかし、分野によって程度の差はあれ、これまでに自律的なストック調整がかなり進捗したものとみられる。そこで以下では、ストック調整の現状評価を試みる（前掲図表22、図表26）。

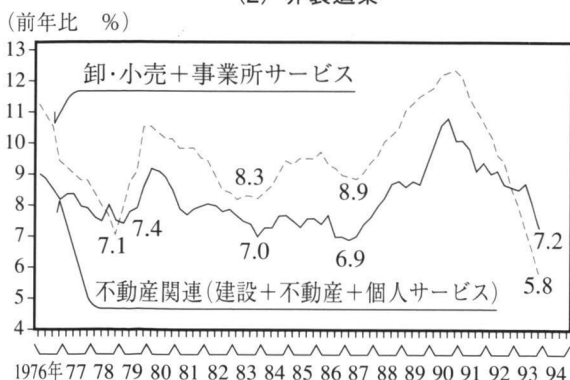
まず、家計部門と企業部門に分けてみると、家計部門において相対的にストック調整がより早く進捗しているように窺われる。住宅投資に関しては、金利低下と価格の低下による取得能力の向上を背景に、既に92年から回復基調に転じている。また、個人消費についても、

(図表26) 部門別にみた資本ストックの推移

(1) 製造業



(2) 非製造業



(資料) 経済企画庁「民間企業資本ストック統計」、大蔵省「法人企業統計季報」

株価下落に伴う逆資産効果や、前述の所得の期待成長率の下振れ等を背景に、91年にかけては耐久財消費を中心に消費性向が大幅な低下をみたが、その調整が進むにつれ、消費性向も徐々に下げ止まりから上向きに転じつつある。耐久財消費のうち、家電については、価格低下に伴う値頃感台頭もあって、昨年頃から数量ベースでみた持ち直しがみられている。ただ、自動車販売については、家電等に比して価格低下が小幅にとどまる中、所得環境の悪化に伴う使用年数の長期化もあって、依然として明瞭な下げ止まりは確認されていない。

これに対し、企業部門では、前回景気拡大の末期には、設備投資の対名目GDP比率が高度成長期並みにまで上昇したことにも象徴されるように、ストックの積み上がりの程度が大きかったという事情もあって、ストック調整は全体にやや遅れ気味となっている。すなわち、製造業のうちストック調整が最も進んでいる加工業種では、ストックの伸びが既に過去のボトムを下回っており、半導体や液晶関連等では、設備投資に回復の動きがみられている。ただ、前述のように当面の需要見通しが弱気化していることに加え、昨年来の円高等に伴う海外生産シフトが国内生産・投資回復を抑制する要因として作用している。他方、製造業の素材業種では、石油化学プラントにみられるような設備投資の懐妊期間の長さもあって、ストックの伸びは相対的に高止まっており、依然ストック調整過程にあるものとみられる。また、非製造業においては、不動産業を除くと、ストック調整自体はか

なり進捗しているが、後述のバランスシート調整や、企業リストラに伴う法人需要の減退等が投資回復の足かせとなっているものと思われる。加えて、不動産業、特にオフィスビルについては、今後しばらくストック過剰が続くことが見込まれている。もっとも、設備投資の先行指標のひとつである機械受注の動向をみると、本年1～3月までのところ、半導体・液晶関連を含む電機に回復の動きがみられているほか、その他の製造業および非製造業でも、下げ止まり、ないし下げピッチの鈍化が明確化してきている。このため、ストック調整に伴う経済下押し圧力は、全体として徐々に減衰しつつあるものと考えられる。

(2) バランスシート調整とマクロ経済への影響

(バランスシート調整のメカニズム)

次に、資産価格の下落に伴う「バランスシート調整」の影響について考えてみよう。ここでバランスシート調整とは、資産バブル崩壊の後遺症としての企業・家計・金融機関のバランスシート悪化が、経済全体の支出活動を抑制するという現象を指す。具体的には、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した結果、バランスシートの毀損した企業・家計は、①債務の返済によるキャッシュフローの圧迫、②リスク負担能力

の低下を通じて、支出活動を抑制する。また、③金融機関のバランスシート悪化が、金融機関のリスク負担能力の低下に伴う融資態度の慎重化から、経済全体の支出活動を抑制する可能性も考えられる。

バランスシート問題の発生メカニズムをやや詳しくみると、まずその元となるバランスシートの毀損、すなわち実質自己資本の減少が生じた典型的プロセスは、ボックス5で述べるような形となる。ここで注意すべき点は、上記のプロセスを経済全体としてみると、キャピタル・ロスを被った者がいる一方で、資産価格上昇時に資産を売却することによってキャピタル・ゲインを得た者もいるはずだということである。それにもかかわらず、バランスシート問題がマクロ的な影響を持つのは、キャピタル・ゲインを得た者とロスを被った者の支出への影響に非対称性が存在するためである(注18)。また、不良債権を抱えている銀行が、バランスシートの毀損された企業・家計のみならず、同問題を抱えていない企業・家計に対する融資にも慎重化してしまふことが影響している可能性もある(注19)。

次に、このメカニズムが実際にどの程度作用したかを考えるために、まず、部門別のバランスシートの状況を見る。バランスシート問題の規模を集計的なデータによっては、十分に把握できない(ボックス5を参照)という事情

(注18) この非対称性が生じ得る背景のひとつに、キャピタル・ゲインは課税される一方、キャピタル・ロスは必ずしもすべてが控除の対象とはならないといった税制の取り扱いが挙げられる。また、日本企業の海外不動産投資の失敗も、非対称性発生の一因となり得る。

(注19) なお、バランスシート問題は、たとえ資産価格の下落が止まったとしても、バランスシートが回復されるまでは影響が残るという点で、いわゆる「逆資産効果」とは異なるものである。

[ボックス5]

資産価格の変動とバランスシート問題の発生

——数値例による説明——

- 1) 初めに、2つの企業を考え、企業Aは、全額借入により100億円の土地を所有し、企業Bは、借入50億円、自己資本50億円の下の、計100億円を預金に運用していたとしよう。この時、企業A、企業B、および両者の統合バランスシート、銀行のバランスシートは以下のとおりである。

企業A		企業B		A + B		銀行	
土地	借入	預金	借入	土地	借入	貸出	預金
(100)	(100)	(100)	(50)	(100)	(150)	(150)	(100)
		資本		預金	資本		資本
		(50)		(100)	(50)		(50)

- 2) ここで、地価が2倍になったとすると(「バブル」の発生)、企業Aの自己資本(未実現のキャピタル・ゲインを含む実質自己資本)が100億円増加する。この時、上記のバランスシートは次のように変化する。

企業A		企業B		A + B		銀行	
土地	借入	預金	借入	土地	借入	貸出	預金
(200)	(100)	(100)	(50)	(200)	(150)	(150)	(100)
	資本		資本	預金	資本		資本
	(100)		(50)	(100)	(150)		(50)

- 3) 次に、企業Bが銀行から100億円借り増して、手元預金100億円と合わせて、企業Aから200億円の土地を購入したとしよう。さらに、企業Aは、売却代金のうち100億円を銀行への借入返済に充てたとすると、各主体のバランスシートは以下のように変化する。

企業A		企業B		A + B		銀行	
預金	資本	土地	借入	土地	借入	貸出	預金
(100)	(100)	(200)	(150)	(200)	(150)	(150)	(100)
		資本		預金	資本		資本
		(50)		(100)	(150)		(50)

- 4) 最後に地価が半減したとすると(「バブル」の崩壊)、各バランスシートは以下のとおり変化。この時、次のことが分かる。

- ①企業A、Bの統合バランスシート、および銀行の(表面的な)バランスシートは、初期時点と全く変化していない。
②にもかかわらず、企業Bはいまや50億円の債務超過に陥っており、銀行の企業B向け貸出は不良債権となっている。

企業A		企業B		A + B		銀行	
預金	資本	土地	借入	土地	借入	貸出	預金
(100)	(100)	(100)	(150)	(100)	(150)	(150)	(100)
		資本		預金	資本		資本
		(△ 50)		(100)	(50)		(50)

この数値例は極めて簡単なものであり、現実には、種々の複雑な要因が絡み合っているとみられる。すなわち、地価の上昇は外生的なものではなく、この間の景気動向や金融機関の融資姿勢と密接に絡み合っている。例えば、地価の上昇が、担保価値の上昇等を通じて、借入による資金調達を容易にしたが、このことが、さらなる地価の上昇につながっていったという面がある。また、上記プロセスにノンバンクが介在したケースも多いとみられる。しかし、以上の例からも、次のようなポイントを読み取ることができる。

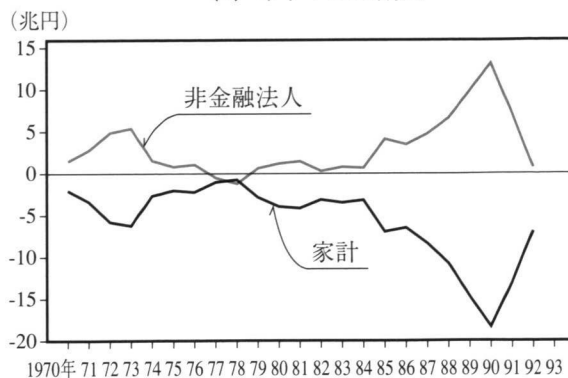
- ①バランスシート問題は、集計された企業のバランスシートのみによって十分に把握することはできない。すなわち、マクロの実質自己資本比率は80年代前半の水準に戻ったのみであっても、その背後に深刻なバランスシート問題、不良債権問題は発生し得る。
②バランスシート問題発生メカニズムとしては、
④不動産が単に保有されたのではなく、取引されたこと、
⑤しかも、不動産の購入者がその原資を負債によって調達したこと、
が重要なポイントである。先の数値例で言えば、企業Aが保有し続けた土地の価格が上昇・下落しても、企業Aのバランスシートは元に戻るのみである。また、企業Bが土地の購入代金を株式発行によって調達した場合も、株価が下落するのみで、債務超過といった問題は発生しない。
③したがって、「バブル」期に不動産を購入した主体の中心が、不動産業と非製造業中小企業であったことを併せて考えると、その原資のほとんどは借入であったとみられ、上記の意味でのバランスシート問題が発生している可能性が高い。その場合、問題全体の規模は明らかでないが、その大半は金融機関の不良債権に反映されているものと思われる。

もあって、推定に依存せざるを得ない部分が大きいが、まず、家計については、80年代後半に消費者ローンが急増している。特に、いわゆるフリーローン等により資金調達し、株式、ワンルーム・マンション等に投資した家計の中には、現在もバランスシート問題を抱えている者が少なくないと思われる。しかし、家計部門全体としてみると、土地については一貫して売却超であり(図表27)、土地取引と関連したバランスシート問題の影響は小さいとみられる。また、もともと国際的にみて高水準にあるネット金融資産を、バブル期前後にむしろ積み増しているほか、債務を負っている世帯と負っていない世帯の支出行動を、住宅ローン返済のある世帯と無い世帯の消費性向の動きで比較してみても、両者の間に目立った相違は窺われない。現にこのところ個人消費に回復の動きがみられること等をも踏まえると、わが国におけるバランスシート問題の個人消費への影響は、米国、英国等でみられたと考えられているものに比べ(注20)、小さかったものと思われる。

わが国の場合、バランスシート問題を大きく抱えているのは、むしろ企業部門である(図表28)。その中でも、製造業については、もともと非製造業に比して不動産購入が少なく、バランスシートの毀損はそれ程深刻ではなかったようにみられる。また、非製造業でも、大企業に関する限り、商社等を中心に財テク投資はみられたが、これに関連した損失の処理

(図表27) 家計部門のバランスシート

(1) ネット土地購入

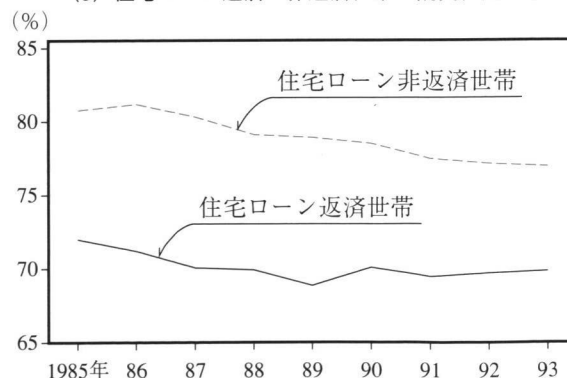


(2) 部門別金融資産・負債の国際比較

(単位 %)

