

# 平成6年度(1994年度)の金融および経済の動向

## ■要 旨■

---

1. 1994年、世界の多くの国・地域において経済が拡大した。米国では景気拡大が加速し、欧州でも英国に続き、ドイツ、フランスの経済も回復局面に入った。さらにアジア諸国においても、力強い経済成長が続いた。この間、主要国では物価が安定基調を続けた。

2. 日本経済は、93年末には2年半にわたる景気後退局面をようやく脱した。住宅・企業設備等のストック調整が進展する中で、金融・財政政策による景気刺激効果が現れ、さらに海外景気の好調に支えられ輸出も増加したことから、景気は回復を始めた。しかし、その後の景気回復は一本調子ではなく、94年夏にかけて、減税の初期効果や猛暑の影響もあって、幾分加速する気配もみられたが、秋以降にはその反動が現れた。均<sup>なら</sup>してみた景気回復テンポも、過去の景気回復局面と比べて緩やかなものにとどまった。95年入り後は、急速な円高や阪神・淡路大震災などの影響もあって、その緩やかさが一層はっきりしてきた。

雇用面をみると、94年後半には悪化傾向に歯止めがかかり始めたが、その後も企業の求人意欲は低調を続け、回復に向けての動きは鈍い。物価面では軟調な動きが続いた。国内卸売物価が引き続き下落基調で推移したほか、企業向けサービス価格も下落を続け、さらに消費者物価も一段と落ち着き傾向を明確にした。一方、94年度のドルベースの対外収支は、円高に伴う逆Jカーブ効果の発生を主因に貿易収支の黒字幅が拡大したが、旅行収支、運輸収支の赤字幅拡大から、経常収支の黒字幅は3年ぶりに縮小した。

3. 94年度の金融政策は、景気回復テンポが緩やかであるとの認識の下、緩和基調を維持した。94年度末から95年度初にかけては、景気回復テンポの緩慢さがより明確になり、また、回復基調が損なわれる懸念すら生じたことなどから、日本銀行は一段の緩和政策の実施に踏み切った。すなわち、3月末には短期市場金利の低下を促し、さらに、4月央には公定歩合を0.75%引き下げ、1.0%とした。

4. 金融市場において、短期市場金利は、総じてみれば94年度を通して低水準で推移した。その後、94年度末から95年度初にかけては、一段の金融緩和策を受けてさらに低下した。一方、

長期市場金利は、94年央にかけて上昇したが、景気回復テンポの緩慢さが明らかになるにつれて、年末にかけ軟調に転じ、更年後、急速に低下した。

この間株価は、94年前半は非居住者の積極的な株式購入姿勢等を反映して上昇基調を辿ったが、年後半から軟調に転じ、年度末にかけて一段と下落した。また為替相場については、94年度中、一貫して円高基調にあったが、特に95年2月中旬以降急激な円高が進んだ。

5. 金融機関貸出は94年度を通じて低迷が続いたが、マネーサプライの代表的指標であるM<sub>2</sub>+CDの伸び率は徐々に高まった。これは、減税や政府支出増に伴い増加した財政資金を、広義の金融部門がファイナンスしたことを反映している。こうしたマネーサプライの動きは、緩やかな景気回復と整合的である。

6. 金融システム面では、銀行の不良債権問題への対応が引き続き最大の課題であった。積極的な不良債権償却・引当の結果、全国銀行の公表不良債権残高が減少する傾向を示しているほか、不良債権に対する引当も進捗している。しかし、銀行の不良債権の処理は全体として未だ途半ば<sup>みちなか</sup>の状況にある。

こうした中で、多額の不良債権により東京の2つの信用組合（東京協和信用組合および安全信用組合）の経営が破綻した。その処理に際しては、日本銀行と民間金融機関が共同出資によりいわゆる「受皿銀行」（東京共同銀行、1月13日設立、3月20日開業）を設立し、預金保険機構の資金援助を受けつつ両信用組合の事業を継承するという新たな方式が採用された。

7. 日本の金融システムには、不良債権問題の克服と同時に、強固で健全な金融システムの構築という前向きな課題もある。より具体的には、①規制緩和・競争の推進、②金融機関のリスク管理体制の強化、③市場のチェック機能の活用、④金融取引のインフラ整備の推進の4点が重要であると考えられる。現に94年度中に、こうした方向に沿った様々な進展がみられた。

8. 以上のように、94年度中、日本経済は、世界経済の拡大の下で、非常に緩やかな景気回復を続けてきた。日本経済の回復テンポが緩やかなのは、日本経済が循環的な変動を超えるいくつかの構造調整圧力に晒<sup>さら</sup>されているためである。まず、①東アジアで新興経済（emerging economies）が急速に工業化・市場経済化し、目覚ましい経済発展を遂げつつあり、②為替相場の円高化とも相俟<sup>あいま</sup>って、日本経済に大きな変化を促している。また、③1980年代後半のいわゆるバブル経済の後遺症として、企業や金融機関のバランスシートが毀損したことが、引き続き経済活動の制約要因として作用している。



9. 新興経済の目覚ましい発展に伴い、世界経済は需給両面で大きな変容を示している。この変化と為替相場の円高化は、まず日本の輸出入面に直接的な影響を与えてきた。すなわち、日本からは資本財・部品等の資本・技術集約財の輸出が増加し、日本へは非耐久消費財等の労働集約財の輸入が増加している。これは、日本経済が、東アジア等の新興経済に比べ、資本・技術といった生産要素を相対的に豊富に持っている一方、新興経済は、低廉な労働力をより豊富に持っているという、経済構造の違いを背景としたものである。その結果、国内生産の面でも、総じてみれば、資本・技術集約財の生産が拡大し、労働集約財の生産が低迷している。これら一連の動きは、日本における比較優位産業の拡大、比較劣位産業の縮小という産業構造の変化として捉えられる。さらに製品輸入の増加に伴い、国内物価も軟調となっている。特に、耐久消費財・非耐久消費財の廉価な輸入品が国内市場に浸透し、最終財価格が下落している点が、最近の物価動向の大きな特徴である。
10. 経済構造変化の中にあっても、日本経済には、企業部門の比較優位産業を中心に、景気を拡大させる力が作動している。しかし、そうした分野が依然限られているうえ、95年入り後に為替相場が円高方向に急激に動いたこともあって、景気回復のテンポは非常に緩やかなものにとどまっている。現在の緩やかな景気回復に、今後弾みがつき、持続的経済成長が展望できるようになるかどうかは、比較優位分野がいかに広がっていくかが重要なポイントとなる。そして、その実現には、資本・労働などの生産要素が比較優位分野に速やかに移動できるかどうかということも、ひとつの鍵と言えよう。
11. 日本経済は、製造業部門の比較優位産業における拡大に向けての自律的な力に牽引され、緩やかに回復してきたが、家計部門において個人消費が堅調であったことも、景気回復を支えてきた。個人消費の堅調には、最終財に特に顕著な物価安定を背景に、名目賃金の落ち着いたにもかかわらず家計の実質所得が着実に増加したことが寄与している。しかし、雇用面にも構造調整の影響が出ており、分野ごとのばらつきがみられる。今後、製造業部門の比較優位分野で成長が高まり雇用拡大意欲が強まれば、労働力の産業間の移動を通じて、雇用全体としての調整圧力が軽減され、景気回復を確かなものにしていくと期待される。また、経済規制の撤廃・緩和等によって、非製造業部門で新しいビジネスチャンスが、創造されていくことも、これに寄与すると考えられる。ただし、産業構造調整に伴い失業が増加する可能性もあるため、雇用面での調整圧力の帰趨について、今後とも注意深く観察していく必要がある。

12. より長い目でみれば、日本経済と新興経済がそれぞれに比較優位産業へ特化を進めていけば、国際的に一層効率的な資源配分が実現され、そうした構造調整を進めなかった場合に比べ、日本経済の成長力は押し上げられるはずである。構造変化の過程において求められる経済政策は、調整圧力自体に抗することではなく、調整を円滑に進めることである。具体的には、経済規制の撤廃・緩和によって、事業への参入・退出の自由度を高め、資本・労働の産業間・業種間の移動を促進することが、当面、最も重要な課題である。
13. 構造変化に付随するリスクの高まりも、日本経済の拡大力が弱い理由のひとつと考えられる。金融には、単に資金を仲介するのみならず、事業に伴うリスクを分散する機能や、経済活動に必要な情報を集積する機能がある。日本経済が構造的な調整圧力を受けている現在、そうした金融の機能はとりわけ重要である。今後、日本の金融・資本市場をユーザーからみて使い勝手の良いものとし、それら金融の機能を高めていくことは、経済構造調整を望ましい形で促進し、今後の日本経済の発展に大きく寄与すると期待される。

(目 次)

- |                                      |                                |
|--------------------------------------|--------------------------------|
| 1. 実体経済の動向                           | (2) 構造変化の圧力                    |
| (1) 海外経済の動向                          | [ボックス4] ヘクシャー＝オリーンの貿易モデル       |
| (2) 日本経済の動向                          |                                |
| 2. 金融政策の展開と金融面の動向                    | (3) 経済構造調整下の景気回復               |
| (1) 金融政策の展開                          | [ボックス5] GDPデフレーターについて          |
| (2) 金融・為替市場の動向                       | 5. 日本経済の展望と課題                  |
| (3) 通貨・信用量の動向                        | (1) 構造調整下の日本経済の展望              |
| 3. 金融システムの動向                         | [ボックス6] 世界的な供給増大が一国の産業構造を変えた先例 |
| (1) 不良債権問題の動向                        | [ボックス7] 米国経済の「空洞化」             |
| [ボックス1] 米銀の不良債権処理                    | (2) 市場メカニズムの機能促進               |
| (2) 金融システムの機能強化                      | [ボックス8] 米国での規制撤廃・緩和の経済効果       |
| 4. 構造調整下の日本経済                        | (3) 金融の役割                      |
| (1) 日本経済を取り巻く環境                      |                                |
| [ボックス2] 購買力平価による為替相場水準の評価            |                                |
| [ボックス3] 為替相場のミス・アライメントおよび大幅変動の影響について |                                |

## 1. 実体経済の動向

1994年、世界の多くの国・地域において経済が拡大した。米国経済は拡大テンポを加速し、欧州でも英国に続き、ドイツ、フランスの経済も回復局面に入った。さらにアジア諸国においても、力強い経済拡大が持続した。この間、日本経済も、93年末には景気後退局面から脱し回復過程に入ったが、その回復テンポは非常に緩やかであり、94年中の経済成長率は、世界の工業国の中でも際立って低いものであった。以下では、こうした世界経済の動向を、地域別やや詳しくみてみよう。

### (1) 海外経済の動向

まず米国経済は、91年3月をボトムに景気の拡大局面にある。94年4～6月から10～12月の成長率は、年率4～5%と潜在成長率を大幅に上回る伸びとなった（後掲図表1）。こうした中、失業率、稼働率が一段の需給タイト化を示したため、連邦準備制度は、94年2月に金融調節姿勢を引き締め方向に転換し、その後、95年2月までの間に、4回にわたって合計2.25%ポイントの公定歩合引き上げを実施した（3.0%→5.25%）。年明け後の動向についてみると、累積的な利上げ効果等から、景気は個人消費、住宅投資を中心に減速しつつあり、需給の逼迫度もやや緩和してきている。もっとも、設備投資は情報関連機器投資を中心になお堅調な拡大を続けている。一方、物価面では、企業の合理化投資等を背景とする生産性の上昇等から、消費者物価は最近に至るまで比較的落ち着いた推移となっている。こうしたことから、米国経済は物価上昇率の加速を伴わない持続的な成長経路へ移行していくとの見方が強まっている。金融市場の動向をみると、長期金利は、94年入り後、

経済の拡大を背景としたインフレ懸念の強まりから上昇を続けたが、11月の公定歩合引き上げ以降は、景気拡大テンポの減速に対する期待の高まり等を背景に低下してきている。また、為替市場では、米国の一段の財政赤字削減に向けた展望が拓けないことや、日米貿易不均衡の解消が容易ではないとの見方が強まったことなどから、米ドルは主要国通貨に対して下落した。特に95年入り後は、メキシコ通貨危機等もあって、米ドルの減価が一段と進んだ。

欧州でも（同図表）、英国では、輸出と個人消費を中心に景気拡大テンポが加速した。このため、イングランド銀行では、94年9月から95年2月にかけて3度にわたり政策金利を引き上げた。その効果もあって、年明け後、景気拡大テンポに鈍化の兆しがみられている。一方、ドイツ、フランスでは、輸出と設備投資を中心とした緩やかな景気回復が続いている。この間、物価は、各国とも総じて落ち着いた推移となっている。雇用情勢については、英国では、景気の着実な拡大を背景に失業率が期を遂って低下してきているが、ドイツ、フランスでは、失業率の低下は小幅にとどまっている。なお、為替市場では、各国の政治情勢や財政赤字削減テンポの相違等を背景に、95年入り後に独マルク高が進み、3月初にはスペイン・ペセタ、ポルトガル・エスクードを対象とするERMのリアライメント（平価の調整）が行われた。3月末には、ドイツ・ブンデスバンクがマネーサプライの減少等を背景に公定歩合の引き下げを行い、その後、欧州の金融・為替市場は幾分安定を取り戻している。

アジア諸国をみると（同図表）、N I E s、A S E A Nでは、先進工業国・アジア域内諸国向け輸出の増加と対内直接投資の拡大、インフ

(図表1)

## 海外経済

## (1) 実質GDP成長率

(単位 前年比 %)

	1990年	91年	92年	93年	94年	95/1~3月
米 国	1.2	△ 0.6	2.3	3.1	4.1	2.8
E U	3.0	1.5	1.0	△ 0.5	2.6	n.a.
ド イ ツ	n.a.	2.9	2.2	△ 1.1	2.9	n.a.
フ ラ ンス	2.5	0.8	1.3	△ 1.5	2.7	n.a.
英 国	0.6	△ 2.1	△ 0.5	2.1	3.9	3.9
ア ジ ア	5.9	7.5	9.1	9.4	9.3	n.a.
N I E S	6.8	7.8	5.9	6.2	7.4	n.a.
A S E A N	7.9	6.4	6.1	6.6	7.2	n.a.
中 国	3.9	8.0	13.6	13.4	11.8	n.a.

(注) アジアはNIES、ASEAN、中国の9か国平均。以下同様。

## (2) 雇 用 (失業率)

(単位 %)

	1990年	91年	92年	93年	94年	95/1~3月
米 国	5.5	6.7	7.4	6.8	6.1	5.5
E U	8.4	8.6	9.4	10.7	11.4	n.a.
旧西ドイツ	7.2	6.3	6.6	8.2	9.2	9.2
フ ラ ンス	8.9	9.4	10.4	11.7	12.5	12.3
英 国	5.8	8.0	9.7	10.3	9.3	8.5

## (3) 物 価 (CPI)

(単位 前年比 %)

	1990年	91年	92年	93年	94年	95/1~3月
米 国	5.4	4.2	3.0	3.0	2.6	2.8
E U	5.6	5.0	4.2	3.4	3.0	n.a.
旧西ドイツ	2.7	3.5	4.0	4.1	3.0	2.3
フ ラ ンス	3.4	3.2	2.4	2.1	1.6	1.7
英 国	9.5	5.9	3.7	1.6	2.5	3.4
ア ジ ア	5.1	5.7	5.8	9.2	14.0	n.a.
N I E S	6.3	6.6	5.6	4.3	5.5	n.a.
A S E A N	6.9	8.5	5.1	6.7	6.9	n.a.
中 国	3.1	3.4	6.4	14.7	24.2	n.a.

(注) 旧西ドイツは生計費指数、英国は小売物価。

## (4) 対外収支 (貿易収支)

(単位 億ドル)

	1990年	91年	92年	93年	94年
米 国	△788	△285	△404	△757	△1,066
E U	△383	△717	△569	430	n.a.
ド イ ツ	652	132	216	374	457
フ ラ ンス	△ 91	△ 52	59	156	156
英 国	△396	△248	△308	△256	△ 228
ア ジ ア	△ 23	△ 89	△103	△272	△ 207
N I E S	△ 7	△ 52	△ 83	△ 82	△ 149
A S E A N	△103	△118	△ 63	△ 68	△ 112
中 国	88	81	44	△122	53

(資料) 各国政府・中央銀行統計、欧州委員会資料

ラ投資の積極化等を背景に、94年に成長率がさらに高まり、95年も引き続き高い成長が見込まれている。こうした状況の下で、物価上昇率は高めとなっており、資本財・中間財の輸入増加から貿易赤字幅も拡大している。したがって、多くの国で引き締め強化の方向でマクロ経済政策が運営されている。中国でも、直接投資の流入が続き、先進工業国向けを中心とした輸出の好調と設備投資、個人消費の増加から、94年には3年連続の2桁成長を遂げた。こうした旺盛な需要に加え、外資流入に伴う流動性の高まりや政府による農産物買入れ価格の大幅引き上げ（6月）もあって、物価上昇率は94年10～12月には前年比+27%にまで加速した。このため政府・中央銀行は、金融引き締めを一段と強化し、95年の成長率を前年比+8～9%、物価上昇率を同+15%程度に抑制する旨を表明した。

## （2）日本経済の動向

### イ. 景気の展開

次に日本経済についてみると（後掲図表2）、93年末には2年半にわたる景気後退局面をようやく脱した。しかし、その後の景気回復のテンポについては、夏場にかけて減税の初期効果や猛暑の影響もあって、幾分加速する気配もみられたが、秋以降にはその反動が出るなど、一本調子ではなく、また、過去の回復局面と比較しても緩やかなものにとどまった。95年に入ってから、急速な円高や阪神・淡路大震災などの影響もあり、その回復テンポの緩やかさはさらにはっきりしてきている。

94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（同図表、後掲図表3）、まず、93年度末の時点で、景気の下げ止まり、ないしは持ち直しの動きを示す経済指標が増加したが、

91年度末、92年度末にも似たような動きがみられたこともあって、94年度入り後の反動が懸念されていた。しかし、低水準の金利や94年2月の経済対策（総額15.3兆円<6兆円の所得税・住民税等の減税を含む>）を背景に住宅投資、公共投資が景気を下支えし、前節でみた米国、アジア諸国をはじめとする海外景気の好調から資本財、生産財等の輸出も増加した。その結果、鉱工業生産、実質GDPとも、4～6月は1～3月に続き増加した。また企業収益についても、固定費削減のリストラ努力に加え、売上高が持ち直したこともあって、大企業・製造業を中心に回復に転じた。こうした経済情勢の中で、企業の景況感も「日銀短観」でみて93年10～12月あるいは94年1～3月を底に改善に向かった。

続く7～9月には前述の所得税・住民税減税効果に、折からの猛暑の影響も加わって、個人消費を中心に景気拡大のテンポが加速した。すなわち、エアコン販売が急増したほか、飲料や衣料等の非耐久消費財の販売も好調となり（図表3）、2年ぶりにチェーンストア売上高も前年水準を上回った。また、ストック調整の進展から、乗用車販売も前年比でみて増加に転じた。加えて、大幅減少を続けていた設備投資も、機械投資を中心に下げ止まった。この間、猛暑の一方で西日本を中心に深刻な水不足が発生し、鉱工業生産に悪影響を及ぼすことが懸念されたが、全国ベースで見れば影響はほとんどなかった。こうした最終需要の持ち直しの一方で、企業が抑制的な生産態度を保ったことから、夏頃には多くの業種で在庫調整がほぼ完了した。これら一連の動きを振り返ると、①企業設備や耐久消費財のストック調整の進展に加え、②金融・財政政策の効果が浸透し、さらに、③海外

(図表2)

## 景 気 指 標 (概 観)

	93/7~9月	10~12月	94/1~3月	4~6月	7~9月	10~12月	95/1~3月
鉱工業生産 〈季調済前期比 %〉 〈前年比 %〉	△ 1.0 △ 3.9	△ 2.4 △ 4.9	1.4 △ 2.9	1.2 △ 1.1	1.4 1.8	2.1 6.0	1.3 6.1
業況判断 D.I. (主要企業 全産業) 〈「良い」-「悪い」 %ポイント〉	△ 47	△ 52	△ 52	△ 46	△ 36	△ 30	△ 24
実質消費支出 (全世帯) 〈前年比 %〉	△ 1.5	0.8	△ 0.8	△ 1.2	0.5	△ 2.2	△ 2.5
全国大型小売店販売額 〈前年比 %〉	△ 4.4	△ 5.0	△ 2.7	△ 3.2	△ 0.8	△ 1.5	△ 2.2
家電販売 〈前年比 %〉	△ 5.7	△ 1.0	3.9	0.9	20.8	10.7	11.0
乗用車新車登録台数 (除軽) 〈前年比 %〉 〈季調済年率 万台〉	△ 6.8 338	△ 8.7 325	△ 5.6 339	△ 3.0 330	4.2 353	2.5 334	9.0 367
新設住宅着工戸数 〈前年比 %〉 〈季調済年率 万戸〉	8.6 155	7.1 151	7.7 157	11.8 160	1.7 156	2.5 156	△ 2.9 153
機械受注 (民需除く船舶・電力) 〈前年比 %〉	△ 11.1	△ 8.7	△ 2.4	2.4	2.8	10.1	2.2
建築着工床面積 (民間 非居住用) 〈前年比 %〉	△ 27.6	△ 19.1	△ 14.8	△ 12.3	△ 1.0	△ 0.1	△ 0.1
公共工事請負金額 〈前年比 %〉	△ 0.5	△ 0.8	10.3	△ 6.1	△ 3.8	△ 2.8	△ 23.3
有効求人倍率 〈季調済倍〉	0.72	0.67	0.65	0.64	0.64	0.64	0.66
実質輸出 〈前年比 %〉	1.0	△ 2.3	0.0	3.1	5.1	10.4	8.2
実質輸入 〈前年比 %〉	2.1	1.7	6.1	9.7	10.5	12.5	10.3

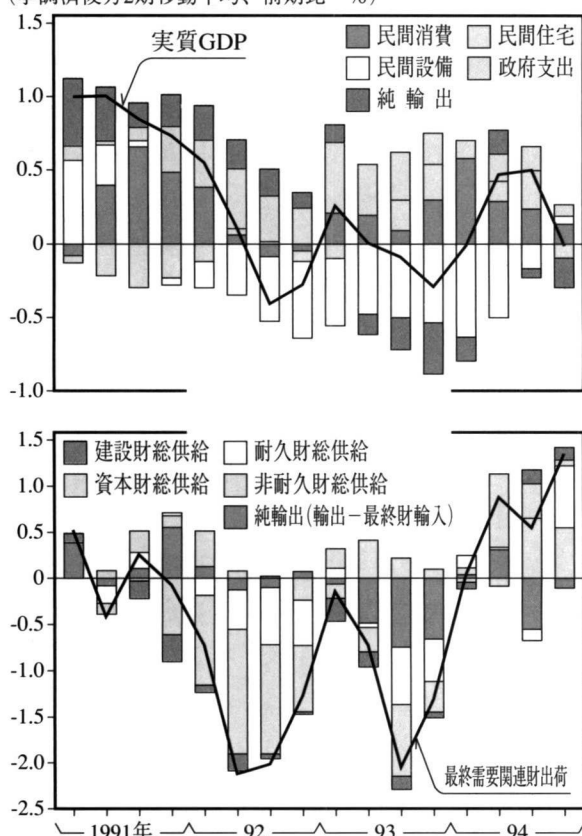
(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」「大型小売店販売統計」、日本銀行「企業短期経済観測調査」「卸売物価指数」、総務庁「家計調査報告」、日本電気専門大型店協会「商品別売上高」、日本自動車販売協会連合会「自動車国内販売」、建設省「建設統計月報」、経済企画庁「機械受注統計」、保証事業会社協会「公共工事前払金保証統計」、労働省「職業安定業務統計」、大蔵省「外国貿易概況」

景気が拡大したことが、94年前半の景気拡大を導いたと整理できる。さらに年後半にかけて、製造業の一部を中心に、生産増→所得増→需要増→生産増という自律回復メカニズムも作動し始めた。

10～12月になると、耐久消費財の販売は増加を続けたが、猛暑の反動から個人消費が全体と

(図表3) 経済成長

(季調済後方2期移動平均、前期比%)



(注) 最終需要関連財出荷＝最終財国内出荷＋輸出  
 ＝最終財国産＋最終財輸入  
 ＋輸出－最終財輸入  
 ＝最終財総供給＋純輸出

(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」

して減少したことを主因に、実質GDPの伸びはマイナスとなった。加えて、それまで景気を下支えしてきた公共投資、住宅投資にも頭打ち傾向が出てきた。しかし設備投資は、僅かながらも2四半期連続での前期比増加となった。

95年に入ると、1月17日に阪神・淡路地区において震度7の大地震が発生した。地震直後には、鉱工業生産をはじめ、個人消費、輸出入等、多くの経済指標で一時的な下振れがみられた。その後も、被災地は依然大きな影響を受けているが、全国レベルでみた経済活動は緩やかな回復基調に復している(注1)。

3月以降は、急激な為替円高の進行や株価等の資産価格の下落から(注2)、景気の先行きに対する不透明感が急速に高まった。このため日本銀行は、3月31日、短期市場金利の低下を促すことを公表し、それに続いて、4月14日、公定歩合を0.75%引き下げ1.0%とした。同日、政府も規制緩和の前倒しと輸入促進などを内容とする「緊急円高・経済対策」を発表した(注3)。こうした政策対応もあって、これまでのところ、日本経済において、景気回復に向けての前向きな力はなお途切れていないとみられる。

#### ロ. 雇用・物価

雇用情勢をみると、企業リストラの進展から悪化を続けたが、上記のような景気回復を受け、94年後半には悪化傾向に歯止めがかかり始めた。例えば、常用雇用者数の前年比伸び率が秋頃には下げ止まり、また、失業率や有効求人倍率等の労働需給指標も悪化傾向は止まった。もっと

(注1) 阪神・淡路大震災は、フロー面のみならず、資産の破損というストック面からも経済活動に大きな影響を与えた。

(注2) この間の為替円高や株価下落の背景等は第2章を参照。

(注3) この対策を受けて、震災復興に加え円高対策、防災対策等を内容とする95年度補正予算(総額2.7兆円)が編成された。



も、企業の求人意欲は引き続き低調であり、雇用回復に向けての動きは鈍いものになっている。

また、物価情勢をみると（図表4）、GDPデフレーターが85年の前回円高局面以来の下落をみせるなど、軟調な動きが続いている（注4）。すなわち、国内卸売物価は、一般的な製品需給の引き緩みに加え、海外からの安値輸入品との競合もあって、引き続き下落基調で推移した。もっ

とも、海外市況が上昇し、国内需給の緩和感が後退したため、その下落テンポは次第に鈍化した。一方、企業向けサービス価格は、企業リストラの影響やオフィスビルの供給過剰等を背景に、リース・レンタル、情報サービス、不動産賃貸などを中心に下落を続けており、94年度全体では前年比△1.2%と、85年の統計開始以来最大の下落を記録した。

さらに、消費者物価も一段と落ち着き傾向を明確化させた。とりわけ、安値輸入品の増加等の影響から商品（一般商品、被服等）が値下がり続けた。また、民間サービスについても、人件費の落ち着きや家賃の上昇率鈍化から上昇率は鈍化した。こうしたことから、95年1～3月には87年1～3月以来初めて公共料金を除く消費者物価（除く生鮮食品ベース）が前年水準を下回った。

この間、公共料金については、94年中は同年5月の閣議了解を受け値上げが凍結されていたが、95年入り後、NTT基本料金や東京都のタクシー料金等の値上げが実施された。

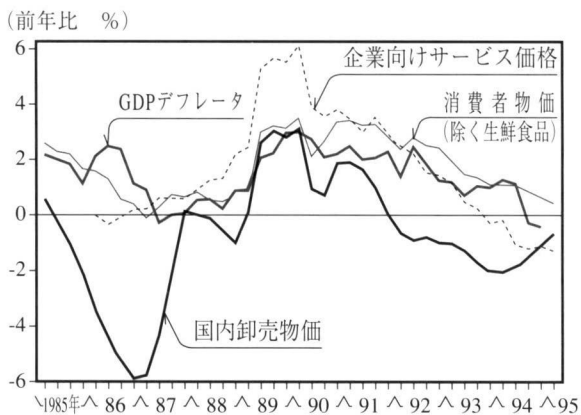
地価の動きをみると、住宅地では、住宅投資の堅調を反映して94年中にいったん下げ止まりの様相を呈したが、更年後、マンション販売の頭打ち等から再び軟化した。一方、商業地では、商業用不動産の大幅な供給過剰を背景に引き続き下落基調を辿った。

## ハ. 対外収支

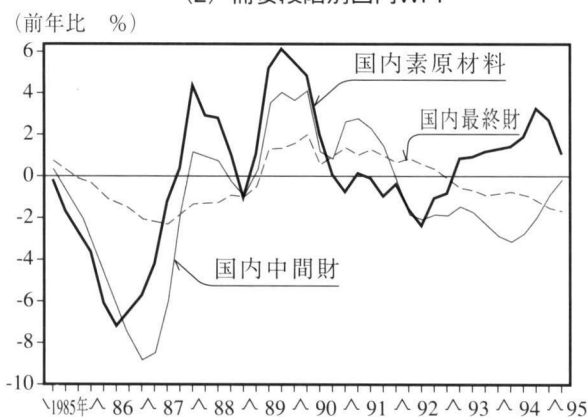
ドルベースの対外収支をみると、94年度は、貿易収支の黒字幅は拡大したが、経常収支の黒字幅は3年ぶりに縮小した（いずれも速報ベース）。

