

平成7年度（1995年度）の金融および経済の動向

■要 旨■

1. 日本経済は、1993年末から回復基調を辿っていたが、1995年度前半に一旦足踏み状態となった。景気足踏みの背景には、設備投資や個人消費の回復力が弱いもとで、急速な円高、米国景気の一時的な減速を背景とする輸出の減少に加え、公共投資の息切れや金利低下期待の高まりを反映した住宅投資の先送りなどの影響があった。
2. 1995年秋から年末にかけては、金融財政面での政策対応の効果もあって、公共投資、住宅投資を中心に景気は再び回復に向かった。この間、民間需要は緩やかな回復基調を辿った。設備投資は、更新需要の高まり、企業収益の改善、新規成長分野の拡大を背景に緩やかな回復を続け、最近では、やや出遅れていた非製造業、中小企業にも持ち直しの動きがみられている。個人消費も、消費者マインドが改善するもとで回復傾向を辿った。この結果、在庫調整が進捗し、秋以降生産は増加に転じたほか、企業の業況感も再び改善した。1996年に入ってから、需要、生産、所得の各面で景気回復の動きが広がりを見せている。もっとも、回復テンポ自体については、過去の景気回復期に比べて緩やかなものにとどまっている。

雇用情勢をみると、1995年度後半には雇用指標に幾分改善がみられ始めたが、企業が抑制的な雇用スタンスを改めるには至っていないため、その改善幅は依然小幅なものにとどまっており、雇用情勢は引き続き厳しい情勢にある。物価情勢をみると、1995年春先には下落に転じたが、秋以降はこうした軟化傾向にも徐々に歯止めがかかりつつある。地価は商業地を中心に引き続き下落傾向にある。対外収支は、輸出が横這い圏内で推移する一方で、輸入がアジア諸国の供給力拡大や日本企業による輸入積極化等を背景に高い伸びを続けたため、黒字幅が急速に縮小した。
3. 1995年中、景気回復の動きが足踏み気味となり、物価の下落圧力も根強いこと等を踏まえ、日本銀行は、2回の公定歩合の引き下げを含め、4回にわたって金融緩和措置を実施した。この結果、1995年9月に公定歩合は0.5%と史上最低の水準となった。

4. 金融市場において、短期市場金利は、金融緩和を受けて一貫して低下した。長期市場金利は1995年中軟化傾向を辿ったが、1996年入り後は、景気回復期待の高まりを徐々に織り込む展開となっている。

この間、株価は、1995年前半には景気の先行きに対する不透明感などを反映して軟化した。夏以降反転し、1996年度入り後も総じて堅調に推移している。また為替相場は、1995年2月後半から加速した円高の流れを受けて4月中旬には東京市場で一時80円割れと戦後最高値を更新した。夏以降は、為替市場における主要国通貨当局の協調行動もあって、円高は急速に修正された。

5. 民間金融機関貸出は、年度後半に政府系金融機関からの振り替わり等から徐々に伸び率を高めたが、企業の借入れ需要は、大企業を中心に有利子負債を圧縮する動きが根強いこともあって、総じて低調に推移した。この間、資本市場調達は、長期金利の底値観の強まりや資本市場における規制緩和等から、年度後半以降、顕著に増加している。マネーサプライの代表的指標であるM₂+CDの伸び率は、前年度を幾分上回る3%前後で推移した。

6. 金融システム面での動きをみると、銀行は1994年度をさらに大きく上回る貸出金償却等を行うなど、不良債権処理は一定の進捗をみている。しかし、不良債権額はなお多額であり、また処理の進捗度にばらつきがみられる。

このような状況のもとで、1994年末以降最近までに11の中小金融機関の経営破綻が表面化し、日本銀行は、これらのうち一部について、金融システム全体の安定を維持するための資金供与を行った。この間、金融機関経営の健全性確保や金融機関の破綻処理の一層の円滑化のための検討も進められた。

7. 1995年度後半からの景気の再回復は、金融財政政策の効果に負う部分大きい。1995年9月の経済対策を含む1995年度中の財政支出は、民間部門でリストラやストック調整などを経て景気回復の素地ができている状況のもとでの発動であったため、総需要の追加を通じて景気の再回復を始動する効果を果たした。この点は、民間部門の下方調整圧力が根強く、公共投資が民間需要を誘発する「呼び水効果」が限定的であった1992、1993年の財政支出と対照的である。

8. 金融緩和の推進は、民間部門での調整の進展もあって、1995年末にかけて金利感応的な住宅投資を急拡大させたほか、為替相場の円高修正、株価の上昇を伴いつつ、設備投資や個人消費における回復の広がりを支援した。こうした状況のもと、物価の下落に歯止めがかかりつつあるほか、企業収益も増加している。金融緩和は、金融負債超過主体への所得移転を通じて、経済全体の投資性向を高めて景気を刺激する効果を持つと考えられる。実際に、利払い負担の低下に伴い非製造業や中小企業でも企業収益が回復し、設備投資の回復に広がりがみられつつある。
9. この数年間、景気の拡大を制約してきた構造調整圧力のうち、産業構造調整については、製造業において生産面でのシフトが顕著に進むなど、一定の進展がみられている。このように、構造変化の方向性が明らかとなるにつれ、企業の事業展開に関する不透明感が薄まりつつある。また、非製造業においても、規制緩和等を背景にいくつかの分野で調整が進み始めた。
10. バランスシート調整については、一部に進展の動きもみられるが、全体として依然大きな圧力が残っている。企業の利払い負担は金融緩和のもとで全体として低下しているが、不動産業を始めとする非製造業や中小企業では、売り上げやキャッシュフローに比べて大きな債務残高を抱えており、債務返済圧力は依然根強い。金融機関は、不良債権を抱え自己資本が実質的に毀損している中で、融資活動などにおいて積極的にリスクを取りにくい状況におかれている。こうしたバランスシート調整問題も、引き続き景気拡大の制約要因として働いてきたと考えられる。そうしたもとで、今後、不良債権や担保不動産の流動化が容易になれば、それぞれの調整が迅速に行い得るようになり、景気にも好影響を与えるものと期待される。
11. 今後、わが国の景気は、ストック調整や産業構造調整の進展を背景に、各分野での需要回復が相乗効果を持ち、民間需要の回復力が高まっていくものと期待できる。ただし一方では、企業・金融機関のバランスシート調整圧力が引き続き大きく、産業構造調整圧力も非製造業中心に尾を引くとみられる。したがって、当面景気回復のテンポは、過去の景気回復期に比べれば緩やかなものにとどまる可能性が高い。

12. 1995年度中の経済動向をみると、規制緩和や制度の整備などの構造政策が、日本経済に備わる潜在力を引き出すという面で着実な成果を挙げてきた。金融面では、特に資本市場において規制緩和が進んだ。これは、金融に求められているリスク仲介・情報集積機能の向上に資するものと評価できる。しかし、日本全体の金融の機能を向上させるためには、資本市場の整備のみならず、銀行部門を通じる金融仲介の再活性化が避けて通れない。このため、金融機関が直面する不良債権問題の解決が急がれる。その際、不良債権や担保不動産の処理を公正かつ効率的に進めるためには、市場メカニズムに則して行うことが重要である。こうした点でも、市場機能を高める規制緩和や制度の見直しが引き続き求められる。

(目 次)

1. 実体経済の動向
 - (1) 景気の展開
 - (2) 雇用・物価
 - (3) 対外収支
2. 金融政策の展開と金融面の動向
 - (1) 金融政策の展開
 - (2) 金融・為替市場の動向
 - (3) 通貨・信用量の動向
 - (4) 金融システムの動向

【BOX 1】住専処理の枠組み
3. 金融緩和の浸透と拡張的財政政策の効果
 - (1) 財政政策の効果
 - (2) 金融緩和の効果
 - (3) 景気拡大力の相乗効果

【BOX 2】ニューディール期、高橋財政期における財政政策

【BOX 3】構造的財政収支について

【BOX 4】収益還元理論からみた地価水準

【BOX 5】金融緩和の純利子所得に与える影響
4. 経済構造調整の進展度合い
 - (1) 産業構造調整
 - (2) 家計・企業のバランスシート調整
 - (3) 金融機関のバランスシート調整

【BOX 6】欧州での失業率の高止まりと米国での所得格差の拡大

【BOX 7】Credit ViewとCredit Crunch

【BOX 8】米国RTCによる不良債権処分と不動産市場活性化
5. 日本経済の展望と課題
 - (1) 日本経済の展望
 - (2) 金融の規制緩和など構造政策の成果

【BOX 9】規制緩和によるビジネス・チャンス拡大の例

1. 実体経済の動向

(1) 景気の展開

わが国経済の動向をみると、1993年末に回復過程に入った景気は、1995年度前半に一旦足踏みしたが、年末にかけて再び回復に向かい、その後も緩やかな回復を続けている（図表1、後掲図表2）。以下、景気動向を時間の経過に沿ってみる。

景気は、1993年末に2年半にわたる調整局面を脱し、1995年初までは緩やかながらも回復基

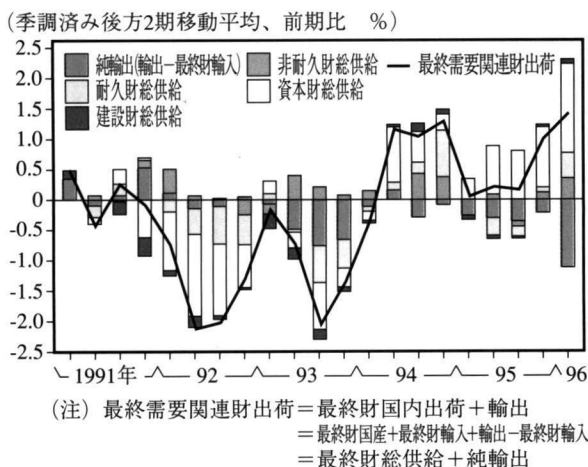
調を辿っていたが、1995年春先以降は足踏み状態となった。すなわち、1994年初から増加を続けてきた鉱工業生産は、1995年4～6月にはほぼ横這いとなり、7～9月には減少した。また、「日銀短観」でみた企業の景況感も、4～6月までは改善傾向を示していたが、7～9月には悪化した。

景気が足踏みとなったのは、設備投資や個人消費の回復力が十分高まらないもとので、①生産等が、1995年初に発生した阪神・淡路大震災に伴い、一時的に下振れ、②輸出が急速な円高や米国景気の一時的な減速（後掲図表3）などから減少し、③公共投資が息切れするとともに、金利低下期待が高まるにつれ住宅投資が先送りされた、などのことが影響した。

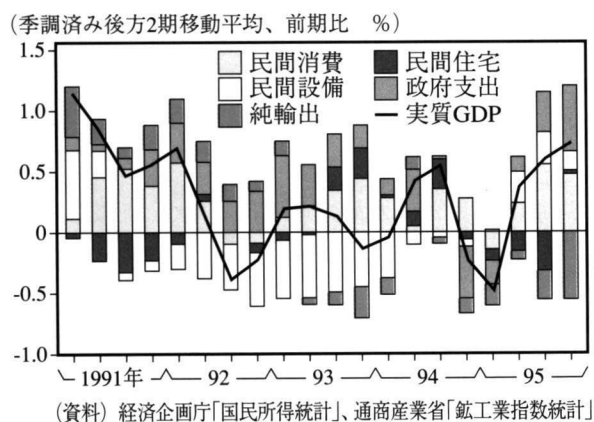
このような状況のもとで、景気の浮揚を促進するため、また物価が過度に下落した場合の日本経済に及ぼす影響にも配慮しつつ、日本銀行は1995年3月から9月にかけて2回の公定歩合の引き下げを含め、計4回の金融緩和措置を実施した。その結果、9月には公定歩合は0.5%となった。この間、財政面では、積極的な円高・景気対策が講じられ、1995年4月、6月の「緊急円高対策」に続いて、9月には、総額14.2兆円に及ぶ過去最大規模の経済対策が公表された。また、為替市場においても、1995年4月のG7で「為替相場の秩序ある反転が望ましい」旨の合意が打ち出され、主要国通貨当局との協調介入も実施された。

1995年10～12月以降は、金融財政面での政策対応が効を奏したこともあって、国内景気は再び回復に向かった。すなわち、公共投資は、円高対策の一環として、1995年度本予算および阪神・淡路大震災の復旧工事を盛り込んだ第1次補正予算の執行が促進されたため、秋口に向け

(図表1) 経済成長
(1) 最終需要関連財出荷



(2) 実質GDP



(図表2)

景 気 指 標 (概 観)

	1994年7~9月	10~12月	95年1~3月	4~6月	7~9月	10~12月	96年1~3月
鉱工業生産 ＜季調済み前期比 %＞	1.4	2.1	1.0	0.2	△ 1.6	2.1	0.4
＜前年比 %＞	1.8	6.0	6.2	5.1	1.1	1.4	1.0
業況判断 D.I. (主要企業、全産業) ＜「良い」-「悪い」ポイント＞	△ 36	△ 30	△ 24	△ 21	△ 23	△ 18	△ 15
実質消費支出(全世帯) ＜前年比 %＞	0.5	△ 2.2	△ 2.5	0.1	△ 0.6	△ 1.6	2.5
全国大型小売店販売額 ＜前年比 %＞	△ 0.8	△ 1.5	△ 2.2	△ 1.7	△ 1.5	△ 2.1	1.8
家電販売 ＜前年比 %＞	20.8	10.7	8.6	12.2	5.4	11.6	14.8
乗用車新車登録台数(除軽) ＜前年比 %＞	4.2	2.5	9.0	1.1	0.5	5.7	△ 1.0
＜季調済み年率 万台＞	352	340	361	338	352	361	362
新設住宅着工戸数 ＜前年比 %＞	1.7	2.5	△ 2.9	△ 11.9	△ 10.6	0.8	4.4
＜季調済み年率 万戸＞	157	155	152	142	140	156	158
機械受注 (民需、除く船舶・電力) ＜前年比 %＞	2.8	10.1	2.2	14.2	2.4	10.3	8.7
建築着工床面積 (民間、非居住用) ＜前年比 %＞	△ 1.0	△ 0.1	△ 0.1	3.6	4.1	△ 1.2	16.3
公共工事請負金額 ＜前年比 %＞	△ 3.8	△ 2.8	△ 23.3	4.0	2.9	9.5	46.0
有効求人倍率 ＜季調済み 倍＞	0.64	0.64	0.65	0.63	0.61	0.63	0.67
実質輸出 ＜季調済み前期比 %＞	2.7	2.9	△ 0.2	3.4	△ 3.8	4.2	△ 3.4
実質輸入 ＜季調済み前期比 %＞	3.6	1.3	2.9	4.3	1.9	7.2	1.1

(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」

(図表3)

海外経済

(1) 実質GDP

(単位 前年比 %)

	1993年	94年	95年				96年	
			1~3月	4~6月	7~9月	10~12月	1~3月	
米 国(注)	2.2	3.5	2.0	0.6	0.5	3.6	0.5	2.8
内需(寄与度)	2.9	4.0	2.1	1.4	0.9	2.9	△0.5	3.6
外需(寄与度)	△0.7	△0.5	△0.1	△0.8	△0.5	0.7	1.1	△0.8
E U (欧州連合)	△0.6	2.9	n.a.	3.6	2.9	2.4	n.a.	n.a.
ドイツ	△1.2	2.9	1.9	3.0	2.3	1.7	1.0	n.a.
フランス	△1.3	2.8	2.2	4.2	2.6	1.8	0.3	n.a.
英国	2.2	4.0	2.5	3.4	2.5	2.1	2.0	2.0
アジア N I E s	6.3	7.6	7.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
韓国	5.8	8.6	9.0	10.0	9.7	9.8	6.8	n.a.
台湾	6.3	6.5	6.1	7.0	6.5	6.0	4.9	5.3
中 国	13.5	11.8	10.2	(1~3月) 11.2	(1~6月) 10.3	(1~9月) 9.8	(1~12月) 10.2	(1~3月) 10.2