	家 計 の ネット金融資産		企 業 の ネット金融負債	
	可処分所得対比		GNP対比	
	1984年	92年	84年	92年
英 国	30	△ 5	10	25
米 国	42	21	16	23
スウェーデン	5	26	45	68
カナダ	38	28	39	44
フランス	62	40	33	38
ドイツ	110	114	22	23
日 本	126	136	52	81

(3) 住宅ローン返済・非返済世帯の消費性向の推移

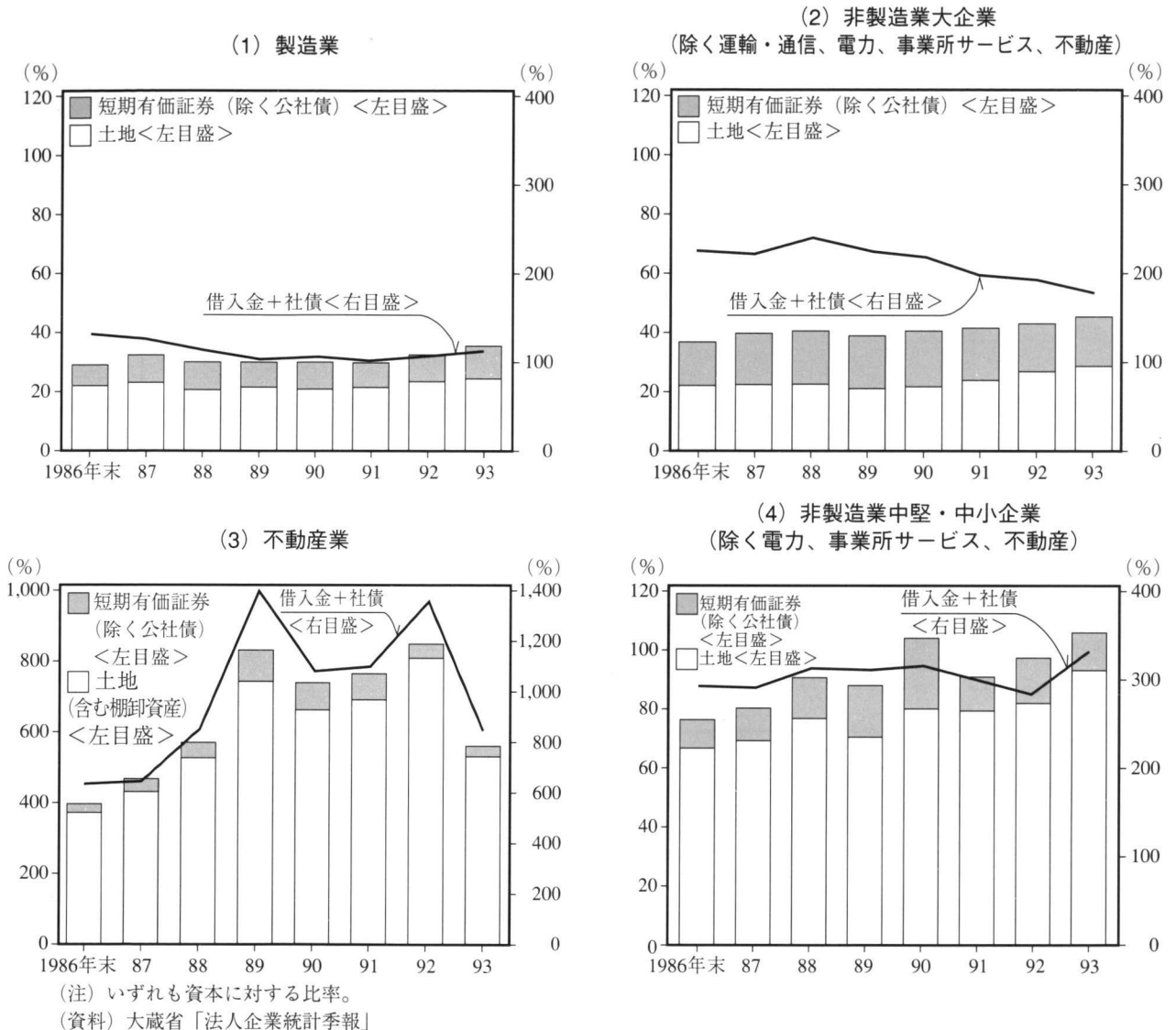


(資料) 経済企画庁「国民所得統計」、
総務庁「家計調査報告」、各国資金循環勘定

(注20) 最近の英米や北欧では、80年代末の景気後退局面における個人消費の弱さをとらえて、企業部門より家計部門におけるバランスシート調整(ないしは、より一般的にdebt deflation)の影響を強調する研究が多い。

(図表28)

企業のバランスシートの変化



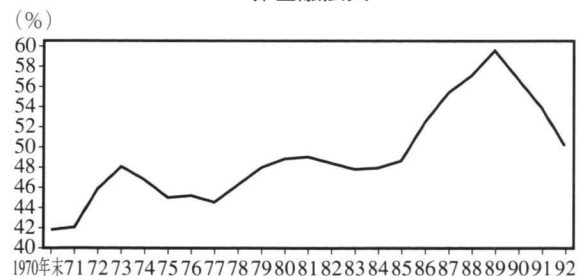
は、既にかかなり進んでいる(注21)。これに対し、バランスシート問題を大きく抱えている

部門としては、地価上昇局面に不動産を多量に購入した不動産業やこれに融資したノンバ

(注21) もちろん、大企業の中でも子会社を通じて、不動産投資や財テクを行った企業が少なくない。しかも、それらは図表28、後掲図表29では、非製造業中小企業に分類されている可能性が高く、その意味で、ここでの評価はあくまで限定的なものにとどまる。ただ、企業部門全体としての実質自己資本比率の変動の大きさから判断して、今回のバランスシート問題の大きさは、第1次オイルショック前後のケースを上回る可能性が高い。

実質自己資本比率の長期的推移

非金融法人



(注) 実質自己資本比率=(資本金+正味資産(含み益を含む))/時価総資産

(資料) 経済企画庁「国民所得統計」

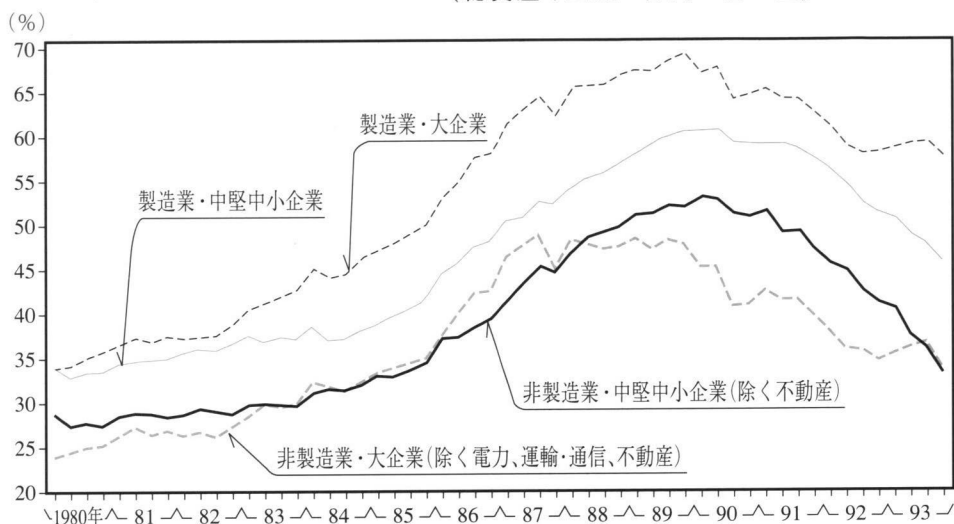
ンクに加え、同時期に不動産取得、借入を活
 化したその他非製造業の中小企業が考えら
 れる。事実、実質自己資本比率や、不動産担保
 余力等の推移をみても、非製造業中小企業で

の悪化が相対的に大きいように窺われる（図
 表29、企業のバランスシートとリスク負担能
 力の関係については、ボックス6を参照）。

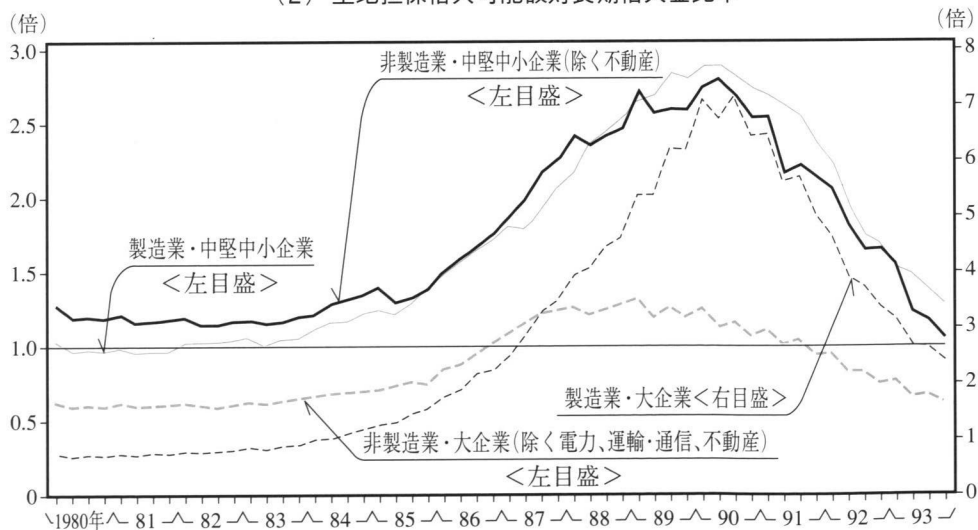
地価下落の深刻な影響を受けた部門が、不動

（図表29） 実 質 自 己 資 本 比 率、 担 保 余 力 の 動 向 （ 試 算 ）

（1）実質自己資本比率 $\left(\frac{\text{自己資本} + \text{土地} \cdot \text{株式の含み益}}{\text{総資産} + \text{土地} \cdot \text{株式の含み益}} \right)$



（2）土地担保借入可能額対長期借入金比率



（注）1. 土地・株式の時価は、79年末時点での非金融法人全体の時価簿価比率（法人企業統計年報、国民所得統計をベースに推計）を業種・規模別の簿価に乗じたものをベンチマークとし、その後は法人企業統計季報、地価指数、株価指数を用いて業種・規模別に試算したもの。

2. 土地担保借入可能額対長期借入金比率 = $\frac{\text{保有土地残高（時価ベース）} \times \text{担保掛目（0.7）}}{\text{長期借入金残高}}$

（資料）大蔵省「法人企業統計年報」「法人企業統計季報」、経済企画庁「国民所得統計」、日本不動産研究所「市街地価格指数」、東証株価指数

[ボックス6]

企業のバランスシートとリスク負担能力の関係

「バランスシート」問題とは、経済主体のバランスシート悪化が、経済全体の支出活動に抑制的な影響を及ぼす現象を指すが、本文で述べたように、わが国では、家計部門より企業部門（金融機関を含む）のバランスシート問題の影響が大きいと考えられている。しかしながら、企業財務に関する標準的な経済理論（Modigliani-Miller命題）によれば、企業の財務構成＝バランスシートは、企業の実物的な経済行動に影響を与えないと考えられており、この点、若干の説明を必要とする。

本稿でバランスシートの実体経済への影響が生じ得ると考えているのは、倒産のコストを考慮しているためで、この場合MM命題は必ずしも成立しないことが知られている。すなわち、ゴーイング・コンサーンとしての企業の価値がその清算価値を上回ることを考えると、企業の倒産は経済にとって損失（dead weight loss）であり、その負担は当該企業の関係者（経営者、株主、従業員等）が被ることとなる。このため、企業はある程度収益機会を犠牲にしても、倒産のリスクを回避するインセンティブを持つ。ところが、企業倒産のリスクは財務構成に依存するので、バランスシートが意味を持つこととなるのである。ここで、自己資本（E）の収益率（ROE）と総資産（A）の収益率（ROA）の関係は、

$$ROE = (ROA - i) * (A/E) + i$$

で表される（iは安全資産の利子率）ため、レバレッジ（A/E）の上昇は、ROA一定の下で、ROEの引き上げ効果を持つ。しかし一方で、ROE、ROAを確率変数とみて、おのおのの分散 σ^2 を計算すると、

$$\sigma^2(ROE) = (A/E)^2 * \sigma^2(ROA)$$

となる。つまり、レバレッジが上昇すると、ROEのリスクが増大するため、倒産のリスクを一定の範囲内にとどめようとするれば、ROAのリスクの低いプロジェクトを選択せざるを得ないこととなる^(注)。換言すれば、レバレッジの上昇はリスク負担能力の低下を招く。