（図表4） 物 価

（1）国内WPI、CPI、CSPI、GDPデフレーター



（2）需要段階別国内WPI



（資料）日本銀行「卸売物価指数」「企業向けサービス価格指数」、総務庁「消費者物価指数」、経済企画庁「国民所得統計」

（注4）物価が軟調な展開となっている背景等については第4章を参照。

貿易収支の黒字幅が拡大したのは、主に円高に伴う逆Jカーブ効果が発生したためと考えられる。現に、実質ベース（85年価格）ではネット外需は減少した。すなわち、実質輸出は、円高に伴う輸出採算の悪化や、競争力の低下、海外現地生産シフトの進展等の押し下げ要因も働いたが、米国、アジアをはじめとする海外景気的好調から、資本財・部品を中心に増加した（93年度+0.5%→94年度+6.7%）。これに対し実質輸入も、内需の回復に加え、アジア諸国の供給力の高まりや円高の下で日本企業の逆輸入・開発輸入の動きが強まったこともあって、消費財を中心に輸出を上回るペースで増加した（93年度+2.0%→94年度+10.8%）。この結果、実質貿易収支は、振れを伴いつつも減少傾向を辿った（90年度=100とした指数でみると93年度164.0→94年度156.0）<sup>（注5）</sup>。

一方経常収支は、貿易外収支の赤字幅が拡大したことから、黒字幅を縮小させた。貿易外収支の赤字幅拡大は、旅行収支が出国者数の好伸から、また運輸収支が輸入の増加を反映して、それぞれ赤字幅を拡大させたことによるものである。

## 2. 金融政策の展開と金融面の動向

### （1）金融政策の展開

94年度の金融政策は、景気回復が緩やかなものであるとの認識の下で、年度末まではこれまでの緩和基調を維持する政策スタンスを継続した。公定歩合は93年9月に当時としては既往最低の1.75%に引き下げられた後、94年度中を通

じこの水準に保たれた。しかし、94年度末から95年度初にかけては、景気回復テンポの緩慢さがより明確になり、さらに回復基調の持続性にも懸念が生じたことなどを背景に、日本銀行は一段の緩和政策の実施に踏み切った。

すなわち、市場では、景気が下げ止まりの様相を呈してきたことから、94年入り後には金利先安観が後退していたが、春先には、個人消費の持ち直しや堅調な住宅投資を眺めた景気回復期待の高まりを反映して、徐々に金利先高観が台頭した。市場の金利先高観は、その後5月の連休明け後には若干後退したが、夏以降再び強まり、秋にかけて根強く続いた。こうした状況下、日本銀行は、金融調節において、市場の景況感の変化に基づく金利の自律的な動きを尊重しつつ、やや厚めの資金供給をコンスタントに続けることにより、市場地合の安定を図るという基本的スタンスを継続した。こうした中で、無担保コールレート翌日物は、5月以降市場の金利先高観が修正される過程で、それまでの概ね2.2%台から2.0%台へ幾分弱含んだ後、夏から秋頃にかけて徐々に2.2%台の水準に戻り、年末まではほぼ同水準で安定的に推移した。

年明け後は、阪神・淡路大震災の発生や急激な円高の進行の中、株価も大きく軟化したことなどから、景気の先行きに対する不透明感が強まり、市場には金利先安観も台頭した。こうした中で3月末には、日本銀行は、当面の金融調節に当たって、公定歩合の水準と整合的な範囲内で金融緩和の効果が最大限発揮されるように、短期市場金利の低下を促す、いわゆる「低目誘導」措置を実施した。これは、景気は緩やかに

（注5）東アジア地域等の経済発展が、貿易構造の変化を通じて日本経済に与える影響については、後に第4章で詳しくみる。

回復しているとの基本認識を修正するには至らないものの、景気回復テンポの緩やかさがより明確になっており、市場金利の低下により景気回復力を高めることが適当と判断したためである。この「低目誘導」措置の結果、無担保コールレート翌日物は、それまでの2.2%台の水準から公定歩合と同水準の1.75%程度まで、およそ0.5%ポイント低下した。さらに4月央には、円高の一段の進行や株価の低迷などが、企業収益・企業マインドの悪化を通じて回復基調の持続性を損うことが懸念されたため、これを未然に防止する意味合いから、公定歩合を0.75%引き下げ、1.0%とした。これにより91年7月以降の公定歩合の累積引き下げ幅は5%となった(6%→1%)。本措置に伴い短期市場金利は、ターム物を含めさらに0.4~0.5%ポイント低下した。

預金金利の自由化が完了し、預金・貸出金利が市場金利の動向を反映して自由に変動する枠組みが整備されている状況では、公定歩合の変更を伴わずに短期市場金利の変動を促す措置も、預金・貸出金利の変化を通じ金融仲介のコストを変化させるという点では、かつての公定歩合操作と同様の効果を持っている。その意味では、金利の自由化が進めば進むほど市場金利操作の重要性は高まると言える。

しかし、公定歩合には、依然、中央銀行としての政策スタンスの大枠を経済全体により明示的に示すという機能(いわゆるアナウンスメント効果)がある。したがって、金利自由化が完了した状況の下でも、公定歩合政策の意義はなくなるわけではない。実際、既に金利自由化を完了している米国やドイツ等においても、公定歩合操作と市場金利誘導の双方が利用されている。

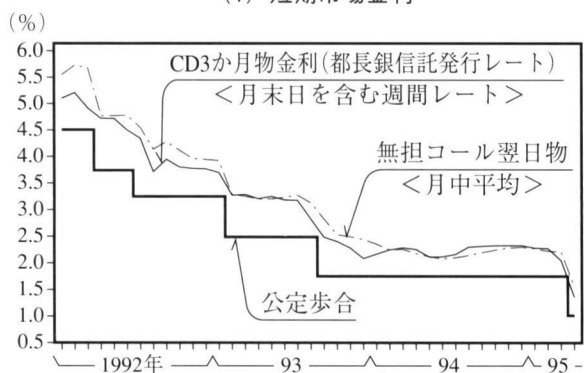
## (2) 金融・為替市場の動向

### (94年度初から年央までの動き)

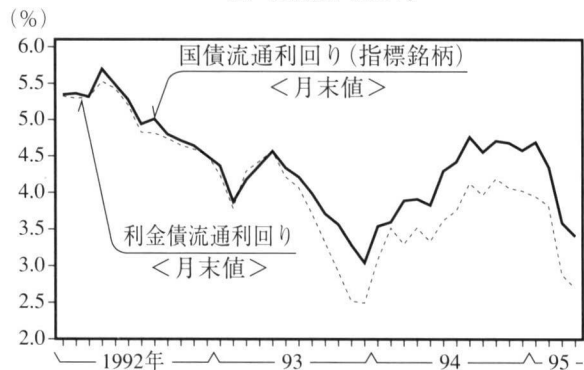
金融・為替市場の動向を振り返ってみると、94年5月から6月にかけては、短期市場金利(無担保コール翌日物、CD3か月物)が2.0~

(図表5) 金利、長短スプレッド

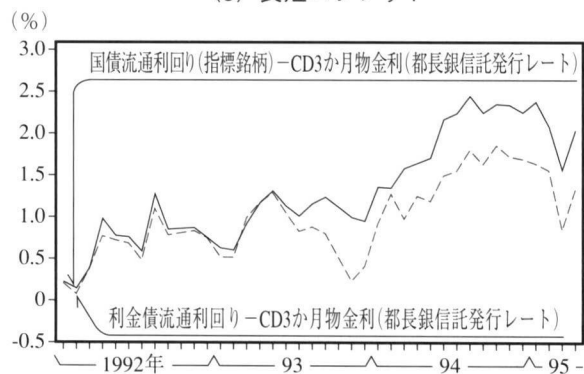
#### (1) 短期市場金利



#### (2) 長期市場金利



#### (3) 長短スプレッド

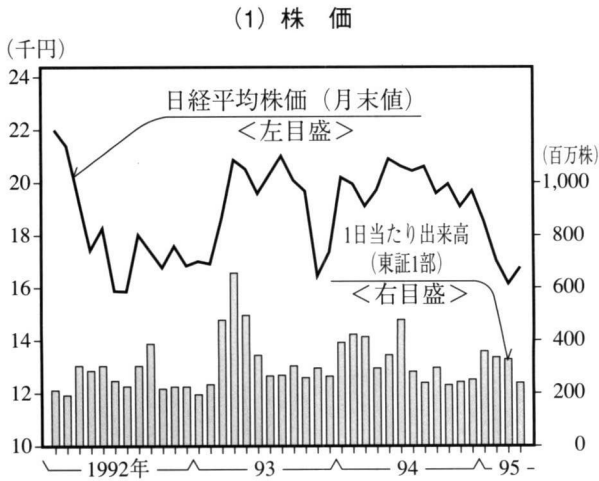


(資料) 日本銀行「経済統計月報」等

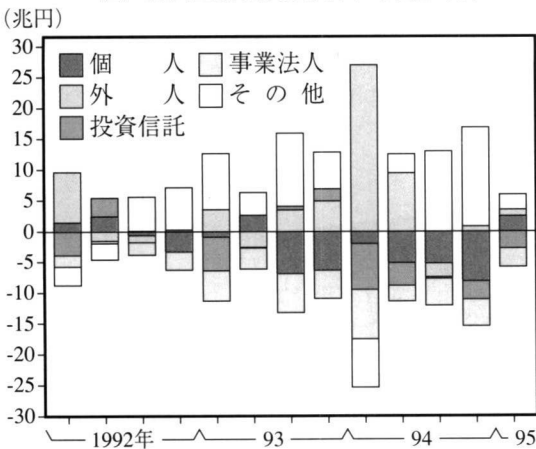
2.1%の水準で弱含みに推移する中、4、5月と低下傾向を示していた長期市場金利（長期国債の流通利回り）が、生産統計の下げ止まり等を背景とした景気回復期待の高まりから再び上昇に転じ、6月後半には4.4～4.5%の水準にまで上昇した。この結果、長短金利差（長期市場金利とCD3か月物金利のスプレッド）は2.4%ポイント程度と、歴史的にみてもかなりの高水準にまで拡大した（図表5）。また株価（日経平均）は、非居住者の積極的な購入姿勢等を反映して

上昇基調を辿り、6月央には21千円を超える水準をつけた（図表6）。この間、為替相場については、日米包括協議の先行きに対する懸念等を背景に円高が再び進行し、6月下旬には100円割れとなる展開となった（図表7）。

（図表6） 株式市場



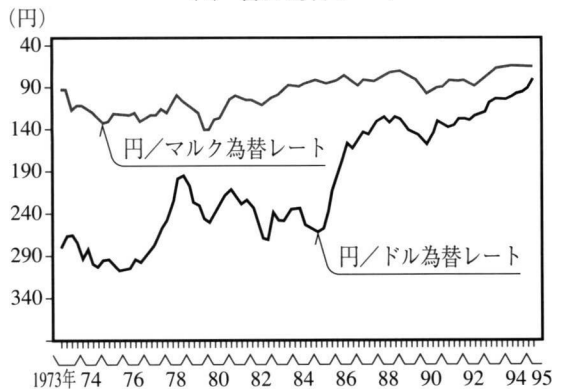
(2) 株式主体別売買動向（東証1部）



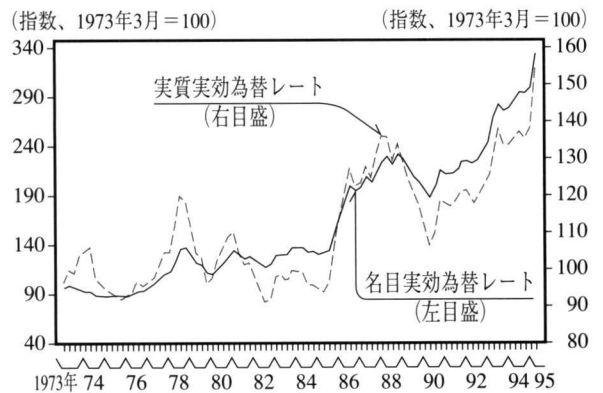
（注）総合証券ベース。  
（資料）東京証券取引所「東証統計月報」

（図表7） 為替レート

(1) 名目為替レート



(2) 実効為替レート



- （注）1. 名目為替レートは、東京外国為替市場直物の期中平均。  
2. 名目実効為替レートは、日本の主要輸出相手国（24か国）の為替レートを基準時点（73年3月）を100として指数化したうえ、各国に対する輸出金額（DOTSベース）で加重幾何平均したもの。  
3. 実質実効為替レートは、日本の主要輸出相手国（24か国）の名目為替レートを各国の物価指数（PPIまたはWPI）で実質化した、基準時点（73年3月）を100として指数化したうえ、各国に対する輸出金額（DOTSベース）で加重幾何平均したもの。  
4. 95/4～6月は95/4月の値。

（資料）IMF, "Direction of Trade Statistics," "International Financial Statistics"

(94年央以降年末頃までの動き)

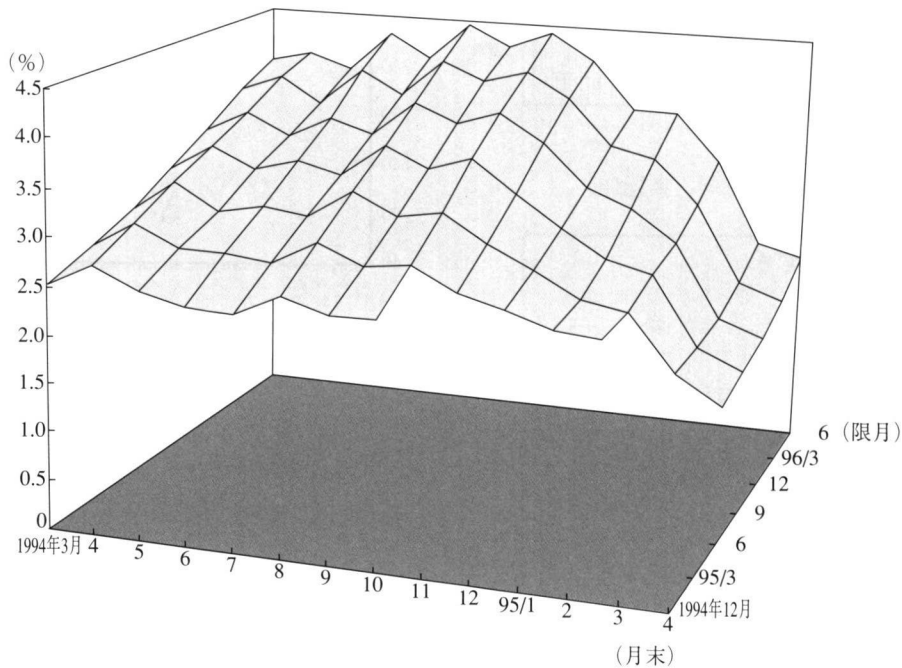
7月以降11月中旬頃にかけては、緩やかな景気回復に対する期待が定着する中、債券・株式市場は比較的落ち着いた動きを示した。すなわち、長期市場金利は、7月中は若干弱含む局面もみられたが、その後は、4.5～4.7%の水準で概ね横這いに推移したほか、株価も緩やかな低下傾向を示したものの、総じて安定した動きとなった。この間、短期市場金利の動きをみると、CD 3か月物が、7月中旬以降、景気回復期待の高まりを受けてジリ高に推移し、8月下旬には3月下旬の年初来ピーク（2.3%強）に並ぶ水準にまで上昇したが、その後は2.2～2.3%台で安定した推移となった。一方、円／ドル相場をみると、7月上旬までは強含みで推移していたが、その後は日本における景況感の回復と米国

における金利先高観が拮抗し、97～100円／ドルの比較的狭いレンジで小動きに終始した。また円は、欧州通貨に対しても安定的に推移した。なお、長期市場金利の上昇を受け、長期プライムレートが、8月上旬、9月中旬と2回にわたって小刻みに引き上げられた（4.5%→4.7%→4.9%）。

(94年末頃から年度末までの動き)

11月下旬以降、市場では金利の先高観が徐々に修正される動きがみられ始めた。すなわち、先物金利（ユーロ円金先3か月物）の動きをみると（図表8）、例えば95年6月限については、94年3月末には2.9%程度であったものが、金利先高観の台頭を反映して4月央には3.5%程度にまで上昇した。その後11月中旬までは3%台の

(図表8) ユーロ円金利先物

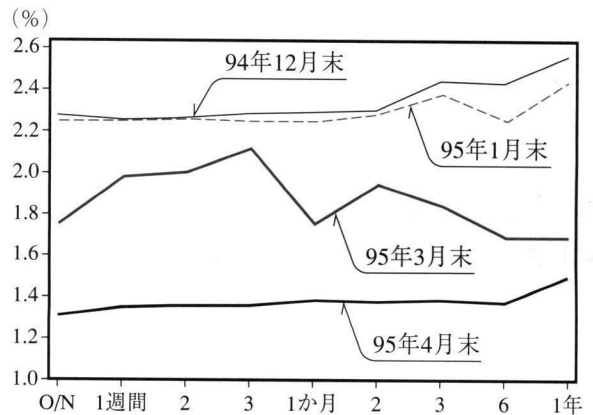


(資料) 東京金融先物取引所「統計月報」

前半で推移していたが、年末にかけては2%台半ばにまで反落した。また12月入り後には、日本銀行の11月短観の結果や鉱工業生産指数が景気回復テンポの緩やかさを確認するものであると市場に受け止められ、長期市場金利が小幅の低下をみた。

95年に入ると、こうした金利先高観修正の流れに加え、1月中旬の阪神・淡路大震災の景気に対する当面のマイナス・インパクトを織り込む動きが生じ、短期金利水準が全般に低下、オーバーナイトから2か月程度にかけてのイールドカーブがフラット化した（図表9）。こうした金利先高観修正の動きは、急激な為替円高の進行の下で株価が下げ足を速めた2月中旬以降、さらに広範化した。すなわち、円/ドル相場は、メキシコ情勢への懸念や欧州域内におけるドイツの政治・経済の相対的な安定性などを背景とした独マルク高の影響もあって、2月後半には96円台に上昇、3月上旬には90円を突破した。株価は、急激な円高進行といった懸念材料に加え、英ベアリングス証券の経営破綻（2月末）等もあって値を下げ、3月下旬には16千円割れの展開となった（注6）。こうした中、ターム物短期市場金利のイールドカーブは、2月末には6か月物までほぼフラット化した後、3月中は利下げ期待を織り込む形で緩やかな逆イールドを形成した。また、長期市場金利は1月中はやや上昇気味で推移したが、2月下旬以降は、ほぼ一本調子で低下、3月下旬までには3.7~3.8%程度の水準まで軟化した。

（図表9） 短期のイールドカーブ



（注）オーバーナイトから3か月物までは無担コールレート、6か月物・1年物はユーロ円金利。  
（資料）日本銀行「経済統計月報」等

#### （95年度にかけての動き）

金融緩和措置が採られた後の金融・為替市場の動きをみると、まず短期市場金利については、3月末の「低目誘導」措置を受けて1.75%程度に低下した無担保コールレート翌日物が、公定歩合の引き下げ後、概ね1.3%程度で推移している。一方、CD 3か月物については、3月末に1.8%に低下して以来、出会い難が続いたが、公定歩合引き下げ後は1.3%台半ばで安定的に推移している。また、公定歩合引き下げ後のユーロ円金利先物（3か月）の動きをみると、95年12月限までは概ねフラットで推移しており、市場では、公定歩合引き下げ後においても特に大きな金利先高観や先安観は窺われない。長期市場金利も、3月中の大幅低下に続き、一連の政策発動後さらに低下した。なお、これら市場金利の低下を受け、長短プライムレートはともに大幅に引き

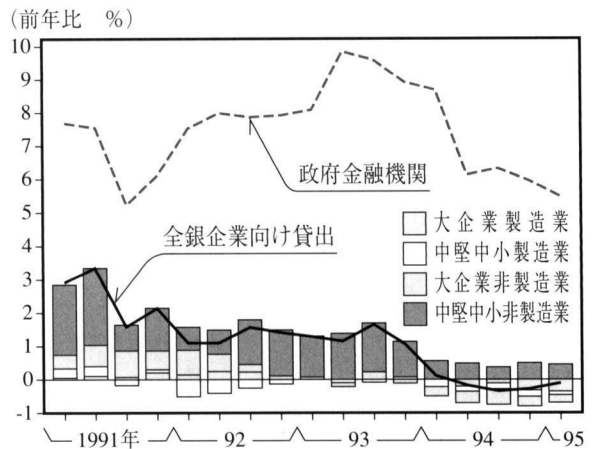
（注6）94年度の東証1部出来高は、非居住者買いの活発化（94年央）や個人による阪神・淡路大震災復興需要関連株物色の動き（95年1、2月）がみられた時期を除いて低迷し、低調であった前年度をさらに下回った（93年度368百万株<1日平均>、94年度311百万株<同>）。

下げられた。すなわち、長期プライムレートが、3月上旬に続き4月中旬には大幅に引き下げられた(4.9%→4.5%→3.6%)ほか、短期プライムレートも、4月中旬・下旬に引き下げられ(3.0%→2.75%→2.375%)、既往ボトムを更新した。この間、円相場については、80円台前半の水準に切り上がるなど、一段と円高・ドル安が進行した。

### (3) 通貨・信用量の動向

次に、94年度中の通貨・信用量の動向をみる。まず国内非金融部門の資金調達動向をみると、企業部門については、収益の持ち直しからキャッシュフローが改善傾向を示す中で、設備投資が引き続き低調にとどまったうえ、財務効率改善の観点から大企業を中心に有利子負債圧縮の動きが継続したことから、前年度に引き続き低水準の外部資金調達となった。すなわち、まず借入れをみると、政府系金融機関借入れが比較的高い伸び率を維持したものの、大企業を中心にバランスシート調整を目的とした銀行借入れ返済圧力が高まったこと等から、銀行借入れの低迷が目立った(図表10)。銀行貸出の動向を形態別にみると、プライム系貸出が減少を続ける中、スプレッド系貸出が年度前半を中心に増加した。こうしたスプレッド系貸出の増加には、企業の需資が低迷し、調達コスト引き下げ意欲が強まっていることに対応して、銀行が金利設定を弾力化させ、その結果、スプレッド幅が縮小したことが影響していると考えられる(図表11)。

(図表10) 企業部門の借入れ



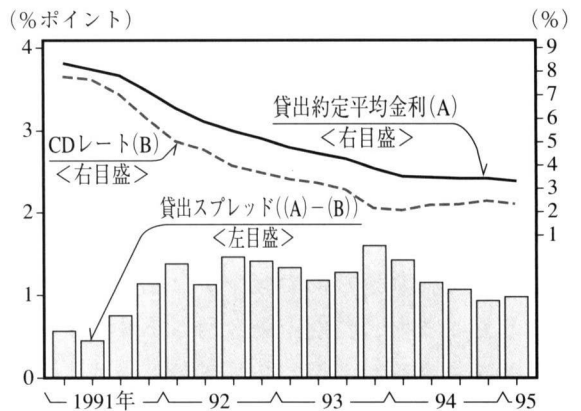
(注) 1. 政府金融機関＝開銀＋輸銀＋国民金融公庫＋農林漁業金融公庫＋中小企業金融公庫＋北海道東北開発公庫＋公営企業金融公庫＋中小企業信用保険公庫＋環境衛生金融公庫＋沖縄振興開発金融公庫

2. 全銀企業向け貸出は信託勘定を含む。

3. 政府金融機関の95年1～3月は2月末の計数。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」

(図表11) 貸出スプレッド



(注) 1. 貸出約定平均金利は新規実行分、短期(全銀ベース)。

2. CDレートは6か月物新発気配レート。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」等



(図表12)

## 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
1991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)
94年度	79,408 ( △27.0)	42,359 ( △27.4)	28,846 ( 10.6)	2,404 ( △88.8)	5,799 ( 89.3)
4～6月	18,844 ( △26.1)	12,985 ( △13.7)	4,943 ( △14.8)	551 ( △87.5)	365 ( 49.6)
7～9月	22,758 ( △22.8)	9,105 ( △45.7)	12,097 ( 50.2)	588 ( △83.6)	968 ( △ 8.9)
10～12月	19,689 ( △23.8)	8,372 ( △43.2)	8,022 ( 71.2)	218 ( △96.4)	3,077 ( 8.4倍)
95年 1～3月	18,117 ( △35.4)	11,897 ( 1.3)	3,784 ( △49.8)	1,047 ( △85.8)	1,389 ( △ 0.1)

(注) グロスの発行額。民間金融機関の発行する劣後債以外の金融債は含まれない。

(資料) 公社債引受協会「公社債月報」

この間、企業部門の資本市場における資金調達も減少した(図表12)。これは、前述のような全般的な企業の資金需要の低調に加え、①普通社債については、夏から秋にかけての長期金利上昇から模様眺め気分が広がったこと、②エクイティ・ファイナンスについても、転換社債は好業績の中堅・中小企業の発行が堅調であった

こと等から前年度を上回る発行となったものの、ワラント債発行が企業収益の緩慢な回復テンポなどを背景とした発行インセンティブの後退から大幅に減少したこと、等によるものである(注7)。この間、増資も引き続き低調であった。

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した反面、一般消費者信

(注7) こうした状況下、資本市場における調達動向という観点からは、非居住者のユーロ円債発行が、海外公共部門(いわゆるソブリン物)の大型起債が相次いだことや、本邦企業海外現法の小口発行もみられたことから、大幅に増加したことも、94年度の大きな特徴である(93年度4.9兆円→94年度10.9兆円)。このように大幅に増加したユーロ円債は、大蔵省の口頭指導によるソブリン物の還流制限撤廃(94年1月)の中、本邦機関投資家(生保等)の運用ニーズの高まりもあって比較的順調に消化された。

(図表13)

## 個人向け貸出

(単位 末残前年比 %)

	住宅信用			消費者信用<全銀>
	合計	全銀	住宅公庫	( )内は新規貸出前年比 %
1991年度末	6.3	5.5	7.1	6.8 (△13.2)
92	4.6	0.9	8.8	△3.2 (△20.7)
93	7.1	1.4	12.9	△6.8 (△22.3)
94年 6月末	7.9	1.4	14.4	△6.6 ( 1.0)
9	8.4	1.8	14.8	△7.2 ( 8.0)
12	8.7	2.2	14.8	△7.2 ( 1.5)
94年度末	9.6	2.3	16.3	△7.3 (△10.4)

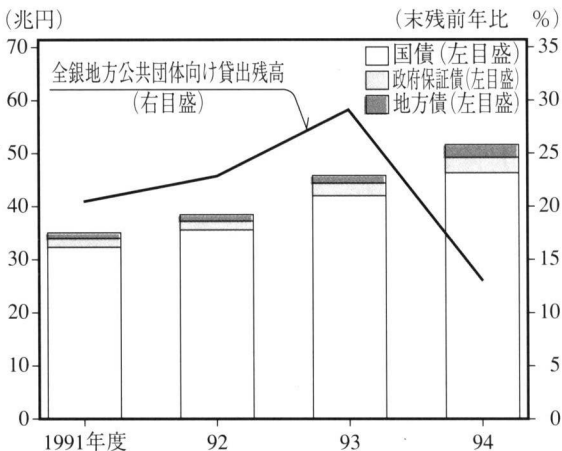
(注) 全銀は銀行勘定と信託勘定の合算ベース。  
 (資料) 日本銀行「経済統計月報」

用は既往借入分の返済が嵩んだことなどから残高ベースでは減少を続けた(図表13)。また、公共部門では所得税減税や公共事業支出の拡大等から資金不足が拡大し、94年度の公共債発行額(公募分)は既往最高の51.1兆円に達するととも

に、全国銀行の地方公共団体向け貸出残高も引き続き高い伸びを続けた(図表14)。

次に94年度中のマネーサプライ指標についてみると(図表15)、代表的指標であるM<sub>2</sub>+CDが徐々に伸び率を高めた(平残前年比、94年4~6月+1.8%→7~9月+2.1%→10~12月+2.7%→95年1~3月+3.5%)。こうした伸び率の上昇は、より広範囲の金融資産を含む広義流動性についてもみられた(平残前年比、94年4~6月

(図表14) 公共部門のファイナンス

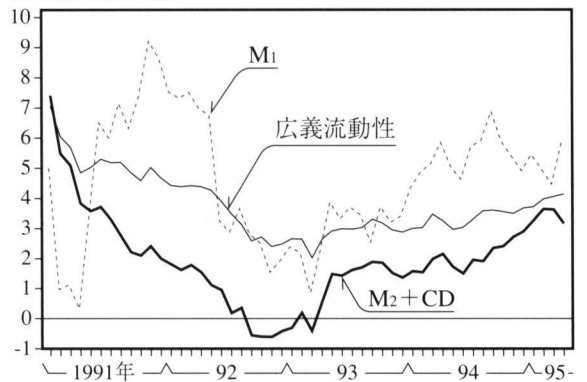


(注) 1. 公共債(国債、政府保証債、地方債)については公募分発行額。  
 2. 全銀地方公共団体向け貸出は信託勘定を含む。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」、公社債引受協会「公社債月報」

(図表15) マネーサプライ

(平残前年比 %)



(資料) 日本銀行「経済統計月報」

+3.1%→7～9月+3.5%→10～12月+3.6%→95年1～3月+3.9%）が、そのテンポは $M_2 + CD$ に比べて緩やかであった。一方、より狭義のマネーサプライ指標である $M_1$ をみると、94年初来増加基調を辿った後、秋口以降は伸び率が若干鈍化した<sup>1</sup>が、引き続き $M_2 + CD$ や広義流動性を上回る高い伸びを続けている。

このように、94年度については、銀行貸出の低迷が続く中で、 $M_2 + CD$ が、引き続き伸び率の水準は低いものの、相対的に伸びを高めた。これは、減税や政府支出増に伴い増加した財政資金を、広義の金融部門がファイナンスしたことを反映している（注8）。