(注) 米国の四半期計数は季節調整済み前期比年率。

(2) 物 価

(単位 前年比 %)

	1993年	94年	95年				96年		
			1~3月	4~6月	7~9月	10~12月	1~3月		
米 国	生産者物価(最終財)	1.2	0.6	1.9	1.7	2.1	1.6	2.2	2.2
	消費者物価 <同・除く食料品・ エネルギー>	3.0	2.6	2.8	2.8	3.1	2.6	2.7	2.7
		<3.3>	<2.9>	<3.0>	<2.9>	<3.1>	<3.0>	<3.0>	<2.9>
ドイツ	生計費指数	4.5	2.7	1.8	2.0	1.9	1.7	1.7	1.6
フランス	消費者物価	2.1	1.7	1.8	1.7	1.6	1.8	1.9	2.1
英国	小売物価	1.6	2.5	3.4	3.4	3.4	3.7	3.2	2.8
韓国	消費者物価	4.8	6.2	4.5	4.6	4.9	4.0	4.5	4.9
台湾	消費者物価	2.9	4.1	3.7	4.2	4.1	2.5	3.9	3.0
中国	小売物価	13.2	21.7	14.8	19.9	17.2	12.8	9.3	7.7

(資料) 各国政府・中央銀行統計、欧州委員会、アジア開発銀行資料

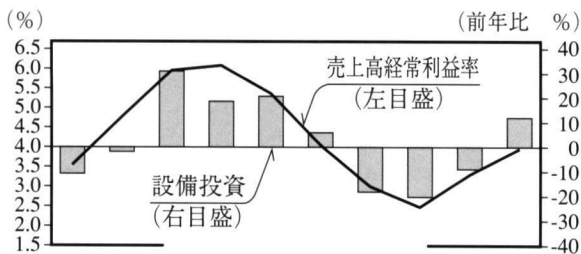
て増加した。その後、1995年9月の経済対策に基づく発注も、年末には現れ始め、年明け以降本格化した。また、1995年夏頃まで金利低下期待を背景に先送りされてきた住宅投資も、実際

に金利が一段と低下した秋以降はかなりのテンポで回復した。夏頃大きく減少した輸出は、米国景気の回復、円高修正や中国の買付再開などを背景に下げ止まった。

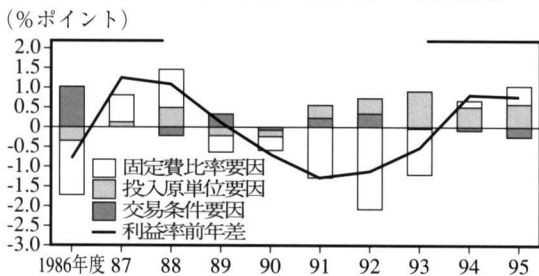
この間、民間需要は、緩やかながら回復を続けた。設備投資は、①長期にわたり投資が抑制されてきたことによる更新投資需要の高まり、②合理化努力や生産の持ち直しなどによる企業収益の改善（図表4）、③情報・通信関連といった新規成長分野の拡大、などを背景に大企業・

(図表4) 企業収益と設備投資(製造業・大企業)

(1) 売上高経常利益率と設備投資



(2) 売上高経常利益率前年差の要因分解



- (注) 1. 売上高経常利益率、設備投資は、法人季報における製造業・大企業（資本金10億円以上）の石油石炭業を除くベース。
 2. 1995年度については、売上高経常利益率水準は4～12月の季調値の平均、設備投資は4～12月の前年比、売上高経常利益率の前年差は4～12月の前年同期差。
 3. 売上高経常利益率前年差の要因分解は以下の式による。

$$\Delta\left(\frac{\pi}{S}\right) = \frac{P_1 \cdot I}{S} \cdot \left(\frac{\Delta P_0}{P_0} - \frac{\Delta P_1}{P_1}\right) \quad \text{交易条件要因}$$

$$+ \frac{P_1 \cdot I}{S} \cdot \left(\frac{\Delta O}{O} - \frac{\Delta I}{I}\right) \quad \text{投入原単位要因}$$

$$- \Delta\left(\frac{FC}{S}\right) \quad \text{固定費比率要因}$$

S=売上高 π=経常利益 I=投入数量
 O=産出数量 P₁=投入価格 P₀=産出価格
 FC=固定費

(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」、日本銀行「製造業部門別投入・産出物価指数」

製造業を中心に緩やかな回復を続けた。最近では、製造業・大企業の設備投資のみならず、やや出遅れていた非製造業や中小企業にも持ち直し傾向がみられるなど、徐々に回復に広がりが見られている。また、個人消費も、円高修正や株価の持ち直し等を背景に消費者マインドが改善するもとの、乗用車、パソコン、携帯電話関連(注1)など新商品による刺激効果もあって、回復傾向を辿った。

こうした最終需要の回復に伴って在庫調整が進捗し、10～12月以降生産は増加に転じた。また、企業の業況感も10～12月以降再び改善した。1996年に入ってから、需要、生産、所得の各方面で景気回復の動きが広がりを見せている。

もともと、回復テンポ自体については、過去の景気回復期に比べて緩やかなものにとどまっている(図表5)。

(2) 雇用・物価

雇用情勢をみると、1994年中には改善の兆しもみられたが、前述の景気動向を反映して、1995年度入り後は再び厳しさを増すこととなった(図表6(1))。例えば、有効求人倍率は、1994年から1995年初にかけて若干上昇したが、1995年半ばには再び低下した。また、失業率は、1994年中には一旦悪化に歯止めがかかりつつあったが、1995年入り後に再び悪化し、年初に既往ピークを更新した後も上昇を続けた。

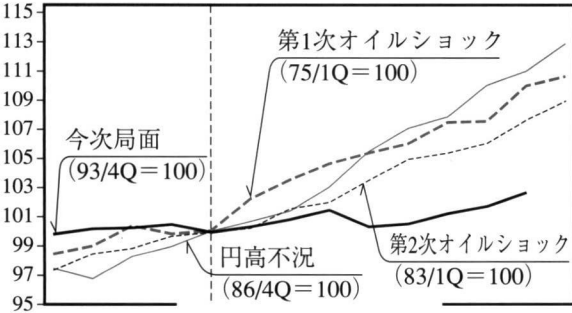
その後、1995年度後半に景気が再び回復に向かうと、雇用指標も幾分改善に向かった。例えば、有効求人倍率は10～12月から上昇に転じ、失業率も1996年1～3月には幾分改善した。加えて、常用雇用者数の前年比伸び率は、非製造

(注1) 前掲図表1(1)では、パソコン、携帯電話は資本財に分類されている。

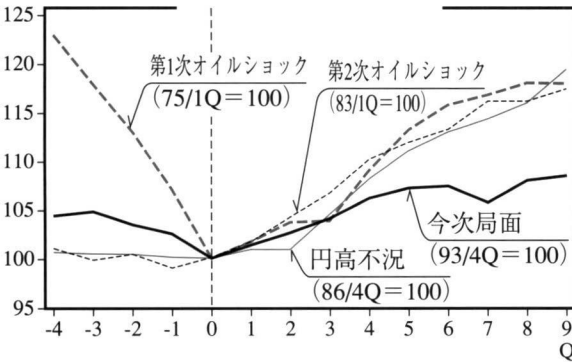
(図表5) 景気回復の局面比較

(1) 実質GDP

(ボトム=100) 景気ボトム



(2) 鉱工業生産



(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」

業を中心に増加幅をやや拡大し、賃金面でも、生産増に伴う所定外給与の増加を主因にやや持ち直した。しかし、バブル期に膨らんだ人件費負担を抑制する企業スタンスに大きな変化は窺われない中で、失業率がなお高水準にあるなど雇用指標の改善幅は依然小幅なものにとどまっております。雇用情勢は引き続き厳しい状況にある。

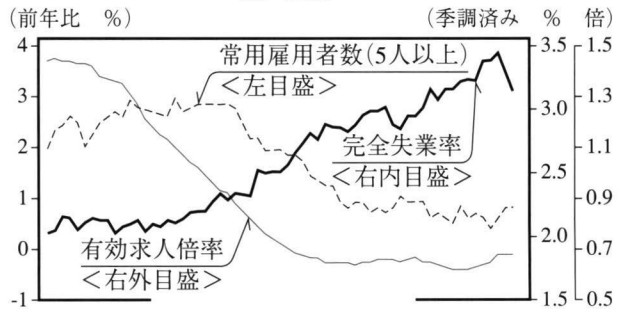
物価情勢をみると、1994年後半から円高進行以前にかけては下げ止まりつつあったが、1995年春先には再び下落に転じた(図表6(2))。す

なわち、国内卸売物価は、円高進行が本格化する前は、需給緩和の後退から前年比下落幅が縮小する傾向にあったが、1995年4月以降、円高の進行に加えて国内需給が再び引き緩み傾向を強めたため、下落幅を拡大した。また、消費者物価(全国、除く生鮮食品)の前年比は、緩やかな低下傾向を継続し、4月以降は約8年ぶりに前年水準を下回った。企業向けサービス価格も大幅に前年水準を下回った。

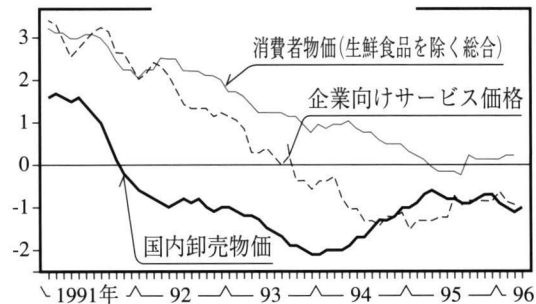
しかし、1995年秋以降は、こうした軟化傾向にも徐々に歯止めがかかりつつある(注2)。例え

(図表6) 雇用・物価

(1) 雇用



(2) 物価



(資料) 労働省「毎月勤労統計」「職業安定業務統計」、総務庁「労働力調査」「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」

(注2) GDPデフレーターは、1994年7～9月以降6四半期連続で前年比マイナスとなっている。これには、GDPデフレーターの特徴として、CPI等の一般の物価指数と異なり、算出の際にウエイトが各品目の取引額に応じて変動するため、パソコンのように価格低下幅の大きい品目のウエイトが上昇すると、そのウエイトの変化自体がデフレターの押し下げに作用することが影響している。

ば、国内卸売物価は、年末にかけて、円高の修正や内需の回復を反映して前年比下落幅を幾分縮小した。また、消費者物価も、被服価格の下げ止まりなどから、1995年9月以降前年を若干上回って推移している。企業向けサービス価格は、不動産賃貸料やリース料などを中心に引き続き前年割れで推移しているが、円高修正の影響や内需の回復などから、前年比下落幅は昨年中央頃までに比べ縮小している。

地価の動きをみると、商業地が引き続き下落傾向にあるほか、1994年後半以降下げ止まり地合いにあった住宅地も、1995年前半のマンション販売の頭打ちおよびそれに伴う開発業者の土地手当の慎重化等から、再び下落に向かった。

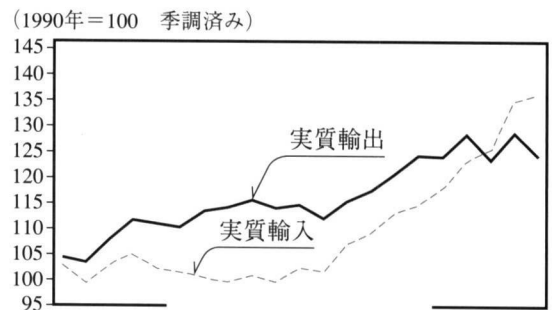
(3) 対外収支

対外収支をみると、1995年度は貿易、経常収支のいずれでみても大幅に黒字幅が縮小した(図表7)。対外収支の黒字幅が大幅に縮小したのは、輸出が伸び悩む一方で、輸入が輸出を上回る高い伸びを続けたためである(実質輸出(注3)：1994年度+6.7%→1995年度+3.4%、実質輸入：1994年度+10.8%→1995年度+13.8%)。すなわち、輸出は、1994年中アジアを中心とする海外景気の拡大や日本企業の海外生産シフトに伴う誘発輸出もあって、資本財、生産財を中心に増勢を続けた。しかし、1995年夏にかけて、春先の急激な円高や米国景気の減速、中国の関税査察強化などから、増勢が鈍化した。その後も、海外経済の拡大テンポが全体としてみればやや鈍化する中、海外現地生産の立ち上がりに伴う輸出代替の進展もあって横這い圏内の動きにとどまっている。他方、輸入は、アジア諸国

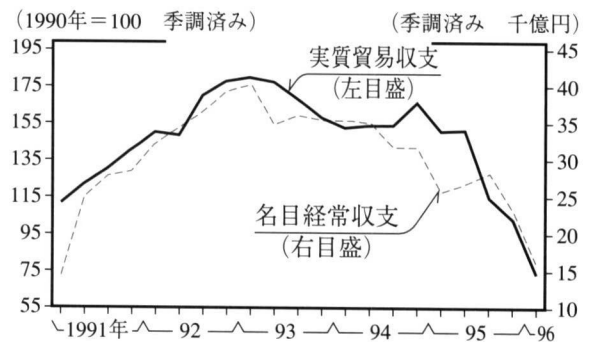
の供給力拡大を背景とする国際分業体制の広がりや日本企業による逆輸入の動きに、情報関連機器に対するわが国の旺盛な需要増の影響が加わり、1995年度も高い伸びを続けた。

この結果、対外収支は実質、名目いずれでも黒字幅が急速に縮小した。例えば、1995年10～12月における経常収支黒字の対GDP比率は1.9%と、四半期ベースでは1991年1～3月(1.3%)以来の水準にまで低下した。

(図表7) 実質輸出入
(1) 実質輸出入



(2) 実質貿易収支と名目経常収支



- (注) 1. 実質輸出(入)は、通関輸出(入)金額を輸出(入)物価指数で各々デフレートした上指数化したもの。
2. 実質貿易収支は、通関輸出(入)金額を輸出(入)物価指数でデフレートし、その輸出入差を指数化したもの。

(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3) 1990年価格ベース。

2. 金融政策の展開と金融面の動向

(1) 金融政策の展開

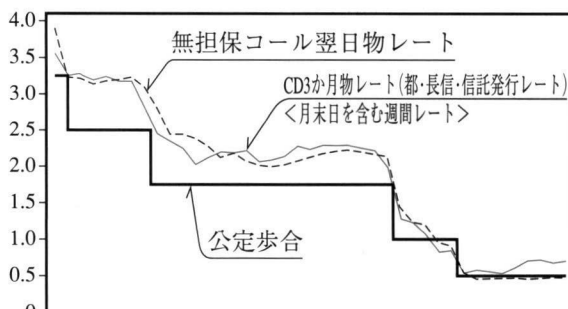
(1995年度の金融政策)

1995年度中、日本銀行は一段の金融緩和措置を採った。すなわち、日本銀行は1995年3月末、景気の回復テンポがより緩慢なものとなってきたことに対応して、短期市場金利の引き下げ措置を実施した。1995年度に入ってから、4月14日には、円高の一段の進行や株価等資産価格の軟調持続等のもとで、景気回復基調の持続性が損われることが懸念されたため、公定歩合を0.75%引き下げて1.0%とした。本措置を受けて、無担保コールレート翌日物は1.2~1.3%程度に低下した（図表8（1））。その後夏にかけて、景気回復の動きが足踏み気味となり、物価面でも全般的に下落圧力が根強い状況となったことなどから、7月7日には、短期市場金利の一段の低下を促す措置を実施した。その際、短期市場金利が平均的にみて公定歩合をある程度下回って推移することを想定している旨表明し、市場への潤沢な資金供給を行った。こうしたもとで、無担保コールレート翌日物は、7月下旬以降、概ね0.8~0.9%で推移した。