（注）もちろん、有限責任制の下では、企業経営者は倒産しても自己の出資金以上の責任は追及されないため、自己資本比率（E/A）が極端に低下すると、倒産のリスクを覚悟して、ハイリスク・ハイリターン投資によって起死回生を狙う可能性もある。しかし、こうしたモラル・ハザードによる問題は、ここでは捨象することとする。

以上のようなレバレッジの上昇によるリスク負担能力の低下は、米国における債務過多（debt overhang）の問題にほかならない。しかし、レバレッジの上昇自体は、例えば負債のコストがエクイティのコストを下回る場合には、生ずるものであり、上記のような倒産リスク上昇とのトレード・オフをあらかじめ考慮して企業がレバレッジの上昇を選択したのであれば、このことが直ちに支出活動に影響を及ぼすわけではない。逆に、債務過多がリスク負担能力の低下を招いているとすれば、過去の投資について、リスクとリターンの期待の過誤（予想外の収益率低下等）が生じており、この結果、現在の債務が「過大」とみなされる場合であろう。

これに対し、わが国のケースを考えると、設備投資等に係る期待の過誤から、現在の債務を「過大」とみている企業も、確かに少なくないと思われる。しかし、それ以上に明確なケースは、資産価格の下落によって自己資本が毀損された場合であり、ここでのレバレッジ上昇は選択されたものではなく、強制されたものである。しかも、自己資本の減少自体、直接的に倒産リスクを高める。この問題は、米国等と比べても、わが国により特徴的なものであり、本稿では、こうした「狭義」のバランスシート問題に焦点を当てて分析を試みている。

以上のように、バランスシート問題が倒産リスクに起因するものであることを踏まえると、企業の中でも中小企業、特に自己資本比率の低い非製造業の問題が重要なことが理解される。なお、本稿では、キャピタル・ゲインを得た主体と、ロスを被った主体の支出活動への非対称性について述べたが、その理由のひとつは、①各企業が固有の経営資源と投資機会を有しているため、②その企業がバランスシート問題により投資を制約されると、他の企業（例えばキャピタル・ゲインを得た企業）が、その投資を代行することはできないことによるものである。そして、この①は、企業のゴーイング・コンサーンとしての価値と清算価値の乖離の主たる原因にほかならない。

産業、および非製造業の中小企業であるとすると、これらはいずれも自己資本に乏しく、金融機関借入依存度が高いだけに、不動産投資等の原資の大部分は金融機関からの借入（ノンバンク経由を含む）であった可能性が高い。現に、80年代後半の地価上昇局面において、金融機関貸出に占める不動産業や非製造業中小企業のシェアは大幅に上昇している。これらの事実を照らすと、企業のバランスシート問題のかなりの部分は、金融機関の不良債権の問題に反映されている可能性が高いとも言える。なお、同問題の規模については、不良債権自体の定義に様々なものがあり、幅をもってみる必要があるが、破綻・延滞債権の総貸出に占める割合は、都銀・長信・信託21行ベースで3%を超える水準となっており、過去の景気後退局面に比してもかなり高い比率とみられる。

（マクロ経済的影響の評価）

次に、上記の部門別にみたバランスシート問題の大きさを念頭に置きつつ、そのマクロ経済的影響について分析してみよう。まず、バランスシート問題が企業の投資活動に及ぼす影響について、同問題を大きく抱えているとみられる非製造業の設備投資関数を推計してみると、金利要因に加え、バランスシート指標と位置付けられる長期債務の多寡、地価

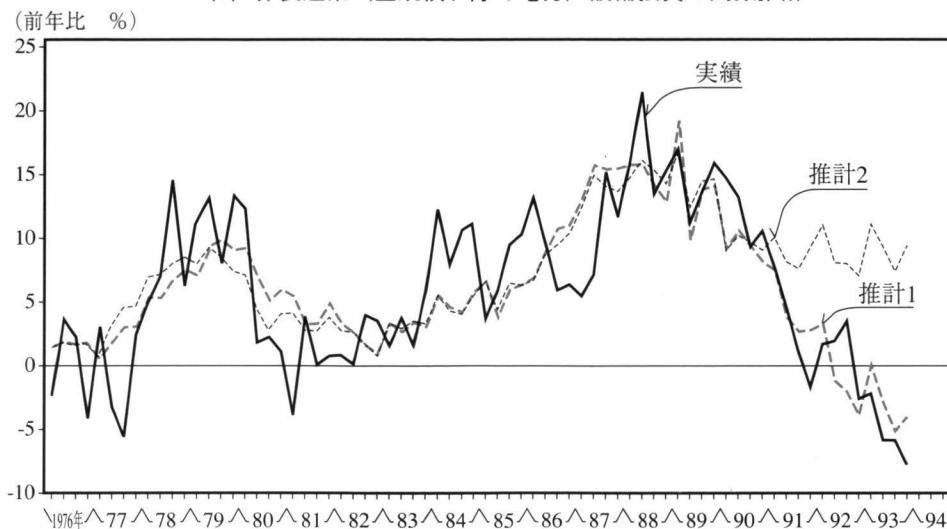
の影響が確認され、またそれら要因の影響力が90年以降大きく高まっているとの結果が得られる（図表30）。貸出態度判断D.I.についても、同様に長期債務、地価の説明力が90年代入り後高まっており、これらの結果は、バブル崩壊に伴うバランスシート問題が、企業の設備投資決定等に関して何らかの影響を及ぼした可能性を示唆している。また、金融機関のバランスシートの悪化が実体経済に与えた影響についてみると、金融機関の貸出利鞘は、91年以降貸倒れリスクを反映すると考えられる倒産負債比率の上昇以上に拡大しており、貸倒れリスクの増大以外の要因、例えば金融機関のリスク負担能力の低下等が作用している可能性を窺わせる（後掲図表31）。

しかし、これらの分析結果については、あくまで慎重に読む必要がある。まず第1に、バランスシート問題と経済金融指標との関係について、実証的に確認し得る範囲は限られている。第2に、実証結果が得られたものについても、その解釈の仕方は一義的でない（注22）。したがって、バランスシート問題の調整圧力の大きさを、あらかじめ定量的に確認することは難しいが、経済全体の被ったキャピタル・ロスの大きさからして、その影響は無視すべきでなく、今後ともその影響を念頭に置いていく必要があろう。

（注22）関係の検出が限定的であることは、例えば製造業の設備投資関数については、非製造業の場合のような明確な構造変化は観察されなかったことに示される。また、金融機関についても、不良債権の多寡が貸出利鞘や貸出・伸び率に与える影響を、個別金融機関のデータを用いて、クロス・セクション分析を行ってみたが、データ面の制約もあって、明確な結論は得られなかった。次に、解釈の余地に関しては、図表30の結果から、非製造業企業自体のバランスシート問題が投資行動に影響しているのか、金融機関の資産内容の悪化が間接的に影響しているのかについて、識別を行うことは困難である。また、貸出利鞘についても、前述のように最近では貸出利鞘自体縮小に転じており、貸出リスクの増大以外の要因が過去の緩和局面と比較して目立って大きいとも言いきれない。

(図表30) 非製造業におけるバランスシート調整の影響

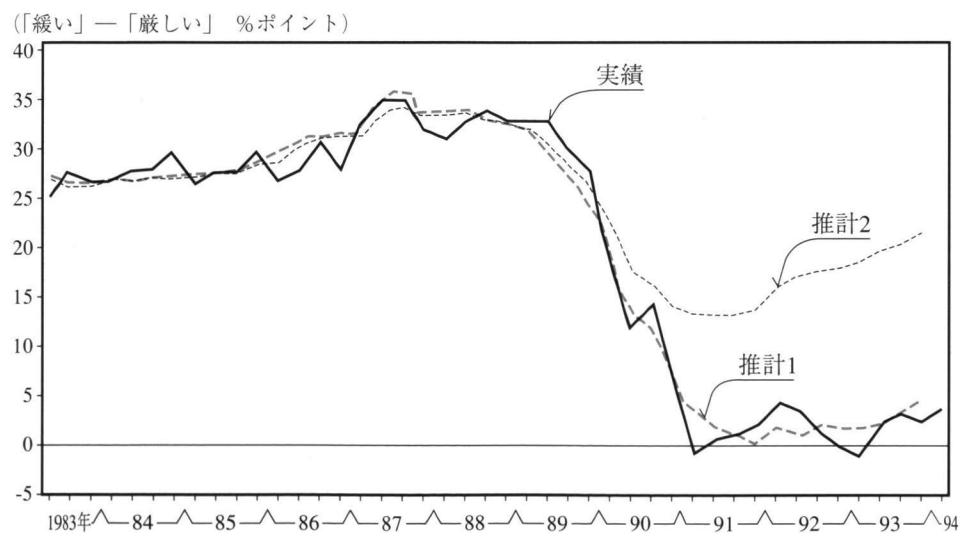
(1) 非製造業（全規模、除く電力）設備投資の関数推計



	被説明変数	定数項	営業利益率	長プラ	長期債務要因	地価	R ²	D.W.	S.E.
推計1	計測期間 1976/1Q～93/4Q	1.18 (0.20)	8.46 (5.12)	-1.67 (-2.86)	-0.51 (-2.70)	0.17 (3.87)	0.63	1.34	4.05
推計2	計測期間 76/1Q～90/1Q	11.12 (1.02)	6.72 (3.20)	-2.68 (-2.98)	-0.18 (-0.52)	0.04 (0.47)	0.57	1.37	4.21

(注) () 内はt値。

(2) 非製造業（中小企業）の金融機関貸出態度判断D.I.の関数推計



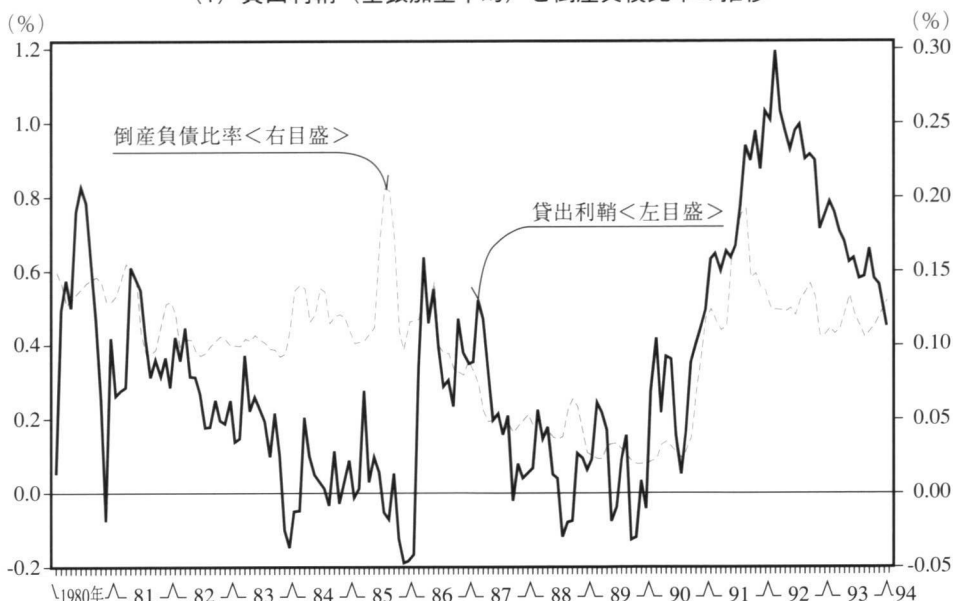
	被説明変数	定数項	金利	長期債務要因	地価	R ²	D.W.	S.E.
推計1	計測期間 1983/2Q～93/4Q	67.3 (24.9)	-2.8 (-9.1)	- 2.2 (-18.3)	1.0 (6.7)	0.97	1.37	2.2
推計2	計測期間 83/2Q～90/1Q	57.5 (14.4)	-3.2 (-4.5)	- 1.0 (- 2.1)	0.3 (0.7)	0.74	1.80	1.8

(注) () 内はt値。

(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」、経済企画庁「民間企業資本ストック統計」、日本銀行「企業短期経済観測調査」「経済統計月報」等