$M_2 + CD$ の伸び率の高まりと実体経済活動の関係については、それが財政部門の支出の増加（減税・政府支出増大）や、公的金融機関貸出の高い伸び（住宅金融公庫の貸出増等）に対応していることからすれば、高水準の公共投資・住宅投資や所得税減税に支えられた個人消費の持ち直しを背景とした緩やかな景気回復と整合的なものであったとみることができる。さらに年度後半については、それまで前年割れを続けていた法人マネーの増加も $M_2 + CD$ の伸びの高まりに寄与した。この背景としては、準通貨保有の機会費用低下が準通貨を中心とする $M_2 + CD$ 対象金融資産への相対的な資金運用増をもたらしたことに加え、企業の手元資金が、足下の売り上げの改善等から増加してきたこと

も影響していると考えられる（後掲図表16）。

### 3. 金融システムの動向

94年度中の金融システムの動向をみると、銀行の不良債権問題への対応が引き続き最大の課題であったが、いくつかの重要な進展もみられた。以下でみるように、各銀行が積極的な不良債権償却・引当を行った結果、全国銀行の公表不良債権残高は減少する傾向を示しているほか、不良債権に対する引当も進捗している。しかしながら、不良債権を回収し、それによって得た資金を新たな運用原資として活用していく段階には至っておらず、銀行の不良債権処理は全体として未だ途半ば<sup>みちなか</sup>の状況にある。このような状況の下で、個別金融機関に対する信用不安が金融システム全体に拡大していくリスク（いわゆるシステムック・リスク）が顕現化することのないよう、日本銀行としては、金融システムの安定維持のため引き続き適切な対応を図っていく所存である。

#### （1）不良債権問題の動向

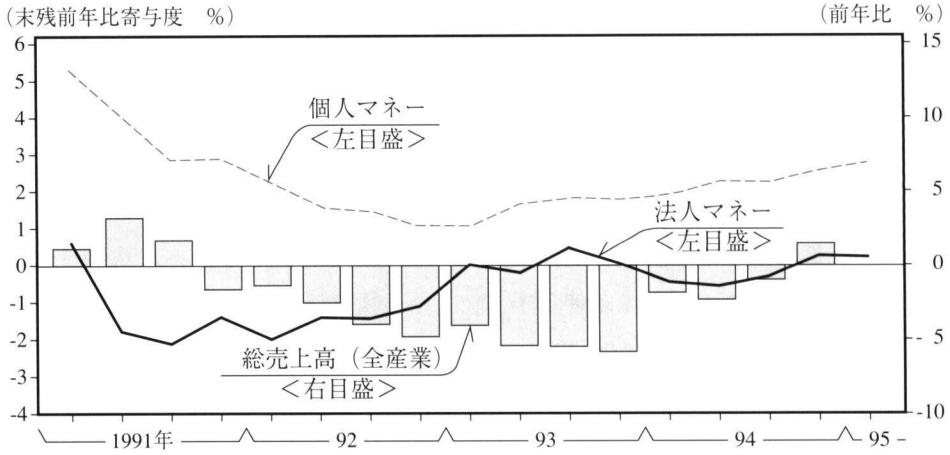
94年度中も、銀行は引き続き積極的な不良債権償却・引当を行った。すなわち、全国銀行の94年度中の不良債権償却・引当額（直接償却、債権償却特別勘定への繰り入れによる引当、共同債権買取機構への債権売却に伴う売却損、債権放棄等の合計）をみると、5.7兆円と既往ピー

（注8）代表的な $M_2 + CD$ 対象金融機関である全国銀行のバランスシートの主要項目の動きをみると、一般預金が増加基調を辿る中で、特に94年半ばから年末にかけては、全国銀行が $M_2 + CD$ 対象外金融機関（生保・簡保特会等）から受け入れている預金（金融機関預金、定義上 $M_2 + CD$ には含まれない）が減少傾向を示している。この間、全国銀行の国債保有はほぼ横這いで推移した。こうした $M_2 + CD$ 対象金融機関に対するその他の金融機関の預金の減少と財政部門の支払い増加を統一的に解釈すれば、94年度の $M_2 + CD$ の増加には、基本的に、 $M_2 + CD$ 対象外金融機関が、 $M_2 + CD$ 対象金融機関に対する預金等の運用資産を取り崩し、国債を購入することで財政資金のファイナンスを行ったことが対応していたと考えられる。

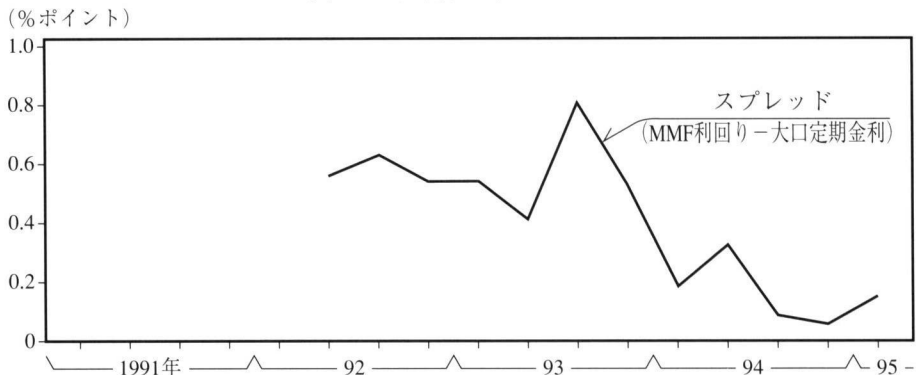
(図表16)

法人マネーを取り巻く環境

(1) M2+CD前年比に対する寄与度と売上高



(2) 大口定期預金保有の機会費用



- (注) 1. 「個人マネー」は個人預金通貨+個人準通貨(末残)のM2+CD(末残)前年比に対する寄与度。  
 2. 「法人マネー」は法人預金通貨+法人準通貨+CD(末残)のM2+CD(末残)前年比に対する寄与度。  
 3. 「総売上高」は全国短観・全産業ベース。  
 4. 「スプレッド」は各四半期最終月(3、6、9、12月)における「大口定期金利」と「MMF利回り」の差。  
 5. 「大口定期金利」は自由金利定期預金3か月物金利(預入金額1千万円以上、全国銀行、新規受入ベース月中平均金利)。  
 6. 「MMF利回り」は月初実績利回り(15社平均)。

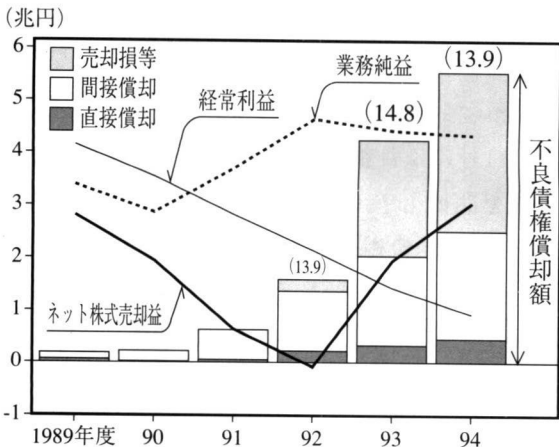
(資料) 日本銀行「経済統計月報」等

クであった93年度(4.3兆円)をさらに上回った(図表17)。項目別には、共同債権買取機構への債権売却に伴う売却損が引き続き高水準(93年度2.0兆円→94年度2.4兆円)となったほか、系列ノンバンク等関連会社に関する債権の処理を進めた(債権放棄を含む支援損計上額:93年度

1.0兆円→94年度1.6兆円)ことも94年度の特徴のひとつである。このような全国銀行の不良債権償却・引当は業務純益(93年度4.4兆円→94年度4.5兆円)を上回る規模に達した。

こうした積極的な不良債権処理により、全国銀行の公表不良債権残高は縮小する傾向を示し

（図表17）全国銀行の不良債権償却額と償却原資



（注）売却損等＝買取機構への売却損＋債権放棄等  
 ネット株式売却益＝株式売却益－株式売却損－株式償却  
 （ ）内はディスクロージャーベースの不良債権残高（兆円）。  
 （資料）各行「有価証券報告書」等

例えば米銀の場合、不良債権処理に当たっては、キャッシュフローを改善させる目的で多数債権の一括売却（バルク・セール）、債権の証券化等の手法が活用された（米銀の不良債権処理については後掲ボックス1を参照）。

こうした中で、多額の不良債権により東京の2つの信用組合（東京協和信用組合および安全信用組合）の経営が破綻した。その処理に際しては、日本銀行と民間金融機関の共同出資によりいわゆる「受皿銀行」（東京共同銀行、1月13日設立、3月20日開業）を設立し、預金保険機構の資金援助を受けて両信用組合の事業を継承するとともに、不良債権の処理を行うという新たな方式が採用された。

ており、不良債権に対する引当も進捗している（公表ベース不良債権残高に対する広義貸倒引当金（注9）の比率：93年度末39.9%→94年度末52.6%、なおこの他に担保によりカバーされている部分もあるため実質的に処理済の割合はさらに高い）。また94年度決算においては、一部で中期的視点に立った競争力の回復・自己資本の充実を念頭に、赤字決算や減配とする先がみられたが、これら銀行の株価は赤字決算発表後も概ね堅調に推移している。これは、経営内容の実態に見合った決算の発表に対し、株式市場が前向きな評価を与えたものと理解できる。以上のような不良債権処理に当たっては、収益力強化による償却原資の確保を含め、銀行の自助努力が基本となる。その一方で、不良債権処理に臨む銀行のキャッシュフローを現実的に改善させるためには、不良資産あるいは担保不動産の流動化を促進するための環境整備も重要である。

## （2）金融システムの機能強化

以上みてきたように、わが国金融システムにとっての最大の課題は、引き続き不良債権問題の克服であるが、同時に今後の日本経済の成長力の回復やそのために必要な構造調整を支えていくための、強固で健全な金融システムの構築という前向きの課題も忘れてはならない。不良債権問題の克服は、こうした強固で健全な金融システム構築のための重要な前提条件であるが、それだけでは不十分であり、様々な面で前向きの施策が必要とされている。

金融システムの機能強化のための前向きの取り組みについての基本的な考え方としては、以下の4点が重要であろう。

- ① 金融機関が自己責任原則に基づき、創意に満ちた業務展開を図れるよう、規制緩和を推進すること。
- ② 金融機関自身がリスク管理体制を強化す

（注9）広義貸倒引当金＝狭義貸倒引当金＋債権償却特別勘定＋特定海外債権引当勘定

ること。

- ③ 企業や金融機関行動の行き過ぎを未然に防ぐため、市場のチェック機能を活用すること。
- ④ 決済システムや金融に関する税制・法制、会計制度等、いわゆる金融取引のインフラ整備を進めること。

94年度中にも、こうした方向に沿う形で、金融システム強化の動きに様々な進展がみられた。すなわち、まず①の規制緩和に関しては、昨年

10月17日から当座預金を除く流動性預金金利の自由化が実施され、85年10月の大口定期預金導入以降、9年間にわたって段階的に進められてきた預金金利自由化のプロセスが完了した。また、11月には、都銀6行の証券子会社が一齐に営業を開始し、いわゆる業態別子会社による「銀行・証券の相互乗入れ」が一段と進展した。短期金融市場においても、取引形態の多様ななど、競争促進に資する様々な対応が採られた。

## [ボックス1]

### 米銀の不良債権処理

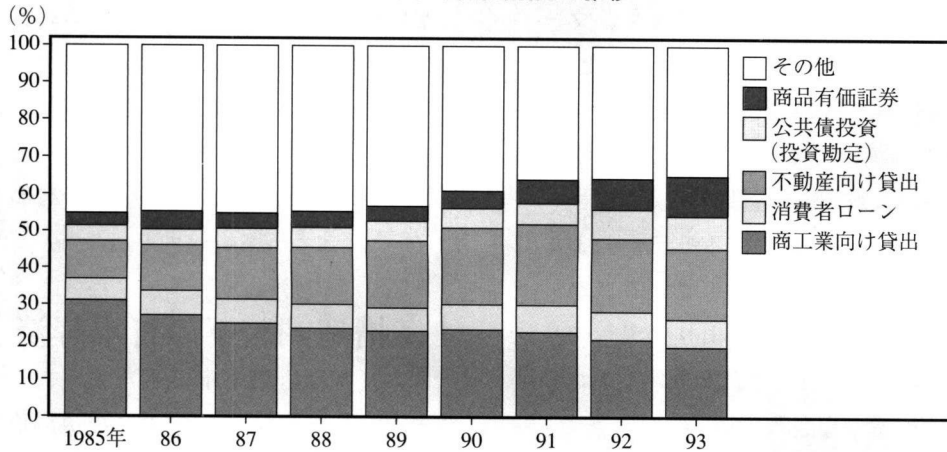
米銀は、92、93年に本格化した不良債権処理に当たって、貸倒引当金の積み増し・償却といったオーソドックスな方法に加え、キャッシュフローを増加させる目的から多数債権の一括売却（バルク・セール）や債権の証券化等、多様な手法を活用した（「米国商業銀行の不良資産への対応」『日本銀行月報』1994年4月号）。こうした手法に基づく不良債権処理が可能であった背景として、①市場価格の尊重や経営実態開示の風土が根付いていること、②積極的にリスクを取りつつ貸出債権や証券化商品を購入しようとする投資家が存在するなど、市場参加者の層に厚みがみられたこと、さらに、③金融・資本市場等でのパーセプションを改善するため、経営効率を高めたり、自己資本を増強すると同時に、不良資産問題への対応力や将来の成長力をアピールする必要に迫られたこと、等を指摘できる。なお、不良債権の受皿として、特別目的会社、バッド・バンク、あるいは不動産ファンド等を設立し、債権の収益性・担保価値の評価を投資銀行等が行うといった形態がとられた（貯蓄金融機関＜S & L＞の経営破綻のケースでは、公的資金を投入して設立されたR T C＜整理信託公社＞が、不良債権の継承、売却、証券化を実施した）。

この間、不良債権処理の過程で、大手米銀のバランスシートの拡大ペースは鈍化した。すなわち、資産サイドでは、商工業向け貸出の伸びが低下し、リスク・ウエイトの低い公共債（連邦政府債、公社債、州政府・地方政府債）に対する投資比率が高まった。また負債サイドでは、定期性預金を中心に預金の受け入れが縮小した（ボックス1の図表（1）＜F D I C加盟10大行ベース＞）。こうした動きには、金融緩和策の下で右上がりのイールドカーブがスティープ化したといった循環的な要因や、自己資本比率を向上させようとする銀行のインセンティブも作用したとみられる。さらに、こうしたバランスシートの圧縮は、金融商品の「証券化」あるいは「市場化」と軌を一に進んだ。より具体的には、大企業を中心に、低コストのエクイティ・ファイナンスやC P発行へ一段のシフトがみられた。また、預金受け入れの減少は、銀行預金以外の金融資産（例えば、債券・株式ミューチュアル・ファンド、MMF等）が、従来以上の決済性を備えたうえで、相対的に有利な利回りを提供したことが影響している。こうした状況下、銀行は、預金受け入れ・貸出実行に基づいたネット金利収入（金利マージン）にかわって、株式・債券の売買益や先物・オプション等デリバティブ取引に関する手数料など、いわゆる非金利収入を増加させた（ボックス1の図表（2））<sup>（注）</sup>。

（注）このほか、預金口座手数料、クレジットカード取り扱い手数料、消費者ローン手数料、信託業務関連手数料、ミューチュアル・ファンドやMMFの取り扱いに関する仲介手数料（実際の販売は子会社）等がある。また、企業のCP発行増から、そのバックアップ・ファシリティーの設定手数料も増加した。

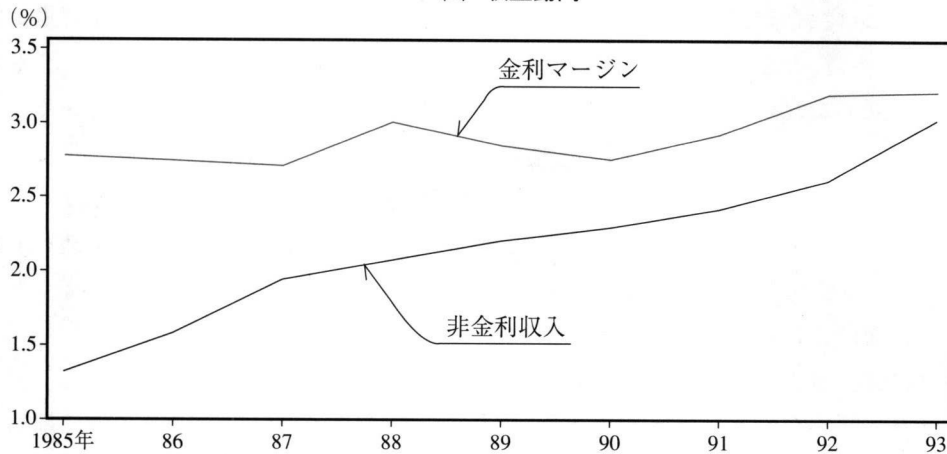
### 米銀の資産構成と収益

(1) 資産構成比の推移



(注) FDIC加盟10大商業銀行ベース。

(2) 収益動向



(注) 総資産平残に対する比率 (FDIC加盟10大商業銀行ベース)。

金利マージン = 金利収入 - 金利支出

(資料) FRB, "Bulletin"

また、②の金融機関のリスク管理に関しては、内外におけるデリバティブ取引から生じた損失発生事例等を踏まえ、金融機関を中心にリスク管理向上の必要性が再認識される中で、バーゼル銀行監督委員会は、94年7月、「デリバティブのリスク管理に関するガイドライン」を公表し

た。本ガイドラインには、経営陣のリスク管理への積極的な関与や、独立したリスク管理セクションの設置、あるいはリスクの包括的な計測の必要性等、銀行が今後進めていくべきリスク管理体制整備に当たっての重要なポイントが盛り込まれている。これは、同時に証券監督者国



際機構（IOSCO）から公表された同様のガイドラインとともに、市場参加者のリスク管理高度化を促すものとして注目されている。また、バーゼル銀行監督委員会では、95年4月、マーケット・リスク規制に関する提案を公表したが、本提案では、93年4月に公表された最初の規制案に対する市中協議過程での欧米の銀行等からのコメントを受け入れ、個々の銀行が実際にマーケット・リスク管理に用いているモデルによるリスクの計測を、規制上も容認している点が最大の特徴となっており、これにより、銀行のリスク管理手法高度化に向けたインセンティブを阻害しないよう配慮がなされている。

なお日本銀行では、考査等を通じて金融機関のリスク管理強化に向けた助言・指導を行ってきたが、95年4月には、金融機関のデリバティブ取引が増加していることを受けて、一層のリスク管理強化に役立てるために「デリバティブ取引に関するリスク管理チェックリスト」を作成し金融機関等に開示した。

次に③の市場のチェック機能の活用についてみると、市場のチェック機能の前提となるディスクロージャーの面で、いくつかの動きがみられた。94年9月には、B I Sが「金融仲介機関によるマーケット・リスクおよび信用リスクのパブリック・ディスクロージャーに関する討議用ペーパー」（通称フィッシャー・レポート、『日本銀行月報』1994年11月号）を公表した。このレポートは、「個々の金融機関自身が活用しているリスク管理のシステムを活かして、将来にわたるリスクとその管理パフォーマンスに関する情報を開示し、マーケットの評価を受ける」という考え方、つまりディスクロージャーを、金融機関経営にマーケットの機能を活用するための一手段として捉えよとの考え方に基づいて書かれている。また、金融制度調査会・ディス

クロージャー作業部会でも、95年5月にディスクロージャー拡充に向けた報告書を公表した。

最後に、④の金融のインフラ整備に関しては、日本銀行は、近年、全銀システムの同日決済化（93年3月）等、決済システムの改善に取り組んできたが、94年4月には国債取引における決済リスク削減を目指した「国債資金同時受渡システム」（国債D V Pシステム）の稼働を開始した。

## 4. 構造調整下の日本経済

日本経済は、第1章でみたように、景気循環の観点からみれば、93年末に後退局面を脱し回復過程に入った。しかし、その回復テンポは過去の回復局面に比べ目立って緩やかである。景気回復が緩やかである基本的な背景は、日本経済が、循環的な変動を超えるいくつかの大きな調整圧力に晒<sup>さら</sup>されているためであると考えられる。本章では、現在日本が置かれている経済環境の特徴を整理したうえで、そうした環境が日本経済にどのような構造変化を迫っているかをみる。

### （1）日本経済を取り巻く環境

現在の日本経済は、これまでに経験したことのない環境に置かれている。すなわち、①東アジアでは新興経済が急速に工業化・市場経済化し、目覚ましい経済発展を遂げつつあり、②為替相場の円高化とも相俟<sup>あいま</sup>って、日本経済に大きな変化を促している。また、③1980年代後半のいわゆるバブル経済の後遺症として、企業や金融機関のバランスシートが毀損したことも、経済活動の制約要因になっている。これらの点については、昨年度の本稿（「平成5年度の金融および経済の動向」）でも述べたところであるが、その後1年を経て、こうした構造的な調整圧力

が日本経済に与える影響が一層明らかになってきている。以下では、まずこれら3つの経済環境の特徴を整理する。

イ. 新興経済の発展

1980年代以降、アジアのNIEs、ASEAN、あるいは中南米の一部の国々などが着実な経済発展を遂げ、世界貿易の中でのウエイトを増し

てきた。その後、いわゆる冷戦構造が崩壊する中で、中国、ヴェトナムあるいは一部の東欧諸国など、旧計画経済圏からも急速な経済成長を遂げる国が出てきた。これらの80～90年代に著しい経済発展を遂げた国・地域は、今日、「新興経済（emerging economies）」と呼ばれているが、その中でも、東アジア地域の経済発展が顕著である（図表18）。

(図表18) 新興経済の発展

(1) 経済成長率

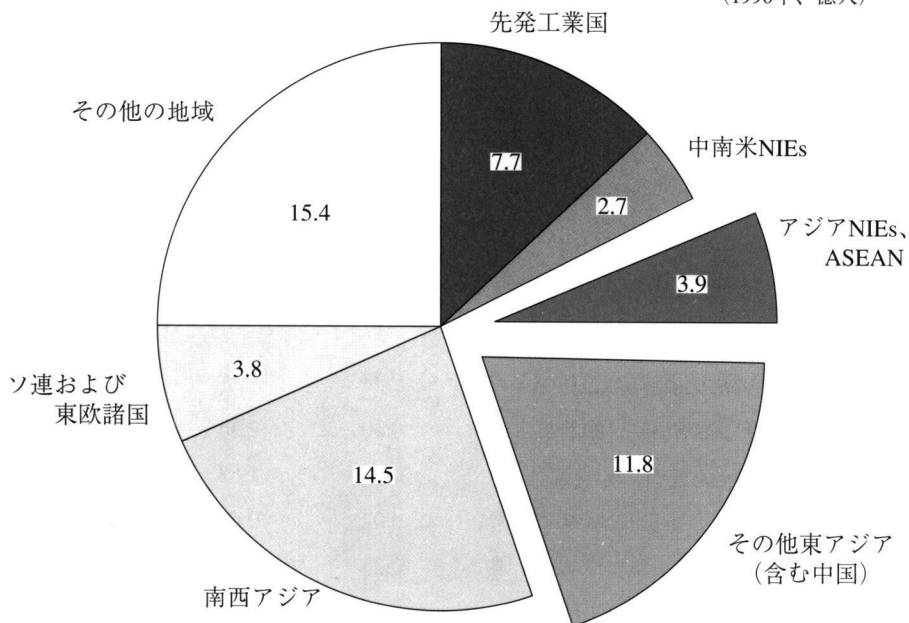
(単位 %)

	1981～85年	86～90年	91～94年	92年	93年	94年
	平均	平均	平均			
N I E s	7.3	9.2	6.9	5.9	6.2	7.4
A S E A N	3.9	7.3	6.7	6.1	6.6	7.2
中 国	12.5	7.8	11.7	13.6	13.4	11.8
メキシコ	1.9	1.4	2.9	2.8	0.2	3.5
ブラジル	1.2	2.1	1.2	△0.9	4.3	5.7
アルゼンチン	△2.0	0.4	6.2	8.7	6.0	7.1
先発工業国	2.3	3.1	1.7	1.9	1.2	3.0

(資料) IFS、各国統計等

(2) 人口シェア

(1990年、億人)



(注) 先発工業国は日本、北米、EU15か国の合計。  
中南米NIEsはブラジル、アルゼンチン、メキシコ。

(資料) United Nations, "World Population Prospects"

新興経済の目覚ましい発展は、一面では世界経済の供給力が飛躍的に増加したことを意味する。その一方で、新興経済の発展が新たな需要を生み、世界市場の規模が拡大しているという、需要面での意味合いも無視できない。例えば、N I E s、A S E A N、中国等の日本を除く東アジアの人口は約16億人であり、それだけで先発工業国の人口のほぼ2倍である(前掲図表18)。事実、東アジア地域の貿易額は、80年代後半、90年代と一貫して高い伸びを続けてきた。とりわけ、91年以降、他地域の貿易額の伸びが低下する中で、東アジア諸国の貿易額は目立った増加を示し、この間のドルベースの世界輸出増加

額の約6割、同じく世界輸入増加額の約8割を占めている(図表19)。

このように、新興経済の発展は需給両面で世界経済の構造を変えているが、それは世界的規模での分業体制の変化を促しており、日本を含めた先発工業国においても産業構造変化の圧力が生じている。

#### ロ. 為替相場の円高化

一方、為替相場の動きをみると、90年代入り後、ほぼ一貫して円高が進んでいる(前掲図表7)。これまでの名目為替相場の円高には、日本のインフレ率が海外に比べ低いために起きてい

(図表19) 世界貿易の拡大

(1) 世界の総輸出額(ドルベース)の変化率と東アジア貿易の寄与度(年平均、%表示)

		1981~85年 平均	86~90年 平均	91~93年 平均
世 界		△ 0.77	16.03	3.03
寄 与 度	東アジア(除く日本)	0.47	2.44	1.83
	N I E s 諸 国	0.39	1.63	1.10
	A S E A N 諸 国	△ 0.01	0.43	0.45
	中 国	0.09	0.38	0.28
	そ の 他 の 地 域	△ 1.23	13.60	1.20

(2) 世界の総輸入額(ドルベース)の変化率と東アジア貿易の寄与度(年平均、%表示)

		1981~85年 平均	86~90年 平均	91~93年 平均
世 界		△ 0.44	15.59	2.47
寄 与 度	東アジア(除く日本)	0.40	2.36	1.93
	N I E s 諸 国	0.19	1.63	1.13
	A S E A N 諸 国	△ 0.02	0.61	0.33
	中 国	0.23	0.12	0.47
	そ の 他 の 地 域	△ 0.84	13.23	0.55

(資料) IMF, "Direction of Trade Statistics"

る側面もあるが、内外のインフレ格差を考慮した実質為替相場でも、93年と95年に円は大きく切り上がっている（注10）。こうした円相場の上昇には、①為替市場での欧米経済についてのインフレ期待が現実のインフレ抑制にもかかわらず根強いこと、②米国の財政赤字が低い民間貯蓄率の下でなお大幅であること、③日本の経常収支黒字が持続し対外資産が累積していること、などが影響しているとみられる。しかし、時として為替相場は、各国の景気、インフレ、対外収支といった経済の基礎条件（ファンダメンタルズ）から乖離して行き過ぎた動きを示すこと（ミス・アラインメント）があり、その場

合には、資源配分を歪めたり経済効率を低下させる恐れが強い（後掲ボックス3参照）。

ミス・アラインメントがない場合でも、為替相場が実質ベースで円高になると、いくつかの経路で日本経済に影響を及ぼす。すなわち、まず、為替相場の円高化は、貿易財の輸出を不利化、輸入を有利化する方向に作用する。その結果、輸出減、輸入増を通じて、短期的に国内の貿易財生産に対して抑制的に作用する。実際に、これまでの為替円高化は、輸出比率の高い産業を中心に国内生産にマイナス・インパクトを与えてきた（図表20）。また最近では、輸入と競合する国内生産に対しても減少圧力を加えている。

（図表20） 為替円高のマイナス・インパクト

	所得要因 ( )内SE	為替要因 ( )内SE	R <sup>2</sup>	SE	輸出比率	輸入比率
製 造 業	0.95 (0.05)	△0.54 (0.27)	0.99	0.012	12.1	6.9
生 産 財 型	0.79 (0.03)	△0.41 (0.18)	0.99	0.012	7.2	8.5
資 本 財 型	1.51 (0.15)	△0.89 (0.66)	0.99	0.018	20.4	5.2
耐久消費財型	0.80 (0.10)	△1.22 (0.64)	0.98	0.024	23.7	3.6
非耐久消費財型	△0.14 (0.06)	△0.47 (0.26)	0.92	0.009	2.1	10.2

（注）1. 所得要因、為替要因は以下の誘導型（Auto-Distributed Lag Model）の長期均衡解（長期的な弾性値）として求めた。

$$q_t = \sum_{i=1}^3 \alpha_i \cdot q_{t-i} + \sum_{i=0}^3 \beta_i \cdot y_{t-i} + \gamma \cdot \Delta e_{t-1}$$

$$(\text{所得要因}) = \sum \beta_i / (1 - \sum \alpha_i), (\text{為替要因}) = \gamma / (1 - \sum \alpha_i)$$

q: 鉱工業生産指数（対数値）、y: 実質内需（対数値）、  
 $\Delta e$ : 実質実効為替レート（前期比）、計測期間: 1976年1～3月～94年10～12月、  
 生産財型: 鉄鋼、非鉄、窯業・土石、化学、パルプ・紙  
 資本財型: 金属製品、一般機械、電気機械  
 耐久消費財型: 輸送機械、精密機械  
 非耐久消費財型: 繊維、食料品