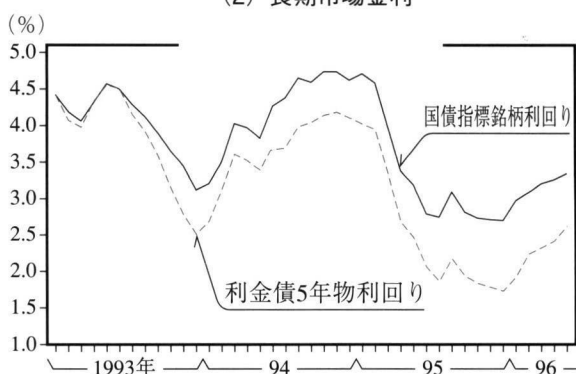
こうした金融緩和措置を反映した金利の低下や、円高修正とともに、企業の景況感の過度な萎縮が食い止められ、株価も持ち直した。しかし、その一方で全般的な物価下落圧力が根強く持続するもとで、経済活動の足踏み状態が長引く可能性が懸念された。このような状況を踏まえて、日本銀行は、9月8日、公定歩合をさらに0.5%引き下げて0.5%（1991年7月以降の公定歩合の累計引き下げ幅は5.5%）とすると同時に、短期市場金利が平均的にみて公定歩合をやや下回る水準となるように運営するという金融

(図表8) 市場金利

(1) 短期市場金利



(2) 長期市場金利



(注) 1. 月中平均値（公定歩合は月末値）。1996年5月の値は5月24日までの平均値。ただし、CDは5月13日~17日の週間レート。

2. 利金債5年物は興銀債（店頭売り気配）。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」等

調節姿勢を表明した。本措置実施に伴い、無担保コールレート翌日物は公定歩合の水準を下回る0.4%台にまで低下した。

(公開市場操作手段の整備・拡充)

この間、日本銀行は、日々の金融調節手段の整備・拡充に引き続き努めた。具体的にみると、まず、TBの即日入札オペレーションの活用頻度を高めたほか、従来は指値方式で対応していた即日決済の手形買入オペレーションについて、7月以降入札方式への切り替えを進める（注4）

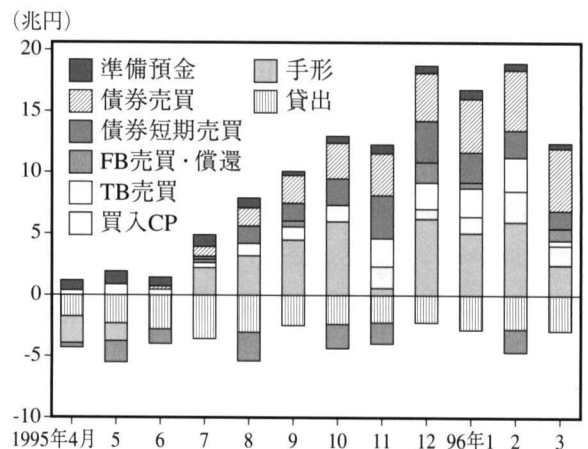
(注4) この結果、1995年11月以降、指値方式による手形買入オペレーション残高は皆無となった。

など、調節手段の透明性向上にも努めた。また、各種オペレーション手段の活用による資金供給力の拡大という観点では、7月以降、債券買い切りオペレーション（いわゆる輪番オペ）および債券現先オペレーションを従来以上に活用したほか、年末の資金不足ピーク期に向けては、1991年以来行われていなかったCPオペレーションを入札方式に改めた上で再開し、買い入れ先も従来の短資会社のほかに金融機関、証券会社を加えた。

一方、金融調節手段としての日本銀行貸出の位置付けについても、大幅な見直しが行われた。これまで日本銀行貸出は、その機動性の高さから、中心的な調節手段の1つとして位置付けられてきたが、上記のような各種オペレーション手段の整備・拡充を進めてきた結果、7月7日の短期市場金利引き下げ措置実施以降、年末の

資金不足期（注5）も含め、オペレーション手段の活用により潤沢な資金供給を行い（図表9）、安定的な市場地合いを維持することができた。

(図表9) 金融調節

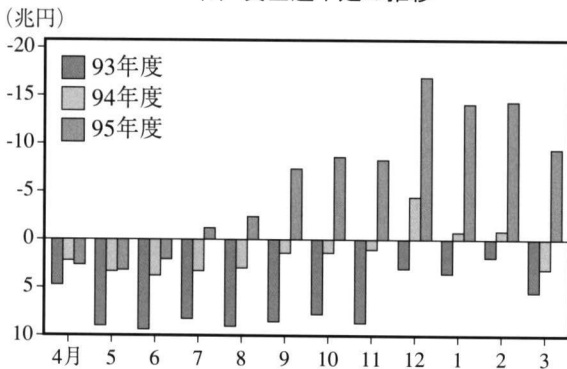


(注) 1. 4月からの累積ベース。プラスは資金供給を示す。
2. 「手形」は買入手形と売出手形の合計。
(資料) 日本銀行「経済統計月報」

(注5) 1995年度の資金需給動向をみると、①政府系金融機関の貸出の伸び率の大幅な低下等から、財政部門の対民収支が年度後半を中心に全体として受け超（過去2年間はいれ超）となったこと、②金利低下による機会費用の低下等を背景に銀行券発行残高の伸び率が高まったこと、等から、年度央以降資金不足幅が大きく拡大した（下図）。

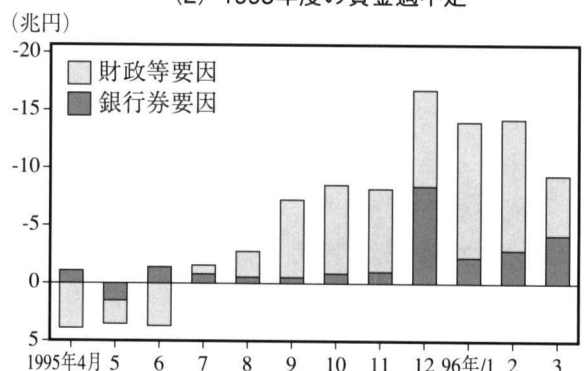
資金需給

(1) 資金過不足の推移



(注) 4月からの累積ベース。マイナス（プラス）は資金不足（余剰）を示す。
(資料) 日本銀行「経済統計月報」

(2) 1995年度の資金過不足



こうした状況をも踏まえ、日本銀行は、市場金利の急変時等のごく例外的な場合を除き、原則として日本銀行貸出を調節手段として使用せず、マーケット・オペレーション中心の金融調節を行うこととした（注6）。

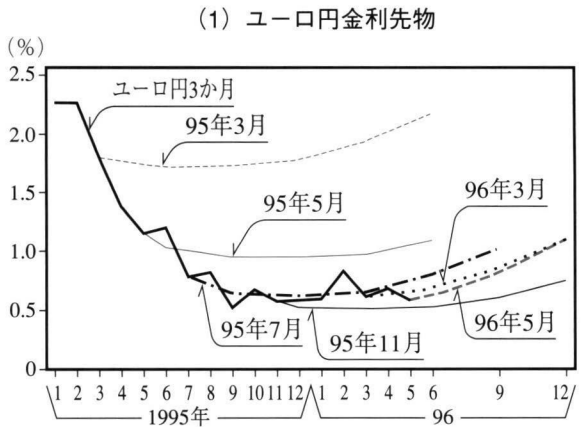
（2）金融・為替市場の動向

（1995年度初から7月初までの動き）

1995年度初から7月初の緩和措置実施までの間の金融市場の動向をみると、まず為替相場は、1995年2月後半から加速した円高の流れを受けて、4月中旬には円の対ドル相場が東京市場で一時80円割れ（4月19日：79円75銭）と戦後最高値を更新した。その後も米国景気減速に対する懸念と円高の行き過ぎに対する警戒感等が交錯する中、概ね80円台半ばで推移した（図表10）。こうした中で、短期市場金利はターム物を中心に4月央の公定歩合引き下げ後も弱含みで推移した（前掲図表8（1））。市場の金利観をみる

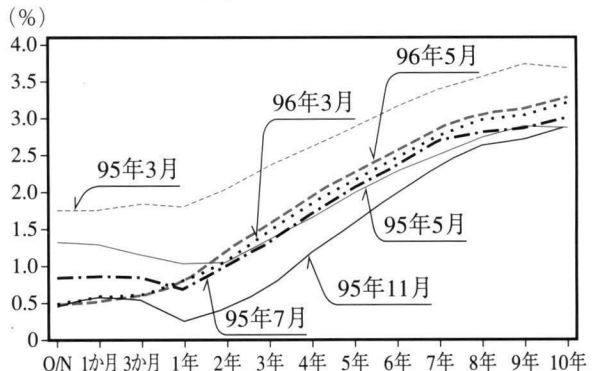
と、5月以降、ユーロ円金利先物レートは、1995年9月限まで緩やかな低下となった後、1996年6月限まで概ねフラットの状態となったほか、イールド・カーブについても、2年物程度まで緩やかな逆イールドを形成した（図表11）。

（図表11） 市場の金利観



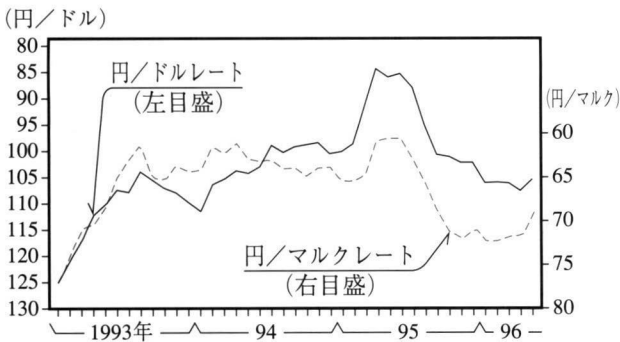
（注）1. ユーロ円3か月は月末値（1996年5月は24日）。
2. ユーロ円金利先物は月末時点（1996年5月は24日）の各限月値。

(2) イールド・カーブ



（注）オーバーナイトから3か月物までは無担保コールレートの月末値。1年物から10年物までは、残存期間別の長期国債利回りの月末値。1996年5月は24日時点。
（資料）東京金融先物取引所「統計月報」、日本経済新聞社「日経金融新聞」、日本証券業協会「公社債店頭（基準）気配表」、日本銀行「経済統計月報」

（図表10） 為替レート



（注）月中平均値。1996年5月の値は5月24日までの平均値。
（資料）日本銀行「経済統計月報」等

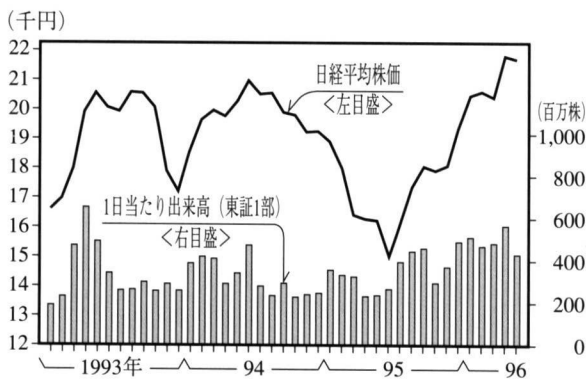
（注6）この結果、通常の場合、市中金融機関にとっても日本銀行貸出に対する必要性が著しく低下することから、1996年1月には、都市銀行9行を対象とした貸出限度額制度（日本銀行貸出への過度な依存を抑制する観点から1962年に導入）を廃止した。

このような金利先安感等を背景に、長期市場金利（長期国債の指標銘柄利回り）は5月下旬以降低下ピッチを早め、7月初には2.5%台にまで低下した（前掲図表8（2））。

なお、市場金利の低下を受けて、長短プライムレートが、それぞれ2度にわたって引き下げられた（短期プライムレート：3.0%→2.75%→2.375%、長期プライムレート：4.5%→3.6%→3.1%）。

この間、株価（日経平均）は景気の先行きに対する不透明感等を背景に5月下旬以降下落基調を辿り、6月中旬には2年10か月ぶりに15,000円を割り込んだ（図表12）。

（図表12） 株式市況



（注）月中平均値。1996年5月の値は5月24日までの平均値。

（資料）日本銀行「経済統計月報」

（7月初から9月上旬までの動き）

ターム物短期市場金利は、7月初の緩和措置を受けてCD3か月物レートを含め公定歩合を下回る0.8%台に低下し、その後は概ね横這いで推移した。一方、長期市場金利は、緩和措置当日に史上最低値（2.505%）を記録した後、8月中旬にかけては、一時的に景況感が改善したことを受けて3%台まで反転上昇したが、9月入

り後は3%をやや下回る水準にまで再び低下した。この間、ユーロ円金利先物でみた先行き1年程度における市場の金利観は、緩やかな金利上昇を織り込む程度で推移した。

一方、為替相場については、それまでの急速な円高に関する警戒感が台頭する中で、為替市場における主要国通貨当局の協調行動等から、市場の円高心理が修正され、つれて、円も軟化し始めた。すなわち、円の対ドル相場は7月初の85円前後から8月初には90円程度に反落し、その後も9月初にかけて97～98円の水準にまで軟化した。また、円の対独マルク相場も61～62円から67円程度まで下落した。

この間、株価（日経平均）は、7月初には一旦バブル崩壊後の最安値（1992年8月18日：14,309円）をザラ場で割り込む局面もみられたが、その後は急回復し、8月中旬以降は概ね18,000円を挟む水準でもみ合いとなった。

この間、市場金利が引き続き低下したため、長短プライムレートは7月上旬に再度引き下げられた（短期プライムレート：2.375%→2.0%、長期プライムレート：3.1%→2.7%）。

（9月上旬から年末にかけての動き）

9月上旬の公定歩合引き下げ以降、年末にかけての動きをみると、株価の上昇基調がより確かなものとなる一方で、長期市場金利は概ね安定的に推移し、市場の金利観にも大きな変化は生じなかった。

すなわち、株価は、円高修正もあって企業収益の回復期待が徐々に強まってきたことを反映して、12月入り後一段と水準を切り上げ、年末には一時20,000円台を回復した。この間、無担保コールレート翌日物は、公定歩合および短期市場金利の引き下げ措置を受けて0.4%台に低下

したが、長期市場金利は年末にかけて2.6～2.9%の比較的狭いレンジで推移した。なお、円対ドル相場は、総じて100～102円台で安定的に推移した。

こうした中で海外市場においては、邦銀に対する信認の低下を背景に、邦銀の平均的な外貨資金調達コストが欧米の主要銀行に比べて相対的に高くなる現象（いわゆるジャパン・プレミアム）が目立ち始めた。特に年末越え資金の調達圧力が高まった10月末には、ユーロドル・ベース（3か月物）で一時0.5%程度にまでプレミアムが拡大した。もっとも、その後年末にかけては、振れを伴いつつも徐々に縮小した（図表13）。

なお、公定歩合引き下げ措置に伴う市場金利の低下から、短期プライムレートが9月中旬に

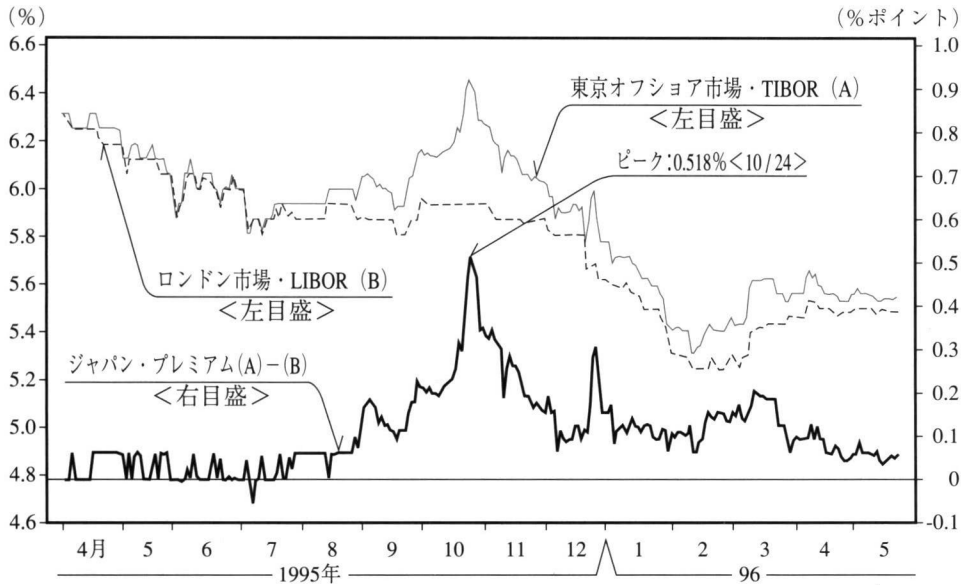
引き下げられた（2.0%→1.625%）ほか、一旦引き上げられた長期プライムレートも年末にかけて2度引き下げられた（2.7%→3.0%→2.8%→2.6%）。