(図表31) 金融機関の貸出利鞘

(1) 貸出利鞘（全銀加重平均）と倒産負債比率の推移



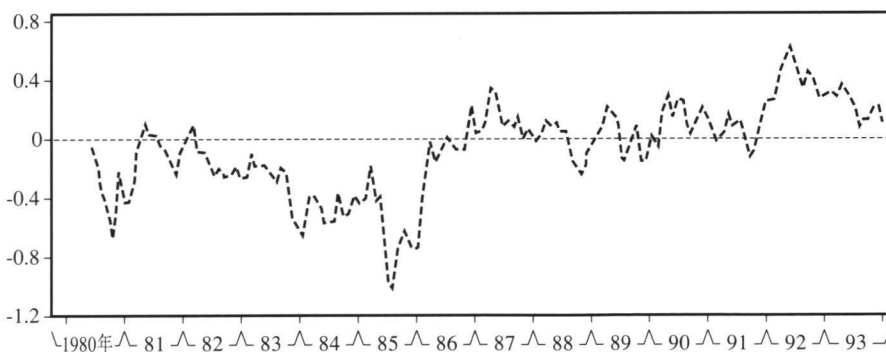
(注) 貸出利鞘＝貸出約定平均金利（新規実行分、全銀ベース、総合）

－調達コスト－経費率

ただし、調達コストは、各月の調達手段別の金利を都銀・地銀・地銀Ⅱの月末調達残高で加重平均したもの。また、経費率は半期決算ベースの全銀加重平均を月次にならしたものの。

倒産負債比率＝倒産負債金額／全銀貸出平残

(2) 貸出利鞘を倒産負債比率で回帰したときの推計誤差の推移



(注) 推計式：貸出利鞘＝ $-0.264 + 5.15 \times \text{倒産負債比率}$

(0.44) (4.35)

(計測期間：1980年7月～1993年11月、()内 t 値)

(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」

(3) 国際的な競争環境の変化とわが国産業のリストラ

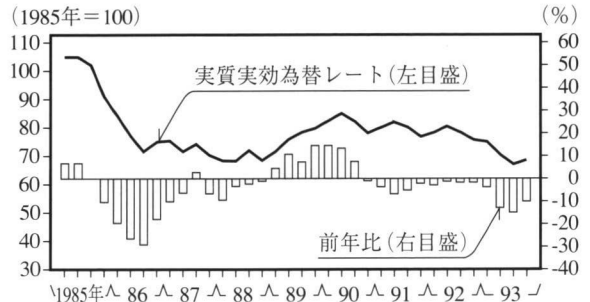
(昨年の円高と外需の減少)

以上のように、今回の景気停滞の長期化には、大幅かつ広範囲にわたるストック調整と資産価格の下落に伴うバランスシート調整が影響したものと考えられる。しかし、昨年中の景気展開を振り返ってみると、円高進行の下での外需の大幅な減少が、これらにも増して、景気回復をさらに遅れさせる要因として働いたことは疑いない。特に、昨年の円高は、対ドルのみならず、対欧州通貨でみても大幅な円高となり、インフレ格差を調整した実質実効為替レートでも戦後最高の水準となっている（図表32）。

昨年の円高を85年秋に始まった前回円高局面と比較してみると、①今回の方が円高の程度が小幅であり、かつ、②内外成長率格差の点からも今回の方が外需が増えやすい環境にあったにもかかわらず、外需減少の程度にはそれ程大きな相違がみられない（図表32）。特に、内需（とりわけ素原材料、中間財輸入の動きに影響する国内生産）の低迷の割には、輸入数量の伸びはかなり高いと考えられる。この点を踏まえると、今回の外需の大幅減少は、単に為替レートの変化のみならず、わが国の貿易を取り巻く世界経済の構造的な変化を反映したものではないかと考えられる。そして、これらの環境変化の下で、わが国経済では、循環的な収益悪化への対応としてのリストラ（経費削減など（注23））に加え、産業

(図表32) 為替レート、内外成長率格差と外需の動向

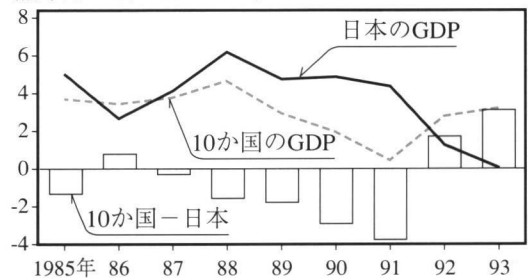
(1) 実効為替レートの推移



(注) 実質実効為替レート=実効為替レート×相対比価
実効為替レートは、米ドル、独マルク、ポンド、仏フラン、ウォン、台湾ドル、シンガポールドル、香港ドルを各時点の通関輸出金額ウエイトで加重平均して算出。

(2) 内外の実質GDPの推移

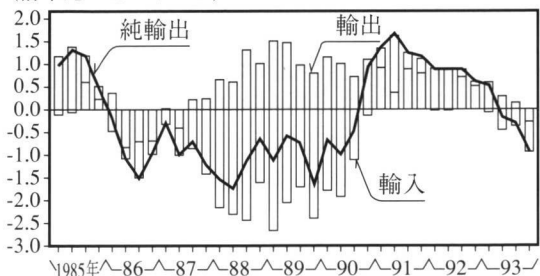
(前年比 %、%ポイント)



(注) 10か国GDPは、米国、ドイツ、英国、カナダ、中国、オーストラリア、韓国、香港、シンガポール、日本の実質GDP (GNP) を85年の米ドル換算名目GDP (GNP) で加重平均して算出。

(3) 純輸出のGDP寄与度

(前年比 %ポイント)



(資料) 大蔵省「外国貿易概況」、経済企画庁「国民所得統計」、IMF「International Financial Statistics」

(注23) ここで循環的なリストラとは、固定費の削減等によって、収益体質の改善を図るといった、個々の企業レベルでの努力を指している。この狭義のリストラについては、いわゆる「バブル期」に大幅に上昇した製造業・大企業の損益分岐点稼働率（利益がゼロとなる稼働率水準）が、最近では80年代前半の水準にまで低下しており、稼働率が高くないと利益が出にくい体質が、ある程度改善されたことを示している。しかし、後にみるような産業構造の調整といった広義のリストラについては、なおようやくその緒に付いたという段階と考えられる。

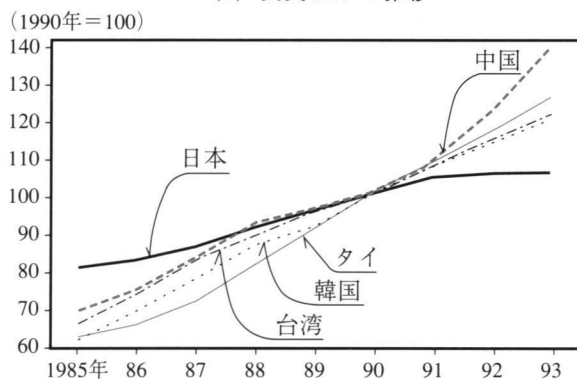
構造の調整といった長期的・構造的なリストラが起こりつつあるように思われる。

(国際的な競争環境の変化)

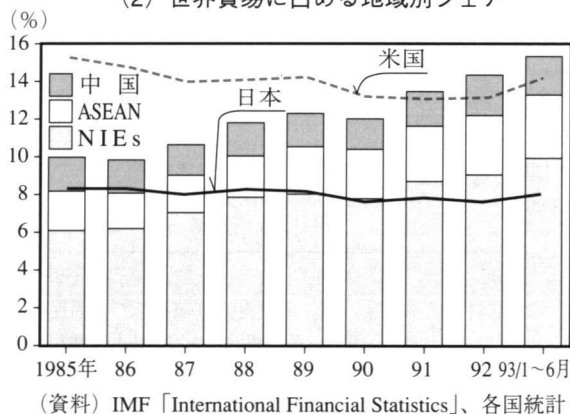
わが国の貿易構造に影響を与えている世界経済の変化の中で、最も重要なものは、旧共産圏諸国や途上国における市場経済の拡大、およびこれに伴う世界的な貿易財の需要・供給構造の変化であろう。特に、安価で豊富な労働力とその質の向上を背景とした東アジア諸国、とりわけASEAN諸国や中国の供給力増大が挙げられる(図表33)。また、米国に

(図表33) 東アジア諸国の供給力増大

(1) 実質GDPの推移



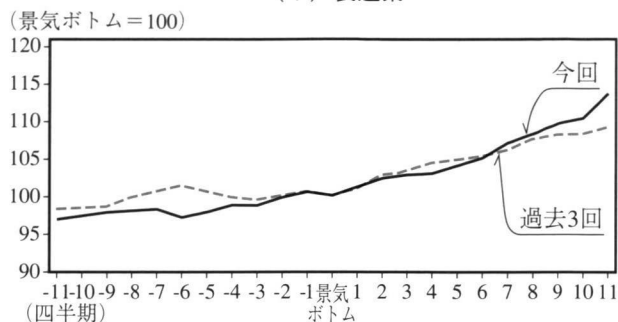
(2) 世界貿易に占める地域別シェア



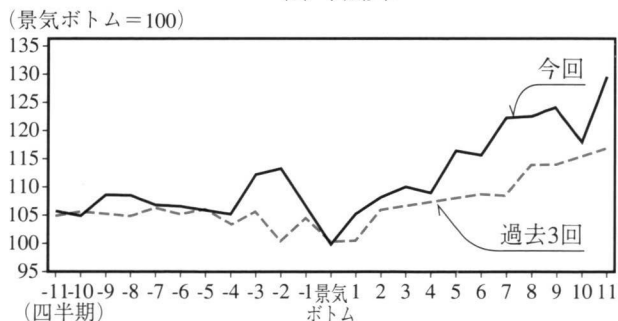
ついても、リストラの効果から、コンピュータ、自動車産業を中心に製造業の労働生産性が向上してきた(図表34)。これらは、為替レート一定の下でも、労働集約財中心にわが国産業の国際競争力低下をもたらすものであり、現実

(図表34) 米国製造業の生産性向上
(労働生産性の動向)

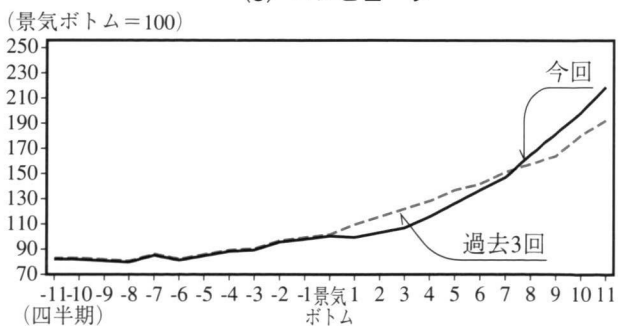
(1) 製造業



(2) 自動車



(3) コンピュータ



(資料) 米国労働省「雇用統計」、FRB「鉱工業生産指数統計」、
米国商務省「GDP統計」

は円高進行を伴っているため、そうした競争力低下が加速されている可能性が高い（注24）。

東アジアを中心とした貿易財の供給力増大の背景としては、主に以下の点が考えられる。第1に、東西冷戦構造の崩壊の下で、全世界的に経済重視の政策が採用され、市場経済化が進んだ点である。特に、中国では、89年の天安門事件で一時頓挫した開放政策・市場経済化が、92年以降再び加速した。これが、外国企業の直接投資を呼び込み産業構造の高度化を促すとともに、豊富な労働力と相まって供給能力の爆発的な増大につながったと考えられる。衣類やラジカセといった比較的労働集約的な財について、このところ中国からの輸入が急速に伸びていることは、同国の供給力増大のひとつの証左であろう（後掲図表35）。また、米国については、国防予算の削減に伴い軍需産業が縮小し、労働・資本が民需産業にシフトしつつあるとみられる。ただし、これが現在生じている米国産業の生産性向上に寄与しているか否かは定かではなく、その影響はむしろ今後徐々に現れてくるものと考えられる。

第2の重要な背景としては、80年代半ば以降のわが国企業の積極的な海外直接投資に伴

い、わが国の技術、特に比較優位を持つ自動車、電機等をはじめとする中位ハイテク製品の大量生産技術が海外に移転した点が挙げられる（注25）。事実、わが国からアジア諸国への直接投資額とこれら諸国からの輸入の伸びの間には、正の相関関係がみられる（後掲図表35）。従来のわが国産業の成長パターンは、欧米から先端製品に関する技術を導入して、これをわが国の品質管理、在庫管理技術と組み合わせることにより、製品の大量生産技術を開発し、大量生産・輸出に結び付けるという形態であったと言われている。しかし、85年秋のプラザ合意以降の急速な円高進行を契機に海外直接投資が拡大し、つれて、わが国の大量生産技術が海外に移植可能であることが徐々に証明されていった。その下で、昨年一段と円高が進んだために、わが国企業が国内生産に代えて海外生産を増やすインセンティブが高まったとみられる。