輸出比率（＝輸出額／生産額）、輸入比率（＝輸入額／生産額）は90年時点（産業連関表）。

2. 輸出比率の高い産業ほど為替要因の絶対値が大きくなっているが、これはそれだけ円高の生産下押し効果が大きいことを示している。
3. 上記の計測において、輸入比率の高い非耐久消費財型の産業について、国内所得に係る係数の符号がマイナスで常識とは逆になっている。これは、非耐久消費財については、計測期間中、ほぼ一貫して国内生産が輸入に代替される傾向にあったためと理解される。

（資料）IMF, "Direction of Trade Statistics," "International Financial Statistics," 通商産業省「鉱工業指数統計」、総務庁「産業連関表」、経済企画庁「国民所得統計」

（注10）為替相場の決まり方について、内外のインフレ率格差に注目する「購買力平価」の考え方がある。これは、為替相場の中長期的な変化をみるうえで有用な概念である。ただし、これによって為替相場の均衡水準を求めたり、短期的変動を説明することは難しい（後掲ボックス2参照）。

## [ボックス2]

### 購買力平価による為替相場水準の評価

為替相場水準評価を中長期的な視点から行う際には、購買力平価の考え方が有用であり、為替相場決定の理論モデルにおいても、通常、それに基づき為替相場水準の中長期的アンカーが定められることが多い。購買力平価とは、同じ貿易財（輸出入可能な財）で構成される財バスケットの価格水準が、2か国間で同じとなるよう為替相場が決定されるというものである。つまり、価格水準の高い（低い）国の通貨が、減価（増価）して、価格水準が均等化する時点で為替相場も均衡するとの考え方である。これに基づいて実際に為替相場を計算するに当たっては、「絶対的購買力平価」と「相対的購買力平価」の2つのやり方がある。

まず「絶対的購買力平価」とは、2か国の財バスケットの価格水準の比率から直接為替相場を求めるやり方である。しかし実際には、同様の財であっても国により品質が異なるので、厳密に同じ財でバスケットを構成することが困難なうえ、関税、輸送コストなども存在する。そのため、一般的に広範囲の財で構成したバスケットについて、絶対的購買力平価は成立しない。ただし、原油、鉄鉱石など、国際的に均質なものとして取引される財（いわゆる市況商品）については、それが妥当し得る。

これに対し「相対的購買力平価」は、2か国間のインフレ率格差をちょうど打ち消すような為替相場を計算するものであり、一般に購買力平価レートと言う場合には、これに基づくことが多い。すなわち、インフレ率の高い（低い）国の通貨が減価（増価）するとの考え方である。具体的には、まず対象となる名目を為替相場が何らかの定義により均衡していたと考えられる「基準時点」を選択する。そして、その「基準時点」から別の時点までの両国のインフレ率格差の累積が、その間の名目を為替相場の変化率に等しくなると考える。

しかし、実際の相対的購買力平価レート算出に当たっては、以下のようないくつかの技術的な問題がある。まず第1に、「基準時点」の客観的選択が難しいということがある。概念的には、望ましい「基準時点」とは、現実の為替相場が対象国の中長期的な競争力を正しく反映しているという意味で、均衡レートが実現している時点と言えよう。その条件をより具体的に列挙すれば、次のようなものとなろう。①両国の経済が過熱状態にも不完全雇用状態にもない。②経常収支の不均衡が小さい。③石油ショック等の外的な衝撃からの影響が小さい。しかし、こうした条件を満足する「基準時点」を客観的に特定することは必ずしも容易ではない。

第2に、相対的購買力平価レートを算出する基礎となるインフレ率として、何を採用するかという問題がある。購買力平価レートは、両国経済が定常的な状態にある時の貿易財価格を正しく反映するような為替相場であると考えられる。したがって、その算出に使用する物価指数は、貿易財部門が適正利益を上げている状態での生産コストを反映したものが望ましい。この点、例えば消費者物価は、サービス等の非貿易財のウエイトが高いという問題がある。その他、GDPデフレータ、国内卸売物価、輸出入物価もよく使われるが、いずれも上記の意味での「望ましき」を十分満たしているとは言えない。輸出物価を例にとれば、自国通貨が急激に切り上がり、それに伴う輸出価格の調整が遅れる場合には、短期的に貿易財部門は適正利益を上げられなくなることがある。その時には、輸出物価を用いて算出した購買力平価レートは実勢より切り上がった水準になってしまう。

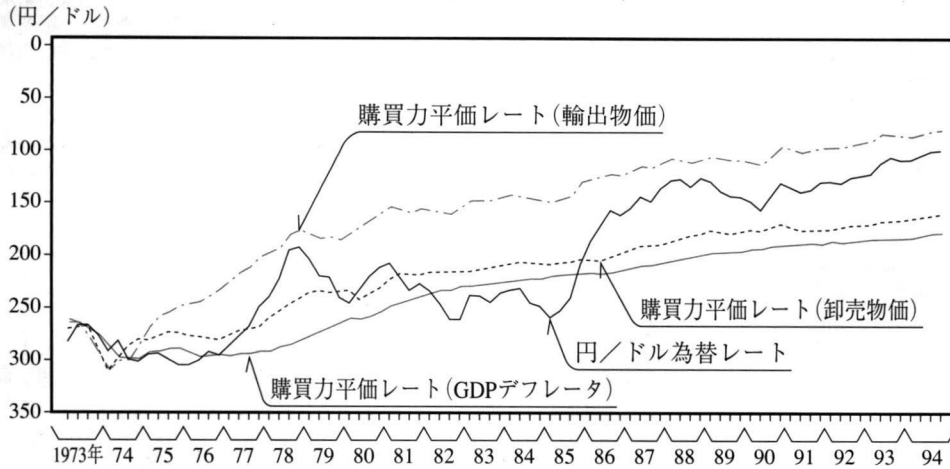
こうした問題点を念頭に置いたうえで、実際に相対的購買力平価レートを試算してみよう。ここでは、2つの基準時点（73年4～6月、81年1～3月）と3つの物価指数（GDPデフレータ、国内卸売物価、輸出物価）を用い、試算結果がどの程度現実の円／ドルレートの動きと符合しているかをみる（ボックス2の図表）。その結果を整理すれば、以下のような点が指摘できる。（イ）現実の円／ドル為替相場は、中長期的なトレンドとしては、相対的購買力平価レートと一定の関係を有している。（ロ）その一方で、短期的には、相対的購買力平価だけでは説明できない非常に大幅なスイングを示している。（ハ）また、使用する物価指数や「基準時点」の選択により、均衡為替相場水準に関する結論は異なり得る。

以上のように、購買力平価の考え方は、インフレ率格差を反映した為替相場の中長期的なトレンドを評価するうえでは有益であるが、これによって、ある特定時点における為替相場の水準が「適正」かどうかを判断するのは難しい（注）。

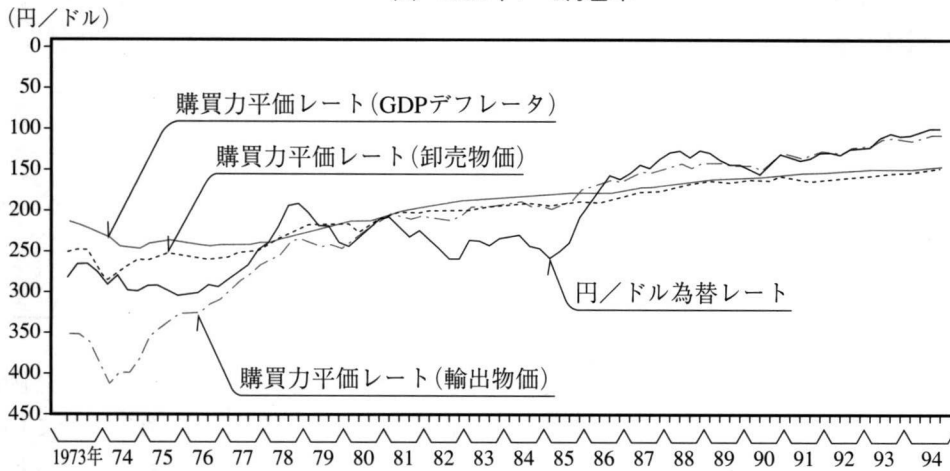
（注）購買力平価は、経常収支がゼロになるレートを定めるものでもない。

### 相対的購買力平価レートと為替レート

(1) 1973年4～6月基準



(2) 1981年1～3月基準



（注）米国の卸売物価は生産者物価指数（総平均）を、輸出物価は生産者物価指数（工業製品）を使用。

（資料）日本銀行「経済統計月報」等

### [ボックス3]

#### 為替相場のミス・アラインメントおよび大幅変動の影響について

為替相場の経済の基礎的条件（ファンダメンタルズ）からの大幅な乖離、すなわちミス・アラインメントが発生し、かつそれが継続すると、実体経済面で次のコストが発生すると考えられる。

- ① 資本の国際的な移動がある場合、国内経済で資本・労働といった生産要素が貿易財部門と非貿易財部門との間でどのように分配されるかは、為替相場の水準によって大きな影響を受ける。為替相場のミス・アラインメントが発生すると、それに見合った生産要素の配分が実現されるように、資本・労働が産業間を移動するが、その過程において、摩擦的に既存資本設備の稼働率が低下したり、失業率が上昇する。
- ② そうして実現された生産要素の配分は、経済のファンダメンタルズに照らして最適なものではないが、生産要素はいったん移動してしまうと固定的な費用（いわゆるsunk cost）の存在等からすぐには元に戻らないため、その最適でない資源配分が一定期間持続する。

他方、大幅な為替相場の変動が頻繁に発生し、将来時点の為替相場を予想することが困難になると、実体経済活動においては次のようなマイナスの影響が出ると考えられる。

- ① 外貨建て輸出入の価値を国内通貨で測ることが難しくなり、取引に伴うリスクが高まる。また、外貨建て負債を返済する際の国内通貨建てのコストが不確実になり、外貨建て負債をとるリスクが高まる。
- ② 上記リスクは、先物等を使いヘッジすることができるが、その場合でもヘッジのためのコストが発生する。その際、先物相場が必ずしも最適な予測ではないため、予約した相場と実際の相場とに差が生じる。それは機会費用であり、実質的な経済ロスとなる。なお、直接投資等長期にわたる外貨建て投資に係るリスクについては、先物等の手段によりヘッジすることは難しい。
- ③ 為替のオファーとビッドの спреッドが拡大し、取引コストが高まる。

#### 参考文献：

Bergstrand, J.H. [1983] "Is Exchange Rate Volatility 'Excessive' ?," *New England Economic Review*

このように為替円高化は、上述の新興経済の発展という需給両面での世界経済の構造変化と相俟って、日本国内の生産や雇用に調整圧力をもたらしている。

#### ハ. バランスシートの毀損

今日の日本経済においては、企業や金融機関

のバランスシートが、資産価格の急騰落に伴い毀損したことの影響もなお残存している。それによって企業や金融機関が、リスクに対する態度を慎重化させ、その結果、マクロ経済における支出・投資活動が抑制されていると考えられる（注11）。

バランスシートの毀損に伴う景気押し下げ圧

（注11） バランスシート問題についての理論的な整理等については、「平成5年度の金融および経済の動向」（『日本銀行月報』1994年6月号）の48～56ページを参照。

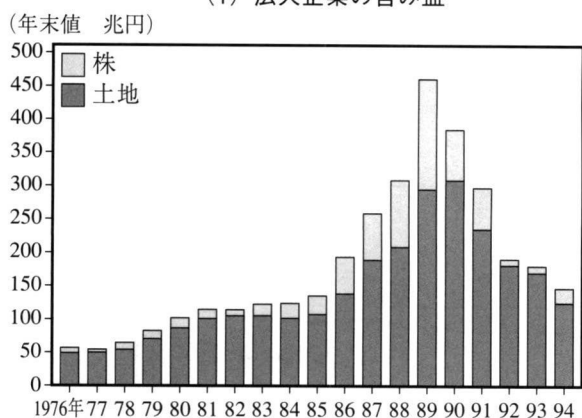


力に関し、例えば株式と土地について法人企業の含み益の状況を見ると（図表21）、商業地を中心に地価がなお下落していることから、含み益はさらに減少している。このため、時価で評価した実質自己資本比率は、最近でもほとんど改善していない。金融機関にバランスシート問題が存在する場合、貸出に対する態度が慎重化する

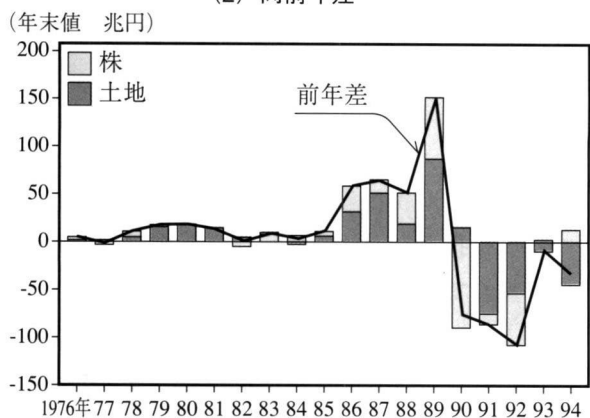
る可能性があると考えられる。企業からみた金融機関の貸出態度についても、自己資本比率規制導入等に伴い金融機関の量的拡大指向が後退する中で、借入れ企業自身の担保能力の低下もあってか、91年以降、貸出金利が大きく低下しても、過去ほどには緩和していないようである。

（図表21） バランスシート調整

（1）法人企業の含み益



（2）同前年差



（注）含み益は法人季報ベースの時価総額（GDPベースの時価総額より推計）と簿価総額との差をとったもの。なお、94年末の時価総額については、日経平均株価と公示地価をもとに推計。

（資料）大蔵省「法人企業統計」、経済企画庁「国民所得統計」

（2）構造変化の圧力

さて、以上のような経済環境の下で、日本経済が現実にはどのような構造調整圧力を受けているかについて、以下、具体的にみていこう。

イ．輸出入面の変化

まず、世界経済の需給両面での構造変化と為替円高の直接的影響を、輸出入の面から捉えると、輸出が円高進行の下にあっても増加傾向にある一方、輸入も内需の低い伸びにもかかわらず増加を続けている。財別の内訳をみると、まず輸出については、海外現地生産の拡大や新興経済の廉価品輸出増等を背景に、消費財は減少しているが、世界景気の拡大や誘発輸出の増加等から、資本財・部品は増加している（後掲図表22）。また輸入については、パソコン関連の資本財やI C等の部品、耐久消費財、非耐久消費財がいずれも増加している（同図表）。さらに地域別の動きをみると、輸出入双方について、東アジア諸国との貿易拡大が目立っている。

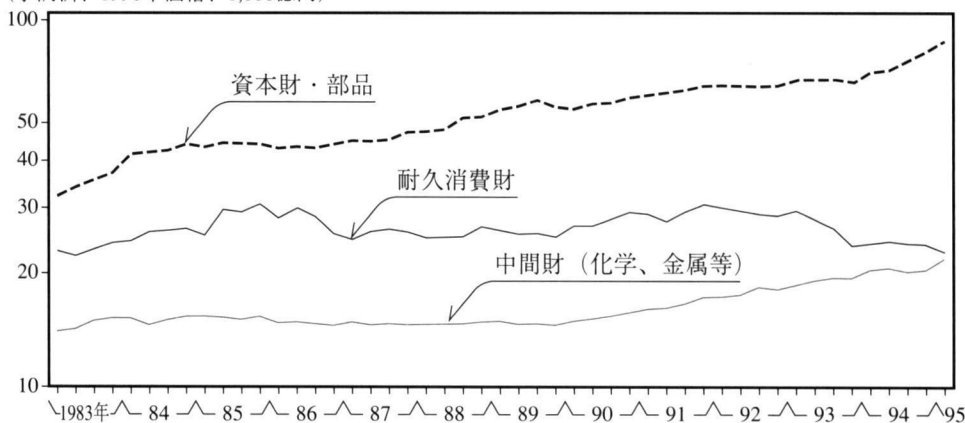
以上のような日本の輸出入面の変化は、次のような一連の動きの結果と考えられる。

（イ）80年代前半のドル高期には米国から東アジアのN I E sへ、そして80年代後半以降の円高の過程で日本から東アジア地域へ、直接投資が増加し、いずれも同地域の供給力拡大に

(図表22) 財別実質輸出入

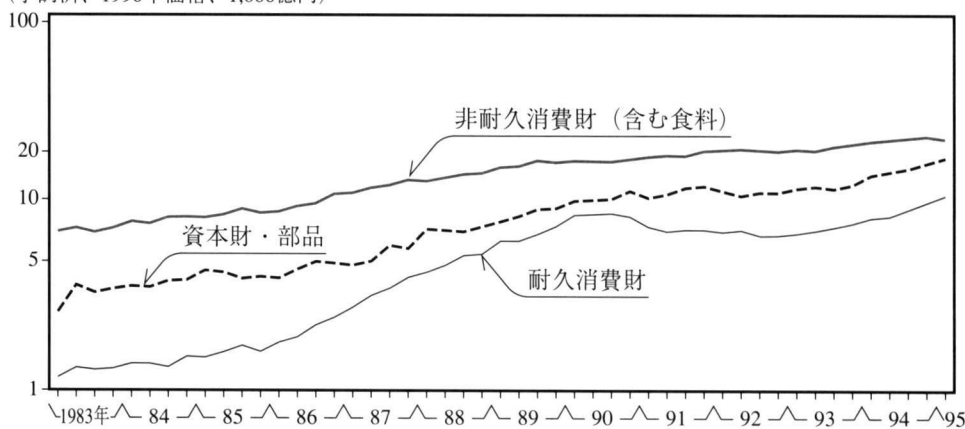
(1) 財別実質輸出額の推移

(季調済、1990年価格、1,000億円)



(2) 財別実質輸入額の推移

(季調済、1990年価格、1,000億円)



(資料) 大蔵省「貿易統計」等

寄与した (図表23) (注12)。

(ロ) 直接投資が拡大する過程で、現地の生産拠点設立に必要な資本財について、日本からの輸出が増加し、さらに生産立ち上がりに対応し中間財・部品の輸出も増加した (注13)。

(ハ) 直接投資を通じて移転された技術と、現地の豊富で低コストの労働力 (同図表) が結び付き、衣類等の非耐久消費財、テレビ、ラジカセといった耐久消費財について、廉価な完成品の日本などへの輸出が増加し始めた (注14)。

(注12) 最近では、日本からの直接投資のみならず、現地で資金を調達する再投資もかなりの額に上っている。

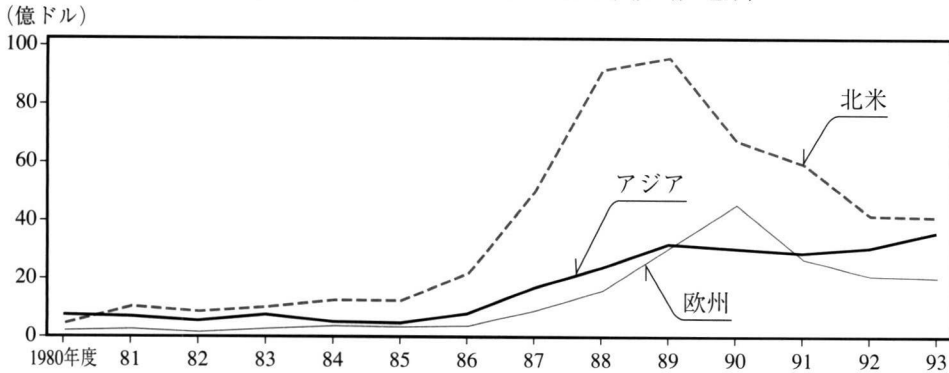
(注13) 最近の資本財輸出の増加には、海外生産拠点の拡充に伴う一時的なものという側面もあろうが、東アジア経済が今後とも持続的に成長していくとすれば、それに伴って日本からの輸出も引き続き出ていく可能性がある。

(注14) もちろん、Asian Miracleとまで言われる東アジア地域の経済発展は、米国や日本からの直接投資だけでなく、これらを定着させた東アジア地域の教育水準や貯蓄率の高さ、各国の通商政策などによるところも大きい。東アジア地域の経済発展およびそれに対する日本からの直接投資の役割については、「東アジア地域の経済成長と直接投資の役割」(『日本銀行月報』1993年12月号)を参照。

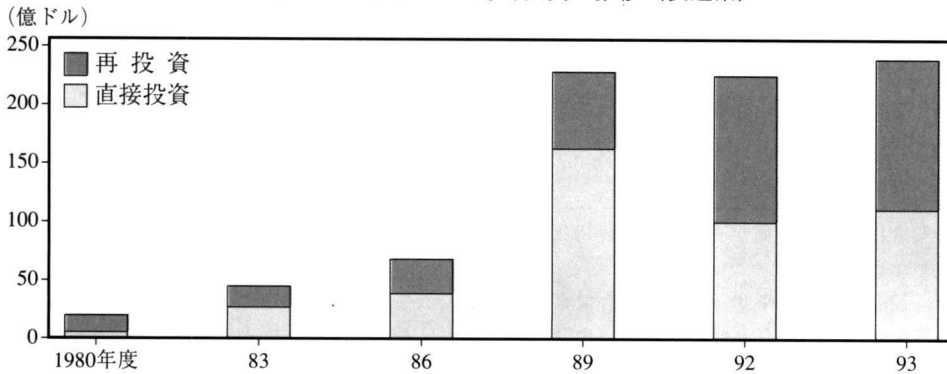
(図表23)

海外現地生産

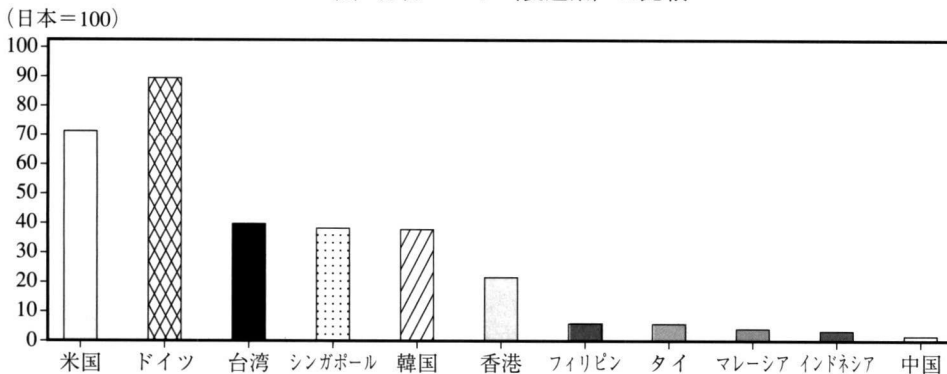
(1) 地域別にみた対外直接投資の推移（製造業）



(2) 再投資を含めた海外投資の推移（製造業）



(3) 労働コスト（製造業）の比較



(注) (1)、(2)については直接投資は大蔵省届け出ベース。再投資は通商産業省「海外事業活動基本調査」で回答のあった企業の合計。

(3)については日本・米国・ドイツ・台湾・シンガポール・韓国・香港・中国は92年、タイ・マレーシア・インドネシアは91年、フィリピンは89年の統計より作成。

(資料) (1)、(2)については大蔵省「対外直接投資届出実績」、通商産業省「海外事業活動基本調査」

(3)については経済企画庁「平成6年度 年次世界経済報告」

こうした動きの結果、日本と貿易相手国の間で、工業製品について水平分業が進展している（工業製品の水平分業度 $\lt (\text{輸出額}-\text{輸入額}) / (\text{輸出額}+\text{輸入額}) \times 100 \gt$ （注15）：84年61.2→94年44.3）。財別には、耐久消費財についてその高まりが顕著である。この間、非耐久消費財はさらに輸入特化の度を強めている。また、こうした製品輸入の増加に伴い、鉱工業製品の輸入依存度（輸入ペネトレーション）も、90年代に入って目立った上昇を示している（図表24）（注16）。

#### ロ. 価格面の変化

以上のような輸出入面での変化、中でも耐久消費財、非耐久消費財の顕著な輸入増加は、国内の価格体系の変化と表裏一体をなしている。

最近の物価動向をみると（前掲図表4）、どの物価指数でみても軟調な動きとなっているが、特に85～87年の前回円高局面と比較して、素原材料や中間財価格が高止まり、ないし低下幅が小さい割に、最終財価格の下落幅が大きい。これは、素原材料や中間財という、いわゆる川上段階の財の価格が、世界景気の拡大を背景とした世界的にタイトな需給を反映して強調であるのに対し（注17）、東アジア地域における供給力拡大が最終財を中心に進み、その輸入増を通じて国内の最終財価格の下落に寄与しているためと考えられる。つまり、物価の軟調さは、輸入製品の国内市場への浸透（ペネトレーション）とともに起こっていると言える。

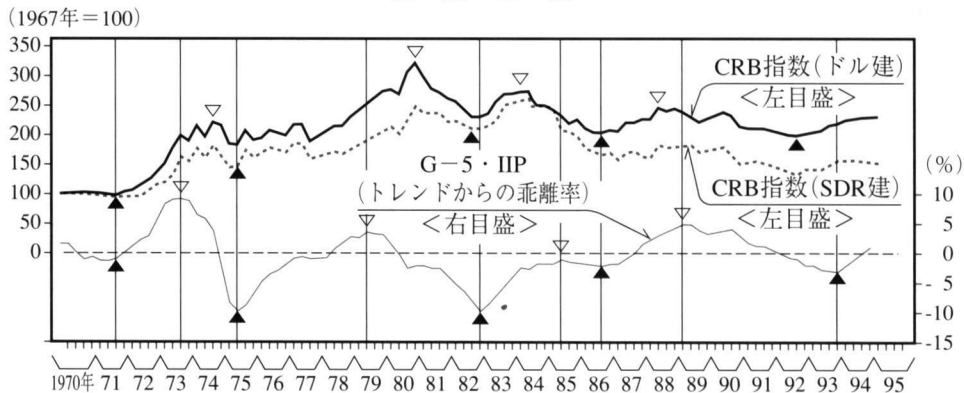
最終財価格の低下の背後には、上記の東アジア

（注15）水平分業度指数の絶対値がゼロに近づくほど、水平分業度は高まり、指数の絶対値が100に近づくほど、水平分業度は低くなる。

（注16）ただし、製品以外の財やサービスを含むマクロ的な輸入依存度は、原油などの一次産品価格を中心とする輸入価格の下落等から、目立った上昇は示していない。これは、日本経済が製品輸入依存を高めている一方で、原材料輸入依存を低下させていることを反映しており、日本経済が海外経済から影響を受ける経路および日本経済が海外経済に影響を与える経路が、それぞれこれまでと変わってきていることを意味している。

（注17）国際商品市況と主要国の稼働率との間には従来から相関があり、最近でも稼働率の上昇と商品市況の強調が同時に発生している。

### 商品市況



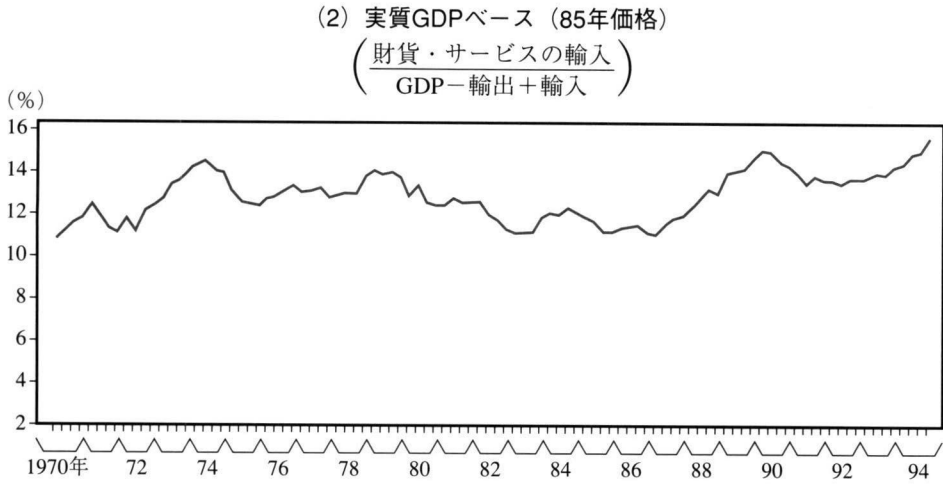
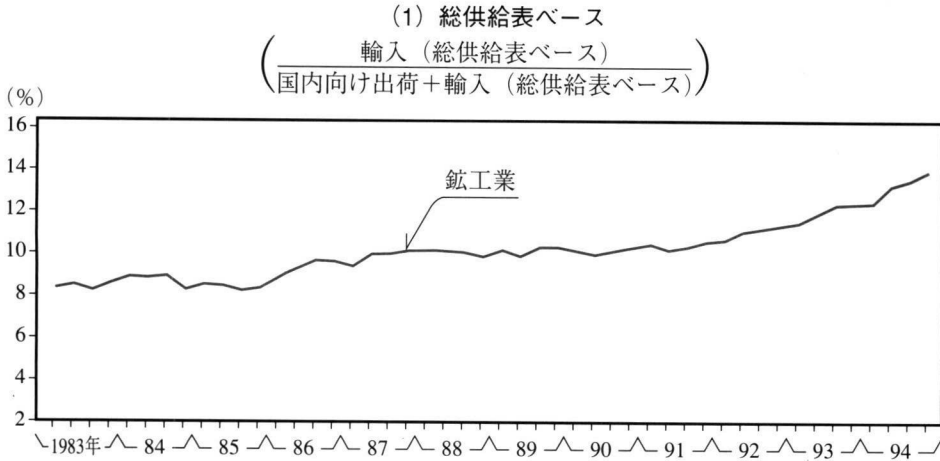
（注）1. G-5・IIPは、日、米、独、仏、英の5か国の鉱工業生産指数を、90年平均の為替相場およびGDPウイトで加重平均したもの。