（年度末にかけての動き）

年度末にかけての金融市況をみると、景気回復期待が徐々に強まる一方、住宅金融専門会社の処理策に関する国会審議の難航など金融システムに対する不透明感が再び台頭するという状況の中で、振れを伴いつつも、長短金利は強含み、株価は引き続き上昇する展開となった。

すなわち、長期市場金利は、景気回復期待の高まりから、2月末にかけて、一旦3.4%程度まで上昇（注7）したが、3月入り後は、市場予想

（図表13） ユーロドル市場におけるジャパン・プレミアム



（注）1. 東京オフショア市場・TIBOR（3か月物）はQUICKの集計値。ロンドン市場・LIBOR（3か月物）は英国銀行協会（BBA）の集計値。TIBORのリファレンス・バンクは邦銀中心、LIBORのリファレンス・バンクは外銀中心となっていることから、両レートの差は、邦銀と外銀の平均的な調達コスト差を示しているものと考えられる。
2. 直近は5月24日時点。

（資料）日本経済新聞社「日本経済新聞」等

（注7）これには、指標銘柄変更に伴う技術的な利回り上昇（+0.2%程度）も影響している。

比弱めの鉱工業生産統計や短観の発表等を受けてやや軟化し、3.2%を挟む水準で推移した。この間、ターム物短期金利もほぼ同様の動きとなった。なお、市場の金利観を窺うと、昨年末までの金利の低位安定期待が後退し、春先以降に緩やかな金利上昇（ユーロ円金利先物の1996年12月限でみて1.0%強）を織り込む格好となった。また株価は、住宅金融専門会社の処理策に関する国会審議難航等の影響もあって、3月半ばに一時20,000円台を割り込む局面もみられたが、その後は、企業収益の増加予想等から21,000円台にやや上昇した。この間、円の対ドル相場は、わが国の貿易黒字が縮小を続けるもとの、円安気味の動きとなった。

なお、更年後の長期市場金利上昇から、長期プライムレートが小刻みに引き上げられた(2.6%→2.8%→3.0%→3.2%)。

(1996年度入り後の動き)

1996年度入り後の金融市場は、景気回復期待の高まりを徐々に織り込む展開となっている。すなわち、ターム物短期金利が安定的に推移する中で、長期市場金利は3.2~3.4%の水準で強含んでいる。また、株価（日経平均）は企業収益の改善期待に支えられ、1996年4月下旬に4年2か月ぶりに22,000円台を回復した後も総じてみれば堅調な動きとなっている。為替相場は、円の対ドル相場が概ね100円台半ばで推移する一方、1995年10月以降71~72円で推移していた円の対独マルク相場は、ドイツ経済の景気減速等を反映し、70円を下回る水準となっている。

(3) 通貨・信用量の動向

(信用量の動向)

個人部門の資金調達をみると、住宅信用では、

住宅金融公庫借入れが、既往高金利借入れの期限前返済の増加を背景に伸び率を低下させた一方、全国銀行借入れは、同公庫融資分の肩代わり等から大幅な増加となったため、住宅信用全体では、1994年度に引き続き堅調な伸びを示した。一方、住宅信用以外の一般消費者信用残高（全国銀行）は、前年割れの状態を続けた（図表14）。

次に、企業部門の資金調達動向をみると、民間金融機関借入れでは、ウエイトの高い全国銀行借入れ（前年比）がスプレッド借入れの増嵩等を背景に年度後半から徐々に伸び率を高めた（図表15）。もっとも、こうした伸び率上昇には、優良企業を中心に政府系金融機関からの既往高金利の借入れを借り換える動きが大きく寄与した。実際、政府系金融機関（住宅金融公庫を除く10公庫）からの借入れ（前年比）は、民間からの借入れが持ち直した1995年央から顕著に伸び率を低下させている。この結果、企業部門の借入れは、1995年度中についても全体としては緩やかな伸びにとどまった。

(図表14) 個人向け貸出

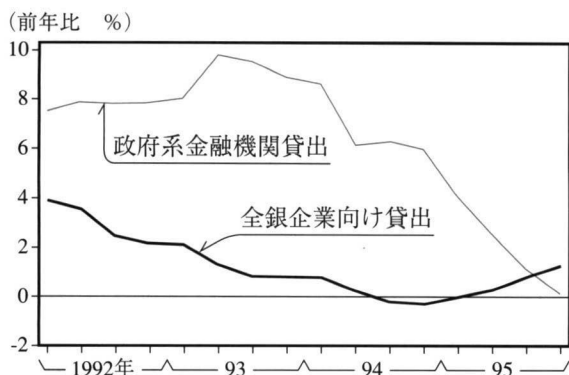
(単位 末残前年比 %)

	住宅信用 合計	住宅信用		消費者信用<全国銀行> ()内は新規貸出前年比%
		全国銀行	住宅公庫	
1992年度末	4.6	0.9	8.8	△3.2 (△20.7)
93	7.1	1.4	12.9	△6.8 (△22.3)
94	9.6	2.3	16.3	△7.3 (△10.4)
95年6月末	9.3	2.8	15.1	△7.7 (△15.9)
9	8.9	7.9	9.7	△7.7 (△ 2.7)
12	8.4	13.1	4.6	△7.1 (△ 4.0)
95年12月末 残高(兆円)	107.7	51.1	56.6	16.0

(注) 全国銀行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」

(図表15) 企業部門の借入れ (1)



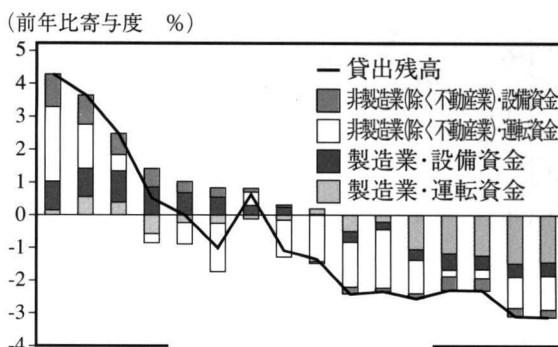
(注) 1. 政府系金融機関＝日本開発銀行＋日本輸出入銀行＋国民金融公庫＋農林漁業金融公庫＋中小企業金融公庫＋北海道東北開発公庫＋公営企業金融公庫＋中小企業信用保険公庫＋環境衛生金融公庫＋沖縄振興開発金融公庫
 2. 全銀企業向け貸出はインパクトローンを含む。
 3. 1993年第2四半期以降は当座貸越を含む。
 (資料) 日本銀行「経済統計月報」

なお、全国銀行借入れ（ユーロ円インパクトローンを除く）について、企業規模別・資金使途別の動向を窺うと、大企業（資本金10億円以上）では、設備投資が基本的にはキャッシュフローの増加の範囲にとどまっているほか、引き続き有利子負債を圧縮する動きが根強いこともあって、設備資金、運転資金ともに低調に推移した。一方、中堅・中小企業では、依然として資金需要に盛り上がりや欠く状況にあるが、政府系金融機関からの振り替えもあって、非製造業の運転資金を中心に幾分伸び率が高まった(図表16)。

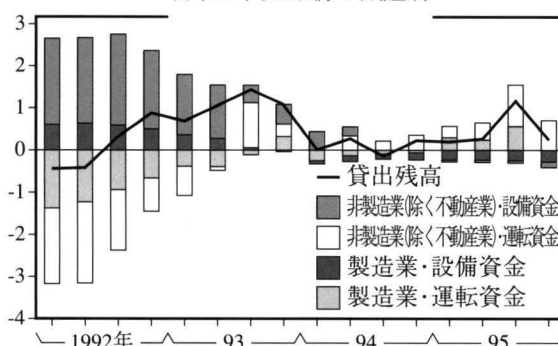
このように大企業については、金利面での有利性が高いスプレッド借入れを除けば、総じて借入れ資金需要が盛り上がりや欠く展開となったが、その一方で、資本市場調達については、年度後半以降、店頭登録企業を含め大きく増加

(図表16) 企業部門の借入れ(2)

(1)大企業(除く不動産業)



(2)中堅・中小企業(除く不動産業)

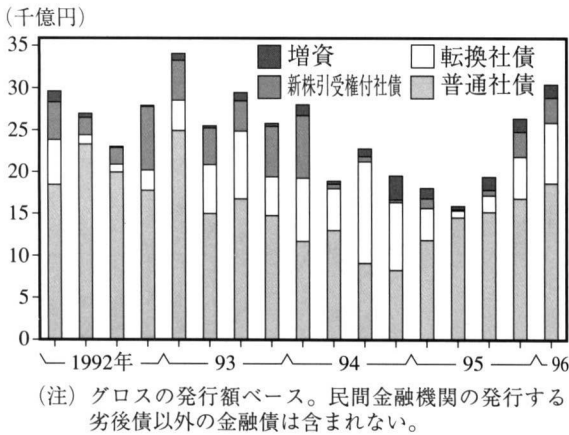


(注) 全国銀行ベース。
 (資料) 日本銀行「経済統計月報」

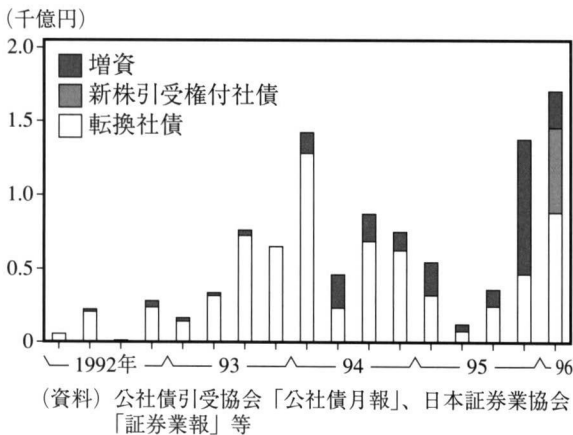
している（後掲図表17）。これには、株価が上昇するもとで長期金利の底値観が強まったこと等に加えて、適債基準の撤廃や社債管理会社不設置債の発行等の規制緩和や取引慣行の見直しも寄与した。なお、調達資金の使途については、電気機械等一部の業況好調業種を除けば、大宗が既往の金融機関借入れの返済やエクイティ物債券の償還に充当されたとみられる。

なお、公共部門では、公共事業支出の拡大や所得税減税の継続等を背景に、資金不足が拡大していることから、公共債発行高が増加を続けているほか、全国銀行の地方公共団体向け貸出

(図表17) 資本市場における資金調達



(参考) 店頭企業のエクイティ・ファイナンス



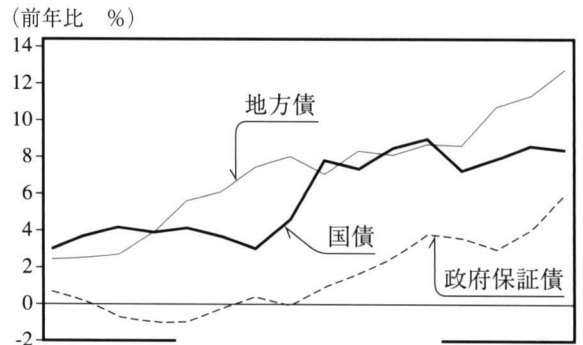
も高水準の伸びを続けている (図表18)。

(マネーサプライの動向)

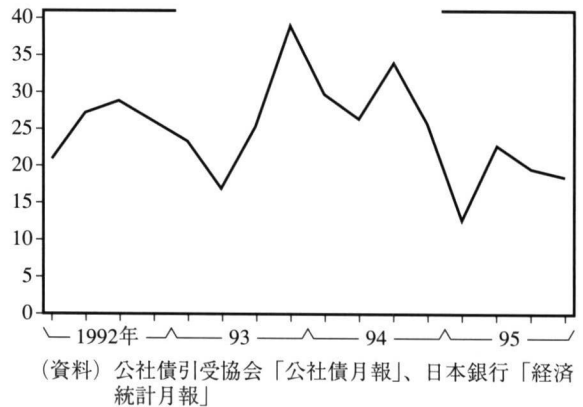
次に1995年度中のマネーサプライ指標をみると (図表19 (1))、代表的指標である $M_2 + CD$ (平残・前年比) は、前年度を幾分上回る3%前後で推移した。一方、より狭義のマネーサプライ指標である M_1 は、特に年度後半に急速に伸び率を高め、1996年1~3月の平残前年比は+15.5%にも達した。こうした M_1 の高い伸びについては、基本的には、金利低下が継続するもとで M_1 を保有する機会費用が低下したため

(図表18) 公共部門のファイナンス

(1) 公共債発行高



(2) 全国銀行の地方公共団体向け貸出残高

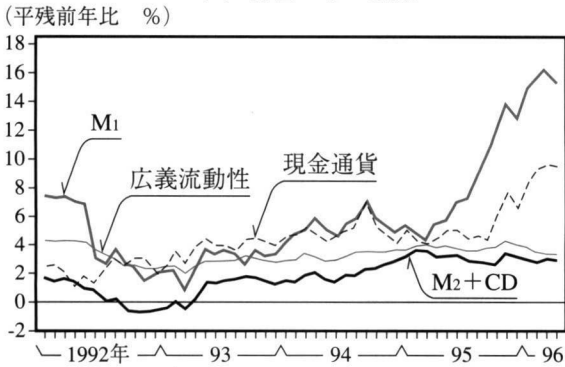


(図表20)、 $M_2 + CD$ 内で準通貨から預金通貨への振り替わりが特に個人部門で生じたことを反映したものと考えられる (図表19 (2))。この間、広義流動性 (平残・前年比) については、外債・公社債投信の増加から一時的に伸びを高めた1995年10~12月期を除いて、概ね3%台後半で安定的に推移した。

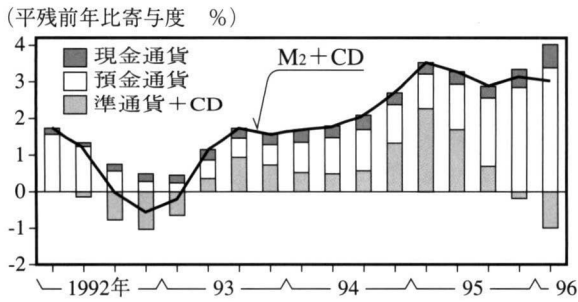
ここで、1995年度の $M_2 + CD$ の伸びの変動を、家計・企業・地方公共団体等通貨保有主体が保有する $M_2 + CD$ 対象外金融資産、その金融負債 (民間金融機関借入れ、公的金融機関借入れ、有価証券発行)、および他の経済主体の資金過不足 (財政純支払い、海外資金不足) の動

(図表19) 各種マネー指標

(1) 各種マネー指標

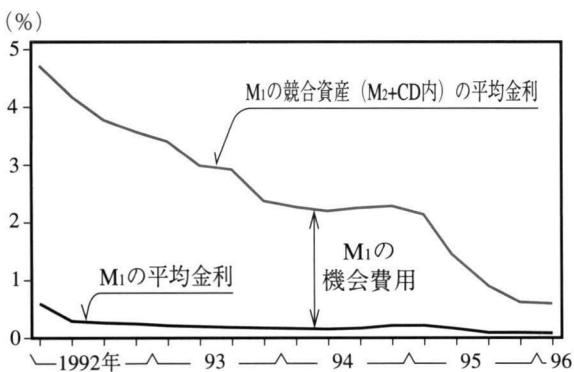


(2) M2+CDの寄与度分解



(資料) 日本銀行「経済統計月報」

(図表20) M1保有の機会費用



(注) M1 (現金通貨および預金通貨) および M1 の競合資産 (M2+CD内、準通貨および CD) の平均金利は、各々対象金融資産の利率 (現金はゼロ) を加重平均したものの。
(資料) 日本銀行「経済統計月報」