これらの点は、技術貿易にも反映されている。すなわち、わが国製造業の技術貿易は輸出入がほぼバランスしつつある（技術輸入／技術輸出：75年度2.8倍→92年度1.1倍）が、その内容をみると、米国に対しては電機を中

（注24）もちろん、上記の変化がわが国産業の国際競争力低下を意味するものであれば、為替レートが円安方向に振れ、競争力低下をかなり減殺することも考えられる。しかし、東アジア地域の経済発展の影響は、為替レート調整のみによって解消するとは考えにくい。

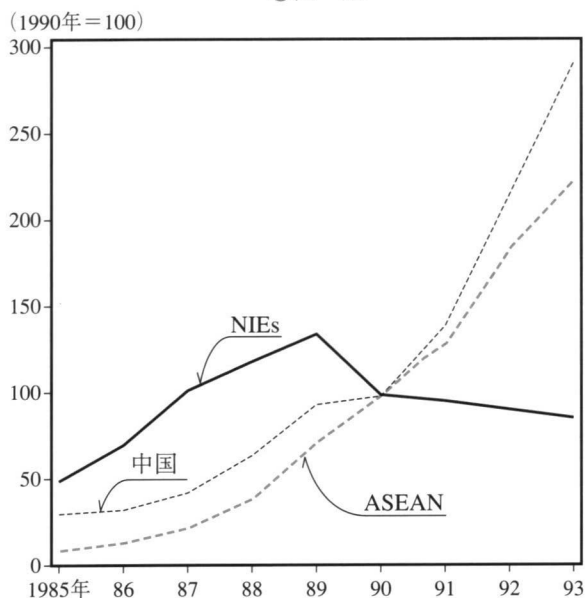
（注25）わが国の対外直接投資（フロー）の動きをみると、前回円高を契機として80年代後半に急増をみた後、90年代入り後は頭打ち傾向にある。しかし、一度海外生産拠点が確立した後、収益の再投資や現地資金調達によって、生産能力が増強されても、対外直接投資の統計には反映されないという統計上の問題がある。さらに、対外直接投資が海外での生産能力の増強に結びつくまでには、かなりのタイム・ラグもあるため、わが国企業の海外での生産能力は、後掲図表39にみるように、着実に増大しているものと考えられる。この点に関連して、特に東アジア諸国においては、邦銀が現地での店舗増強を積極化しているという事情もあって、現地での資金調達環境が著しく改善している点に注意する必要がある。

(図表35)

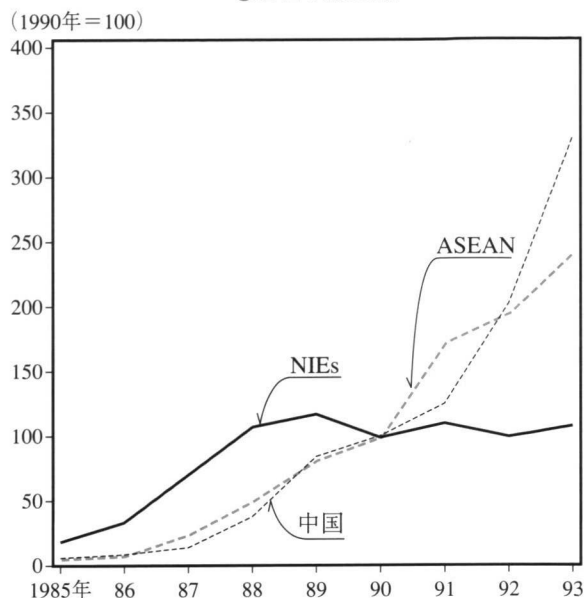
東アジアからの輸入動向

(1) 輸入数量

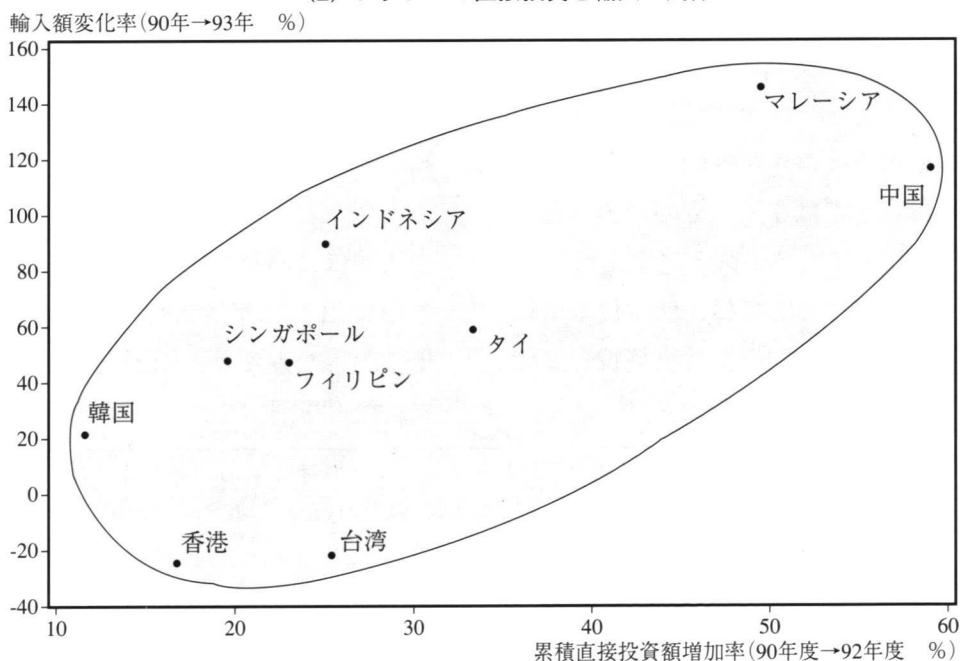
①衣 類



②音響映像機器



(2) アジアへの直接投資と輸入の関係



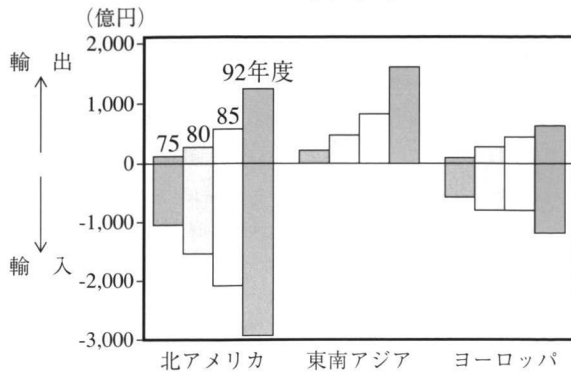
(資料) 大蔵省「外国貿易概況」「日本貿易月表」「対外直接投資届出実績」

心になおかなりの入超が続いている一方、対アジアでは出超額が大幅に拡大している(図表36)。これは、超ハイテク分野の技術は米国から移入している一方、既存の大量生産技術

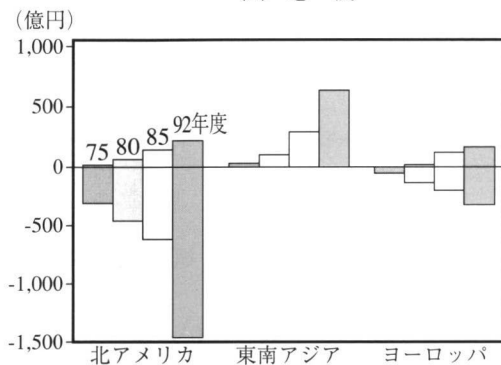
がアジアに移出されていることを示している。もっとも、自動車については、対米国でみても技術貿易が出超に転じており、貿易摩擦・円高対応を目的としたわが国企業の現地

(図表36) 技術貿易の動向

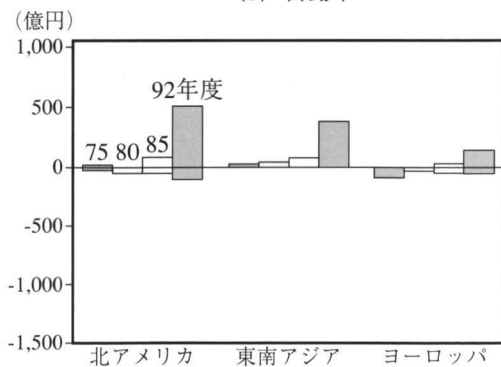
(1) 製造業



(2) 電機



(3) 自動車



(資料) 総務庁「科学技術研究調査報告」

生産化が、米国に対して生産システム関連技術の移転をもたらしていることを示唆している。

(わが国産業のリストラ)

これらの国際的な競争環境の変化の下で、わが国経済は産業構造の調整を避けられない情勢となっている。その中心は、全世界的な供給力増大に伴うわが国産業の比較優位構造の変化への対応にあり、基本的方向としては、次の2つが考えられる。まず第1に、貿易財部門では、労働集約的な財の輸入代替が進む一方、一段と資本・技術集約的な財への国内生産のシフトが進むことである。現在生じているわが国既存産業の比較優位の低下が、かなりの程度、東アジア諸国のキャッチ・アップに伴うものであるとすれば、わが国の賃金の国際的にみた割高化が重要な意味を持つ。すなわち、この状況の下では比較劣位が進行している労働集約的な財からの退出と、資本・技術集約的な財へのシフトが不可避となろう。第2には、これまで規制の下で効率性を欠いていた分野、特に非貿易財（非製造業）分野の効率化が進むことである（後掲図表37）。非貿易財分野の効率化は、最終的には消費者物価（生計費）の低下につながり、それが実質購買力の上昇を通じて、新たな産業の成長を促進することになり得る（注26）。

このような構造調整は、実は、前回円高局面

(注26) ASEAN諸国や中国、さらに一部東欧、ラテン・アメリカ諸国において、近年市場経済化が急速に進んでいることは、市場経済全体として労働供給が著しく増大したことを意味している。このことは、長い目でみて、わが国を含む先進諸国に対して、賃金低下圧力として作用するものと考えられる。もちろん、要素価格均等化の力が働くのは相当長期の現象であろうが、労働集約財の輸入が増加する一方で、資本が海外へ流出していく下では、賃金低下圧力が働くこと自体は否定し難い。にもかかわらず、内外価格差の縮小が実現しないとすれば、勤労者の実質購買力の低下につながりかねない点に注意する必要がある。

(図表37)

政府規制の概要と規制対象分野のウエイト

産 業	全産業に占める構成比 (1988年度)	当該産業に占める規制分野のウエイト (1988年度)	主 な 規 制 内 容			
			主な事業	参入規制	料金規制	主な規制法
建設業	7.2 %	100.0 %	建設業	許可	なし	建設業法
金融 保険 証券	5.5	100.0	銀行 証券 生命保険 損害保険	免許 免許 免許 免許	一部上限設定 一部認可 認可 認可	銀行法 証券取引法 保険業法 保険業法
電力 ガス 水道 熱供給	2.9	100.0	電気 都市ガス 熱供給 水道	許可 許可 許可 許可	認可 認可 認可 認可	電気事業法 ガス事業法 熱供給事業法 水道法
鉱業	0.3	100.0				鉱業法
運輸・通信	6.5	95.3	鉄道 航空 海上 道路 〔旅客〕 〔貨物〕 電気通信 〔第一種〕 〔特別第二種〕 〔一般第二種〕	免許 免許 免許 免許 許可 許可 登録 届出	認可 認可 認可 認可 届出 認可 届出 なし	鉄道事業法 航空法 海上運送法 道路運送法 貨物自動車運送事業法 電気通信事業法
農林 水産業	3.0	—	コメ 小麦		管理価格 最低価格保証	食糧管理法 食糧管理法
サービス	20.5	54.5	旅館 弁護士			環境衛生関係営業の 適正化に関する法律 旅館業法 警備法 弁護士法
製造業	28.0	16.8	船舶製造 石油製造 たばこ製造	届出 許可 法定独占		造船法 石油業法 たばこ事業法
不動産	9.5	3.6	不動産業	免許		宅地建物取引業法
公務	3.6	0.0				
卸小売業	12.4	—				
全産業	100.0	40.8				

(注) 1. 平成4年度「年次経済報告」による。

2. 全産業に占める構成比、規制分野のウエイトは公正取引委員会「公正取引」、主な規制内容は植草益「公的規制の経済学」に基づき、経済企画庁調査局において若干の整理を行ったものである。