2. CRB指数とは、Commodity Research Bureau調べの国際商品市況。

3. ▽▲は、ピーク、ボトムを示す。

（資料）IMF, "International Financial Statistics", Commodity Research Bureau

(図表24) GDP・数量ベースの輸入ペネトレーション比率

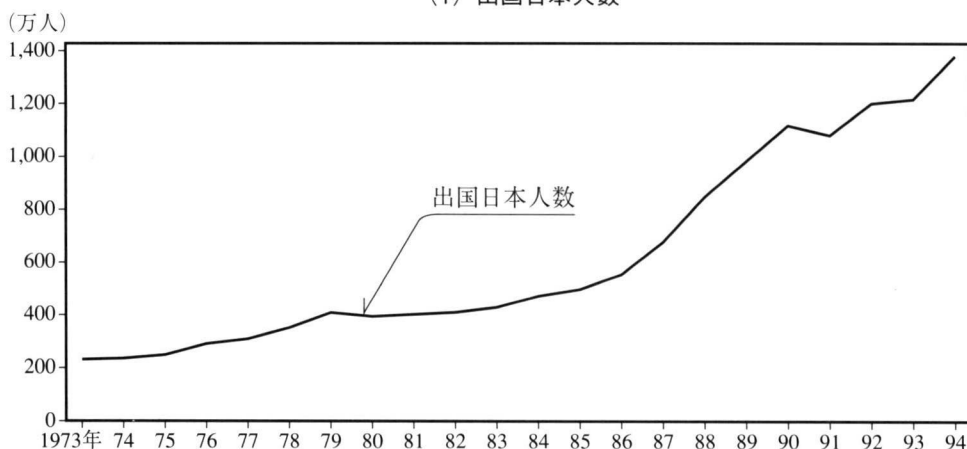


(資料) 経済企画庁「国民所得統計」、通商産業省「鉱工業指数統計」

(図表25)

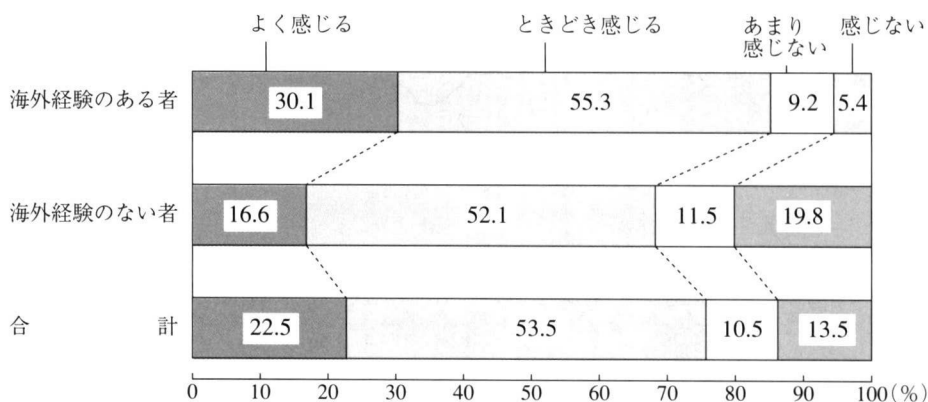
出国日本人数と内外価格差

(1) 出国日本人数

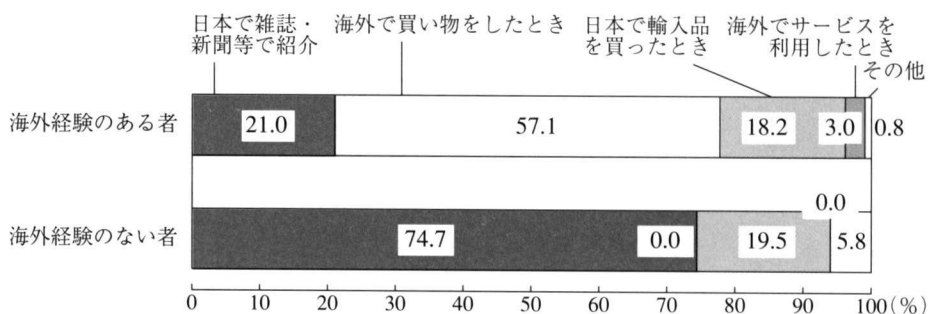


(2) 物価モニター調査

わが国の価格は外国と比較をしたときに高いと感じるか



どのような時に、最も高いと感じるか (価格差を感じる者)



(注) 1. 経済企画庁「物価モニター (4,200名) 調査」(平成5年11月実施)による。

2. 海外経験のある者とは、海外生活や海外旅行を経験したことのある者のことである。

(資料) 国際観光振興会「出国日本人数」、経済企画庁「物価レポート'94」

ア地域を中心とした供給力の拡大に加えて、海外への旅行機会の増加から消費者の内外価格差に対する意識が鋭くなり、それが国内市場でより競争的な環境を作り出している可能性もある。事実90年代に入ると、日本からの出国者は年1,000万人を超え、さらに増加傾向にあり、かつ、そうした海外渡航経験者に内外価格差の意識が強いとの調査結果もある（図表25）。

また、これまでの規制緩和策（図表26）によって、輸入がより入りやすくなった結果、国内市場での競争が促進され、流通マージンが圧縮されている影響も考えられる。さらに、コンピュータ関連を中心とした資本財等の価格が、技術革新の進展を反映し、一貫して低下を続けていることも最終財価格の下落に寄与している。

このように、最終財に顕著な価格の安定をもたらしている要因は、いずれも循環的なものではないだけに、今後とも日本経済にかなり持続的に影響を及ぼすとみられる。

#### ハ．国内産業構造の変化 （構造変化の方向性）

以上のような輸出入面、価格面での変化は、さらに国内の貿易財部門において産業構造変化の圧力を生んでいる。国際貿易の基礎理論に従えば、その変化の方向性は、「一国経済は、貿易相手国に比べ相対的に豊富に持っている生産要素を集約的に使う財を輸出し、貿易相手国の方が相対的に豊富に持っている生産要素を集約的に使う財を輸入する。その結果、前者の財の国内

（図表26） 流通関連の規制緩和措置の一覧

時 期	事 項	流通業界における主な動き
1990年6月 91年4月 7月 12月	日米構造協議最終報告 牛肉の輸入数量制限撤廃 独占禁法ガイドライン <sup>(注)</sup>	並行輸入による低価格販売（酒類等）が増加。 日本トイザラス1号店を開店。 国内の大手販売店、百貨店の間で、玩具の値引き販売が増加。 郊外型紳士服店が都心に出店。
92年1月 4月	大店法の改正 ①出店調整手続の簡素化 ②出店調整期間の短縮 ③種別境界面積の引き上げ オレンジ果汁の輸入数量制限撤廃	スーパーを中心にPB商品が増加。
93年4月 7月 94年5月	化粧品等13品目の再販品指定の廃止 酒類の販売免許の要件緩和 大店法の運用緩和通達 ①1千㎡未満の出店自由化 ②届出不要基準の変更 （閉店時刻、休業日数）	化粧品の安売りが増加（河内屋等）。 酒類の安売りが増加。 スーパーの新規出店数が急増。 大手スーパーが酒類の販売価格を引き下げ。 格安輸入ビールの販売を開始。 PBコーラ発売。NBコーラが販売価格を引き下げ（夏期のみ）。

（注）公正取引委員会が公表した「流通・取引慣行に関する独占禁止法上の指針」。この指針の中で、並行輸入を不当に阻害する行為は、独占禁止法に違反することが明確化された。



[ボックス4]

ヘクシャー＝オリーンの貿易モデル

国と国との間の貿易は、①労働生産性の違い、②労働・資本といった生産要素の相対的な多寡（要素賦存量の違い）、③規模の経済や製品差別化等の要因から生じると考えられてきた。このうち②の要素賦存量の差に注目したのが、ヘクシャー＝オリーンの貿易モデル（the Heckscher-Ohlin model）である。そのモデルにおいては、資本（労働）が相対的に豊富な国は、資本（労働）集約的な財の生産に比較優位を持ち、その結果、資本（労働）集約的な財を輸出することになる（ヘクシャー＝オリーンの定理）。

ヘクシャー＝オリーンの貿易モデルにおいては、このヘクシャー＝オリーンの定理の他に、3つの基本的な定理の成立が証明されている。それぞれについて、その意味するところを例示すれば以下のようなになる（注1）。

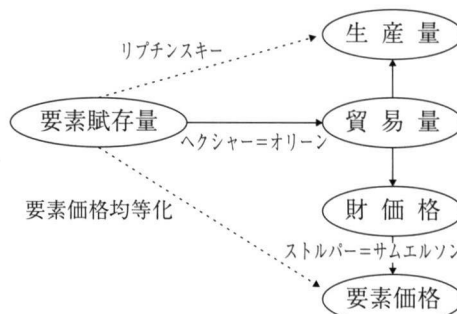
- ① ストルパー＝サムエルソンの定理（the Stolper-Samuelson theorem）：資本（労働）集約的な財の価格が、労働（資本）集約的な財の価格に比べて上昇すると、資本サービスの価格（労働サービスの価格＝賃金）は上昇し、賃金（資本サービスの価格）は下落する。
- ② リプチンスキーの定理（the Rybczynski theorem）：資本（労働）の要素賦存量が増加すると、資本（労働）集約的な財の生産は増加し、労働（資本）集約的な財の生産は減少する。
- ③ 要素価格均等化定理（the factor price equalization theorem）：どの国も特定の財の生産に完全に特化していない場合、貿易をしている国々の中で生産要素の価格（すなわち資本サービスの価格や賃金）は均等化する。

ヘクシャー＝オリーンの貿易モデルにおける以上の定理の相互関係を、非常に簡単に整理すれば、ボックス4の図表1のようなになる。

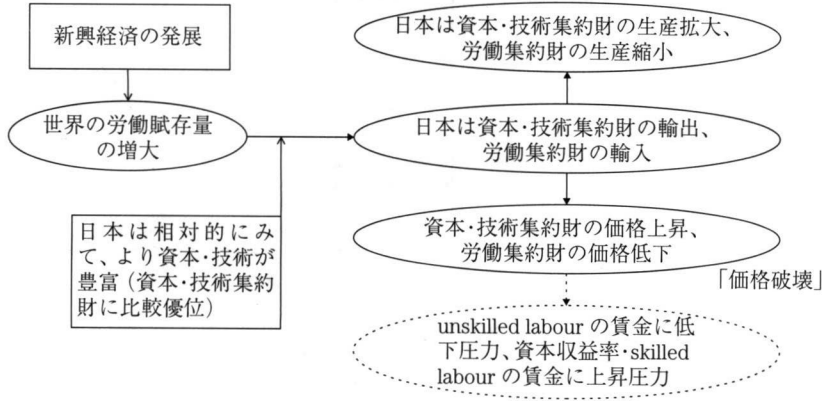
本文においては、これらの定理を直接的に実証しているわけではない（注2）。しかし、基本的にはヘクシャー＝オリーンの貿易モデルの枠組みに従って、新興経済の発展を世界市場における有効な労働の要素賦存量の増加と位置付け、それが日本経済に与える影響を考察した（注3）。本文における考え方の流れを、ボックス4の図表1に則して整理するとボックス4の図表2のようなになる。

- （注1）ヘクシャー＝オリーンの貿易モデルのより詳しい内容については、伊藤・大山 [1985]、Krugman and Obstfeld [1994] 等の国際貿易の教科書を参照。
- （注2）上記の各定理を直接実証する試みについては、Leamer and Levinsohn [1994] 等のサーベイを参照。
- （注3）新興経済発展の経済的意味を考察する際、ここでのようにヘクシャー＝オリーンの貿易モデルを使うほかに、途上国が先発工業国に対し技術のキャッチ・アップを進めている過程として理解することもできる。ただし、その場合に先発工業国（例えば日本）が受ける影響については、これまでのところ統一的な結論は得られていない（Grossman and Helpman [1991]）。

ボックス4の図表1



ボックス4の図表2



参考文献：

伊藤元重・大山道広 [1985]『国際貿易』岩波書店  
 Krugman, P. R. and M. Obstfeld [1994] *International Economics Theory and Evidence*, Scott, Foreman and Company, Third edition  
 Leamer, E. E. and J. Levinsohn [1994] “International Trade Theory : The Evidence,” NBER Working Paper No.4940  
 Grossman, G.M. and E. Helpman [1991] *Innovation and Growth in the Global Economy*, The MIT Press

生産が増加する」(注18) というものである (ボックス4 参照)。

今日の日本経済に当てはめてみると、東アジア等の新興経済が低廉な労働力を豊富に持っているのに比べ、日本経済は資本・技術といった生産要素を相対的に豊富に持っている。そうした経済構造を背景に、日本は資本・技術集約財を輸出、労働集約財を輸入し、その結果、資本・技術集約財の国内生産が増加するはずである。

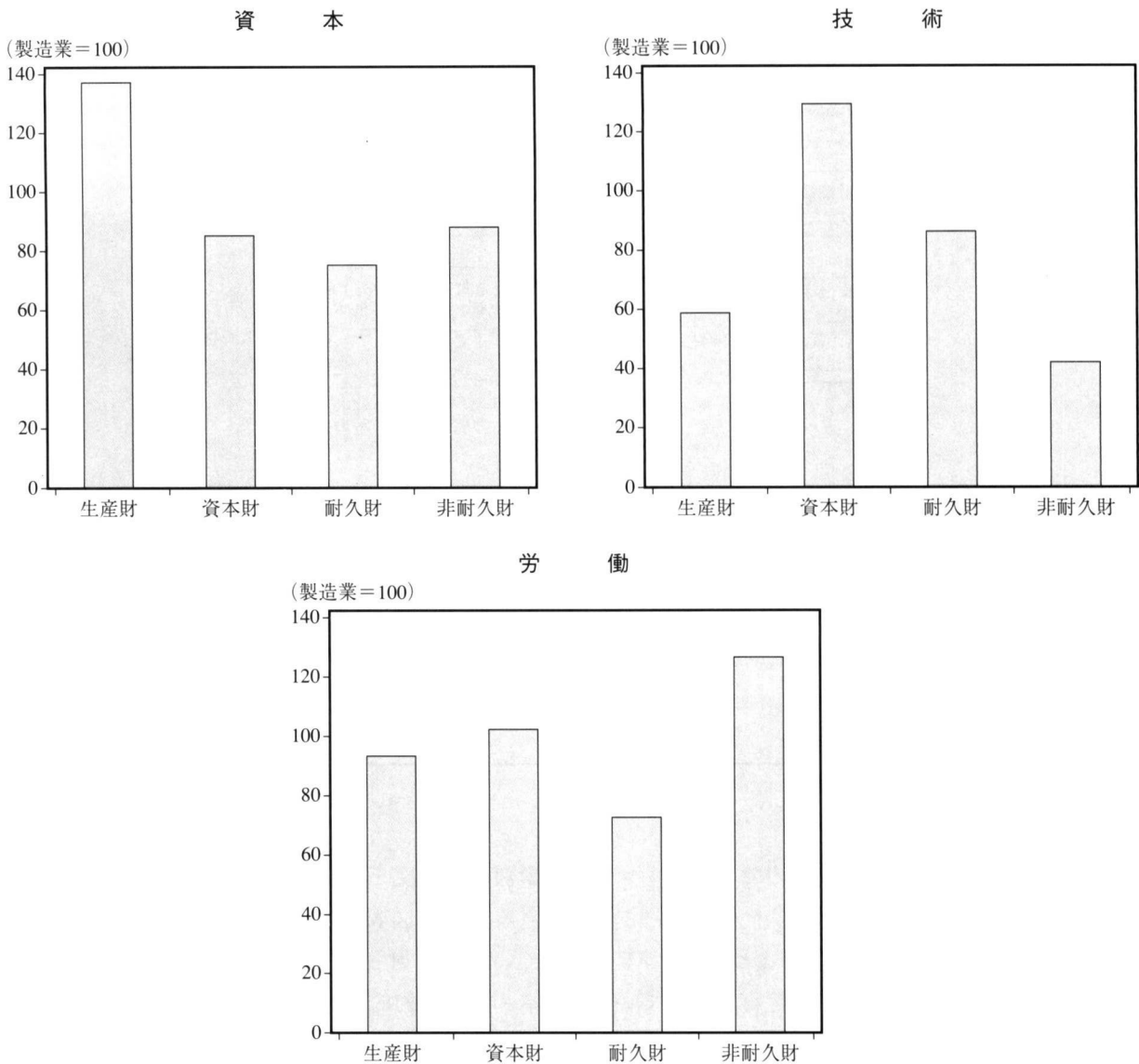
そこで国内産業を財別に分類し、その生産要

素別の集約度をみてみると、次の事実が確認できる (後掲図表27、28)。まず、輸出が増加している資本財・生産財を生産する産業は、資本・技術集約的であり、その国内生産も拡大している。その一方で、輸入が急増している非耐久消費財を生産する産業は、労働集約的であり、その国内生産は低迷している。つまり、新興経済に比べ日本経済の方が蓄積が進んでいると考えられる、資本・技術といった生産要素を集約的に使う資本財・生産財型産業は拡大しているが、

(注18) こうした古典的な貿易理論から導かれる帰結は、実は、第2次世界大戦後の先発工業国間の貿易に関しては、必ずしも強い説明力を持ってこなかった。これは、先発工業国は多くの場合、生産要素の賦存量に関して相対的に類似していたからであろう。しかし、新興経済と先発工業国の間では、生産要素の賦存量が大きく異なるため、その間の貿易については、上記の古典的貿易理論が有力な示唆を与えている。

(図表27)

財別の要素集約度



(注) 以下の式により求めた集約度を製造業平均=100として指数化。

(資本集約度) = (固定資産額) / (出荷額計)

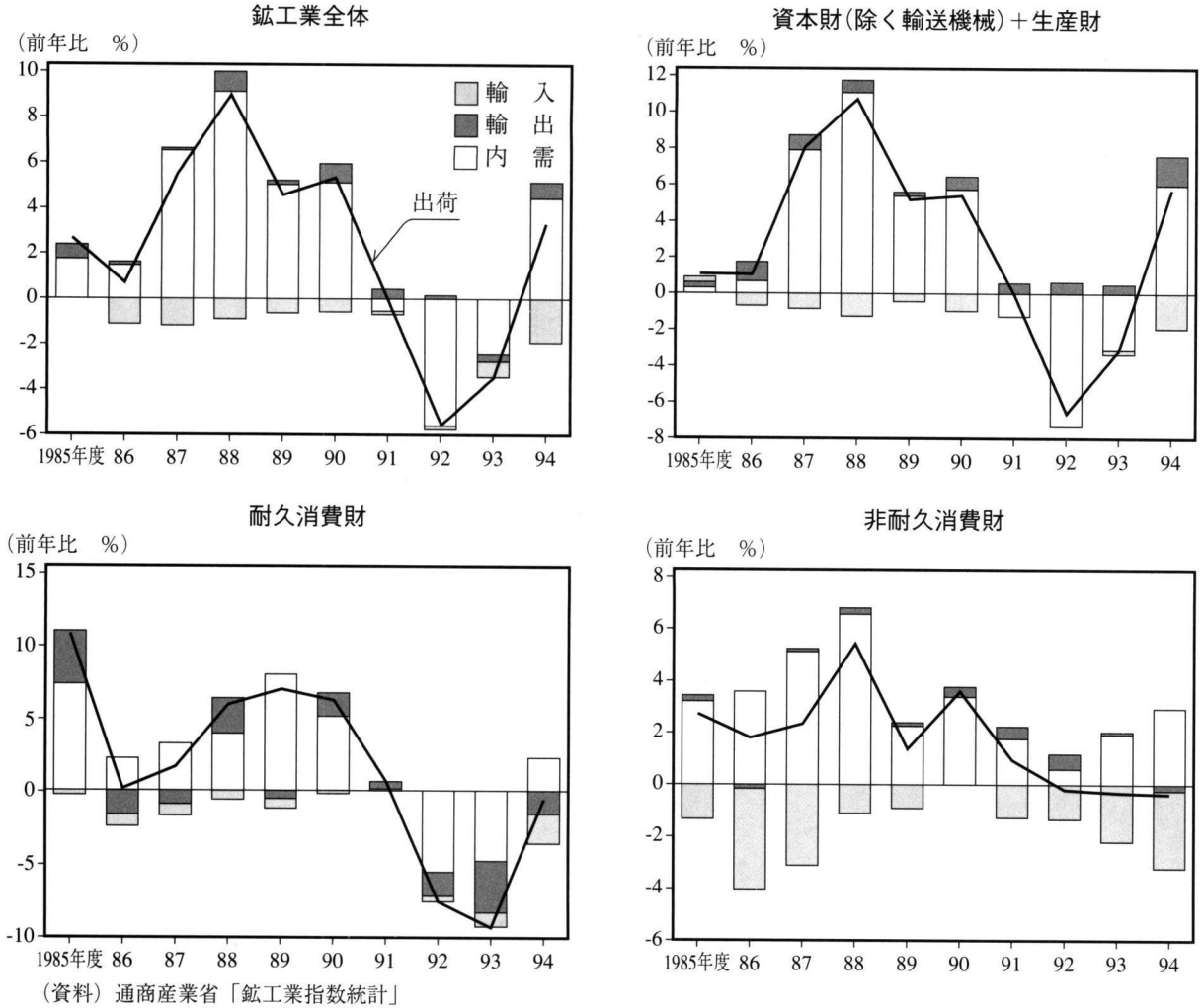
(技術集約度) = (研究開発費) / (出荷額計)

(労働集約度) = (従業者数) / (出荷額計)

(資料) 通商産業省「工業統計表(92年)」 「企業活動基本調査報告書(92年)」

(図表28)

鉱工業出荷と輸出入



新興経済がより豊富に持っている労働力を集約的に使う非耐久消費財型産業は縮小傾向にある。この間、資本・技術集約度で両者の中間に位置する耐久消費財型産業では、国内生産は増加しているが、輸出の減少と輸入との競合から、そ

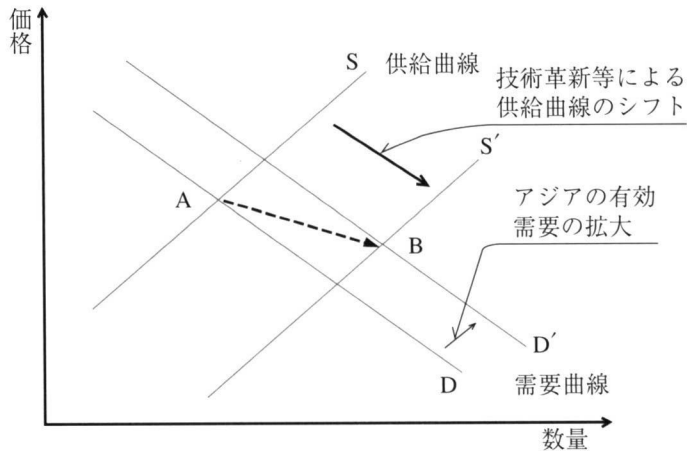
の増加幅は小さい(注19)。

こうした動きを、需要・供給の関係で整理すると(後掲図表29)、次のようになる。生産が拡大している資本財・生産財型産業においては、直面する需要が拡大する中で供給も拡大し、さら

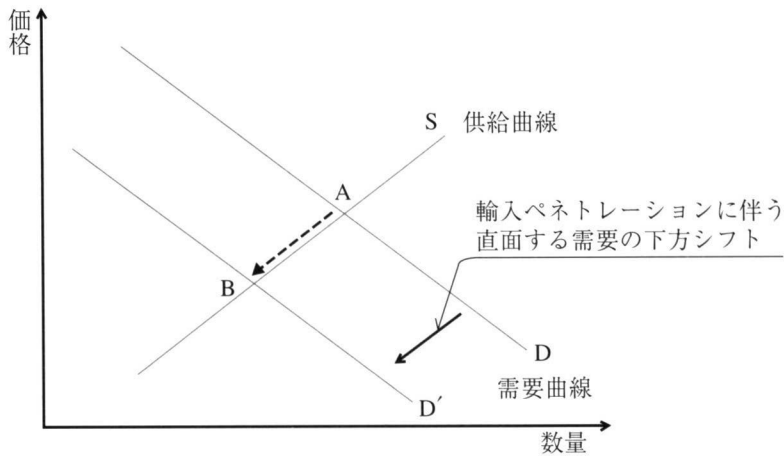
(注19) 耐久消費財については、多様な財が混ざっていることもあって、生産要素の集約度という観点からは、特にはっきりとした特徴は認められない。しかし、米国における自動車、東アジアにおける家電のように、海外現地生産は着実に増えており、その結果として、輸出は減少し、輸入は増加している。そうした中で、このところ国内生産が回復しているのは、ストック調整の一巡や減税の効果から、自動車等を中心に国内向けの出荷が増加しているためと考えられる。

(図表29) 国産財の需要曲線・供給曲線

(1) 資本財・生産財型産業



(2) 非耐久消費財型産業



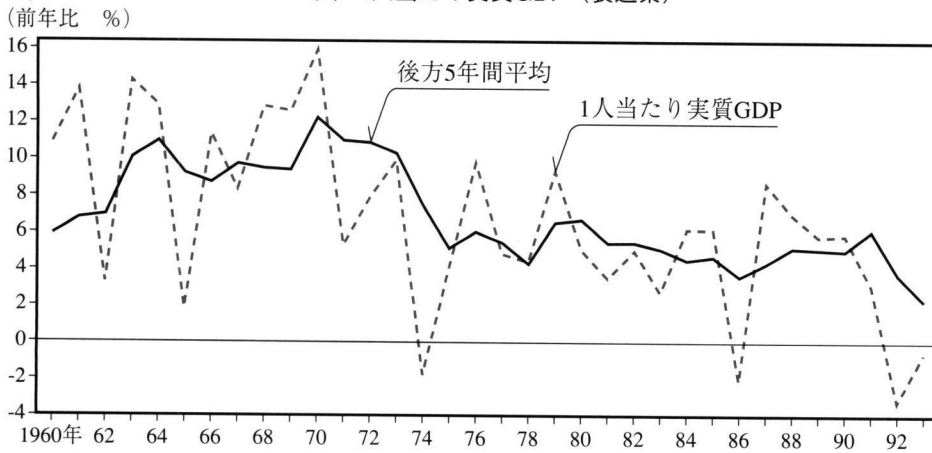
に技術革新の進展による供給構造の変化もあって、価格が低下しながら数量が増加している。一方、生産が低迷している非耐久消費財型産業においては、国内産業が直面する需要が縮小する中で、価格、数量ともに下がっている。

(国内産業の空洞化論)

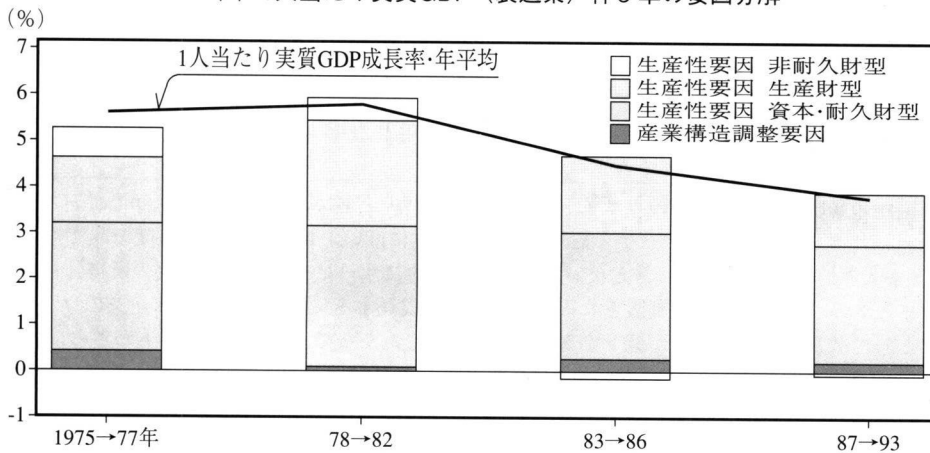
以上みてきた貿易財部門における産業構造の変化のうち、非耐久消費財の国内生産の減少や

耐久消費財の国内生産の伸び悩み・海外生産の増加などを、国内産業の空洞化とみる考え方もある。「空洞化」という言葉の明確な定義があるわけではないが、現実には貿易財産業内で起きているのは、比較劣位産業の生産が縮小する一方で、比較優位産業である資本財等の生産が拡大しているということである。ちなみに、長い目でみた日本の1人当たり実質GDPの伸び率は低下傾向にあるが、そうした中で、1975年以

(図表30) 貿易財産業の高付加価値化  
(1) 1人当たり実質GDP（製造業）



(2) 1人当たり実質GDP（製造業）伸び率の要因分解



(注) 
$$\left(\frac{\dot{Y}}{Y}\right) = \underbrace{\sum_{i=1}^3 \left(\frac{Y_i}{Y}\right) \cdot \left(\frac{\dot{Y}_i}{Y_i}\right)}_{\text{生産性要因}} + \underbrace{\sum_{i=1}^3 \left(\frac{Y_i}{Y}\right) \cdot \left(\frac{\dot{L}_i}{L_i}\right)}_{\text{構造調整要因}}$$
 Y:実質GDP、L:就業者数、i:業種

(資料) 経済企画庁「国民所得統計」

降の約20年間にわたり日本経済の比較優位分野であったと考えられる資本財・耐久消費財型産業は、技術進歩や資本蓄積を反映し、一貫してほぼ変わらぬ寄与度を保ってきた（図表30）。これは、比較優位分野への生産要素のシフトが経

済全体の生産性の伸びを下支えしてきたことを示すものである（注20）。したがって、この間の産業構造変化は、「空洞化」という言葉が示唆するような貿易財部門全体の縮小ではなく、比較優位産業の拡大、比較劣位産業の縮小という産業