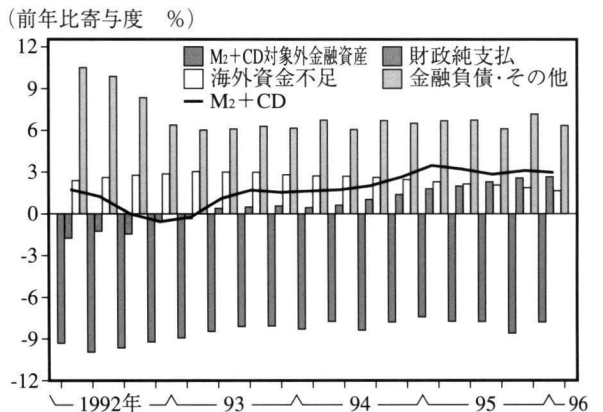
きから眺めてみよう (注8)。

M₂+CD 前年比に対するこれら要因の寄与をみると (図表21)、1995年度中の M₂+CD 前年比の伸び率の高まりは、①財政純支払いが減税の継続や公共事業の増加等を反映して押し上げ寄与を拡大させたほか、②資金調達も前述した資本市場調達 (社債、CP 等の金融機関保有分) の持ち直し等を背景に、前年度をやや上回る押し上げ寄与となったこと、等によって説明されることが分かる。一方、わが国経常黒字の着実な減少から、海外部門の資金不足の押し上げ寄与は縮小した。

この間、1995年度中の M₂+CD の流通速度 (名目 GDP / M₂+CD) は、M₂+CD が前年度に比べ幾分伸びを高める中で、年度後半から実体経済が回復に向かったこと等から、概ね横這い圏内で推移した (後掲図表22)。

(図表21) M2+CDの変動の背景

(通貨保有主体の統合バランスシートに基づく寄与度分解)

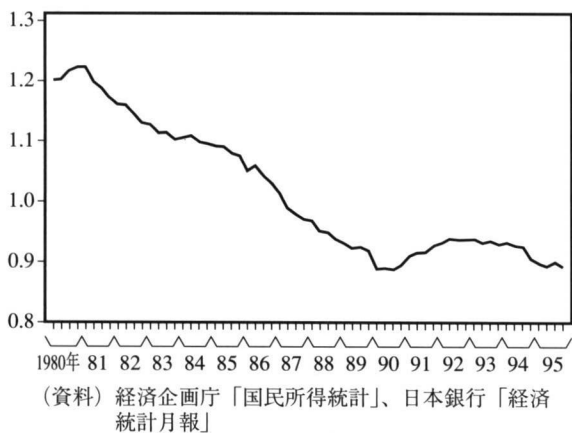


(注) 1995年第3四半期以前の要因分解は確報、末残ベース。1995年第4四半期、1996年第1四半期の要因分解は平残ベース (一部推計を含む)。M₂+CDは平残ベース。

(資料) 日本銀行「資金循環勘定」「経済統計月報」、大蔵省「外国貿易概況」

(注8) こうした分析手法の詳細については、「マネーサプライ統計とその変動の分析手法」(『日本銀行月報』1995年7月号)を参照。

(図表22) M₂+CDの流通速度
(名目GDP/M₂+CD)



(4) 金融システムの動向

1995年度中の金融システム面での動きをみると、金融緩和の継続等を背景に、銀行部門の業務純益は現行経理基準における既往ピークを記録した。こうした業務純益の大幅な増加や、1995年度末にかけての株価堅調に伴う株式売却益の増加等に支えられ、銀行部門は、全体としてみれば、高水準だった1994年度をさらに大きく上回る不良債権処理を行った。しかし、不良債権額はなお多額であり、また個々の金融機関の経営内容や体力に応じて処理の進捗度にばらつきがみられるなど、不良債権問題の克服はわが国の金融システムにとって引き続き重要な課題となっている。こうした中で、1995年度中にもいくつかの中小金融機関の破綻が表面化しその処理が行われたが、日本銀行は、これらのうち一部について、金融システム全体の安定維持の見地から、資金供与を行った。

(銀行部門の収益動向)

全国銀行の1995年度の収益動向 (速報ベース)

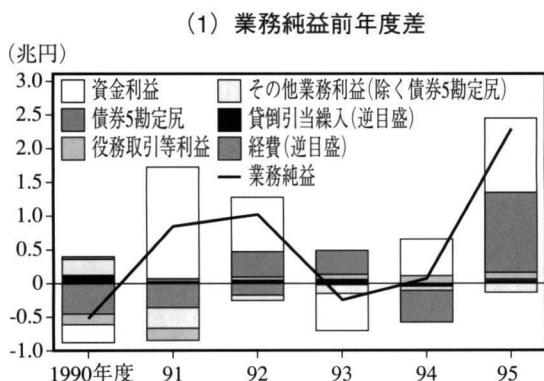
をみると、金融緩和継続のもとで、業務純益が6.7兆円 (前年度4.5兆円、前年比+50.3%) と現行経理基準 (1989年度以降) における既往ピークを記録し、株式売却益 (株式3勘定戻) も3.9兆円と前年度に比べて拡大した (同3.1兆円、同+26.4%)。全国銀行の業務純益の増加には、金利低下を主因に資金利益が拡大した (11.1兆円、前年度10.0兆円) ことに加え、債券売買損益 (債券5勘定戻) の黒字化 (1.2兆円、前年度0.0兆円) が大きく寄与した。この間、経費 (債券費を含む) は、銀行の経費抑制スタンスを反映して前年度並みにとどまった (図表23 (1))。

資金利益の拡大については、業態別にはやや異なった動きがみられるものの、全体としてみれば、金融緩和政策が金融機関の資産・負債の満期および基準金利構成の違いを通じて資金運用利鞘の拡大につながる構造を反映したものと考えられる (図表23 (2))。なお、銀行は、借り手に対し信用リスクの大きさに応じて慎重に利鞘を設定しているものとみられる。

(不良債権処理の進捗状況)

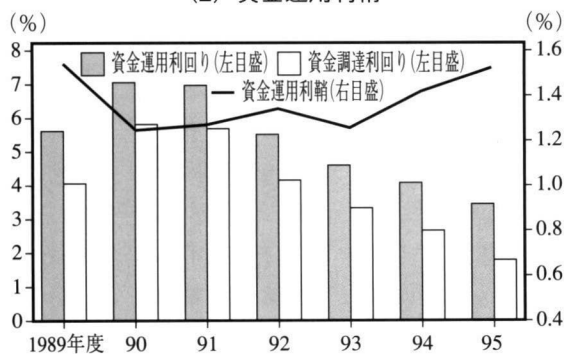
こうした状況下、全国銀行の貸出金償却等 (直接償却、債権償却特別勘定への繰り入れ、共同債権買取機構への債権売却損、債権放棄等の合計) は、住宅金融専門会社向け債権の一括処理や破綻した兵庫銀行関連等の大口案件のほか、関連ノンバンク向け債権の積極的処理等もあって13.0兆円と高水準の前年度 (5.7兆円) をさらに大きく上回った (図表24)。この結果、経常および当期利益段階では、初の赤字 (経常利益△2.9兆円、当期利益△3.9兆円) に転化し、減配に踏み切る動きが広範化した。

(図表23) 全国銀行の業務純益と資金運用利鞘



- (注) 1. 1995年度は速報値。
 2. 全店ベース。
 3. 債券5勘定戻 = 国債等債券売却益 + 国債等債券償還益 - 国債等債券売却損 - 国債等債券償還損 - 国債等債券償却
 4. 経費には債券費を含む。

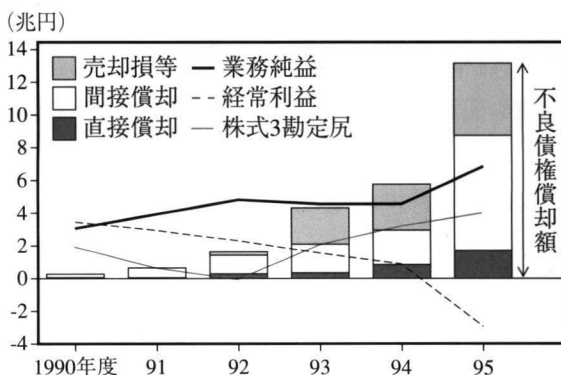
(2) 資金運用利鞘



- (注) 1. 1995年度は速報値。
 2. 国内店ベース。
 (資料) 各行「有価証券報告書」等

都市銀行・長期信用銀行・信託銀行の公表不良債権残高を破綻先および延滞先債権合計のベースで見ると、金利減免債権からの振り替わりもあって、引き続き増加している（1994年度末12.5兆円→1995年度末13.1兆円）。しかし、その引当率（狭義貸倒引当金、債権償却特別勘定、

(図表24) 全国銀行の不良債権償却と収益



- (注) 1. 1995年度は速報値。
 2. 全店ベース。
 3. 株式3勘定戻 = 株式等売却益 - 株式等売却損 - 株式等償却
 4. 不良債権償却額は銀行勘定。
 5. 売却損等 = 共同債権買取機構への債権売却損 + 債権放棄等
 (資料) 各行「有価証券報告書」等

特定海外債権引当勘定の合計の同不良債権残高に対する比率）は着実に上昇しており（1994年度末44%→1995年度末80%）（注9）、不良債権処理が一定の進捗をみている。

このように、多くの金融機関では不良債権の償却および引き当てといった会計上の処理が進んでいるが、不良債権額は全体としてなお多額にのぼっているほか、一部には体力に比べて不良債権の額が大きく、その処理が遅れている先もあるなど、不良債権問題はわが国金融システムにとって引き続き重要な課題となっている。こうした中で、各金融機関では、人員削減等の本格的なリストラ策に取り組み始めているほか、資本市場における規制緩和もあって、自己資本の増強を図る動きもみられている。

(注9) もっとも技術的には、分子の債権償却特別勘定に住宅金融専門会社（住専）向け貸出債権に係る引当金が含まれる一方、分母には住専向け等の金利減免債権を含まない。分子の債権償却特別勘定からも住専向け貸出債権に係る引当金を除くと、引当率（1995年度末）は50%強となる。

(金融機関の破綻処理と日本銀行の資金供与)

このような状況のもとで、1994年末以降最近までに11の中小金融機関の経営破綻が表面化し、その処理方針が発表された(図表25)。日本銀行は、このうち一部について、金融システム全体の安定を維持するための資金供与を行った(図表26)。

日本銀行は、こうした金融機関の破綻処理に係る資金供与については、①システミック・リスク(支払不能や信用不安が連鎖的に波及することにより金融システム全体が混乱に陥るリスク)が現実のものとなる惧れがあること、②他に当該資金を供与し得る主体がおらず日本銀行の資金供与が処理方策の策定、実施のために必要不可欠であること、③モラル・ハザード防止の観点から関係者の責任が十分に求められること、の3つの条件が満たされる場合に限り、これを実施することとしている。

また、日本銀行の資産は銀行券発行の裏付けとなるものであるため、日本銀行は、通貨に対する信認を維持する観点から、上記のような信用供与の実施に当たっても、日本銀行の財務の健全性確保に配慮することとしている。このため、日本銀行は、経営破綻先であるコスモ信用組合、木津信用組合および兵庫銀行に関する日本銀行法第25条貸出について、特別の準備金の積み立てを行った。

(金融システム安定化に向けた対応)

わが国金融システムが不良債権を巡る問題に直面し、また一部中小金融機関の経営破綻が表面化する中で、金融機関経営の健全性確保や金融機関の破綻処理の一層の円滑化のための検討が進められ、その基本的な枠組みが金融制度調査会の答申として1995年12月に公表された。同答申には、①司法上の倒産手続きを用いた金融機関の破綻処理手続きの整備、②預金保険制度の見直し(預金保険機構への預金者代理機能の付与や預金保険機構による預金等債権の買取制度の導入、および今後5年間の時限的措置としてのペイオフ<保険金支払い>コストを超える資金援助の導入等)、③金融機関の経営の改善を促すための早期是正措置等の導入、④信用組合の破綻処理を円滑に行うための時限的な受皿・回収機関として東京共同銀行の「整理回収銀行(仮称)」への改組、⑤住宅金融専門会社の資産等を引き継ぎ、回収不能な不良債権の処理を行う「住専処理機構」の設立、等が盛り込まれた。

政府は、1996年4月上旬、同答申を受けて、いわゆる金融4法案(注10)を国会に提出した。また、住宅金融専門会社の処理に関しては、一足先の1995年12月に公的資金の導入を含む処理策に関する閣議決定が行われ(後掲BOX1参照)、更年後の2月にはこれに基づく特別措置法案が国会に提出された。

(注10)「預金保険法の一部を改正する法律案」、「金融機関の更生手続の特例等に関する法律案」、「金融機関等の経営の健全性確保のための関係法律の整備に関する法律案」、「農水産業協同組合貯金保険法の一部を改正する法律案」の総称。

(図表25) 1994年末以降の金融機関の破綻処理

表面化時期	破綻金融機関	破綻処理の概要
1994年12月	東京協和信用組合 安全信用組合	両信用組合の事業を、日本銀行と民間金融機関の共同出資により新たに設立（1995年1月）された東京共同銀行に譲渡し、不良債権は債権回収機関に譲渡した（1995年3月）。
95年 2月	友愛信用組合	神奈川県労働金庫に事業譲渡するとともに、一般事業者向け貸出等を地元金融機関に移管し、不良債権は債権回収機関に譲渡した（1995年7月）。
7月	コスモ信用組合	東京共同銀行に事業譲渡し、不良債権は債権回収機関に譲渡した（1996年3月）。
8月	兵庫銀行	新銀行（「みどり銀行」）を設立（1995年10月）して、兵庫銀行の営業を譲渡した（1996年1月）。
8月	木津信用組合	「整理回収銀行（仮称）」（東京共同銀行を改組して設立予定）に事業譲渡する予定。
11月	福井県第一信用組合	福井銀行に事業譲渡し、不良債権は債権回収機関に譲渡する予定。
12月	大阪信用組合	東海銀行に事業譲渡し、不良債権は「整理回収銀行」に譲渡する予定。
96年 3月	太平洋銀行	新たに設立される銀行に営業譲渡を行う予定。
4月	山陽信用組合 けんみん大和信用組合	両信用組合は淡陽信用組合に事業譲渡を行い、不良債権は「整理回収銀行」に譲渡する予定。