(資料) 経済改革研究会報告（「平岩レポート」）参考資料

において求められていた方向であった。しかし、前回の場合、輸出部門と国内部門、貿易財部門と非貿易財部門の相対的採算性が変化

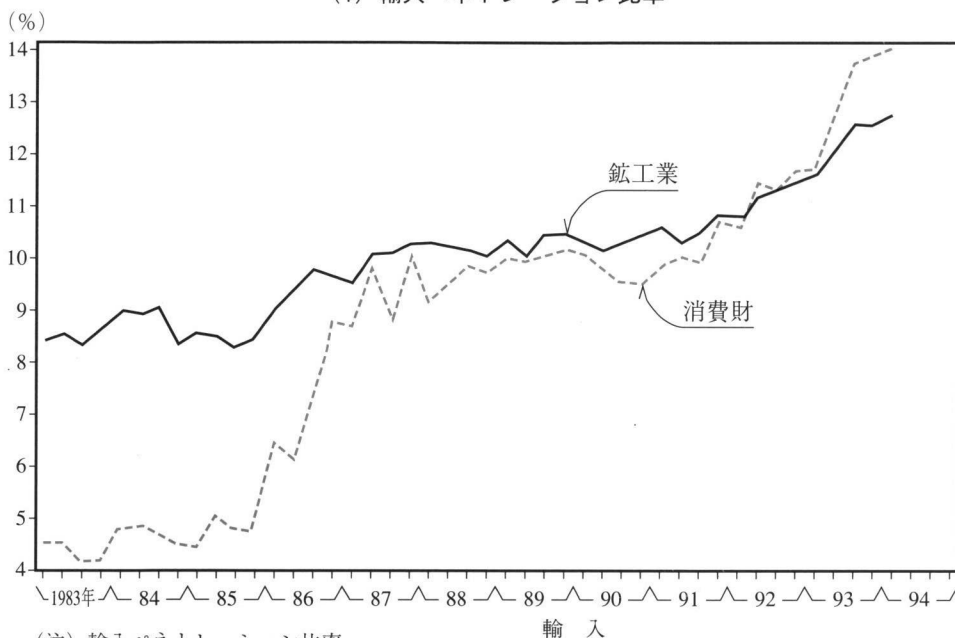
する下で、単に前者から後者への生産要素（労働・資本等）のシフトを進めることが中心であった。これは、第1に、円高後の内需の

急拡大によって可能となった。しかし当時の
 内需の急拡大が持続可能なものでなかった
 ことは、今日明らかとなっている。第2に、
 当時の国内シフトは、わが国の国内市場が国際
 競争から隔離されていたことによって可能で
 あった面も否定し難い。現状は国内の市場開放
 (図表38)

が進むとともに、海外（特に東アジア諸国）
 の供給力が飛躍的に増大した結果、消費財を
 中心にわが国への輸入品のペネトレーション
 が格段に高まっている。この点に照らすと、
 単純な国内シフトによる対応には限界がある
 かもしれない(図表38)。また、前回の非貿易

輸入ペネトレーションの高まり

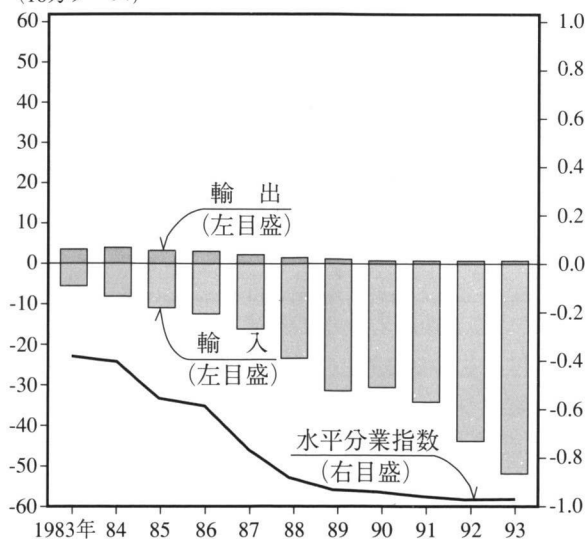
(1) 輸入ペネトレーション比率



(注) 輸入ペネトレーション比率 = $\frac{\text{輸入}}{\text{国内総需要 (中間投入向け需要を含む)}}$

(2) 消費財の輸出入動向

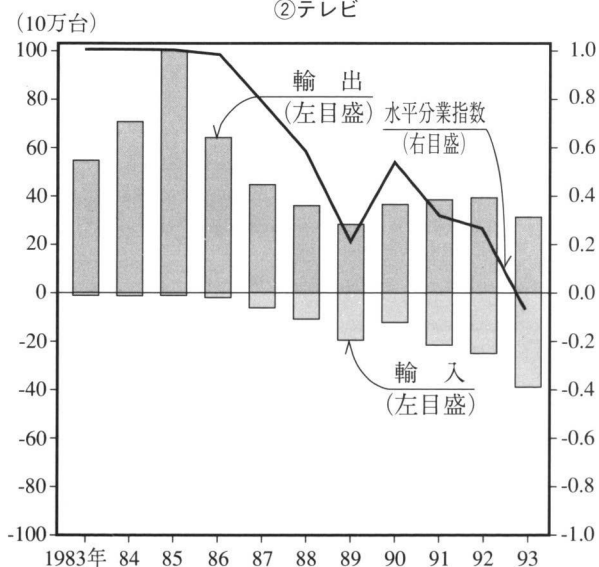
①衣 類 (10万ダース)



(注) 水平分業指数 = $\frac{\text{輸出} - \text{輸入}}{\text{輸出} + \text{輸入}}$

(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」、大蔵省「日本貿易月表」

②テレビ

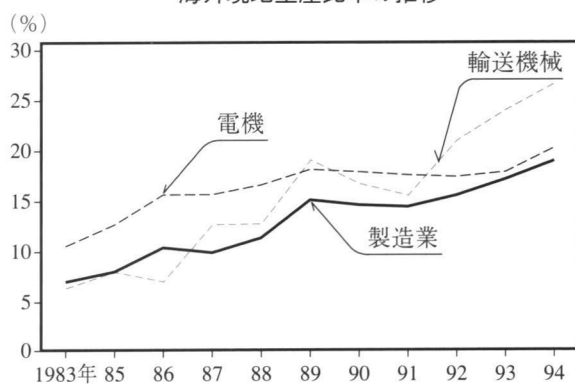


財部門へのシフトに関しても、サービス価格の内外格差が示すように、必ずしも同部門の効率化に寄与するものではなかったとの指摘もある。

前述のような方向で産業調整がどの程度進んでいるかについては、議論の余地があるが、少なくとも部分的には現れつつある。まず第1の点に関しては、繊維、一部AV機器、下請け関連の部品類等、労働集約的な財の輸入拡大ピッチが急速であるほか、電機、自動車等でも既存分野について一段の海外生産シフトが進行している（図表39）。また、相対的に資本ストック調整の進んでいる製造業加工業種においても、海外生産シフトが国内生産・投資の抑制の一因となっていること

（図表39）海外現地生産の拡大

海外現地生産比率の推移



（注）海外現地生産比率＝ $\frac{\text{現地法人売上高}}{\text{海外進出企業本社売上高} + \text{現地法人売上高}}$

（資料）通商産業省「海外事業活動基本調査」「我が国企業の海外事業活動」等

は、第1節でみたところである。93年度はこうした産業調整の初期段階に伴うデフレ・インパクトが現れたとみられる。他方、国内生産のより資本・技術集約的な財へのシフトについては、このところ電機の一部に、液晶や移動体通信などの先端分野での設備投資を積極化する動きがみられ始めている。しかし、マルチメディア等の分野では、先の技術貿易のデータからも窺われるように、米国に対して比較劣位にある可能性があるうえ、政府規制に伴う困難も指摘されており、需要分野の拡大が必ずしもスムーズに進んでいないように窺われる。

第2の点に関して言えば、いわゆる「価格破壊」現象（注27）が、非貿易財分野の効率化の一例（この場合は流通機構の効率化）と考えられる（後掲図表40）。「価格破壊」が生じている背景としては、①東アジア諸国の供給力増大・円高の下での内外価格差の一段の拡大、②海外旅行等を契機とした価格情報の増大や所得の伸び悩みを背景とした消費者の価格指向の強まりのほか、③大店法や並行輸入制度に関する90年以降の規制緩和もかなり影響しているとみられる。また、内外価格差是正の動きは、製造業分野でも、これまで系列取引等によって国内・外の価格裁定が不十分であった中間財等に及んでいくことが予想されている。

（注27）現在の「価格破壊」は、内外価格差是正の過程で生じている現象と考えることができる。この現象は、通常ディスカウント・ストア等新規参入者によって惹き起こされるため、調査対象先が比較的固定的であるCPIには反映されにくく、CPIと「実勢価格」との乖離につながることが多い。ただし、時間が経つにつれて「価格破壊現象」が既存の流通業にも波及し、CPIが「実勢価格」に鞘寄せされていくものと考えられる。なお、最近では、WPIの下落、「価格破壊」現象を背景に、日本の現状を「デフレ」ととらえる見方があるが、「デフレ」の考え方についてはボックス7を参照。

[ボックス7]

財・サービス価格の低下と「デフレ」との関係について

財・サービス価格の低下が「デフレ」として問題になるのかどうか、言い換えればスパイラル的な価格の低下によって、実体経済に悪影響を及ぼす可能性を示しているかどうかという点については、①国内要因のみで価格が低下しているか否か、②国内要因で低下しているとしても、それが技術革新等を背景とした生産性の上昇を伴ったものか否か、というのが判断のポイントである。

まず、第1の点については、現在のWPIの下落や「価格破壊」現象は、円高や原油価格の下落に伴う輸入品価格の低下を背景とした交易条件の好転に負う部分が大きく、国内要因による価格の変動を示すGDPデフレーター(=GNPデフレーター)は、なおかなりのプラスとなっている(GDPデフレーター前年比:93年+1.0%<統計作成開始以降の最低は58年の△0.3%>)。もちろん、「価格破壊」現象がCPIと「実勢価格」の乖離を生じさせるため、CPIをベースのひとつとして算出されるGDPデフレーターがある程度過大評価されている可能性はあるが、その点を勘案しても国内要因のみで大幅な価格下落が生じているとは考え難い。

第2の点については、電機例を挙げると理解しやすい。同産業の総生産デフレーターは長期にわたりほぼ一貫して低下を続けているが、これは半導体、コンピュータ等の技術革新に支えられたものであり、一方で需要の拡大をもたらしているため、実体的な問題は生じていない。また、この場合、生産性の向上により、当該業種のGDPデフレーターは低下するが、マクロ的に考えると、賃金・利潤等に低下圧力をもたらすものではないので、GDPデフレーターのスパイラル的低下につながることはない。最近の「価格破壊」現象も、流通機構の効率化がある程度寄与しているものと考えられ、その価格低下効果から実質値でみた個人消費の伸びが回復しているという事実がある。

元来、財・サービスの「デフレ」が問題となるのは、名目ベースで固定された契約(特に負債契約、賃金契約)の存在に負うところが大きい^(注)。産出物の価格が大幅に低下すると、名目値で固定されたこれら生産要素に対する支払不能が生ずるわけであり、学説史的には、前者(既存の負債)によって生ずる問題がdebt deflation、後者(名目賃金の下方硬直性)によって生ずる問題がKeynesの失業と呼ばれる。しかし、生産要素に対する支払能力という観点からとらえると、結局は名目の付加価値(名目GNP)の伸びが問題となるわけで、上記の2つのポイントもこれを言い換えたものにほかならない。最近の名目GNPの動きをみると、統計開始以来最低の伸びとなっているが(93年前年比+1.1%)、なおプラスを維持しており、しかも93年4～6月をボトムに伸び率は回復しつつある。また、昭和恐慌や金融恐慌が発生した昭和初期には名目GNPの伸びはかなりのマイナスを記録(大川統計によれば、昭和恐慌時にはデフレーター的大幅低下から3年間<29～31年>で名目GNPが約20%低下)しており、最近の動きとはかなり異なっていることも指摘できる。

(注) 名目ベースで固定された契約から生ずる問題としては、このほか、前述のバランスシート調整の問題を指摘できる。

先にみたように、この問題は、資産の価値が下落する一方で、負債は名目値で固定されていることによって生ずるものであり、文字どおり「資産デフレ」と呼ぶべき現象である。もっとも、資産価格の動きはGDPデフレーター等に反映されるものではなく、この問題は、通常の財・サービスの価格低下とは別途の問題として考えるべきであろう。