(注20) 図表30の産業構造変化要因は、SNAの12に分類された産業の構成比の変化によって求められている。したがって、同じ産業内でのシフトは含まれていない。

構造の高度化の過程であったと言える（注21）。

### （3）経済構造調整下の景気回復

日本経済は、今日、以上みてきたような構造調整の圧力を受けているが、その中にあるにも、景気拡大の前向きなモメンタムが作動し始めている。既に述べたとおり、その回復は、ストック調整の進展という循環面の要因がまず下地を作り、世界景気の好調という海外の要因や金融・財政政策の需要面での効果が加わって始まった。その後、昨年央以降、構造調整圧力が働く中にあるにも、比較優位部門を軸に自律的な拡大モメンタムが作動している。以下においては、そうしたモメンタムがどのように働いているか、企業部門と家計部門に立ち入ってみよう。

### イ．企業部門の動向

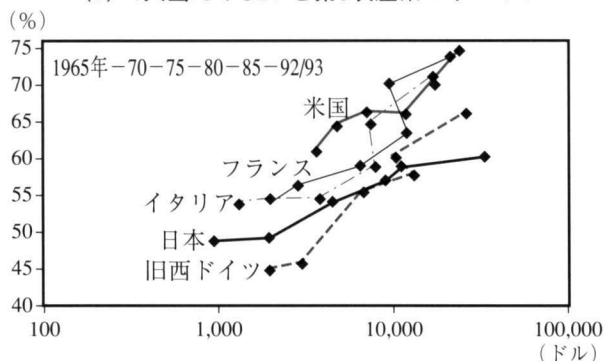
まず企業部門の中で、特に製造業についてみると、既にみた世界経済の需要・供給構造の変化の中で、比較優位部門とそうでない分野の間でコントラストが生じている。すなわち、先にみたとおり、より資本・技術集約的であり比較優位産業と考えられる資本財・生産財型産業においては、生産が拡大しているが、非耐久消費財型産業では引き続き生産が停滞している。

比較優位部門における生産の拡大には、同部門の輸出が円高にもかかわらず増加していることが寄与している。また、円高の輸出価格への転嫁という面でも、世界景気が全体として拡大を続ける下で、需給が比較的タイトな資本財、生産財については、相対的に高い価格転嫁が可能となっている（図表31）。

（注21）なお、国内産業に占める製造業のウエイト低下を「空洞化」と呼ぶ場合もある。しかし、日本の製造業のウエイトは、欧米に比べて依然高く、サービス業のウエイトは逆に低い。最近の変化の程度をみても、国際的に日本の「空洞化」が大きく進んでいるとは言えない。また、一般的にサービスに対する需要の所得弾性値は1よりも高く、かつ、サービスについては貿易が制限されるため、経済が成長するにつれてサービス産業のウエイトが増加し、その裏返しとして製造業のウエイトが低下する傾向がある。したがって、製造業ウエイトがさらに低下したとしても、国民経済の観点から問題であるとは必ずしも言えない。日本における第3次産業の拡大の背景およびその影響については、「わが国における第3次産業の拡大について—その背景とマクロ的含意」（日本銀行『調査月報』1989年9月号）を参照。

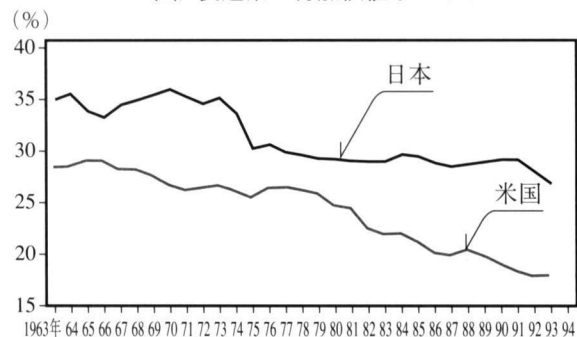
### サービス化の流れ

（1）1人当たりGDPと第3次産業のウエイト



（注）第3次産業は、第1次（農林水産業）、第2次（鉱業、製造業および建設業）以外の産業、政府サービスおよび対家計民間非営利サービス。

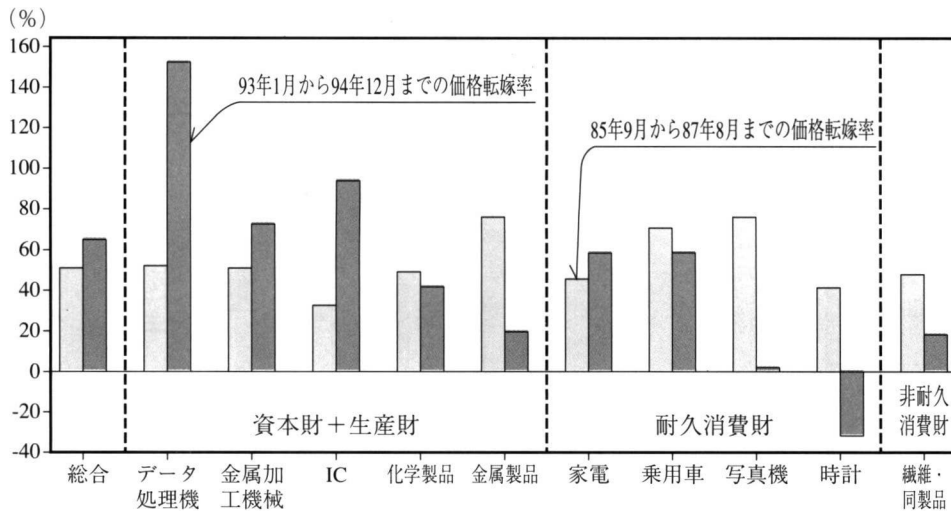
（2）製造業の付加価値ウエイト



（資料）経済企画庁「国民所得統計」、日本銀行「国際比較統計」、OECD、「National Accounts」



(図表31) 品目別にみた価格転嫁率



(注) 価格転嫁率 =  $\frac{\text{輸出価格指数(ドルベース)の基準時点からの変化率}}{\text{為替レートの基準時点からの変化率}}$   
 (資料) 大蔵省「貿易統計」

このような比較優位部門の生産拡大を背景に、製造業全体の収益は、価格の弱含み傾向にもかかわらず、売上数量の増加を主因に改善方向にある（後掲図表32）。これに対し非製造業部門では、固定費負担を賄うほどには売上高が伸びず、その結果、なかなか収益も回復していない（同図表）（注22）。

一方、企業規模という観点からみると、規模の小さい企業においては、大企業のリストラの煽りを受け苦しい経営を迫られている下請け企業や、流通市場の効率化の中で淘汰されつつある先などがある。一般に、規模の大きい企業は

ど資本・技術集約的であり、規模の小さい企業ほど労働集約的と言えるが（注23）、比較優位の原則に基づき産業構造調整が進展している過程においては、後者がより強い調整圧力を受けることになる。実際、企業規模別の営業利益の推移をみると、最近では中小企業の相対的な不調が明らかになっている（後掲図表33）。

また交易条件の変化についてみると、今次円高局面は前回とかなり異なっている。前回円高局面では、特に非製造業部門の交易条件が大きく改善し（後掲図表34）、それが同部門の収益・設備投資、賃金・雇用の増加につながった。そ

(注22) 非製造業の収益回復力が弱いことの背景には、バランスシート問題の影響が特に非製造業部門に強く出ているという側面もある。

(注23) 92年の「工業統計表」により、従業員数が10～99人の事業所と300人以上の事業所について、従業員数（人）／固定資産（百万円）の比率をみると、前者で1.74、後者で0.61となっており、小規模の企業の方がより労働集約的、大規模の企業の方がより資本集約的である。また、同年の「就業構造基本調査」により、従業員が1～99人の事業所と300人以上の事業所について、全従業員に占める専門・技術職員の割合をみると、前者で8.5%、後者で12.5%となっており、大規模の企業の方がより技術集約的であることを窺わせる。

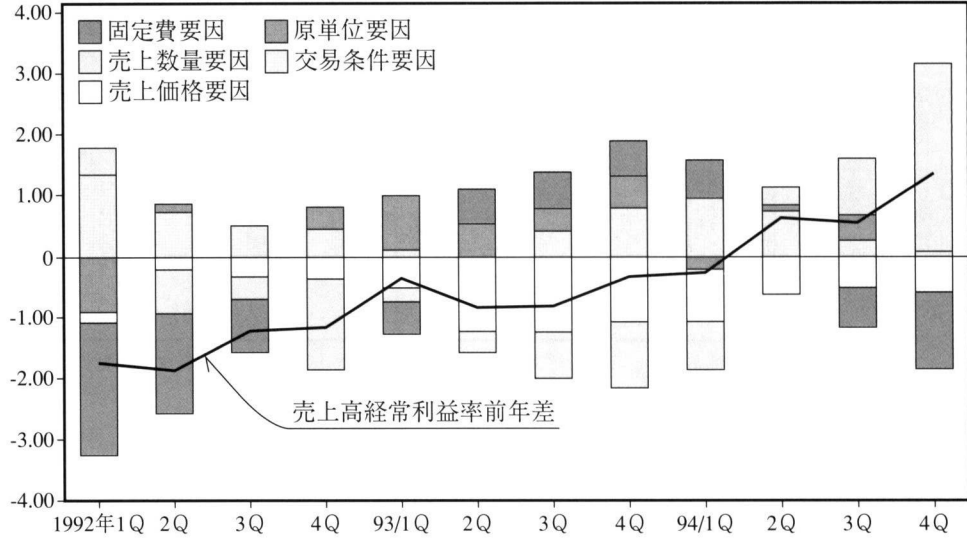
(図表32)

企業収益

売上高経常利益率前年差の要因分解 (法人季報、大企業ベース)

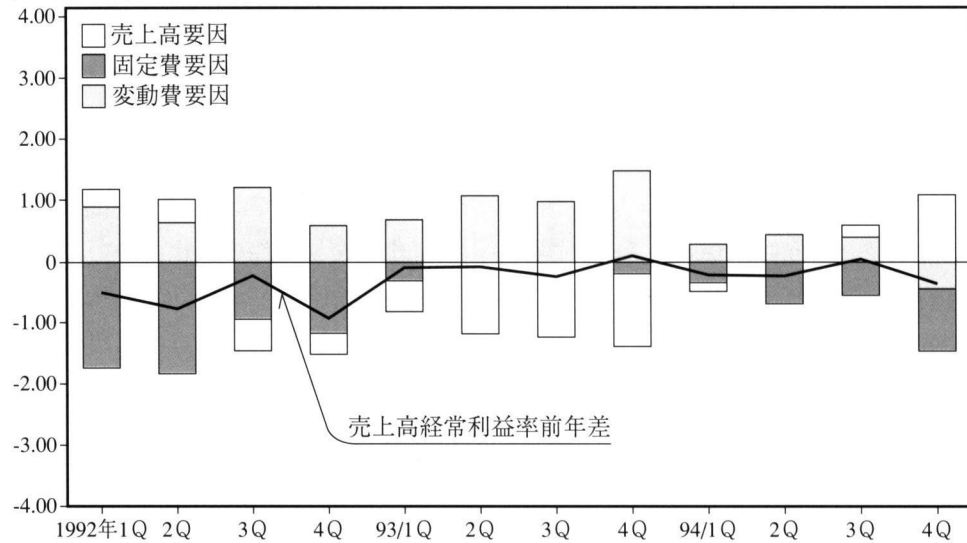
(1) 製造業

(%ポイント)



(2) 非製造業 (除く電気・ガス)

(%ポイント)



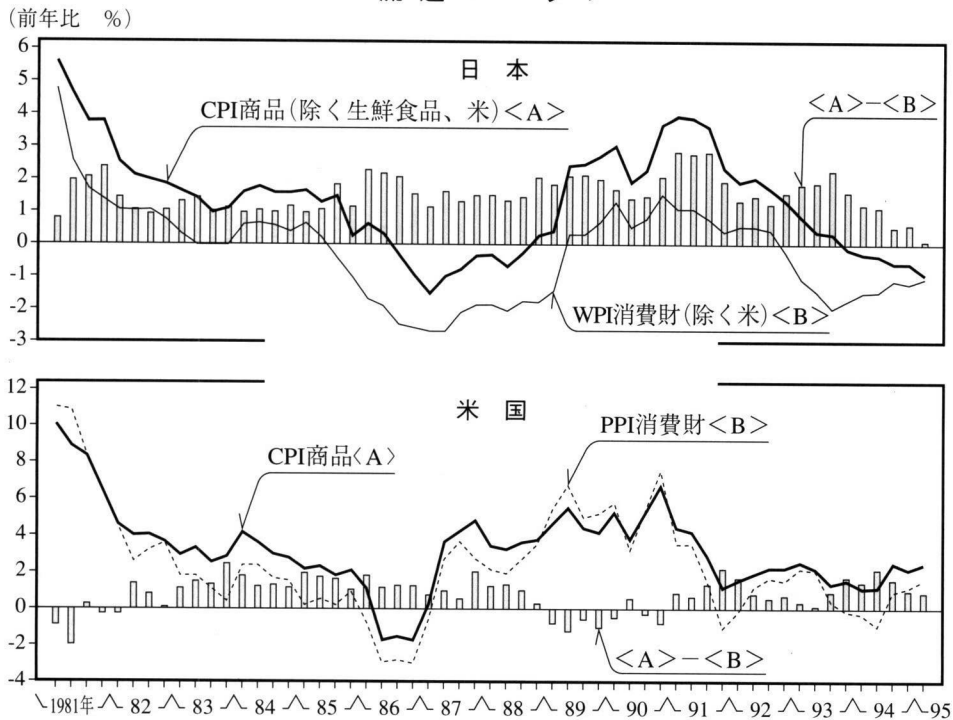
(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

れに対し今回は、流通業を中心とした競争の激化もあり（注24）、非製造業部門での交易条件改善は小幅にとどまっている。これは、既に述べたとおり、東アジア地域における供給力拡大、国内消費者の内外価格差に対する意識の鋭敏化、

これまでの規制緩和による流通業の競争促進等を背景に、最終財価格が構造的に低下していることを反映したものと考えられる。さらに製造業部門での交易条件改善もあまり大幅なものではない（同図表）。

（注24）流通業においては競争激化からマージン率が低下しているとみられるが、それはWPI最終財とCPI商品の变化率の格差縮小にも表れている。こうした動きは、80年代初および80年代末のドル高期の米国でもみられた。

### 流通マージン

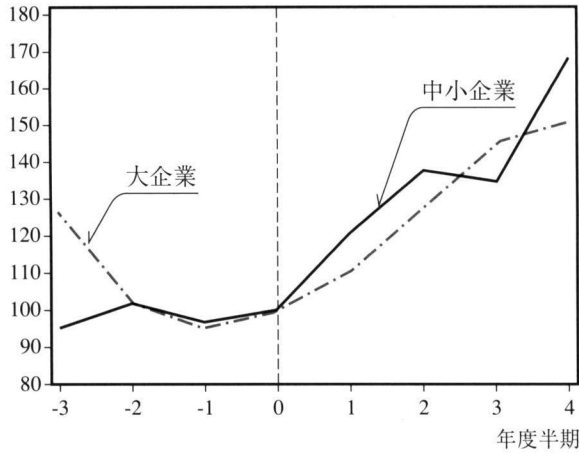


（資料）日本銀行「卸売物価指数」、総務庁「消費者物価指数」、US Department of Labor, "Monthly Labor Review"

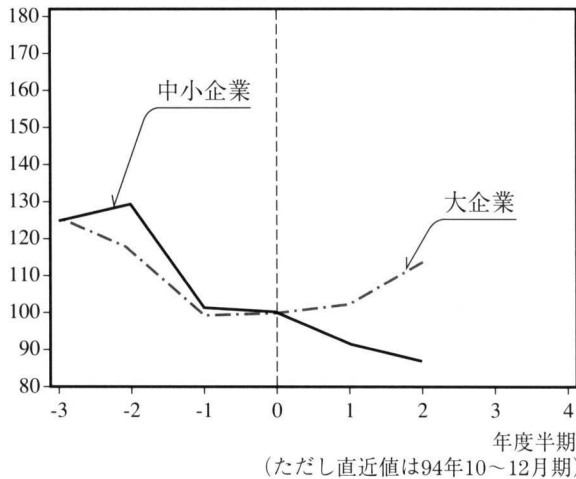
企業部門全体として、前回円高局面ほど交易条件が改善していないことは、段階別の物価動

(図表33) 規模別の営業利益

(1) 前回局面 (1986年度下期=100)  
(景気ボトム)



(2) 今回局面 (1993年度下期=100)  
(景気ボトム)

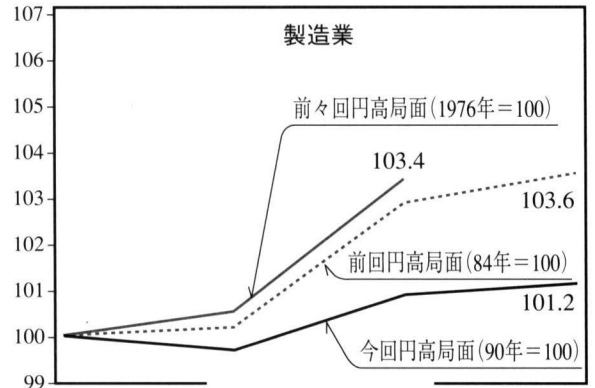


(注) 1. 営業利益は電力・ガスを除く全産業の1法人当たり営業利益。  
2. 大企業=資本金1億円以上、中小企業=資本金1億円未満。  
(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

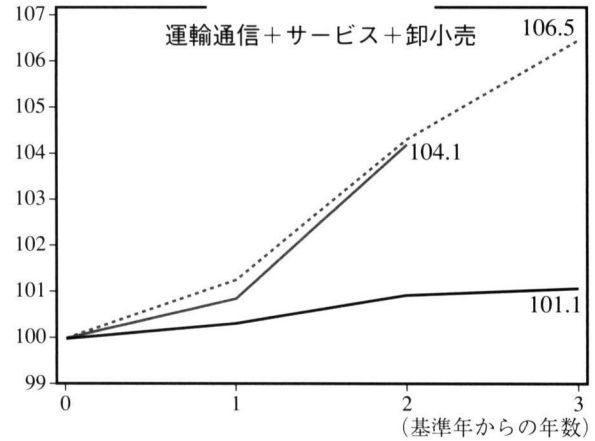
向の違いからも分かる。素原材料から完成品へという順序で財を段階別に分類し、それぞれの物価上昇率をプロットすると(図表35)、最近期においてはほぼフラット、ないし最終財等の川下段階の産出価格に比して素原材料等の川上段階の投入価格が多少高い(注25)。

(図表34) 業種別交易条件

(基準年を100とした指数)



(基準年を100とした指数)



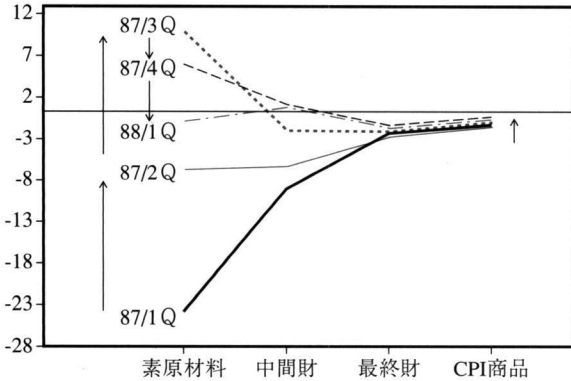
(注) 交易条件指数 =  $\frac{\text{産出デフレータ}}{\text{中間投入デフレータ}}$

(資料) 大蔵省「貿易統計」、経済企画庁「国民経済計算年報」

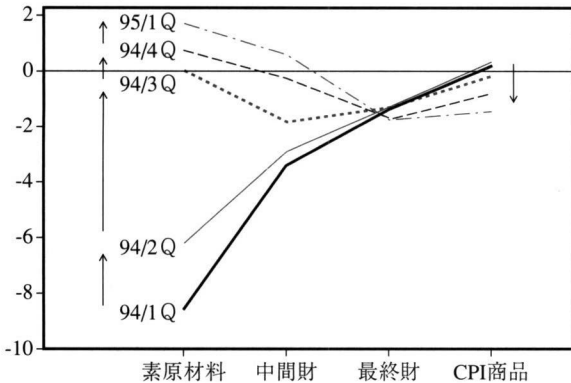
(注25) CPI、WPIが前回円高局面ほどの落ち込みをみせていない一方で、付加価値分の価格変化を示すGDPデフレータが大きく下落しているが、この基本的背景として、最終財価格の目立った落ち着きがある(前掲図表4)。GDPデフレータの動きについての詳細は後掲ボックス5を参照。

(図表35) 景気回復局面における需要段階別の物価

(1) 前回局面（1987年1～3月から88年1～3月）  
 (前年比 %)



(2) 今回局面（1994年1～3月から95年1～3月）  
 (前年比 %)



(注) 商品は、消費者物価指数の内訳項目（以下「」で表示）を日本銀行調査統計局で次式により組替計算したもの。  
 商品＝「商品」－「生鮮食品」－「電気・都市ガス・水道」  
 (資料) 日本銀行「卸売物価指数」、総務庁「消費者物価指数」

以上のように、企業部門では、製造業と非製造業、製造業の中でも比較優位分野とそうでない分野、さらには規模の大きい企業と小さい企業との間で、生産、収益の面でコントラストが

生じている。また、交易条件の改善もさほど大きいものではない。しかし、そうした中で、日本経済の比較優位分野においては、生産の拡大傾向は明確となっており、それを背景に収益面でも増益が展望できるようになっている。これは設備投資面にも表れており、各種アンケートからみる限り、同分野においては95年度に増加が予想されている（後掲図表36）。

つまり、景気回復テンポが全体として緩やかな中であって、比較優位分野では明らかに拡大に向けての前向きの力が作動している。逆に言えば、そうした産業が依然限られていることが、景気全体の回復テンポの鈍さに反映されている。現在の緩やかな景気回復に、今後弾みがつき、持続的経済成長が展望できるようになるかどうかは、比較優位分野がいかに広がっていくかが重要なポイントとなろう。そして、このためには資本・労働などの生産要素が比較優位分野に速やかに移動できるかということも、ひとつの鍵と言えよう。

仮にこの調整が円滑に進まなければ、経済の成長が制約される。加えて、為替相場のミス・アラインメントが持続する場合、比較優位分野である輸出企業の国内生産活動が抑制され、企業収益が押し下げられる危険性もある（注26）。その結果、設備投資、雇用の面でマイナスの影響が発生し、比較優位分野までもが縮小を余儀なくされれば、景気回復に向けての経済の自律的な力も大きく殺がれることになる。

(注26) 産業の比較優位・比較劣位に関する議論は、通常、国際的な資金移動を考慮していない。国際的な資金移動を考慮する場合には、為替相場の変動によって、比較優位・劣位産業の生産、収益の絶対的水準が短期的に影響を受ける。

[ボックス5]

GDPデフレーターについて

1. GDPデフレーターと三面等価

国民経済計算においては、①支出、②生産、③所得の三面は等価する原則があるが、GDPデフレーターもこの三面から捉え得る。

①支出面

$$\left( \text{GDPデフレーター} \right)_{\text{上昇率}} \cong \underbrace{W_D \cdot \left( \text{内需デフレーター} \right)_{\text{上昇率}}}_{\text{内需デフレーター要因}} + \underbrace{W_E \cdot \left( \text{輸出デフレーター} \right)_{\text{上昇率}} - W_M \cdot \left( \text{輸入デフレーター} \right)_{\text{上昇率}}}_{\text{外需デフレーター要因}} \quad [1]$$

ただし、 $W_X = X / \text{名目GDP}$ （以下同様）。

$D$ ：名目内需、 $E$ ：名目輸出、 $M$ ：名目輸入。

なお、以下の議論においては、簡略化のため、数量の変化がデフレーターに与える影響を捨象している。

まず、支出面からみた場合、GDPデフレーターは内需、外需等のGDPの各構成要素のデフレーターに分解できる。実際に最近のデフレーターの低下を支出面からみると（ボックス5の図表（1））、内需デフレーターの低下が大きく寄与している。内需デフレーターをさらに分解すると、消費デフレーターの押し上げ寄与の低下と、設備投資デフレーターの押し下げ寄与が目立つ。前者には流通市場の効率化等の影響が、また後者にはコンピュータ等の価格が技術革新により低下していることが、それぞれ反映していると考えられる。

②生産面

$$\left( \text{GDPデフレーター} \right)_{\text{上昇率}} \cong W_O \cdot \left( \text{産出デフレーター} \right)_{\text{上昇率}} - W_I \cdot \left( \text{投入デフレーター} \right)_{\text{上昇率}} \quad [2]$$

ただし、 $O$ ：名目産出額、 $I$ ：名目投入額。

次に、GDPデフレーターを生産面からみた場合、産出物価の下落が押し下げ要因として働くことに加え、投入物価の上昇も押し下げ要因となる。最近ではWPI最終財やCPI等のいわゆる川下段階の価格（産出物価）の低下が顕著な一方で、素原材料等川上段階の価格（投入物価）は上昇している（本文図表4、35）。そのため、GDPデフレーター全体では、WPIやCPIといった個々の物価指数よりも下落幅が大きくなっている（注1）。

③所得面

$$\left( \text{GDPデフレーター} \right)_{\text{上昇率}} = W_L \cdot \left( \text{Unit Labour Cost} \right)_{\text{上昇率}} + W_R \cdot \left( \text{Unit Profit} \right)_{\text{上昇率}} \quad [3]$$

ただし、 $L$ ：雇用者所得、 $R$ ：営業余剰等。

また、 $(\text{Unit Labour Cost}) = (\text{雇用者所得}) / (\text{実質GDP})$ 、  
 $(\text{Unit Profit}) = (\text{営業余剰等}) / (\text{実質GDP})$ 。

最後に、所得面からみた場合、GDPデフレーターはunit labour costとunit profitに分解できる。これはGDPデフレーターが国内の生産要素への分配の元であることを示している。実際に、所得分配面から最近のGDPデフレーター低下の背景をみると（ボックス5の図表（2））、生産の増加を反映してunit labour costの伸び率が鈍化する一方、unit profitが大幅に減少している。これは企業収益の圧迫を示している。

上記の [1]、[2] 式から、交易条件について次式を導くことができる。

$$\begin{array}{c}
 \text{対外交易条件に対応} \\
 \hline
 W_E \cdot \left( \frac{\text{輸出デフレータ}}{\text{上昇率}} \right) - W_M \cdot \left( \frac{\text{輸入デフレータ}}{\text{上昇率}} \right) \\
 \hline
 \cong W_O \cdot \left( \frac{\text{産出デフレータ}}{\text{上昇率}} \right) - W_I \cdot \left( \frac{\text{投入デフレータ}}{\text{上昇率}} \right) - W_L \cdot \left( \frac{\text{名目賃金}}{\text{上昇率}} \right) + W_D \cdot \left( \frac{\text{名目賃金}}{\text{上昇率}} \right) - W_D \cdot \left( \frac{\text{内需デフレータ}}{\text{上昇率}} \right) \\
 \hline
 \begin{array}{cc}
 \text{狭義の企業の交易条件に対応} & \text{家計の交易条件に対応} \\
 \hline
 \text{広義の企業の交易条件に対応} & 
 \end{array}
 \end{array}$$

これから、一国経済全体の対外交易条件の改善は、企業部門と家計部門の交易条件の改善の和となっていることが分かる。

(注1) この他、WPIやCPIはラスパイレース指数である一方、GDPデフレータはパーシェ指数であるため、低価格品への需要シフトがある場合には、後者の方が低下幅が大きくなる。

## 2. 円高とGDPデフレータ

概念的には、為替相場の変動は、原油価格の上昇・下落と同様、国内で生産された付加価値の価格を示すGDPデフレータには直接影響を与えない。しかし実際には、円高に対する輸出価格と輸入価格の反応が異なることや、円高に伴う交易条件の好転が、少なくとも一時的には企業部門に滞留すること等から、GDPデフレータも短期的には為替相場変動の影響を受ける。

まず円高の初期時点では、外需デフレータが上昇するため、GDPデフレータ全体も幾分上昇する([1]式参照)。すなわち、円高の進行に伴って輸出入デフレータはともに低下するが、輸出デフレータは、輸出に占める円建て取引比率の高さや輸出企業のドル建て価格引き上げ等の結果、輸入デフレータほどには低下しない。したがって、ネットでは外需デフレータは押し上げられることになる(注2)。これは所得面([3]式参照)では、円高メリットの企業部門への滞留を反映したunit profitの上昇として捉えられる(注3)。

その後、時間の経過とともに円高メリットの還元が進むと、内需デフレータが低下し、GDPデフレータも低下に向かう。所得面では、これはunit profitの低下として表れる(注4)。事実、今次円高局面でも、円高の進行に伴い、外需デフレータはいったん押し上げに寄与した後、押し下げ寄与に転じた(後掲ボックス5の図表(1))。最近、GDPデフレータが低下している背後には、こうした円高の影響もあると考えられる。

(注2) 生産面([2]式)では、投入デフレータの低下が産出デフレータの低下より大きいという形で表れる。

(注3) ただし、輸出数量が直ちに減少する場合は、製造業を中心に企業収益が圧迫され、unit profitが低下する一方、生産性の低下からunit labour costは上昇する。このため、円高時に必ずunit profitが上昇しているわけではない。

(注4) この場合も、個人消費の増加等を通じて数量効果が出てくると、unit profitの上昇、unit labour costの低下が生じる。

## 3. 安値輸入品の流入とGDPデフレータ

安値輸入品が単に流入するだけであれば、基本的に上記の円高の場合と同じと言える。安値輸入品が流入する段階では、輸入デフレータの低下を通じて外需デフレータが上昇し(unit profitの上昇)、GDPデフレータは一時的に上昇する。その後、産出価格の低下が進めばGDPデフレータも低下する。