(図表26) 金融機関の破綻処理における日本銀行の資金供与

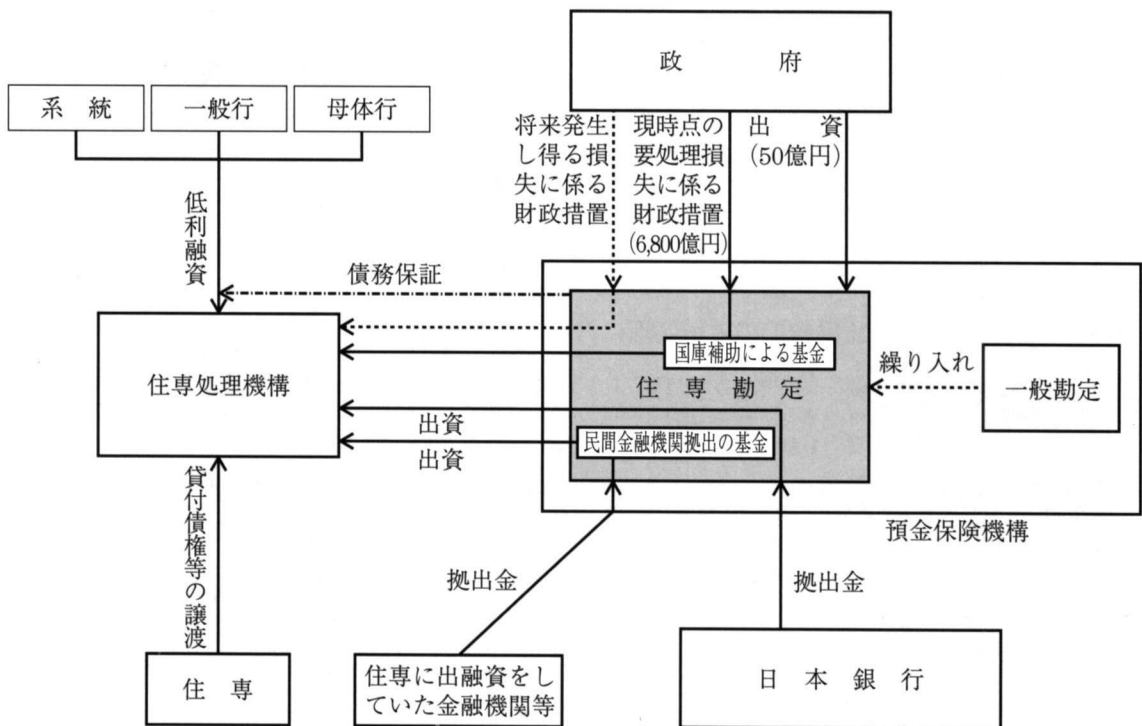
東京共同銀行の設立に係る出資	民間金融機関との共同出資により東京協和信用組合および安全信用組合の事業の全部譲り受けを行う普通銀行（東京共同銀行）を設立するため、日本銀行法第25条に基づき200億円を出資（1995年1月13日、政策委員会決定。同日、実施）。
コスモ信用組合への資金融通のための貸出	コスモ信用組合に係る処理方針が実施されるまでの間、同信用組合が預金払い戻しに要する必要最小限の資金を、日本銀行法第25条に基づく貸出により、全国信用協同組合連合会を通じて供給（1995年7月31日、政策委員会決定。随時実施。1996年3月25日、同信用組合の東京共同銀行への事業の全部譲渡とともに全額回収）。
コスモ信用組合の処理方針の一環としての東京共同銀行に対する貸出	コスモ信用組合の処理方針の一環として、同信用組合の事業の全部譲り受けを行った東京共同銀行に対し、5年間の累計で200億円程度の収益支援効果を想定した2,200億円の貸出を実施（1995年8月28日、1996年3月22日および4月26日、政策委員会決定。1996年4月26日実施）。
木津信用組合への資金融通のための貸出	木津信用組合に係る処理方針が実施されるまでの間、同信用組合が預金払い戻しに要する必要最小限の資金を、日本銀行法第25条に基づく貸出により、全国信用協同組合連合会を通じて供給（1995年8月30日、政策委員会決定。随時実施）。
兵庫銀行に対する貸出	兵庫銀行の経営問題に関する処理方針が実施されるまでの間、同行に対し、預金払い戻し等営業を継続するための必要最小限の資金を、日本銀行法第25条に基づく貸出により供給（1995年8月30日、政策委員会決定。随時実施。1996年1月29日、同行のみどり銀行への営業の全部譲渡とともに全額回収）。
みどり銀行に対する劣後特約付貸付	兵庫銀行の経営問題の処理方針の一環として、同行の営業の全部譲り受けを行ったみどり銀行に対し、同行の資本金の基盤が民間からの出資だけでは不十分な状況にあったため、同行の機能発揮に必要な資本金の基盤を確保させるための時限的かつ必要最小限の信用補完措置として1,100億円の劣後特約付貸付を日本銀行法第25条に基づき実施（1995年8月30日、1996年1月26日、政策委員会決定。1996年1月26日実施）。

[BOX 1]

住専処理の枠組み

住宅金融専門会社（いわゆる「住専」）を巡る問題の具体的な処理方針は、1995年12月に閣議決定された。そこでは、①住専処理機構を設立し、回収不能な不良債権に係る損失見込額（住専7社計で約6兆2,700億円）および欠損見込額（約1,400億円）を処理する、②母体行には住専に対する債権全額（3兆5,000億円）の放棄等、一般行には住専に対する債権のうち約1兆7,000億円の放棄等、系統金融機関には住専処理機構に対する約5,300億円の贈与等を要請する、③政府は預金保険機構に住専勘定を設け、1996年度当初予算において、同勘定に対して6,800億円を支出する、④住専処理機構は、預金保険機構の指導のもと、法律家、不動産取引の専門家等の参加協力を得て、法的手段を活用しつつ、債権の回収を強力に行う、等の内容が盛り込まれた。

住専処理方針の概要



3. 金融緩和の浸透と拡張的財政政策の効果

1993年末に回復を始めたわが国の景気は、1995年度前半には一旦足踏みとなったが、年末にかけて回復に向けた動きが再びみられ始めた。

1996年に入ってから、景気回復の動きが需要、生産、所得の各面で広がりを見せてきた。こうした景気の再回復は、1995年中に採られた金融財政政策の効果に負う部分が大きいとみられる。そこで、この章では、1995年中の政策が景気回

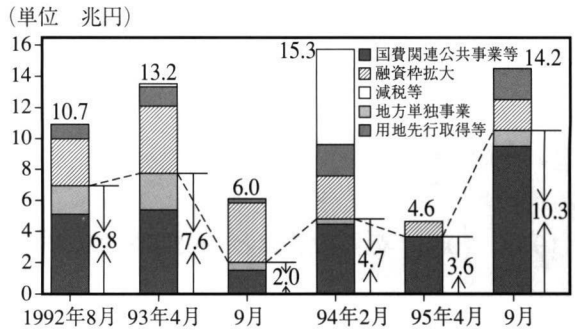
復を導いた経路を跡付けることを通じて、政策の効果に評価を加える。

金融財政政策は、1991年央からの景気後退局面において、ほぼ一貫して景気拡張的に運営されてきた。しかしながら、現実には景気は1993年末まで後退を続けた。このため、当時、経済政策の効果を疑問視する見方もでていた。こうした1993年までの経緯と対比して、1995年の拡張的経済政策が、なぜ景気回復に効果を持ったのかについても、分析を加える。

(1) 財政政策の効果
(1995年の経済対策)

1995年10～12月の実質GDP成長率は、前期比0.9%（年率3.6%）に達したが、このうち、公共投資は0.6%もの寄与を示した。これは、1995年度当初予算および阪神・淡路大震災の復旧工事を盛り込んだ第1次補正予算の執行が進んだことに加え、大規模な第2次補正予算の執行がこの時期に始まったためである。第2次補正予算の骨格は、第1章でみたとおり、1995年9月20日、景気のコト入れを狙って政府より経済対策として発表された。事業規模は14.2兆円と、過去の景気対策の中でも最大級のものであり、中でも資金的な裏付けのある国費関連の公共事業（国の直轄事業および地方自治体の国費補助事業）の規模が大きいことが特徴的である（図表27）。そして1995年後半から、公共投資の拡大と歩調を合わせて、建設関連財の出荷や商品市況が目立って回復した（注11）（図表28）。雇用

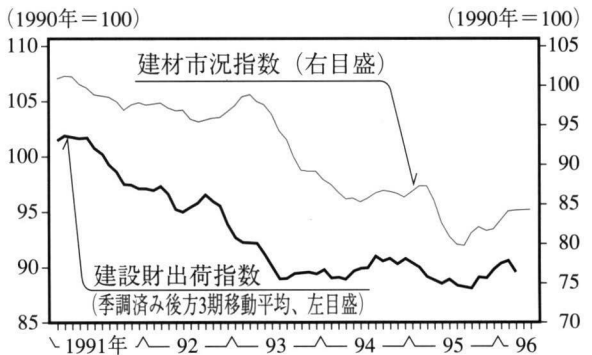
(図表27) 経済対策における事業規模



(注) ---は、公共事業として公的固定資本形成の押し上げに寄与する蓋然性が高いと思われる部分の事業費（ただし、用地費、国庫債務負担行為など翌年度以降に予算化される部分、を含むベース）。具体的には、国費関連公共事業等（一般公共事業費、災害復旧費、施設費等）と地方単独事業費。なお1995年9月については、「土地の有効利用の促進」の細目として用地取得費（1.2兆円）が別計上されたため、これに加えて他の対策とベースをそろえた。

(資料) 政府公表資料

(図表28) 建設関連指標



(注) 建材市況指数は、建設財14品目（鉄鋼、木材・木製品、窯業・土石、化学）の市況を国内WPIウエイトで加重平均したもの（月末値）。1996年5月は上旬の値。

(資料) 日本銀行「卸売物価指数」、通商産業省「鉱工業指数統計」

(注11) 建設財出荷については、1996年入り後、振れの大きな鉄骨、橋梁の反動から減少しているが、関連業界によると、4～6月以降再び増勢に転じるとみられる。

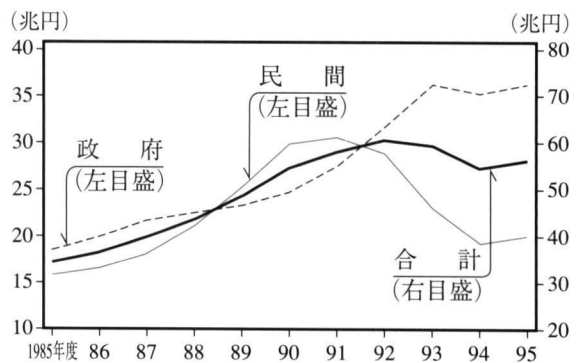
面でも、建設関連の雇用がじりじりと高まり、全体の雇用を押し上げている。こうした公共投資の総需要拡大効果は、第2次補正予算の執行が本格化した1996年1～3月にはさらに高まり、今後も当面続くとみられる。

(1992、1993年の財政支出と1995年の財政支出の評価)

1995年の拡張的財政政策が景気回復に効果を持った一方、1992、1993年には、同様に公共投資を中心に景気刺激が図られたにもかかわらず、景気は後退を続けた。景気回復が明らかとなるのは、大型の所得税減税がなされた1994年になってからであった。しかしながら、1992、1993年当時、公共投資の拡大が景気支持に効果を持たなかったわけではない。両年とも公共投資は実質GDPを1%も押し上げる寄与を示していた。民間需要の減退があまりに大きかったために、景気の回復には至らなかったのである。ちなみに、建設投資に関して政府と民間別にみると、1992、1993年とも政府需要が大きく増加したが、民間需要の減退がこれを相殺してあまりあり、結局全体の建設投資が横這いから減少となったことが分かる(図表29)。

公共投資の拡大は需要の増加に直結するため、景気に対する効果も直接的である。このため、1992、1993年のように民間需要が急速に減少する場合には、総需要を下支えすることを通じて、民間部門の調整に時間を貸す機能を果たし得る。しかし、民間部門に下方調整圧力が根強い状況

(図表29) 建設投資の官民内訳



(注) 1. 住宅を除くベース。建設省推計。
2. 1993年度は実績見込み、1994年度は見込み、1995年度は見通し。
(資料) 建設省「建設投資見通し」

のもとでは、公共投資がその調整圧力を打ち消すのは容易ではない。とりわけ、公共投資の拡大が景気浮揚につながらない一過性のものと見做された場合は、民間部門は将来の公共投資の縮小を予想して、関連する投資を拡大しない可能性が大きい。このため、公共投資が民間需要を誘発する、いわゆる「呼び水効果」は限定的にとどまりがちである(注12)。この点は1930年代の米国と日本での財政支出の拡大が示唆に富んでいる。いずれの場合も財政支出の拡大が図られた。しかし、米国の場合はニューディール期といえども1937年までは、財政支出の拡大があくまで漸進的になされた。その結果、財政支出が景気拡大に果たした役割について、今日では懐疑的な研究結果が多い(後掲BOX2の1参照)。一方、日本での1930年代の財政拡張、いわゆる高橋財政については(注13)、支出規模の

(注12) こうした減少は、公共投資の乗数効果(公共投資1単位の増加によって最終的に生じるGDPの増分)が低下している可能性を示唆するものである。確かに、経済企画庁の世界経済モデルによる公共投資乗数をみても、長期的には低下傾向を示している。また、ここ数年の動きに限ってみても、限界輸入性向が上昇しているとみられ、この面からは公共投資の乗数が低下しているとも考えられるが、限界消費性向やキャッシュフローに対する投資性向の動きを併せると必ずしも低下しているとは判断し難い。

(注13) 高橋は清大蔵大臣のもとでの1931～36年にかけて実施された積極的財政政策。

大きさもさることながら、重点項目を明らかにして実施された。これらが民間の先行き不透明感を減退させ、景気拡大に寄与したと考えられている（後掲BOX 2の2参照）。

1992、1993年に対して1995年後半のように、民間部門でリストラやストック調整（いずれも後述）などを経て景気回復の素地ができていく状況のもとでは、総需要を追加して経済活動の水準を一旦ある臨界点にまで高めることによって、景気に自律拡大力を招き入れる政策効果が働きやすい。さらに1995年の場合、厳しい財政事情にありながらも、「思い切った内需拡大策」として大規模な財政支出の拡大が短期間のうちにまとめられ、かつ「日本経済の構造改革を推進する」規制緩和なども同時に発表されたことで、総需要の^{かさ}高上げのみならず、民間部門の不透明感を薄める効果もあったものと考えられる。この意味で、この時期の大規模な財政支出の

拡大は、必要でもあり望ましかったと評価できよう。

一般的にあって、マクロ経済政策としての積極的な財政政策は、景気が自律回復過程に入ったあかつきには、その役割を終える。現に、民間需要が回復基調に転じた後に財政政策が景気中立的に戻っても景気回復が頓挫した例は、日本では過去数十年にわたってほとんどみられない。ちなみに、景気回復期の実質GDPをみると、公共投資の成長寄与が景気の谷を境に大きく縮小ないしはマイナスに転じた時でも、民間需要の拡大によるプラス寄与がそれを上回り、全体の回復基調は損なわれていない（注14）（後掲図表30）。逆に、一旦景気が拡大に向かっても、財政支出の削減が十分進まなかった例は、高橋財政の末期（後掲BOX 2の2参照）のみならず、近年でもたびたびみられる（注15）。

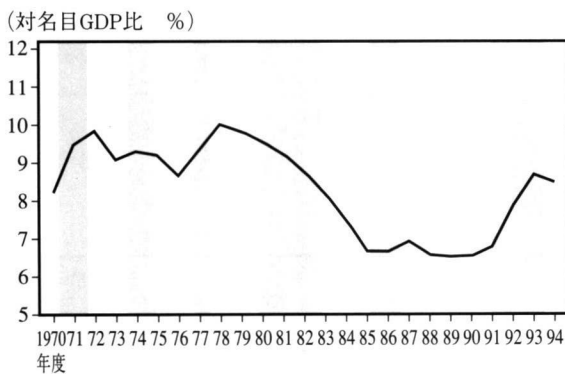
景気拡大期には税収が増加するため、財政赤

（注14）第1次オイルショック後の景気回復期に当たる1976年には、財政の息切れを契機に景気はミニ調整に至り、また最近の1995年の景気足踏みも地方財政を中心とした公共投資の減少が1つの背景となったが、いずれの場合も需給ギャップが大きく、民間需要の回復基盤が弱かった。

（注15）景気拡大が軌道に乗った後、これに合わせて財政支出が削減されていけば、景気ボトムからピークに向けて公共投資の対GDP比率は低下するはずである。しかし、過去の実績をみると、1983～84年を除き、同比率は目立った低下を示さなかった（下図）。