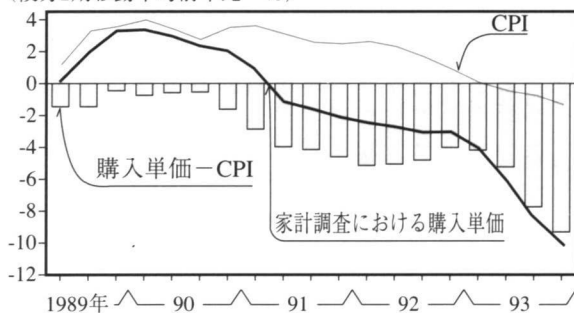
以上のようなわが国産業の調整は、長い目でみれば、①世界経済の大きな変化の下で不可避なものであり、かつ②既存の非効率的分野の効率化を通じて、経済全体の生産性を高めるものである。また、もともと諸外国の供給力

増大は全世界的な生産性向上と需要拡大の裏返しとも言えるだけに、わが国において産業の変化がうまく進めば、東アジア諸国等との水平貿易を一段と拡大しつつバランスのとれた経済成長が実現できる可能性も指摘できよう。

(図表40) 家計の購入単価の動向(「価格破壊」の一例)

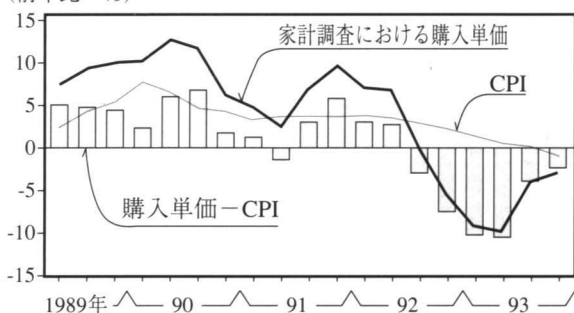
(1) 牛 肉

(後方2期移動平均前年比 %)



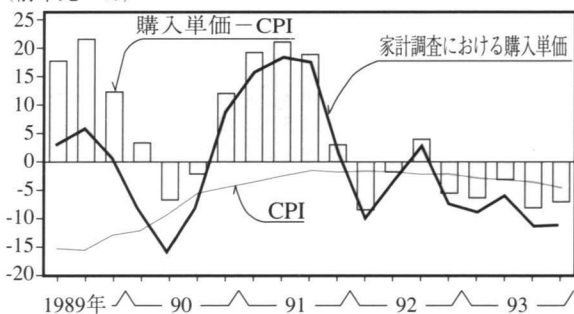
(2) ネクタイ

(前年比 %)



(3) テレビ

(前年比 %)



(資料) 総務庁「家計調査報告」「消費者物価指数」

しかしながら、世界経済の変化がもたらす調整圧力の下での企業リストラは、短期的にみれば、光と影の両面を併せ持つものである。すなわち、各企業におけるリストラの動きは、企業部門内でみれば当該企業の収益改善に資する一方、リストラのしわ寄せを受ける企業にとっては需要の減少となる。また家計部門にとっては、雇用者所得を押し下げる方向に働く一方、リストラの過程で生じる価格下落は企業部門からの所得移転ととらえ得る。したがって、リストラのマクロ経済全体への影響は、リストラの恩恵を受ける経済主体の支出拡大効果(プラス効果)とリストラのしわ寄せを受ける経済主体の支出削減効果(マイナス効果)の双方に依存することとなる。しかも、時の経過につれて産業構造の調整の内容が変化すれば、プラス・マイナスの関係も変わっていく性格の現象であり、マクロ的な景気にいずれの方向の影響を及ぼすかの判断を一概に下すことは困難である。

わが国産業において進行しつつあるリストラの影響を、現時点で図式的に整理すると、以下のように考えられる。まず、①製造業、非製造業の関係でみると、内外価格差の是正が進む下では、非効率性をかなり残している非製造業が大きな調整圧力を受ける可能性が高い(注28)。②製造業の中で考えると、相対

(注28) 内外価格差の原因としては、輸入制限の影響も無視できないが、これを所得水準と「生活実感」の乖離、あるいは、円の国内購買力と対外購買力の格差の問題としてとらえた場合、①内外価格差は、財に関してよりも、サービスについての乖離が大きく、かつ、②財の価格差も、流通の非効率性に起因する部分が少なくないことが指摘できる。したがって、内外価格差縮小のためには非貿易財分野での生産性向上が極めて重要と考えられる。

的に海外製品への代替が容易で、労働集約的な財の生産に携わる企業が調整圧力をより強く受ける公算が大きい。さらに、③企業・家計部門間でみると、雇用調整のテンポがポイントとなるが、これまでのところ、そのテンポは比較的緩やかである一方、現在進行している「価格破壊」は企業部門から家計部門への所得移転として働くため、差し当たりは家計部門にプラスに働く可能性が高い。

(4) 景気回復への展望と今後の課題

(予想される景気回復の姿)

最近の実体経済の動きをみると、第1章で述べたように、各種ストック調整の進展と金融・財政政策の効果の浸透等を背景に、更年後は経済指標に改善の動きを示すものが増加しており、景気は全体として下げ止まりの展開となっている。今後景気下げ止まりの現状が、回復へとつながることが期待されるが、その場合でも、バランスシート調整や、とりわけ産業構造調整の影響を考えると、回復のテンポは緩やかなものにとどまるとみられる。また、これらが各経済主体に異なった影響を及ぼす結果、景気回復の姿が、以下のように幾つかの重要な点で過去のパターンとは異なった展開となる可能性が高い。

第1に、個人消費が民間需要回復のリード役となる可能性がある。わが国における過去の景気回復パターンは、必ずしも画一的ではないが、個人消費は一般に景気に遅行するこ

とが多く、その回復が景気のリード役になることは少なかった(注29)。しかし、今回は、景気後退の初期に消費性向の低下を伴って個人消費の減退がみられた一方、最近では、資本財に先行して耐久消費財のストック調整が進捗し、内外価格差の是正に伴う実質所得の下支えとも相まって、こうした面では、個人消費が先導して回復する条件が整いつつある。現に、昨年後半からは景気全体が停滞する中で、消費が緩やかながらも持ち直しつつあり、今後は所得税減税の効果も期待される。もっとも、他方における家計の所得環境の悪さを考えると、今後個人消費が回復したとしても、高い伸びとなるとも考えにくく、かつ消費財に関しては輸入へのリークが高まっているだけに、景気全体の回復テンポも緩やかなものにとどまる可能性が高い。

第2に、設備投資の回復テンポが従来に比べて鈍いとみられることである。業種間のバラツキを伴いつつも、ストック調整が相当進展したことは既にみたところである。しかし、非製造業を中心とするバランスシート調整圧力や、円高・国際的環境変化の下での調整圧力(製造業における海外への生産シフト、非効率企業の収益圧迫)が抑制要因として働く。過去における設備投資の回復期には、まず相対的に金利感应度の高い非製造業の設備投資が立ち上がり、製造業の中では意思決定期間が短い中堅中小企業の設備投資がこれに続き、最後に製造業大企業の設備投資が回復に

(注29) 過去、個人消費が景気回復のリード役となった代表的な時期は、65～66年にかけての回復局面である。

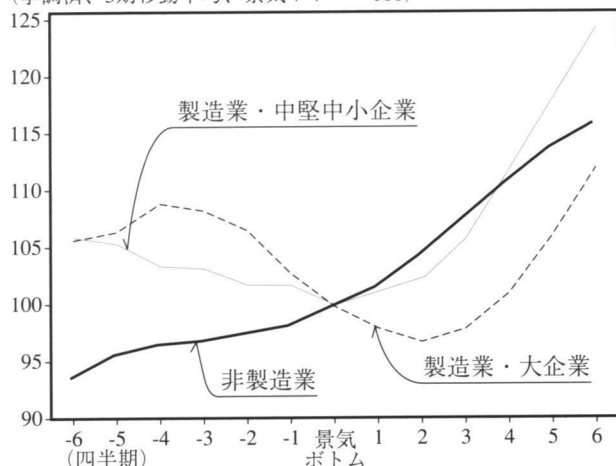
同局面では、65年7月に戦後初の長期特例国債の発行などの経済対策が打ち出されたことに伴い、消費マインドが好転し、耐久消費財を中心に個人消費が他の需要に先行して立ち上がっている。

向かうというパターンがみられた（図表41）。しかし、今回の場合、このような製造業より非製造業、大企業より中堅中小企業が先行するというパターンとは異なった形となる可能性がある。

（図表41） 過去における設備投資の回復パターン

過去3回の回復局面の平均

（季調済、3期移動平均、景気ボトム＝100）



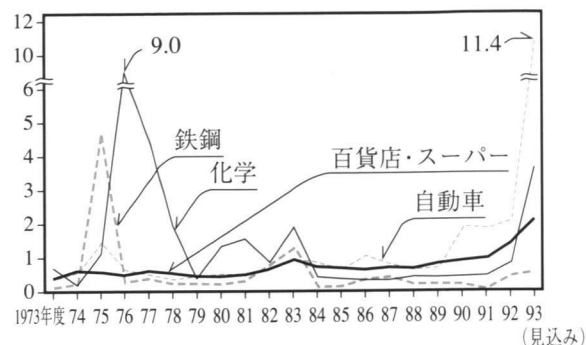
（資料）経済企画庁「国民所得統計」、大蔵省「法人企業統計季報」

第3に、産業間のみならず、同一産業内でも企業間格差の拡大が進む可能性がある。すなわち、今回のように国際競争を巻き込んで産業構造調整が進む下では、企業間で国際市場を視野に入れた競争が一段と激化している。わが国では、これまで産業間の成長率格差はみられたが、規制や横並び意識等もあって、同一産業内の企業別シェアは比較的安定的に推移してきたケースが多いように窺われる。しかし、上記のような競争環境の変化の下で、今後企業間秩序も崩れていく可能性を秘めている。産業内の分極化現象は、今後景気が回復に向かう局面で、それぞれの企業の対応の成否から徐々に明確化していくものと考えられるが、既に93年度の経常利益率に企業間

格差の広がり兆しが窺われている。また、企業の日本経済に対する成長期待について、過去に例をみない程バラツキ度合いが強まっている点も注目される点である（図表42）。

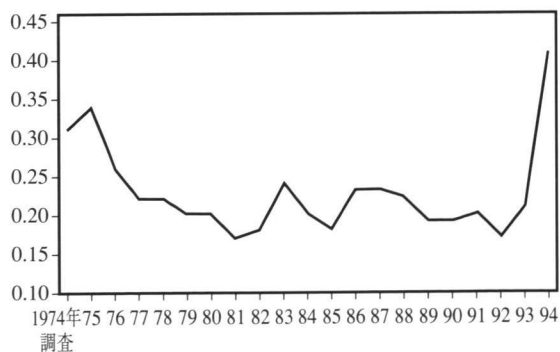
（図表42） 企業間格差の拡大

（1）経常利益率の変動係数



（注）データは、東証一部上場の主要企業（自動車は完成車メーカー11社、鉄鋼は高炉大手5社、化学は総合化学・石油化学メーカー9社、百貨店・スーパーは百貨店12社と大手スーパー10社）。93年度見込みは、日経データバンクの予測値。

（2）期待成長率の変動係数（日本経済、向こう3年間）



（資料）日本経済新聞社データバンク局資料、経済企画庁「企業行動に関するアンケート調査報告」

（わが国経済の直面する課題とその解決に向けて）

以上を踏まえると、今後のわが国経済は、当面もたつき気味に推移する可能性が高く、その中で産業構造の変化が徐々に進んでいくものと思われる。こうした調整の進展速度は、各種制度的条件にも左右される。わが国の場合、

雇用調整^(注30)や金融機関の不良資産の処理にかなりの時間を要することは避けられず、これらの事情が調整のテンポを米国や北欧等に比して緩やかなものとする可能性がある。

第3節にも述べたとおり、わが国産業構造への調整圧力は世界経済の構造変化に端を発している。したがって、この調整の進行を阻害することは、わが国経済の対応力を低下させ、長い目でみて経済成長を抑制することにもつながりかねない。こうした調整に当たっては、政府規制の見直しが重要な役割を果たし得ると考えられる。すなわち、わが国政府規制の緩和・撤廃は、①貿易面では、世界各国、特に東アジア諸国との水平分業構築によって、国際的にみて効率的な生産を可能とする一方、②非貿易財分野の効率化を促し、消費者物価の低下を通じて実質購買力の上昇につながるほか、③新規事業分野の発掘・新しい産業の拡大にも寄与し得る。これらを通じて規制緩和は、望ましい経済構造への速やかな調整に寄与するとともに、わが国経済の潜在成長力を中長期的に高めていくことにも資す