これに対し、安値輸入品と国内製品が競合するケースは事情が異なる。この場合、新興経済の供給力拡大に伴い低下した国際価格に国内製品価格が鞆寄せされて、産出物価も低下する結果、GDPデフレータも低下する([2]式参照)(注5<次頁>)。これを所得面からみると、GDPデフレータの低下は、企業収益の圧迫としてunit profitの低下に対応する(注6<次頁>)。



円高および安値輸入品の単なる流入の場合は、GDPデフレータの低下はあくまでも経過的な現象であり、より長い目でみれば、GDPデフレータは変動しない。その意味で、これは外生的な価格の低下と位置付けられる。一方、後者の安値輸入品との競合の場合は、unit profitが構造的に下がるといふ意味で、内生的な価格低下と言え(注7)。最近のデフレータの低下は、こうした2つの側面が混在したものと考えられる。

また、いずれの場合にも、unit profitの低下に対応して賃下げの動きが広範化し、それが消費支出の抑制を通じてさらにunit profitを低下させることになれば、経済がいわゆるデフレ・スパイラルに陥る可能性も否定できない。しかし本文でみたとおり、実質賃金は前回円高局面並みに改善しており、したがって、現在既にそうした状況にあるわけではない。

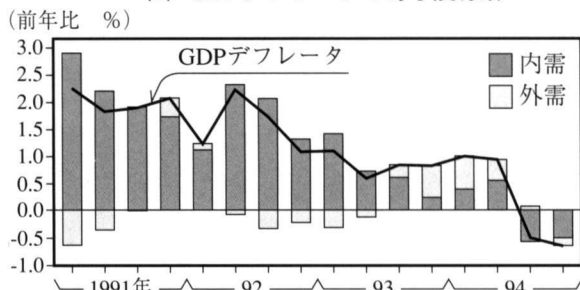
(注5) これは支出面からみた場合、消費デフレータ等の内需デフレータの低下になって表れる。なお貿易論に従えば(ボックス4参照)、資本財、生産財といった日本が比較優位を有すると考えられる財の価格が上昇するため、一般物価水準は大きく下がらないのではないかとの見方も可能である。しかし資本財価格は、実際は技術革新が進む中で下落している。また生産財価格の上昇は、ある企業にとっては産出価格の上昇であっても、別の企業にとっては投入価格の上昇となるため、GDPデフレータ上ではその影響は相殺される。

(注6) この場合も、数量が拡大すれば、unit profitの上昇、unit labour costの低下が生じる。

(注7) しかし、この場合も国内製品価格の下落は消費者余剰を増大させる。一般的に言って、内外価格差を放置することは、ある種の関税を課していることと同値となる。したがって、内外価格差の縮小自体は、何らかの形で経済の余剰の増大につながるはずである。

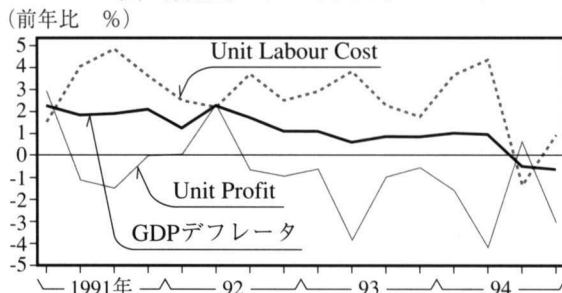
## GDPデフレータの分解

### (1) GDPデフレータの寄与度分解



(注) 外需デフレータの寄与はGDPデフレータの伸び率から内需デフレータの寄与を差し引くことで求めた。

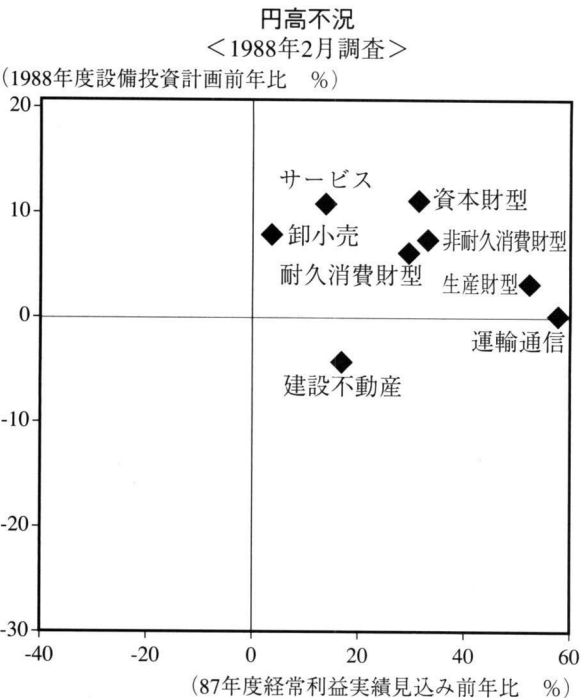
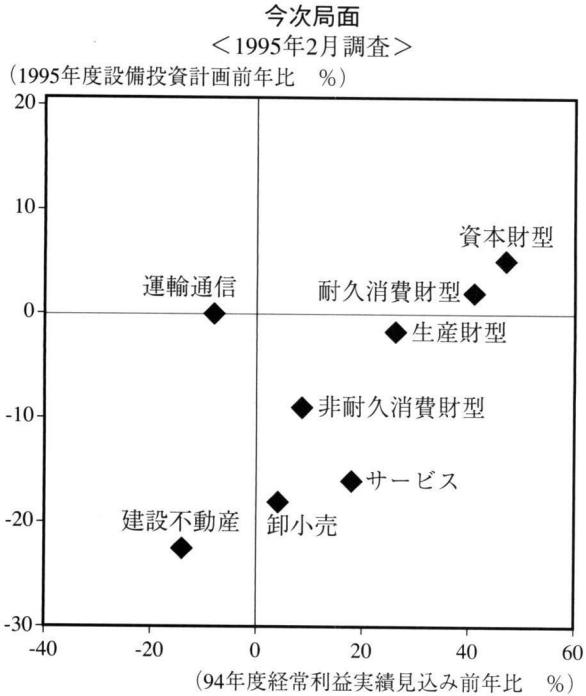
### (2) 分配面からみたGDPデフレータ



(注) 94年7~9月にUnit Labour Costが大きく落ち込んだ(=Unit Profitが大きく上昇した)のは、減税実施に伴う賞与の前倒し支給の反動が出たもの。

(資料) 経済企画庁「国民所得統計」

(図表36) 収益と設備投資計画



(注) 生産財型：パルプ・紙、化学、窯業、鉄鋼、非鉄  
 資本財型：一般機械、電気機械、金属製品  
 耐久消費財型：輸送機械、精密機械  
 非耐久消費財型：繊維、食料品  
 ただし、主要企業ベース。

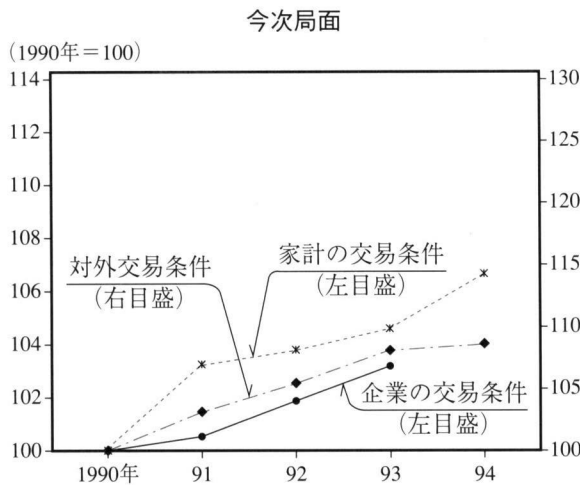
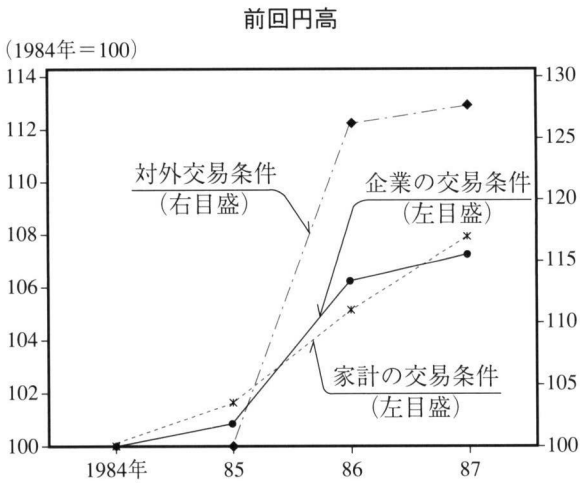
(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

さらに、最終財価格の軟調については、先にもみたように、技術革新を背景とする生産性の上昇の影響もあるが、それを超えて物価が下落する場合には、企業部門の交易条件が悪化し、企業収益も圧迫を受ける可能性がある。それを受けて賃下げ圧力が顕在化し、そこから、家計の消費支出抑制→企業収益のさらなる悪化→一層の賃下げ、という形での悪循環が発生する危険性もある。現在、生産の増加、雇用の下げ止まり等からみて、そうした悪循環が既に始まっているとはみられないが、今後、物価の下落を起点とする悪循環を避けつつ、比較優位分野での拡大モメンタムが引き続き保持できるかどうか注目される。

ロ. 家計部門の動向

次に家計部門についてみると、自動車等の耐久消費財のストック・サイクルが一巡したことに加え、所得税減税が実施されたことが、これまでの消費回復を大きく支えてきた。また、消費者物価の安定を背景に、名目賃金の落ち着きにもかかわらず家計の実質所得が堅調に推移してきたことも、個人消費にプラスに作用してきた。言い換えれば、今回の円高局面においては、交易条件好転のメリットを家計部門がより直接に享受しているとも理解できる。実際、今次円高局面において、家計部門の交易条件は企業部門以上に好転している（後掲図表37）。このように、交易条件の好転メリットが主として家計部門を起点に経済に波及していることも、今回の景気回復局面の特徴のひとつと言える。そうした新しい波及経路が生まれた背後には、既にみた新興経済の発展と密接に結び付いた国内の価格体系の大きなシフトがある。

(図表37) 交易条件の好転



(注) (家計の交易条件) = (名目雇用者所得) / (就業者数) / (消費デフレーター)  
 = (名目賃金) / (消費デフレーター)  
 (企業の交易条件) = (産出デフレーター) / (中間投入デフレーター)  
 (対外交易条件) = (輸出デフレーター) / (輸入デフレーター)  
 上記の3つの交易条件の関係は前掲ボックス5参照。

(資料) 経済企画庁「国民経済計算」、総務庁「労働力調査」

ただし、個人消費による景気下支えの持続性については、次のような留意すべき点がある。まず、勤労者以外の世帯（自営業者、年金生活者等）の消費支出がこのところ低調なことがある。これには、財産所得の減少、株・土地の資産価値の目減りに加え、流通の効率化等によって個人企業の収入が押し下げられていることも影響していると考えられる。

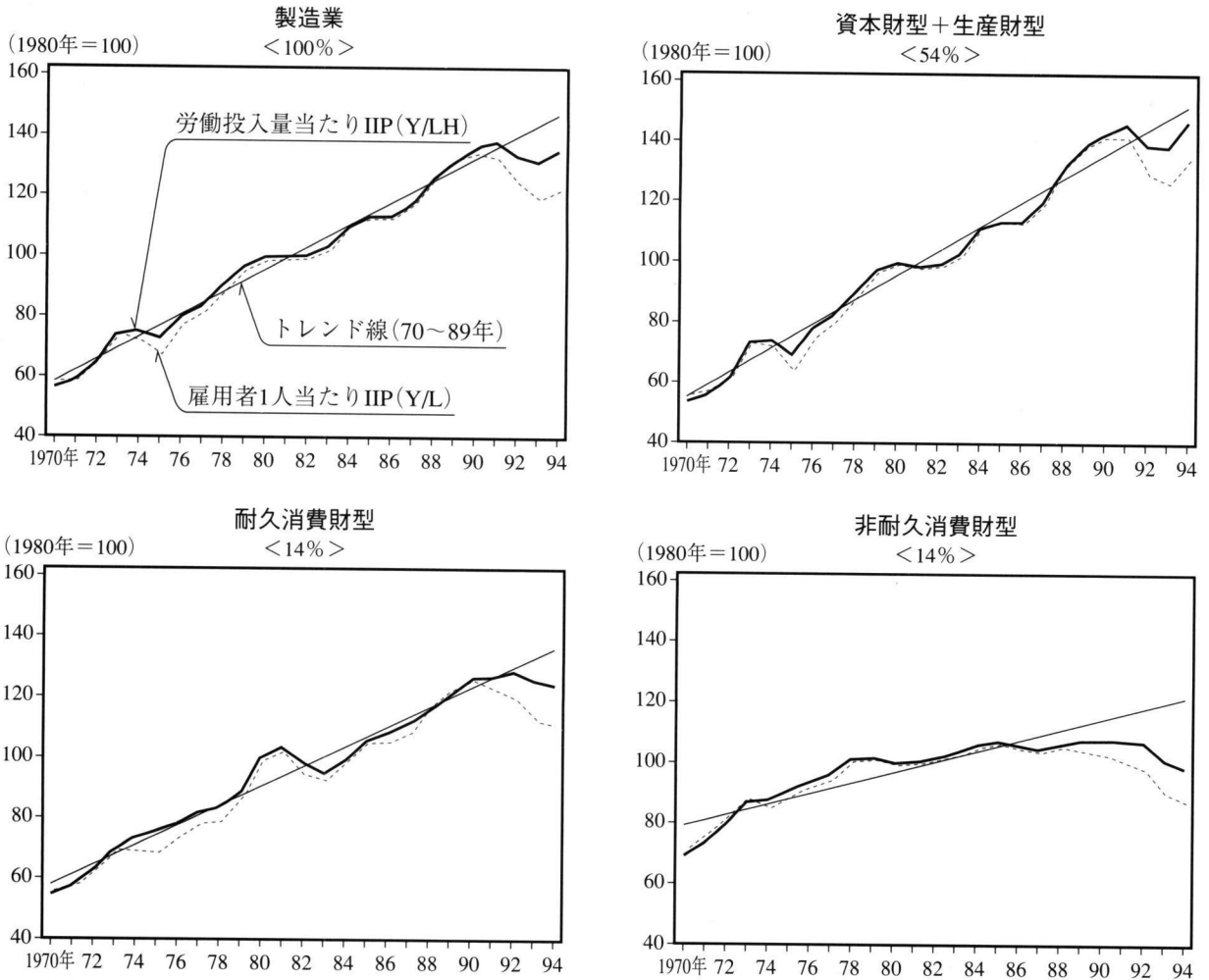
また、労働集約的な財を生産し輸出する新興経済との貿易拡大に伴い、日本経済において、低技術度の労働の雇用削減圧力ないし賃金低下圧力が表面化する可能性も挙げられる（注27）。この点に関して、雇用面での現在の調整圧力の程度をみると、90年代入り後の大量採用の結果、いずれの分野でも、雇用者1人当たりの生産性は低下したままであり、新規採用に積極的でないという点では、ほぼ共通している。しかし、製造業について、雇用者数だけでなく労働時間も考慮に入れた労働投入の動きをみると（図表38）、資本財・生産財型産業では、投入当たりの労働生産性が目立って改善しており、70年以降の長期的趨勢に急速に復している。これに対し非耐久消費財型産業では、雇用調整圧力がかつてない規模に達しており、長期的趨勢からの乖離は依然拡大を続けている。このように、雇用面でも日本経済に作用する構造調整圧力の影響が出ており、分野ごとのばらつきがみられる。

今後、比較優位分野で拡大モメンタムが加速し雇用拡大意欲が高まれば、労働力の産業間の

(注27) 日本でこうした圧力が今後顕在化するか否かについては判然としないが、米国ではproduction workersの実質賃金は1987年以降低下している。

(図表38)

雇 用 の 調 整



(注) 1. 資本財型業種：一般機械、電気機械、金属製品  
 生産財型業種：鉄鋼、非鉄、化学、パルプ・紙、窯業・土石  
 耐久消費財型業種：輸送用機械、精密機械  
 非耐久消費財型業種：繊維、食品  
 2. < >内は、94年の雇 用 者 数 の 製 造 業 に 対 す る ウ エ イ ト。  
 (資料) 労働省「毎月勤労統計」、通商産業省「鉱工業指数統計」

移動を通じて、雇 用 全 体 と し て の 調 整 圧 力 は 軽 減 され、それに伴い個人消費も堅調の度を強めていくと期待される(注28)。また、後にみるように、非製造業部門において新しい雇 用 機 会 が 拡 大 して いく こと も、これに寄与すると考えられる。しかし、産業構造調整の進展に伴って摩擦

的失業が著しく増加すれば、短期的には家計の所得環境が悪化し、消費にも悪影響が及び得る。こうした観点から、雇 用 面 での 調 整 圧 力 の 帰 趨 については、今後とも注意深く観察していく必要がある。

(注28) 米国では、上記の実質賃金低下にもかかわらず、景気は91年から全体として拡大を続けている。これには、後で述べるような、労働市場での調整の円滑さが寄与しているとみられる。

## 5. 日本経済の展望と課題

### (1) 構造調整下の日本経済の展望

第4章でみたとおり、日本経済は、世界経済の変容やバブル経済の後遺症に端を発する構造調整圧力に直面している。そうした下で、景気は93年末を底に1年半にわたって緩やかに回復してきた。その回復は、当初はストック調整の進展などの循環的な要因や金融財政政策の効果に負っていたが、その後、比較優位産業での設備投資の増加にみられるように、拡大に向けての前向きな力も働き始めた。しかし、その動きはなお一部にとどまり、経済全体に浸透するには至っていない。

構造調整の下にある日本経済の拡大力が依然弱いひとつの大きな理由は、世界経済の変容を前に、将来の成長展望についての不確実性が高いからである。変化の大きい経済環境にあっては、比較優位が明らかになりつつある産業にとってすら、将来の需要予測や収益見通しなどが不透明であり、ビジネスのリスクは大きい。したがって、設備投資や雇用などの企業活動は、リスクの大きい分、制約されざるを得ない。しかも、多くの企業と金融機関がバランスシート調整圧力にも晒されているため、この面からもリスクの高い投資の拡大が制約を受けている。

また、産業間の比較優位・劣位が急激に変化したため、比較劣位産業の資本設備の中には、経済的に陳腐化したものもあろう(注29)。つまり、物理的に存在していても経済価値の乏しくなった部分である。こうした部分が発生すると、経

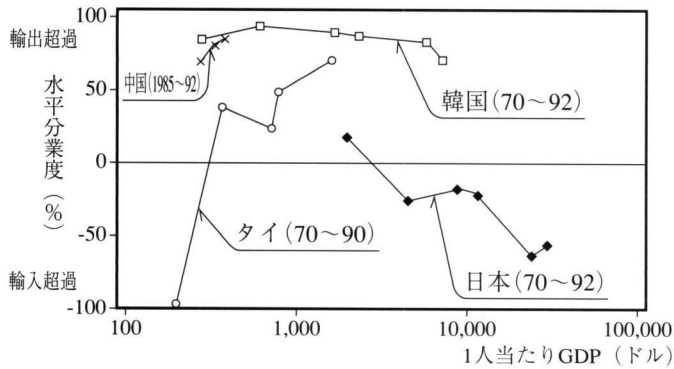
済全体としての供給力も低下する。さらに、構造調整に伴う資本や労働の産業間の移動が円滑に行われるとは限らず、通常、摩擦的なコストを伴う。例えば、労働需給のミス・マッチから、景気が拡大したとしても失業率が上昇圧力を受けがちである。現に94年後半からは、新規求人数・求職数がともに増加している一方で、完全失業率はなお高止っている。

このように、構造変化の下での日本経済の拡大力が弱いことには、変化に付随するリスクの高まりと、産業間の生産要素の移動に伴う摩擦が影響しているとみられる。これに対して、新興経済の発展によって日本経済の成長率が恒常的に低下しているとの見方も一部にある。つまり、新興工業国が日本経済にキャッチ・アップするにつれて、先にみた、いわゆる産業の「空洞化」等によりネット輸出が減少し、日本の成長率が低下するとの見方である。そこで、新興経済と日本経済の財別水平分業度と1人当たりGDPの推移をみると(図表39)、非耐久消費財について、東アジアの新興経済が輸出に特化している一方、日本の輸入特化が進んでいる点や、資本財について、逆のパターンとなっている点が明らかである。より興味深いのは、こうした特化のパターンが1人当たりGDPの水準と必ずしも対応していない事実である。すなわち、日本、韓国、タイについて、1人当たりGDPが同じ水準の下での特化の状況を比べると、顕著な違いがある。これは、各国の経済発展において、それぞれ異なった産業がリード役を担っ

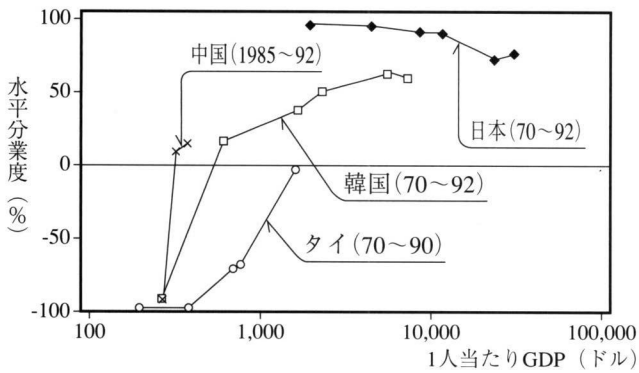
(注29) 労働についても、雇用者が特定の産業あるいは企業に固有の技術を体化しており、その技術が他の産業あるいは企業への転用しにくい場合は、資本設備と同様に陳腐化することもあるが、通常、設備に比べて労働の可塑性は高いと考えられる。ただし、雇用者の産業間の移動には、個人・家族生活にストレスがかかるだけでなく、経済的にも求職や職業訓練のためのコストがかかる。

(図表39) アジア各国の水平分業度

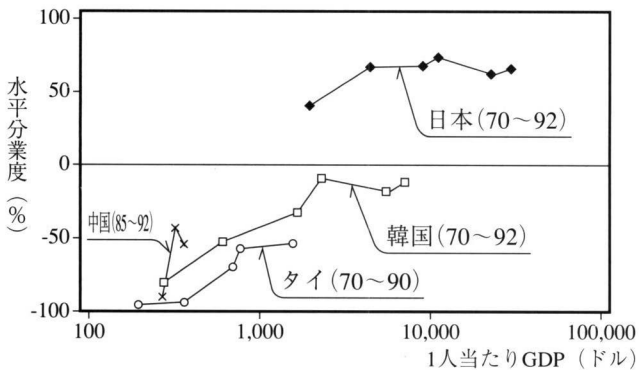
(1) 非耐久消費財（食料、飲料除く）



(2) 耐久消費財



(3) 資本財



(注) いずれも5年ごとの変化をプロットしたもの。ただし、日本、韓国、中国の最近期は92年。

(資料) 経済企画庁「国民経済計算年報」、日本銀行国際局「外国経済統計年報」

United Nations, "International Trade Statistics Yearbook"

てきたことを示している。東アジアの経済発展のパターンは、一般的に「雁行型」と称されるが、こうして産業別にみると、必ずしも先発国の発展の軌跡を後発国がそのまま辿っているのではなく、それぞれの国に固有な比較優位構造の下で経済発展が進んでいることが分かる。

このように、産業構造が国際的に多様化していることは、日本経済と新興経済がそれぞれに比較優位産業へ特化を進めていけば、国際分業に伴う大きな利益が享受できることを示唆しており、この点は貿易理論から導かれる結論とも合致している。新興経済の躍進は、短期的には、日本経済が比較優位分野へ特化を進める過程で摩擦的コストを発生させる。しかし、より長い目では、比較優位の原則に従った新しい国際分業体制の下で、一層効率的な資源配分が実現される。その結果、比較優位分野の生産が拡大すれば、そうした経済構造調整が進まなかった場合に比べ、日本経済の成長力は押し上げられるはずである。つまり、新興経済の発展を前にして、日本経済の成長力がどうなるかは、産業構造調整の進展度合いに依存すると考えられる。

経済の構造変化が円滑に進展していけば、次第に景気回復力の脆弱性も薄れ、内需の持続的拡大が可能になろう。その状況の下では、ここ数年拡大してきた日本の対外黒字も縮小に向かい、つれて為替市場における円高圧力の軽減にも資すると期待される。

世界経済の需要・供給構造の大きな変化に端を発して、一国経済の価格体系や産業構造が大きく変化するという事例は、歴史上今回の日本経済が初めてではない。例えば19世紀末の英国においては、当時の新興経済である米国、ドイツ

ツなどの発展を背景に、国内の価格体系、産業構造が大きな調整圧力にさらされた。このケースでは、世界経済のブロック化が進む中で、国際貿易のメリットが十分発現せず、英国製造業の相対的な地位低下がみられた（ボックス6参照）。これに対し、1980年代前半のドル高期以降の米国経済は、折からの新興経済の供給力拡大もあって、調整圧力に晒されてきたが、海外との競争激化によって経済が「空洞化」したとの見方については、多くの実証分析で否定的な結論が出ている（後掲ボックス7参照）。

## (2) 市場メカニズムの機能促進

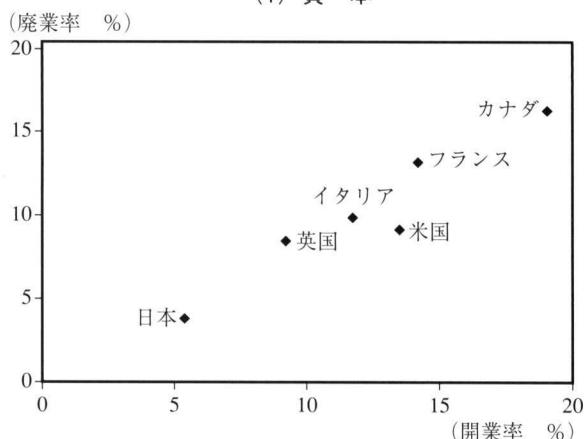
以上のように、日本経済を取り巻く環境変化や海外における過去の構造変化の先例などをみると、日本経済の成長力は、比較優位分野にいかにか速やかに資本・労働などの生産要素を投入できるかに依存していると言える。構造変化が激しい時に望まれる経済政策は、その調整圧力自体に抗することではなく、調整を円滑に進めることである。と言うのも、調整圧力が世界経済の変容に起因している限り、その調整圧力を避けることは、可能でもなく望ましくもないからである。またバブル崩壊に伴うバランスシートの毀損についても、バブル再燃による解決は望むべきではない。逆に産業構造の変化を妨げることは、経済的に望ましい変化を阻害し、マクロ経済パフォーマンスを低下させる恐れが強い。

より具体的には、資本・労働の産業間・業種間の移動を促進することが重要である。現状をみる限り、日本での資本・労働移動が十分伸縮的であるとは言い難い。ちなみに、企業の開業

率と廃業率を先発工業国の間で比べると、日本は他の諸国に比べてモビリティに乏しい（図表40）<sup>(注30)</sup>。また、労働市場のモビリティにつ

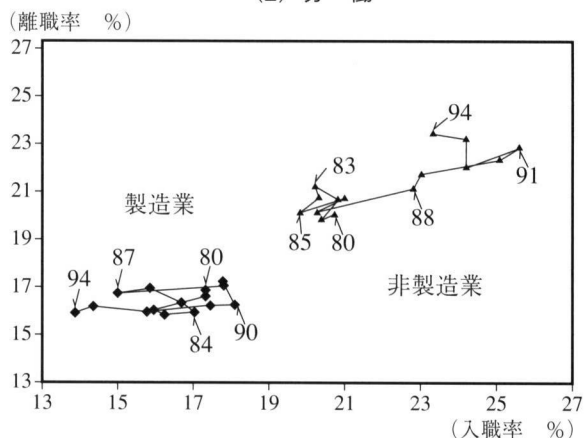
(図表40) 資本・労働のモビリティ

### (1) 資本



(注) 開(廃)業率=期中開設(消滅)事業所数<年率>/期初総事業所数  
ただし、計測期間は以下のとおり(日本については事業所統計の各調査期間<8期間>の平均)。  
カナダ:84~91、フランス:84~92(12月)、  
イタリア:84~92(12月)、英国:87~91(12月)、  
米国:84~91(12月<89、91は6月>)、  
日本:66/7月~94/6月

### (2) 労働



(資料) OECD, "Employment Outlook (July 1994),"  
総務庁「事業所統計調査」「事業所名簿整備調査(平成6年)」、労働省「毎月勤労統計」

(注30) もっとも、開業、廃業を伴わずとも、事業転換という形で既存の資本が流動化している可能性もある。しかし、事業転換や多角化についての各国比較は、データの制約からできなかった。



## [ボックス6]

## 世界的な供給増大が一国の産業構造を変えた先例

—英国の大不況（1873～96年）前後における経済構造変化について—

近年における東アジア等での経済拡大が先進国経済に及ぼす影響を考察するうえでは、19世紀後半における世界経済の構造変化、とりわけ、1873年から20年余り続いた「大不況（the Great Depression）」前後での英国経済の変貌が参考になる。「大不況」時の特徴的な現象は、植民地からの一次産品輸入の増加や、米国・ドイツ等での工業製品生産の急増から、欧米主要国において物価が趨勢的に下落したということである。英国では、廉価な農畜産物の輸入によって、農業が大打撃を受けた。さらに、当時「世界の工場」と言われた製造業でも、輸出が伸び悩み、成長力の低下を余儀なくされた。この間の事情を、英国を軸に簡単に整理すると次のようになる。

まず農畜産物の分野において、1870年代から、北米や南米が、低廉な地代や大型商船の発達に伴う輸送コストの低下などを背景に、価格を切り下げ、輸出を伸ばした。このため英国の穀物輸出は減少し、国内向け生産も輸入によって代替されていった。例えば小麦の自給率は、大不況直前には55%であったが、1890年前後には29%へと大きく低下した。英国内の農畜産物価格は輸入品との競争から下落したが、生産コストは地代の高止まりから直ちには低下しなかった。そのため採算が悪化し、耕作を放棄し、地代を納めない借地農家が続出した。こうした状況が長期化するにつれて、農地経営意欲を失う地主が増加し、英国農業は大きく衰退した。農業従事者の割合は、19世紀後半を通じて、人口の22%から9%へと大きく低下した。