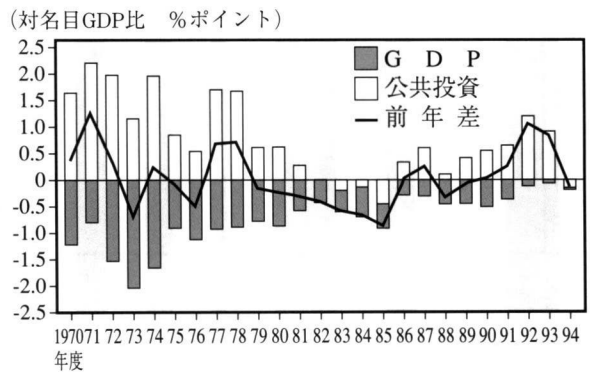
公 共 投 資

(1) 公共投資（名目）



（注）シャドーは景気後退局面。
（資料）経済企画庁「国民所得統計」

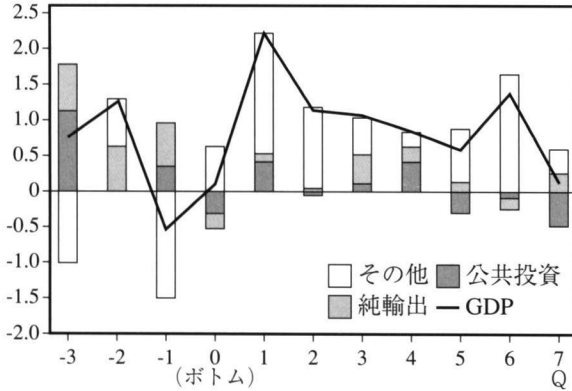
(2) 公共投資（対名目GDP比）前年差の要因分解



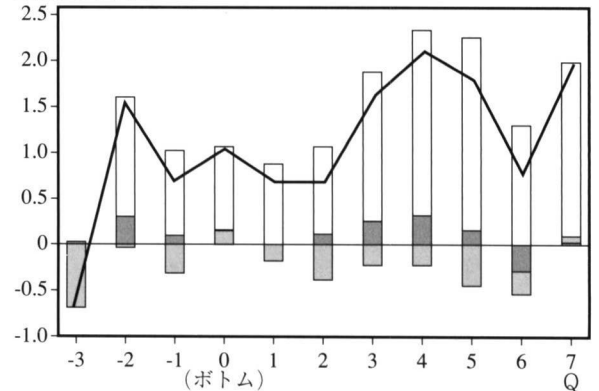
(図表30)

景気回復期の実質GDP

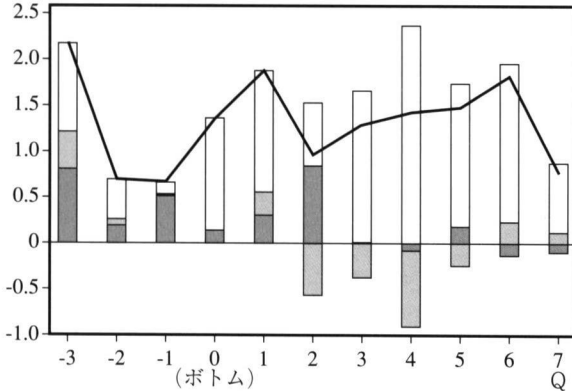
(1) 第1次オイルショック後 (ボトム=1975/1Q)
(前期比寄与度 %)



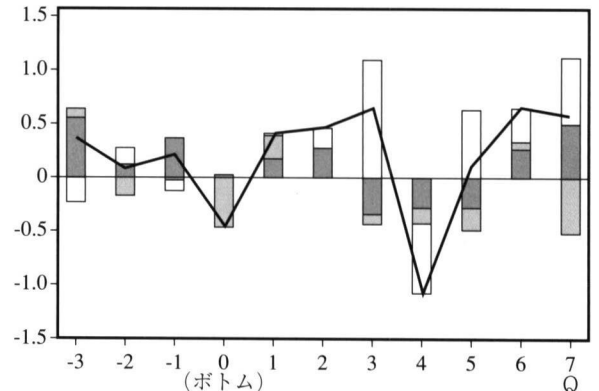
(4) 円高不況 (ボトム=1986/4Q)
(前期比寄与度 %)



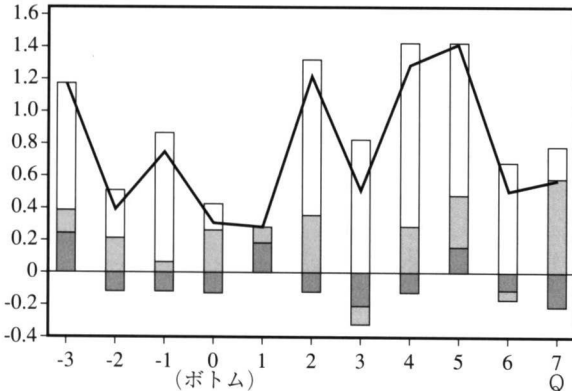
(2) ミニ調整 (ボトム=1977/4Q)
(前期比寄与度 %)



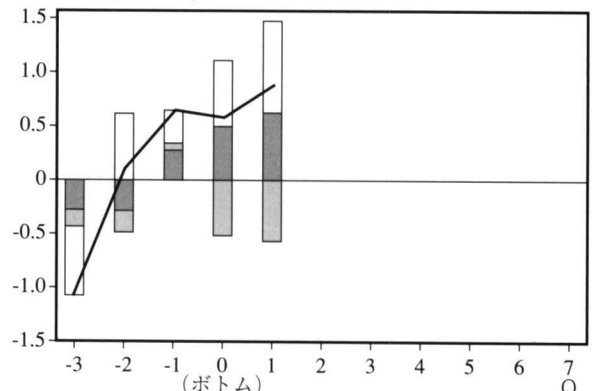
(5) 1994年度回復 (ボトム=1993/4Q)
(前期比寄与度 %)



(3) 第2次オイルショック後 (ボトム=1983/1Q)
(前期比寄与度 %)



(6) 1995年度の景気足踏み前後 (ボトム=1995/3Qとする)
(前期比寄与度 %)

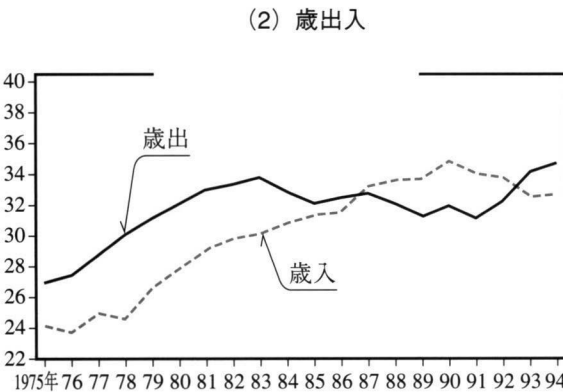
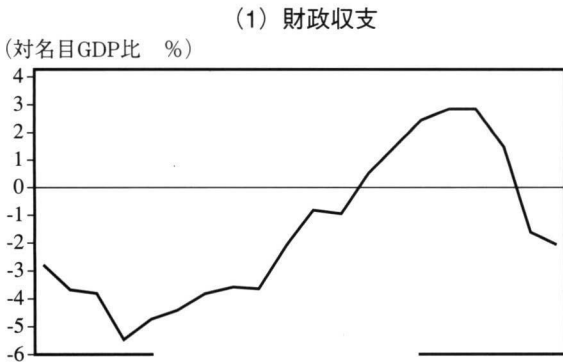


(資料) 経済企画庁「国民所得統計」

字が縮小し、この面からの歳出削減要請が小さくなるのが、景気拡大にもかかわらず財政支出の削減が不十分になる傾向を招いていると考えられる。現に、景気回復が明らかになっていた1979年や1989～90年にも、財政バランスが税収増から表面上赤字幅が縮小、ないし黒字幅が拡大する中で、財政支出は高止まりを続けた（図表31）。

そこで、最近の財政赤字を、こうした景気循環に伴う税収の増減を調整したいわゆる「構造

（図表31） 日本の財政収支



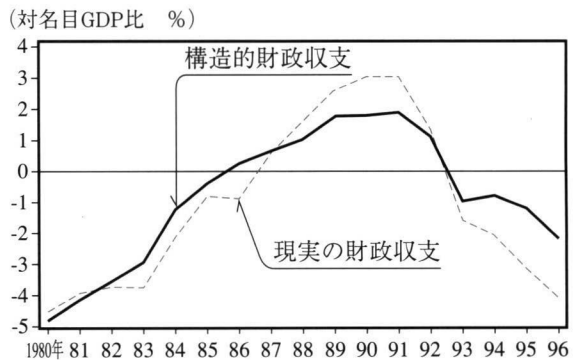
(注) 1. 一般政府（中央+地方政府+社会保障基金）ベース。
 2. 各項目については、以下のとおり定義。
 財政収支=貯蓄投資差額
 歳入=受取+固定資本減耗+資本移転（純）
 歳出=支払-貯蓄+総固定資本形成+土地の購入（純）
 (資料) 経済企画庁「国民所得統計」

的財政収支」でみてみよう。IMFの試算では、1996年の赤字は、財政再建をスタートさせた直後の1980年代前半に匹敵する高水準にまで拡大している（図表32、後掲BOX3参照）。また、1992年まで唯一黒字を保ってきたわが国の財政収支は、1993年に赤字に転化して以降、表面上のみならず、構造赤字でみても、G7諸国中既に中位にあり、他のG7諸国が財政再建を進めていることとは対照的に悪化している（後掲図表33）。

(2) 金融緩和の効果

第2章でみたとおり、1995年中、日本銀行は、2回の公定歩合の引き下げを含め、4回にわたって金融緩和措置を図った。この結果、昨年9月に公定歩合は0.5%と古今東西、最低の水準に達し、その後もその水準を続けている（注16）。こうしたもとで、後述の民間部門における調整の進展もあって、1995年末にかけて、金利感応

（図表32） 日本の構造的財政収支



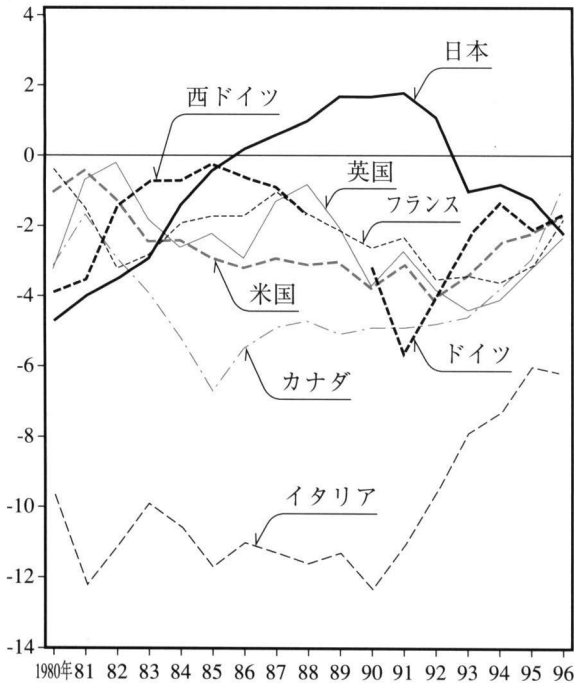
(注) 1. 一般政府（中央+地方政府+社会保障基金）ベース。
 2. 構造的財政収支はIMF推計による。
 3. 1995年以降の現実の財政収支はIMF見通しによる。

(資料) IMF “WORLD ECONOMIC OUTLOOK”

(注16) これまでの史上最低の公定歩合は1%で、大恐慌から第2次世界大戦にかけての米国と、1978、1979年に巨額の短期資金の流入に見舞われたスイスで記録された（ただし、特殊な例として、第2次世界大戦中、米国で戦費調達支援のために公債担保による貸出に限り0.5%の特別金利が採られた）。

(図表33) G7の構造的財政収支

(対名目GDP比 %)



(注) 1. 一般政府(中央+地方政府+社会保障基金)ベース。IMF推計による。
 2. ドイツについては、1988年以前が西ドイツベース、1990年以降が統一ドイツベース。
 (資料) IMF “WORLD ECONOMIC OUTLOOK”

的な住宅投資が急拡大したほか、為替相場が円安方向に動き、株価も上昇する中で、設備投資や個人消費へと景気回復の裾野が広がった。

ここでは、こうした金融緩和と景気との関係

を改めて整理しよう。

(金利と支出活動)

住宅投資が金利に感応的であることは、経験的に知られている。また、平均的な世帯について、所得と返済負担から割り出した住宅資金の調達可能額(住宅取得能力)を推計すると、持家やマンションの着工戸数と似た動きをしていることが分かるが、この取得能力には金利の高低がかなり影響する(注17)(図表34)。言い換えれば、金利が低い時には資金を調達して住宅を取得することのメリットが大きいため、現実にも住宅投資が刺激されると考えられる。低金利の需要刺激効果は、このように、将来投資するよりも現在投資した方が有利であることに起因する。

個人消費については、全体としては金利の影響が判然としないが、耐久消費財に限ると低金利が消費を刺激することが窺える(注18)。これは、耐久消費財については、食料や光熱などの非耐久財消費やサービス消費に比べて消費のタイミングを選択しやすいので、低金利のメリットが実現しやすいからであろう。

企業の設備投資についても、低金利は投資を将来ではなく現在実施するように促す効果がある。この点は、金利が設備投資の期待収益率よ

(注17) 例えば、現在の金利水準を前提に、3,500万円の住宅を取得できる予算を準備した家計にとっては、金利が1%異なると、同じ予算のもとでは、取得できる住宅価格が300万円程度も上下する計算になる。

(注18) ちなみに、財別の消費関数を推計すると、耐久消費財については、金利に有意な関係がみられる。ここで使用した耐久消費財関数は以下のとおり。

$$C^d_t = -7.79 + 0.58 \cdot C^d_{t-1} + 1.10 \cdot Y_t + 0.17 \cdot Y_{ex} - 0.02 \cdot P - 0.02 \cdot RR$$

(Δ3.40) (6.19) (3.72) (4.86) (Δ4.53) (Δ4.08)

推計期間：1975年第1四半期～95年第1四半期 R²=0.996 S.E.=0.033 ARテスト：F(5,70)=1.79 (誤差項の系列相関なし) ()内はt値

C^d_t：当期の耐久財向け実質消費支出(対数値)

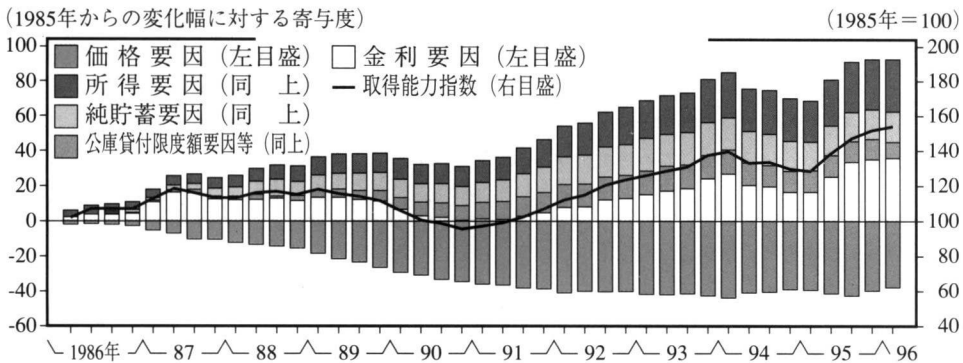
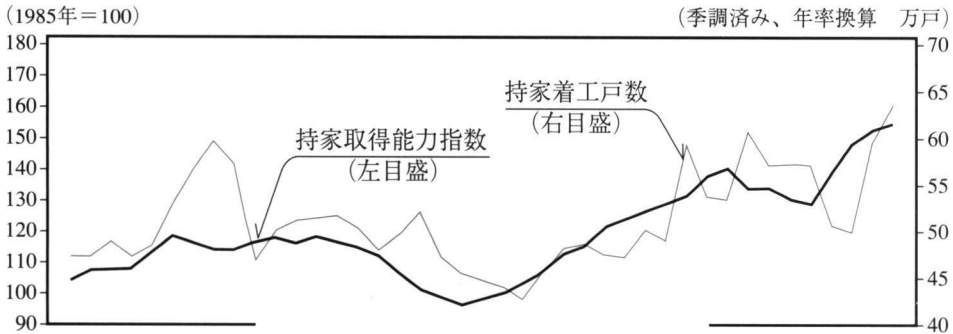
Y_t：実質可処分所得(GDP消費デフレーターで実質化、後方4期移動平均、対数値)