ると考えられる^(注31、32)。さらに、非貿易財分野の効率化等に伴う内外価格差の是正は、所得水準と「生活実感」との乖離を縮小し、国民の経済厚生向上に大きく寄与し得る。

このように、わが国産業の構造調整をいかにスムーズに進めるかという問題と同時に、対外黒字問題にどのように対処していくかということもわが国の直面する重要な課題である。まず、対外黒字のうち、内外の成長率格差等に基づく循環的部分については、前述のような消費財を中心とする輸入浸透度の高まりもあって、わが国の景気が回復するにつれ、解消に向かうはずである。他方、これ以外の部分は、わが国の基礎的貯蓄・投資バランスに対応するわけで、短期的にこれが解消されるものではない。したがって、わが国対外黒字の裏側に存在する国内投資・支出に対する制度的・政策的制約の影響について考えていく必要がある。

こうした視点からわが国の貯蓄・投資バランスをみると、巨額の対外黒字を蓄積する一方で、社会資本や住宅ストックの面では、諸外国に比べ見劣りする（後掲図表43）。対外

(注30) 産業構造調整の過程で、いわゆる「日本型」経済システムがどのように変貌を遂げていくかについて、予断を持つことは難しい。現実には、系列や横並び・株式の持合い等には部分的にせよ既に変化の兆しがみられる一方、大企業における終身雇用に関しては、これまでのところ、これを維持する企業が多いように窺われる。最近の種々のアンケートにも、今後大規模な雇用調整や雇用慣行の劇的な変化を示唆するものは少ない。しかし、今後もこの延長線で考えてよいのか、「日本型」システムのどの部分がハード・コア（変化しにくい部分）であるかが、市場競争の中で試されていくこととなる。

(注31) わが国の潜在成長力については、労働力人口が伸び悩むことに加え、前述のように既存の産業が国際競争力の壁に直面していることから、今後低下は免れ難いとの見方が多い。しかし、東アジア諸国との適切な水平分業が構築され、かつ規制緩和等を通じて、非製造業分野の効率化が達成されるのであれば、生産要素賦存量の制約を緩めることを通じて、中長期的な成長力を高める方向に作用するものと考えられる。

(注32) 市場経済の下では、比較優位、相対価格の変化に応じて、①比較劣位産業の退出、②既存産業での製品の再配分、③新しい成長産業の参入、という3つの形で産業構造の転換が進むと考えられる。しかしながら、政府規制の存在等によって③の新規参入が禁じられるなど、市場メカニズムの機能が阻害される場合には、構造転換が遅れるばかりでなく、前節で述べたようなリストラ効果の光と影のアンバランスが発生し、結果としてデフレ的に作用する可能性もある。これを防ぐためには、電気通信等の成長分野における規制緩和が極めて重要であり、また、新しい成長企業のファイナンスを円滑にするという観点からは、ベンチャー・キャピタルの育成等を含めた資本市場の活性化が望まれる。

(図表43) 住宅・社会資本ストックの国際比較

(1) 住宅ストック

項目 国名	1人当たり 住宅戸数 (ストック・戸)	1戸当たり 平均室数 (ストック・室)	1室当たり 平均人数 (ストック・人)	1戸当たり床面積 (ストック・m ²)			1人当たり 床面積 (ストックm ²)	持家率 (%)	空家率 (%)
				合 計	持 家	借 家			
米 国 (※は中央値)	429('91)	*5.4('91)	0.4 ('91)	*157.7('91)	*164.9('91)	*116.6('91)	62.6('91)	64.2('91)	10.9('91)
英 国	400('89)	5.1('91)	0.5 ('91)	97.9('91)	109 ('91)	94 ('91)	40.2('91)	67.6('91)	5.4('91)
旧 西 独	430('87)	4.4('87)	0.5 ('87)	86.1('87)	113 ('87)	69 ('87)	37.2('87)	39.3('87)	2.7('87)
フ ラ ンス	464('90)	3.9('91)	0.7 ('84)	85.4('91)	96.1('84)	67.9('84)	39.6('90)	51.2('84)	17.2('88)
イ タ リ ア	386('81)	—	0.9 ('75)	—	—	—	—	50.9('71)	19.9('81)
スウェーデン	471('90)	4.3('90)	0.5 ('85)	—	—	—	—	54.9('80)	4.7('80)
日 本	342('88)	4.9('88)	0.66('88)	89.3('88)	116.8('88)	44.3('88)	27.9('88)	61.3('88)	9.4('88)

- (注) 1. 「室」、「床面積」等の定義は、国により異なる。
 2. 米国の床面積 (ストック) には、共同建て、長屋建ては含まない。
 英国の床面積 (ストック) の持家と借家の値は、戸建て、長屋建てのみのもの。
 3. 各国の床面積の測定方法は以下のとおり。
 米 国：外法
 英 国：戸建て・長屋建ては外法、共同建ては内法
 旧西独、フランス：内法
 日 本：壁芯
 4. 1人当たり床面積は、建設省推計。

(2) 社会資本ストック

項 目	下水道	水 道	都市公園	道 路	鉄 道	電 話	病 院	
整備水準 指 標	普及率	普及率	1人当たり 面 積	自動車保有 台数当たり 高速道路延 長	舗装率	国 鉄 複線化率	普及率	10万人当 たり 病 床 数
	(%)	(%)	(㎡／人)	(m／千台)	(%)	(%)	(加入／100人)	(床／10万人)
日 本	(1992) 47	(1991) 95	(1991) 東京23区 2.6	(1992) 99	(1992) 71	(1989) 32.5 JR	(1990) 44.3	(1990) 1,356.5
英 国	(1990) 96	(1986) 99	(1982) ロンドン 25.6	(1990) 109	(1990) 100	(1988) 74	(1988) 41.4	(1988) 595.2
旧 西 独	(1990) 86	(1986) 98	(1984) ボン 37.4	(1990) 268	(1990) 99	(1988) 42	(1988) 46.3	(1987) 1,102.0
フランス	(1987) 68	(1986) 99	(1984) パリ 11.6	(1991) 281	(1991) 92	(1988) 45	(1988) 45.2	(1987) 1,293.5
イタリア	(1980) 55	(1984) 91	(1973) ローマ 11.4	(1989) 220	(1989) 100	(1988) 31	(1988) 34.9	(1979) 974.5
米 国	(1986) 73		(1989) ニューヨーク 23.0	(1991) 382	(1990) 90		(1988) 49.0	(1987) 507.0

- (注) 1. 下水道、都市公園は、建設省調べにより作成。
 2. 道路は、IRF「World Road Statistics, 1992」、日本自動車工業会「主要国自動車統計1992」および建設省調べにより作成。
 3. 水道は、「管路情報 (No. 26) 1990」により作成。
 4. 鉄道は、(社)海外鉄道技術協力協会編「最新世界の鉄道データ集1990」等により作成。
 5. 電話は、AT&T「世界の電話」等により作成。
 6. 病院は、イタリアはWHO「World Health Statistics Annual, 1983」、他の諸国は各国政府資料、日本は厚生省「医療施設調査 平成2年」により作成。
 (資料) 建設省「住宅経済データ集」、経済改革研究会報告 (「平岩レポート」) 参考資料

黒字の裏側にあるわが国の貯蓄・投資バランスの「歪み」を是正する観点からも、政府規制の緩和・撤廃による民間投資の活性化、特に諸外国との比較でみても資本蓄積の遅れている非製造業分野や質的な見劣りが目立つ住宅分野の投資活発化が望まれる。さらに、後者については、土地問題の解決を同時に進めることで、住宅取得コストの高さ等に伴う家計の高貯蓄率を引き下げ、マクロの貯蓄・投資

バランスを是正する効果も期待できる（後掲ボックス8を参照）（注33）。このように考えると、「経済改革研究会」（いわゆる「平岩委員会」）の報告や政府の経済対策等、昨年来規制緩和に向けての流れができてきたことは、望ましい方向への変化である。しかしながら、これらの動きはあくまでその端緒に過ぎず、今後とも継続的な規制の見直しに向けて関係者の一層の努力が求められるところである。

（注33）仮に、内外価格差の是正と住宅価格の引き下げの両者が実現するのであれば、国民のライフサイクル貯蓄のかなりの部分が消費に向かう可能性が考えられる。もちろん、約1,000兆円に上る家計保有金融資産のうち、どれだけがライフサイクル貯蓄かは不明であるが、住宅価格の低下によって遺産動機も弱まることを考えると、かなりの消費性向押し上げ効果、ひいては貯蓄・投資バランスの変化を通じて、対外黒字押し下げ効果を持ち得るものと思われる。

[ボックス8]

規制緩和の経済効果について
——貯蓄・投資バランスの観点から

1. 非製造業における規制緩和

本文でもみたとおり、非製造業分野で広範かつ詳細にわたって各種規制が課されているのが、わが国産業構造の大きな特徴である。こうした、規制の存在が非製造業における投資機会を制約している可能性は大きい。

したがって、同分野での規制緩和は、長い目でみて、同分野の設備投資の拡大を通じて、マクロの貯蓄超過を縮小させ、対外黒字削減方向に作用するとみられる。また、これを資源配分の観点からみると、貿易財分野から非貿易財分野への資源の移転を通じて、対外黒字を縮小するととらえることもできる。すなわち、非製造業分野における規制緩和は、非貿易財分野でのビジネス・チャンス拡大を意味するため、貿易財分野から同分野への資本・労働などの生産要素の移動を促すことで、長い目でみると、対外黒字削減効果を持つと考えられる。

これらの規制の投資促進効果について定量化することは極めて難しいが、①85年の電気通信に係る規制緩和が、第二電々等の新規参入や、NTT、KDD自体の設備投資活発化を通じて、大きな投資促進効果を持ったことに加え、②航空、トラック輸送、小売等に関する極く部分的な規制緩和の場合にも、ある程度の投資活性化がみられたことを考えると、大胆な規制緩和を実行すれば、かなりの規模での設備投資増加が期待できる。もちろん、こうした規制緩和の過程では、これまで規制によって保護されていた産業において、一時的に失業が増加する可能性も考えられる。しかしながら、長い目でみると、非製造業の効率化に伴って、内外価格差の是正が進めば、実質購買力の増大を通じて、新たな需要の創出につながるわけであり、資源の再配分が円滑に進むことを前提とすると、その過程で一時的に発生した失業も吸収されていくはずである。

2. 住宅建設・土地利用に関する法制・税制の見直し

わが国の住宅事情は、本文中でも指摘したとおり、十分な床面積を持つ貸家が特に大都市圏で不足している（例えば低層住宅の密集）などの、質的問題が存在している点が特徴である。これは結局、土地の高度利用が進まないことに起因するが、その背景として、高度利用を妨げる、または低度利用を存続させる法制・税制の存在が指摘できる。

まず、土地の高度利用を妨げるものとしては、①借地・借家法による土地・家主の権利の著しい制限が良質の貸家供給を阻害していること、②建築基準法に基づく「指定容積率」「区画前面道路と道路率」等の規制が建築物の高層化を制限していること、などが挙げられる。他方、土地の低度利用の存続を可能としている要因としては、①固定資産税の実効税率や相続税評価の低さが低利用の継続を促していること、②高率の譲渡所得税がロック・イン効果を発生させ土地の流動化を妨げていること、③生産緑地法に基づく市街地区域内農地の税制面の優遇が宅地化を妨げるひとつの要因となっていること、などが指摘されている。

これらは、いずれも近年関係者の努力により見直しが進められているが、一層の見直しが行われ、土地の高度利用が実現されれば、大都市圏の住宅問題も基本的には解決されるものと期待できる。土地の高度利用そのものが住宅投資の嵩上げにつながるほか、土地の高度利用により賃料ないし地価の低下が実現すれば、そのことも一段の住宅投資さらに設備投資の促進要因としても作用する可能性がある。また、住宅取得コストの高さ、ないし主として不動産の形での遺産動機が、日本の高貯蓄の一因になっているとすれば、地価の下落は家計貯蓄率の低下を促し、ひいてはマクロの貯蓄・投資バランスの是正に寄与する効果も期待できよう。

(調査統計局)