製造業の分野でも、1880年代に入って、米国・ドイツ等での重工業の勃興や、各国の植民地の工業化によって、世界的に供給力が増大した。しかも、産業革命以降の技術革新によって、当時の新興経済では生産性が上昇し、大幅なコストダウンが実現した。この結果、英国の生産力は相対的に低下した。例えば1860年代までは、英国が世界の鉄鋼生産をほぼ独占していたが、1870年代から米国・ドイツが本格的な鉄鋼一貫生産を開始したため、英国の優位は一挙に崩れ、その粗鋼の生産量は1880年代に、銑鉄の生産量も1890年代に、それぞれ米国・ドイツに追い付かれた。

しかし、例えば英国の鉄鋼業では、後発の米国・ドイツが手掛けていない鋼材（当時的高级軟性鋼）やワイヤー・鋼線等の2次加工品の生産にシフトするといった対応により、生産水準の落ち込みをカバーすることができた。また当時は、インド等の英国植民地に対する他国からの輸出を排除し、割高であっても英国製品を輸出できたことも、英国の国内生産を支えたとみられる。その結果、英国製造業全体では、1880年代においても、年率+1%台半ばの伸びが続いたとの生産統計が残っている。

しかし、経済全体の成長力は低下し、それは20世紀に至るまで容易に回復できなかった。実質GNP成長率は、それまでの年率+3%台前半から、大不況期の20年余りは平均+1%台後半へ低下した。この背景としては、まず、食料品を中心に輸入価格が下落傾向を辿り、英国の交易条件が改善したにもかかわらず、それによって生じた海外からの実質的な所得移転を、需要創出に十分結び付けることができなかつたということが挙げられる。輸入物価の下落は国内物価にも波及し、卸売物価は大不況期を通じて年平均△2.3%のピッチで下落し続けた。一方、景気ボトムの1879年や86年には、失業率が10%超（労働組合員ベース）にまで上昇するなど、家計の所得環境が悪化したため、個人消費はほぼ一貫して伸び悩んだ。さらに経常黒字も専ら地主層による対外証券投資の形態で海外に還流し、国内産業の立て直しや技術革新に向けた新規設備投資には余り向かわなかった。例えば国内固定資本形成のGNP比率をみると、1870年代の約10%から90年前後には約8%へと、2%ポイント低下したとの推計がある。その背後には、成熟化した国内産業の低い投資収益率と、急成長を遂げつつあった新興経済における高い投資収益率との格差が存在した。国内投資の不調は19世紀後半の英国における構造的な問題であり、その結果、鉄鋼業・綿工業等を基幹とした当時の産業構造を転換できず、成長力の低下への抜本的な取り組みが遅れたと考えられる。

このように、大不況期を境に、英国を取り巻く世界経済の環境が大きく変わる中で、英国産業の多くは衰退し、英国経済全体として成長力を回復する程の構造転換は進まなかった。英国は、輸入穀物への関税を全廃する（1869年）など、農産物の自由貿易政策は推進した。しかし工業製品につ

いては、英連邦並びに植民地を含むスターリング・ブロックを形成し、域内で割高な製品を押し付け、他方国内では構造調整を十分に進めなかったという、非競争的事情も考慮すべきであろう。

参考文献：

荒井政治 [1968]『近代イギリス社会経済史』未来社

入江節次郎 [1980]「大不況と資本主義の構造変動」、『講座西洋経済史Ⅲ 帝国主義』同文館出版

吉岡昭彦 [1981]『近代イギリス経済史』岩波書店

Edelstein, M. [1981] "Foreign Investment and Empire 1860-1914," in Floud and McCloskey eds., *The Economic History of Britain since 1700, 2: 1860 to the 1970s.*, Cambridge University Press

Rostow, W. W. [1948] "Cycles in the British Economy: 1790-1914," in Rostow *British Economy of the Nineteenth Century*, Oxford University Press

## [ボックス7]

### 米国経済の「空洞化」

いわゆる経済の「空洞化」の問題は、1980年代の米国についても、しばしば議論されてきた。すなわち、①80年代前半のドル高を背景に、輸出産業の海外での生産が拡大し、②それがGDPに占める製造業のウエイトを低下させ、③ひいてはマクロの雇用・賃金等にマイナス・インパクトを与えたのではないか、という議論である。

80年代の米国経済において、ドル高を一因として製造業ウエイトの低下が加速したことは確かである（本文注21の図表）。しかし同時期、米国からの直接投資残高は横這いしないし減少となっている（81年800億ドル→83年790億ドル→85年800億ドル）。したがって、米国における製造業のウエイト低下は、輸出企業の海外生産増加（すなわち比較優位産業の国外流出）を主因としたものとは必ずしも言えない<sup>(注1)</sup>。一方、米国経済における輸入ペネトレーションは、83年前後から一貫して上昇している。実際、Revenga [1992] 等の実証分析では、80年代前半の大幅なドル増価が、貿易財の国内生産・雇用に減少させたことが明らかになっている<sup>(注2)</sup>。こうしたことから、米国製造業のウエイト低下は、むしろ輸入財の国内への浸透（＝比較劣位産業の縮小）によって引き起こされたと考えられる。

次いで、このような産業構造転換の過程で、米国の雇用、賃金がどのような影響を受けたかについてみてみよう。まずマクロの雇用量は、製造業の雇用減少を非製造業がカバーする形で、80年代においては、80～81年の景気後退期を除き、ほぼ一貫して増加傾向を維持している（ボックス7の図表（1））。この背景には、この時期、いわゆるレーガノミクスによる景気刺激により支出が伸び続けたことや、米国の労働市場の流動性の高さから、雇用のシフトが比較的円滑に進んだことなどがあるとみられる。

また賃金については、80年代において1人当たり実質賃金の伸びが低調であり、同時に教育年限や職種による賃金格差が広がったこと（ボックス7の図表（2））を製造業のウエイト縮小と結び付ける議論もある。この点、Lawrence and Slaughter [1993]、Bound and Johnson [1992] 等の実証分析によれば、賃金の伸びの低下、賃金格差の拡大のいずれについても、製造業ウエイトの縮小が支配的な要因ではなかったとの結果が出されている<sup>(注3)</sup>。

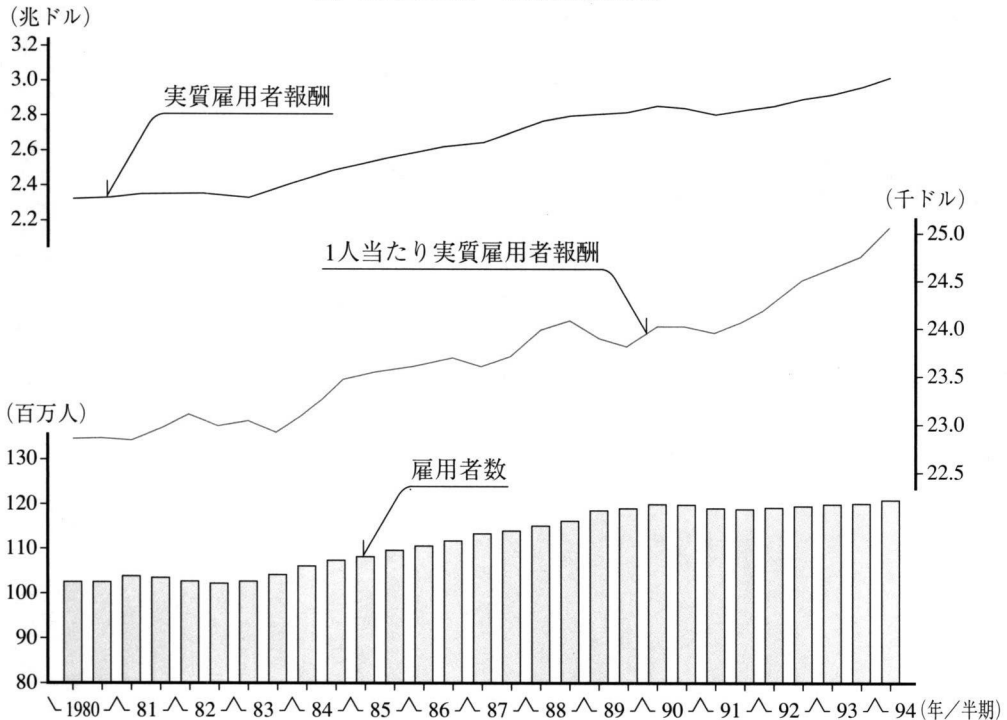
さらに、その賃金の伸びの低下も、今回の景気拡大局面で徐々に解消されつつあるが、その背景についての厳密な実証分析はこれまでのところない。しかし山田 [1994] が指摘しているように、今回の景気拡大局面において収益増加、雇用吸収の牽引役となっているのは、製造業では資本財等の資本・技術集約型産業であり、非製造業では「ビジネス・サービス」や「医療・保険サービス」

等の知識集約型産業である。このことは、米国経済において80年代の為替変動を契機とした産業構造の調整が、資本・技術集約度の高まりという方向で進んだことを示唆している。そして、この構造転換に際しては、経済的規制の撤廃・緩和や、リスク・マネー供給のためのメカニズムの充実等といった環境整備が大きな役割を果たしたとみられている（後掲ボックス8参照）。

- (注1) なお、Lipsey and Weiss [1981] 等による70年代までのパネル・データに基づく実証分析によれば、対外直接投資の増加は、誘発輸出の増加等の効果もあって、必ずしも米国からの輸出を抑制させる要因とはなっていないとの結果が出ている。ただし、再び米国の海外直接投資が増加し始めた85年以降の時期については、これまでのところ厳密な実証分析はなされていない。
- (注2) この分析の枠組みを単純にドル減価のケースに当てはめると、85年以降のドル高是正により、製造業の雇用は増加するはずであるが、実際には逆であった。これは、80年代前半に生じたような、経済ファンダメンタルズから大幅に乖離した為替変動が、経済に非対称な影響を与えたためとみられる。こうした現象を説明する理論として、いわゆるhysteresis（履歴現象）の理論がある（hysteresisについては、大瀧 [1994]、Baldwin and Krugman [1986] 等を参照）。
- (注3) 上記の実証分析によれば、1人当たり産出付加価値が相対的に低い非製造業のウエイトが高まったことが、賃金の伸び率低下に対し与えた影響や、産業構造の高度化による産業間の労働需要の変化（具体的には、production workerからnon-production workerへの需要のシフト）が賃金格差拡大に与えた影響は、いずれも部分的との結果になっている。

### 米国の空洞化

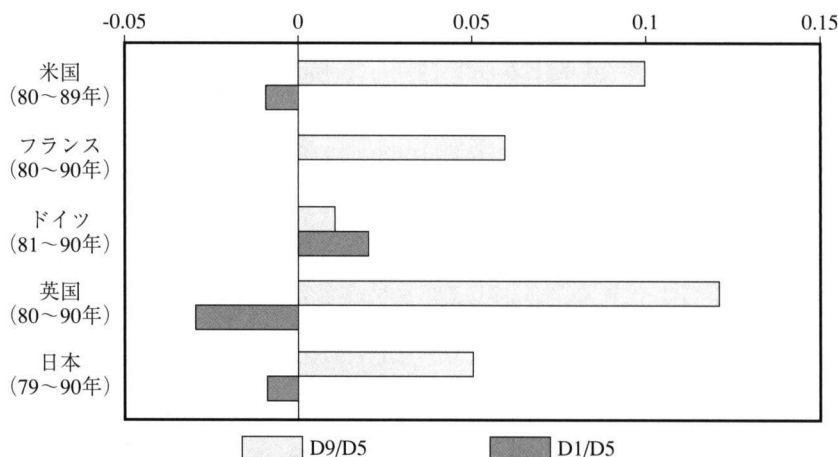
#### (1) 米国の賃金・雇用者数の推移



(注) 実質雇用者報酬は、雇用者報酬（賃金・給与に諸手当を加えたもの）を消費デフレーター（87年基準）でデフレートしたもの。

(資料) 山田久「アメリカ産業の構造変化と空洞化問題」

(2) 所得格差の拡大 (1980年代)



(注)  $D_n$  ( $n=1\sim 9$ ) は各国男性就業者数を所得順に十等分割したときの境界所得金額を示す。すなわち、 $D_1$ は最低所得層 (第1所得層) の上限所得金額。 $D_5$ は第5所得層の上限所得金額 (平均所得)。 $D_9$ は最高所得層の下限所得金額。グラフ・データは80年代における $D_9/D_5$ と $D_1/D_5$ の変化幅の5年換算値。

(資料) OECD, "Employment Outlook, July 1993"

参考文献:

- 大瀧雅之 [1994] 『景気循環の理論—現代日本経済の構造—』 東京大学出版会  
山田久 [1994] 「アメリカ産業の構造変化と空洞化問題」 *Japan Research Review*  
Baldwin, R. and P. Krugman [1986] "Persistent Effects of Large Exchange Rate Shocks," NBER Working Paper No. 2017  
Bound, J. and G. Johnson [1992] "Changes in the Structure of Wages in the 1980's," *American Economic Review* 82  
Lawrence, R. E. and M. J. Slaughter [1993] "International Trade and American Wages in the 1980s: Giant Sucking or Small Hiccup," *Brookings Papers: Microeconomics* 2  
Lipsey, R. E. and M. Y. Weiss [1981] "Foreign Production and Exports in Manufacturing Industries," *Review of Economics and Statistics* 63  
Revena, A. L. [1992] "Exporting Jobs? : The Impact of Import Competition on Employment and Wages in U.S. Manufacturing," *Quarterly Journal of Economics* 107

いて、日本の入職率・離職率の推移をみると（前掲図表40）、長い目では非製造業を中心により移動が進む方向にあるが、91年以降については、雇用環境の悪化もあって、モビリティが低下している。

こうした状況の下で、今後、ダイナミックに産業構造の変換を進めていくためには、事業への参入・退出の自由度を一層高めていく必要がある、そのためにも経済規制の撤廃・緩和が不可欠である（注31）。規制の撤廃・緩和が、マクロ経済にとってプラスであることは、米国の経験によっても示されている（後掲ボックス8参照）。日本においても、既に政府の規制緩和推進計画が策定されているが（後掲図表41）、今後、計画にも謳われているとおり、継続的に内容を見直し、市場メカニズムを十分に機能させていくための施策を実行に移していく必要がある。

また、経済成長に伴いサービス化が進展する傾向にあることを考えると、非製造業部門において新しいビジネスチャンスを生み出し、有効需要を拡大していくことが、日本経済の成長力を高めることにつながる。この点でも、情報・通信、物流、交通等の分野で規制の撤廃・緩和を進め、新しい雇用を生み出した米国の例は良い参考と言える。もっとも、米国の規制の撤廃・緩和の過程で、雇用の不安定化や賃金格差の拡大が起った点には注意すべきである。それらは、言わば経済構造変化のコストであり、不可避の

ものではあるが、日本においても、そうしたコストを社会的に最小化するための救済策が必要となろう。その際重要なのは、円滑な構造変化の進展を促す方向での対応であり、既存の産業構造を温存し固定化することではない。

### （3）金融の役割

日本経済が構造的な調整圧力にさらされており、それによって景気の自律的な回復力が途切れる危険性があるとの認識の下で、日本銀行は公定歩合を1%と既往最低の水準にまで引き下げてきた。この水準は、欧米各国の歴史上でも稀にみる低いものである。こうした低金利は、産業構造調整に伴う痛みを和らげるだけでなく、比較優位分野の生産拡大に必要な設備投資を前倒して実施しやすい環境を整える効果がある。また、株価などの資産価格の低下圧力の緩和を通じて、バランスシート調整圧力の累増を避け得る効果も考えられる。低金利政策は、もとより昨今の物価の軟調なしにはあり得ない。第4章でみたとおり、最終製品の物価が過去に比べて際立って安定しており、当面そうした基調に変化はないとみられる。こうした下で日本銀行は、古今東西で最低とも言える水準に金利を引き下げることによって、経済構造調整の促進と景気回復の持続力を高めるため、金融面からの最大限の支援を行っている。

（注31）特に輸入を制限する規制は、単に比較劣位産業を保護するだけではない。輸入制限により対外黒字が増大し、それを反映して自国通貨が切り上がると、輸出拡大余地が縮小することになる。その結果、比較優位産業の発展も妨げられ、産業構造調整が遅れる。

[ボックス8]

米国での規制撤廃・緩和の経済効果

米国では、70年代後半以降、様々な産業分野で規制緩和が行われ、その経済効果についても、個別の産業分野ごとに消費者、生産者それぞれの立場から、得失を計測する実証分析がWinston [1993]等により多数試みられている。それらによると（ボックス8の図表（1））、個別には、規制撤廃・緩和により生産者がデメリットを被ったケースもあるが、マクロ的な経済効果はほとんどの場合プラスとされている。これは、規制撤廃・緩和で競争が促進され、価格が低下し、消費者が大きなメリットを受けたことによるところが大きい。

価格低下による消費者のメリット以外にも、規制撤廃・緩和の得失は以下のような形で現れた。

- ① 企業利潤について、規制が存在する下で享受できた超過利潤（レント）を喪失した産業もあった（トラック運送など）。しかし、その一方で、コストダウンのための生産性向上のインセンティブが高まったほか、差別価格政策を活用することにより生産者余剰を増やした産業もみられた（航空、鉄道）。
- ② 市場構造の変化の観点からは、航空業界のように寡占化が進んだケースもみられた（大手12社の市場シェア：78年90.8%→84年82.3%→91年97.8%）。しかし、消費者余剰、生産者余剰ともに増加しており、市場における企業数の変化のみを捉えて、規制撤廃・緩和の経済効果を判断することは適当ではない。また、通信などのように、新規参入企業の増加により市場集中度が低下し、競争が促進された市場も多い（長距離電話会社の市場シェア：78年AT&T 99%→91年AT&T 65%、MCI 15%、US Sprint 10%）。
- ③ サービスの質の面でも、規制撤廃・緩和は競争を促進した。安全性等の面でサービスの質が低下した事実はなく、むしろ消費者のオプションの拡大をもたらした（航空）。
- ④ 雇用・賃金についても、短期的には、摩擦的失業や賃金の低下がみられたが（トラック運送、通信）、中長期的には、新しい雇用吸収分野の登場により全体としての雇用は増加した（航空、トラック運送、ボックス8の図表（2））。

このように米国においては、規制撤廃・緩和は総じて成功したと言える。これには、労働をはじめとする生産要素の再配分を、環境の変化に応じて柔軟に行い得たことが大きく寄与したとみられる。特に、米国での労働のモビリティが高い点は、規制撤廃・緩和のパフォーマンスを高めることに貢献したと考えられる。もともと、その労働のモビリティの高さは、労働者の側からすれば雇用環境の不安定さも意味する。規制の撤廃・緩和を契機とした生産要素の再配分の過程で、そうした調整のための摩擦的コストが発生している点にも留意する必要がある。

規制緩和の経済効果

(1) 社会的厚生増加

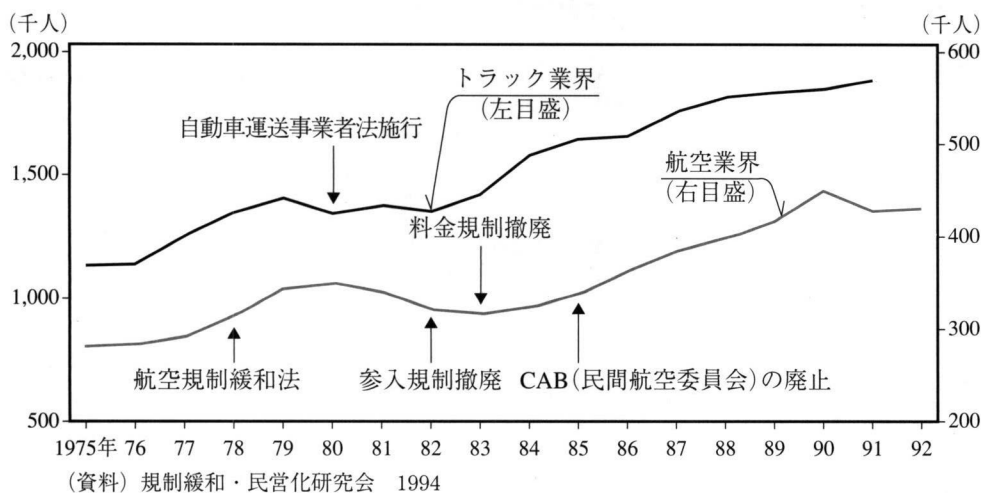
(単位 1990年価格、10億ドル)

産 業	消 費 者	生 産 者	合 計	規制緩和がより効率的に行われた場合の追加的便益(注1)	国民の規制緩和支持率(%) (注2)
航 空	8.8~14.8	4.9	13.7~19.7	4.9	69
鉄 道	7.2~9.7	3.2	10.4~12.9	0.45	n.a.
ト ラ ッ ク	15.4	△4.8	10.6	0.0	n.a.
通 信	0.73~1.6	—	0.73~1.6	11.8	52
C A T V	0.37~1.3	—	0.37~1.3	0.4~0.8	47
プ ロ ー カ レ ヲ	0.14	△0.14	0.0	0.0	計数なし
天 然 ガ ス	—	—	—	4.1	計数なし
合 計	32.6~43.0	3.2	35.8~46.2	21.65~22.05	

(注) 1. 追加的な利益は、規制緩和が適正な価格、サービスをもたらす時に得られることを前提としている。これらの利益は市場によりもたらされるだけでなく、適正な規制によっても得ることができ、ラムゼイは限界費用をベンチマークとしているが、電気通信産業では効率的に使用されている。便益は消費者のものであり、鉄道、CATVでは、生産者はネットの損失であった。試算はそれぞれ航空はMorrison、Winston、鉄道、トラックはWinston、Corsi、Grimm、Evan、電気通信はCrandall、CATVはRobert Hahn、John Hird、天然ガスはDale Jorgenson、Daniel Slesnickによる。

2. 試算はPublic Opinion ResearchのRoper Centerによる。航空、電気通信は86年6月調査、CATVは90年3月調査「規制緩和は国民の利益を促進しますか。それとも利益に反しますか?」。

## (2) 雇用者数の推移



## 参考文献：

- 規制緩和・民営化研究会 [1994] 『欧米の規制緩和と民営化—動向と成果—』大蔵省印刷局  
 Bailey, M.N. [1993] "Competition, Regulation, and Efficiency in Service Industries," *Brookings Papers: Microeconomics* 2  
 Winston, C. [1993] "Economic Deregulation: Days of Reckoning for Microeconomists," *Journal of Economic Literature* 31

日本経済が構造的な調整圧力を受けている現在、低金利を通じる他にも、金融が果たすべき役割は大きい。すなわち、金融には単に資金を仲介するのみならず、事業に伴うリスクを分散する機能や、経済活動に必要な情報を集積する機能がある。例えば、新たな投資機会に対し実際に投資が行われるかどうかは、かなりの程度、金融・資本市場でファイナンスがなされるか否かにかかっている。特に、構造変化が急激に進展している状況の下では、経済全体として投資のリスクが高まっているため、金融・資本市場を通じてそうしたリスクが分散されて担われることが、投資を促進し、ひいては望ましい産業構造調整を進めていくうえで極めて重要である。さらに、金融・資本市場自体の情報集積機能によって、新たな投資機会、ビジネスチャンスに関する情報が収集され、実体経済活動にフィードバックされていくという面でも、金融・資本

市場の働きは大切である。

こうした観点から、日本の金融・資本市場をみると、以上のような機能を万全に果たしているとは言えない。特に近年は、金融取引が国内から海外市場へシフトする傾向や、わが国金融機関の国際的にみたシェア低下がみられ、金融市場の「空洞化」ないし金融市場・金融機関の「競争力低下」が懸念されている（後掲図表42）。こうした動きには、資産価格下落やそれに伴う金融機関の不良債権問題といった要因も影響している。不良債権問題の克服はそれ自体がわが国金融システムにとって急務の課題である。さらに金融市場の「空洞化」に直接かかわる制度的問題として、日本の金融・資本市場に規制等の多くの制約が存在し、ユーザー（主として資金の需要者および投資家）にとって、海外市場と比べ必ずしも「使い勝手」が良くないことが指摘されている。こうした「使い勝手」の悪さは、



(図表41)

## 規制緩和推進計画

## (1) 計画で挙げられた具体的項目の例

事項名	措置の概要	期限
建築基準法における道路斜線制限	住居系用途地域において、幅員が一定以上の道路に面する建築物について道路斜線制限を緩和。	1995年度
塩専売制度	塩専売制について所要の措置を講じて廃止。	97年度
自動車検査証の有効期間	車齢が11年を超える自家用乗用車について、検査期間を1年から2年に延長。同時に、自家用乗用車の6か月点検の義務付けの廃止、定期点検整備項目の大幅な削減についても実施。	95年7月
化粧品の製造・輸入に係る規制	並行輸入の製品が既に輸入されているものと同一であることを確認し得る場合には、外国製造事業者の証明書の添付を省略するなど、輸入手続きを簡素化。	95年度
社債発行に係る適債基準	企業が公募社債を発行する場合の適債基準を撤廃または緩和。	〃
店頭登録企業の新株引受権付社債発行	価格の透明性を一層高める等、流通面における整備・改善を図ることを前提に解禁。	〃
特定石油製品輸入暫定措置法	96年3月の期限切れをもって同法を廃止。これにより、商社・大手ディーラー等による石油製品の製品輸入が可能。	96年3月末
社内預金に係る規制	社内預金の下限利率を市中金利の実勢を考慮した設定方式とする（現行の下限利率は6.0%）。	95年度
一般旅券の有効期間	一般旅券の有効期間を従来5年から10年に延長。	95年11月日途

## (2) 具体策が今後の検討に委ねられることとなった項目

事項名	当面の扱い
持ち株会社の解禁	直ちに検討を開始し、3年以内に結論。
公正取引委員会の機能強化	組織、人員等の面で体制を強化。
大規模小売店舗における小売業に係る出店・営業規制	99年度を目途に、「大規模小売店舗における小売業の事業活動の調整に関する法律」（大店法）の制度について見直し。
旅客鉄道事業に係る運賃・料金規制	上限価格制を含む運賃設定方式のあり方について検討。
株式委託手数料の自由化	約定代金10億円超については94年4月に実施済。以後の自由化については、96ないし97年度に検討。
店頭登録株式の登録基準	証券業協会における検討を踏まえ必要な措置を実施。
セルフサービス方式の給油取扱所	95年度中に調査検討委員会を設置、97年度を目途に結論。

(注) 本計画は、4月に打ち出された「緊急円高・経済対策」により、3年計画として前倒し実施されることとなったため、上記の実施期限については繰り上げの可能性がある。



典型的には資金調達者、提供者がともにわが国の経済主体であるにもかかわらず取引が海外市場で行われるという、迂回取引（例えば海外市場での起債等）の活発化に反映されている。

個々の資金の需要者あるいは投資家からみれば、たとえ国内の投資機会であっても海外の金融・資本市場を用いてファイナンスが行い得るのであれば、それで差し支えないとの議論もある。しかし、先に述べた金融・資本市場が有する情報集積機能には、規模の経済が働くことを考慮すると、やはり国内の市場をユーザーからみて「使い勝手」の良いものとしていくことが重要である。

こうした金融・資本市場の機能向上は、実に既に第3章で述べた「強固で健全な金融システム」

の構築と軌を一にするものであり、そこで示した4つの方向、つまり①規制緩和・競争の促進、②金融機関のリスク管理体制の強化、③市場のチェック・メカニズムの活用、④インフラの整備、に沿って日本の金融システムを強化していくことが、結局は金融・資本市場の「空洞化」や「競争力低下」の防止にもつながると言える。また、その際、金融取引に関する税制、法制などの制度や決済面などでの慣行を国際的に調和のとれたものにしていくという視点も合せて求められよう。わが国金融システムのリスク仲介機能や情報集積機能を高めていくことは、日本経済の構造調整を望ましい形で促進し、今後の日本経済の発展に大きく寄与するものと期待される。

#### (図表42) 日本の金融市場・金融機関の国際的シェア

##### (1) 東京、ニューヨーク、ロンドン、アジア外為市場規模（1日当たり取引高）

(単位 億ドル)

	東 京	ニューヨーク	ロンドン	シンガポール	香 港
1983年4月	125	260	n.a.	n.a.	n.a.
86年3月	480 (24.4)	585	900	n.a.	n.a.
89年4月	1,150 (26.7)	1,289	1,870	550	490
92年4月	1,261 (20.4)	1,923	3,002	759	609

(注) ( ) 内は、東京、ニューヨーク、ロンドン3市場中の東京のシェア %

##### (2) 市場別株式出来高比較

(単位 億ドル)

	東 京	ニューヨーク	ロンドン
1989年	24,312 (54.6)	15,428	4,776
90年	13,031 (40.5)	13,253	5,867
91年	8,271 (28.4)	15,202	5,696
92年	4,759 (16.4)	17,455	6,739
93年	7,814 (19.9)	22,834	8,575
94年	8,599 (19.8)	24,542	10,293

(注) ( ) 内は、3市場中の東京のシェア %

##### (3) ユーロ債引き受けに占める日系金融機関のシェア

(単位 %)

1990年	91年	92年	93年	94年
38.0	34.8	26.8	16.0	18.6

(注) ユーロ債引き受け上位20社中の日系シェア。主幹事（共同主幹事を含む）獲得金額ベース。  
(資料) BIS資料、日本銀行「国際比較統計」等

(調査統計局)