Y_{ex}：有効求人倍率

P：CPI(前年比)

RR：長期プライムレート(CPIで実質化)

(図表34) 持家の取得能力



(注) (持家取得能力指数) = (資金調達可能額) / (住宅価格)

(a) (資金調達可能額) = (勤労者世帯前期未純貯蓄) + (個人住宅建設公庫融資限度額 <特別加算額を含む>) + (民間住宅ローン借入可能額)

$$(\text{民間住宅ローン借入可能額}) = (\text{民間住宅ローン年間返済可能額}) \div \frac{i * (1+i)^n}{(1+i)^n - 1}$$

$$(\text{民間住宅ローン年間返済可能額}) = (\text{年間可処分所得}) * 0.25 - (\text{公庫融資限度額}) * \frac{r * (1+r)^n}{(1+r)^n - 1}$$

i: 民間住宅ローン金利, r: 公庫金利, n: 返済期間 (ここでは30年間と想定)

勤労者世帯は可処分所得の25%までを住宅ローンの返済に充てることができると仮定する。借入れに際しては、まず住宅金融公庫から借り入れることとし、融資限度額一杯借りても返済額が可処分所得の25%を下回る場合は、その余裕の範囲内で返済可能な額だけ民間住宅ローンを借入れると考える。

(b) (住宅価格) = (住宅地価) + (建設工事費)

住宅地価: 1988年第2四半期時点での全国平均住宅地価 (109千円/m² <国土庁「都道府県地価調査」>) をもとに、1988年第2四半期時点で公庫に申し込まれた平均的な広さの宅地 (平均住宅面積131.4m² <住宅金融公庫「利用者調査報告」> から容積率を50%と仮定し、平均宅地面積を推計) の価格を算出。以後、市街地価格指数 (全国) の前期比を乗じて推計。

建設工事費: 1988年第2四半期時点での1戸当たりの建設工事費 (1,752.3万円 <住宅金融公庫「利用者調査報告」>) をもとに、それ以降については建設工事費デフレータの前期比を乗じて算出。

(資料) 建設省「建設統計月報」、総務庁「貯蓄動向調査報告」、経済企画庁「国民所得統計」

りも低い時は、資金を借り入れてでも設備投資を行う方が有利であることから容易に理解できる(注19)。そこで、総資本営業利益率と金利との差と設備投資の増減とを比べると、利益率が大きく金利を上回っているときには設備投資が拡大していることがみて取れる(注20)(図表35)。

この議論を進めると、景気が後退しているときでも、期待収益率の低下を超えて金利が低下すると、設備投資は刺激されるはずである。しかし、現実には、設備の過剰が大きいときや事業リスクが大きい場合は、金利低下が十分な刺激効果を持つとは限らない。資産価格の低下などによって企業の自己資本が小さくなっている状態では、企業はなおさらリスクを取りにくいいため、金利の効果が弱まりがちである。これらの点が、1993年後半に住宅投資が回復に転じた後も1年以上設備投資が後退を続けた原因であろう。

1995年9月の金融緩和以降、それまで金利が急低下する過程で先送りされてきた住宅投資が再び拡大し、加えて耐久財消費も持ち直した。設備投資に関して、増加分野の裾野が広がった。これらはいずれも、後に述べるストック調整や構造調整が進展し景気回復の基盤が整いつつあるもとの、金融政策の基本的な効果がようやく発現したものと理解できる。

(資産価格の意味)

設備投資の動きを左右する期待収益率と金利の関係は、実は、資産価格の決定要因と重なり

合っている。例えば、株価は1株当たり企業価値であるが、その企業価値は、理論的には企業が生み出す収益の割引現在価値で決まる。言い換えれば、基本的には、期待収益と金利の相対関係で株価が決まるのである。他の資産価格についても、その資産の生み出す収益の割引現在価値と概ね一致するはずである。仮に資産価格が過大であれば、これを売却して得た資金で金利を得るように運用した方が有利となるからである。

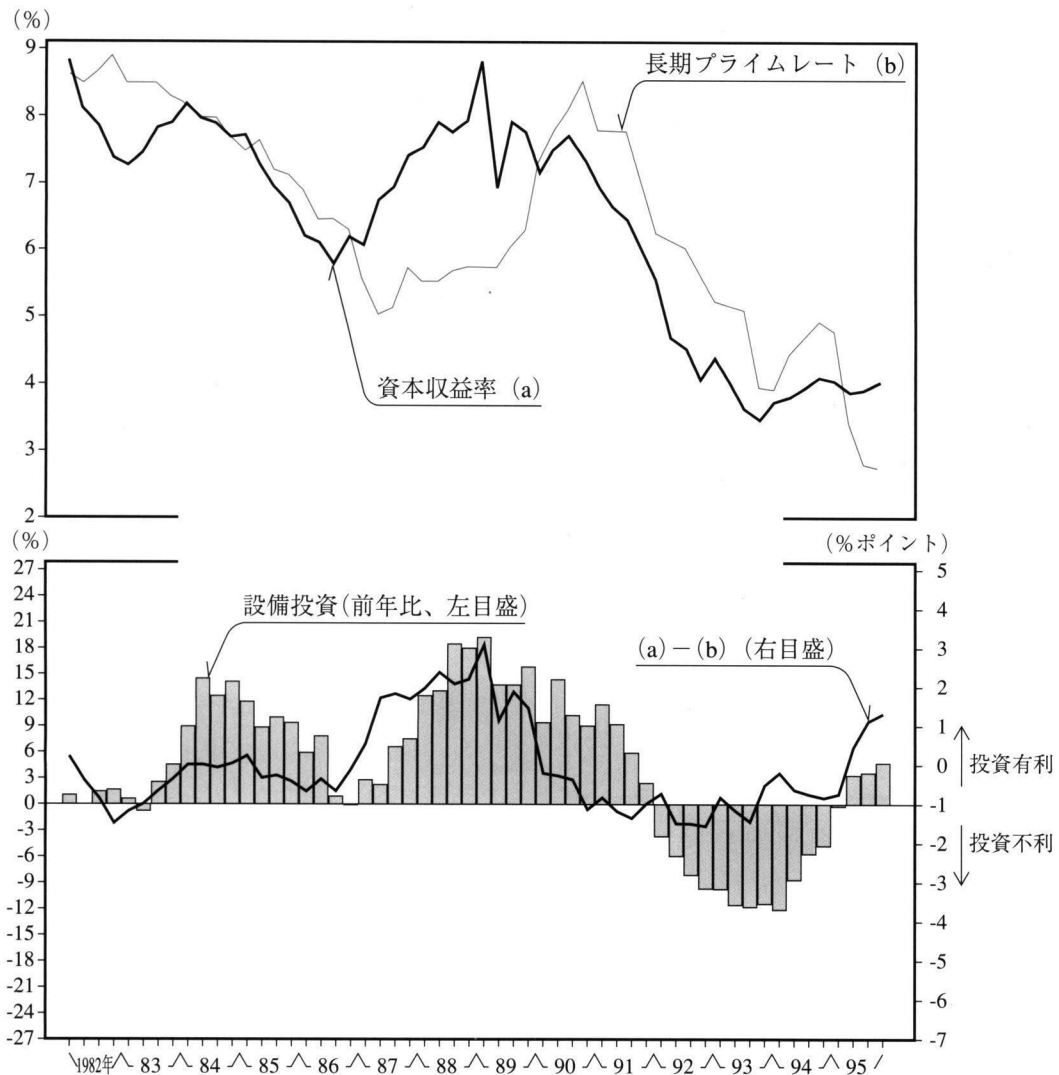
もちろん、現実には資産売却と資金運用に異なる税負担がかかっていることなどのために割引率と金利が一致せず、したがって、必ずしもこうした裁定取引が活発に起こるわけではない。また、収益の期待成長率が変動することによって資産価格が大きく振れることもある。さらには、バブルと呼ばれる現象にみられるように、資産価格の先行き見通しそのものがファンダメンタルズから離れて形成される結果、資産価格が一方に動くことも一時的には起こり得る。現に、1980年代後半の資産価格は、経済に関する楽観的期待が横溢^{おういつ}する中で、税制の偏りもあって高騰した(注21)。しかし、長い目でみれば、資産価格がその理論的な基準から一方的に乖離し続けるとは考えられない。実際、株式の収益率と金利との格差(イールド・スプレッド)は、バブル経済と言われた1990年と、急激な円高や金融システム不安等から株価が不安定な動きを示した1995年半ばを除いて、概ね一定の幅に収

(注19) より厳密に言えば、設備投資には事業リスクを伴うため、そのリスクに見合う分(これはリスク・プレミアムと呼ばれる)を考慮してなお金利が低位にあるとき、設備投資が拡大する。

(注20) ここで言う金利は厳密に言えば、限界資本コストであり、必ずしも長期金利ではない。ただし、図表35では、データの入手しやすさから、長期プライムレートでこれを代表している。

(注21) 株式については、損益に関係なく取引額に有価証券取引税がかかるため、株価に上昇期待が強い場合は株式買入れに対する実効税率が低下する。また、土地についても、保有税や相続税の算定基準となる地価が実勢地価の動きに遅れる結果、地価の上昇期待が強い場合は実効税率が低下する傾向がある点が指摘されている。

(図表35) 設備投資と投資採算（全産業）



- (注) 1. 運輸通信業を除く。
 2. 資本収益率の推計方法については「わが国金融経済の分析と展望—情勢判断資料(平成7年春)—」(『日本銀行月報』1995年5月号)の図表23参照。
 3. 設備投資は資本ストック統計ベース(1995年第4四半期は法人季報と設備投資デフレータを用いて推計)。
 4. 下図の右軸の目盛は、次の回帰式により、(一定数項)/(投資採算の係数)を横軸との切片、投資採算の係数を左軸との目盛比とした。

$$\text{設備投資前年比} = 4.6 + 4.6 * ((a) - (b))$$

(5.0) (5.7)

$R^2 = 0.38$ $SE = 6.75$ $DW = 0.22$

() 内はt値

推計期間 1982年第1四半期～1995年第3四半期

(資料) 経済企画庁「民間企業資本ストック」「国民所得統計」、大蔵省「法人企業統計季報」、日本不動産研究所「市街地価格指数」、日本銀行「経済統計月報」

まっている(注22)(図表36)。また、地価についても、最近では収益還元価格に近づいている(後掲BOX4参照)。

設備投資に係る期待収益と金利の関係と、資産価格の決定要因が重なるということは、金融政策が実体経済に及ぼす影響が、資産価格の動きにある程度反映されていることを意味している。例えば、期待収益率の低下よりも金利の低下が大きい場合は、資産価格が上昇する可能性

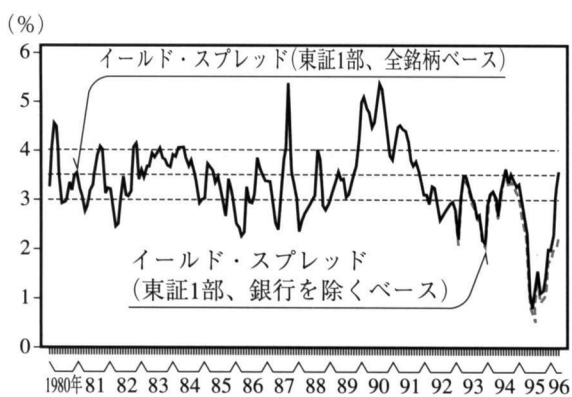
が高く、また、設備投資も刺激される可能性が高い。つまり、資産価格の動きは、金融政策の効果を含め実体経済の動きを占う上で重要な情報を含んでいる。この意味で資産価格の動向は注目に値する。もちろん、前述のとおり、両者の関係は必ずしも安定したものではないので、その意味からも同時に十分な点検を怠れない。

(為替相場)

円相場は、第2章でみたとおり、1995年春まで急速に円高となった後、急テンポで反転して円安方向に動いた。これに関しては、そもそも1995年春の円高が、メキシコの通貨危機、日米通商交渉などを巡る思惑から、経済のファンダメンタルズを離れて発生したものであり、夏にかけて反転する兆しがみられていた。そこに、主要国通貨当局の協調行動が採られたことなどが、為替市場参加者の円高期待を修正するのに一定の役割を果たしたとみられる。また、わが国の金利低下は、円建て確定利付き資産の収益率の低下を通じて、為替相場の円高修正が定着する1つの背景となった(注23)。

こうした円安方向での動きは、実体経済に対していくつかの経路で刺激効果を持った。第1に、それまでの物価の軟化に歯止めをかけた点が挙げられる。国内の商品市況はそれ以前は円高のもとで下落を続けていたが、為替相場の反転を受けて、1995年秋以降下げ止まった(図表37の(1))。つれて、国内卸売物価も下落テンポ

(図表36) 株価のイールド・スプレッド



- (注) 1. イールド・スプレッド
 = 国債10年物利回り - 株式益回り
 国債10年物利回りは残存期間最長期の銘柄の店頭基準気配。
 株式益回りは予想PERの逆数(1/予想PER)。
 2. 1993年以降、東証1部(銀行を除くベース)のイールド・スプレッドは、下式にて算出。
 銀行を除くベースのイールド・スプレッド
 = 国債10年物利回り - (1/銀行株を除くベースの予想PER)
 銀行株を除くベースの予想PER
 = (東証1部時価総額 - 銀行時価総額) / (東証1部予想当期利益 - 銀行予想当期利益)
 3. 予想当期利益は大和総研調べ。
 (資料) 大和総研「大和投資資料」、日本銀行「経済統計月報」

(注22) 理論的には、イールド・スプレッドは企業収益の期待成長率 - リスク・プレミアムを表している。したがって、潜在成長率の屈折等によって期待成長率が変化した場合には、イールド・スプレッドの平均的な水準も変化する。実際第1次オイルショック後の1970年代半ばには、イールド・スプレッドの大幅な変動がみられた。

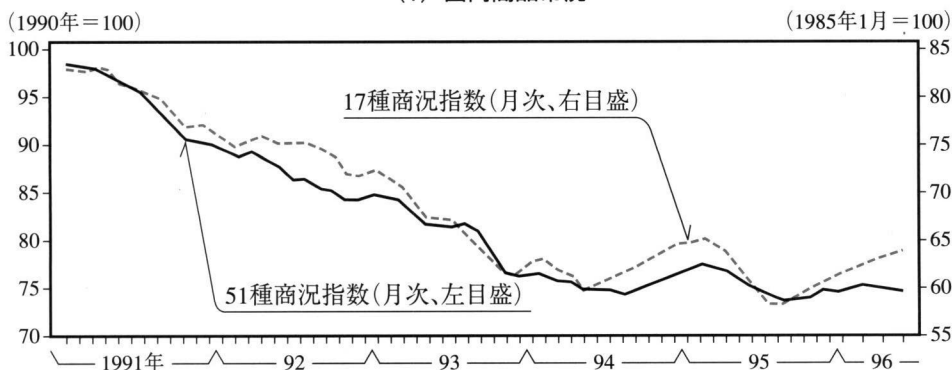
(注23) 為替相場の決定メカニズムについては諸説があるが、経済学的には概ね次のように理解されている。すなわち、長期的には名目為替相場は両国のインフレ格差を埋めるように動く(購買力平価説)。中期的には、実質金利差とリスク・プレミアム(例えば累積経常収支)によって左右される(ポートフォリオ・バランス・アプローチ)。そして、短期的には、種々の思惑によって振られ、一定の規則性は見出し難い(ランダム・ウォーク・モデル)。

が鈍化した。ちなみに、国内卸売物価に及ぼす為替相場の影響を試算すると、1995年度前半の△1.7%の押し下げ寄与から、1995年度後半には

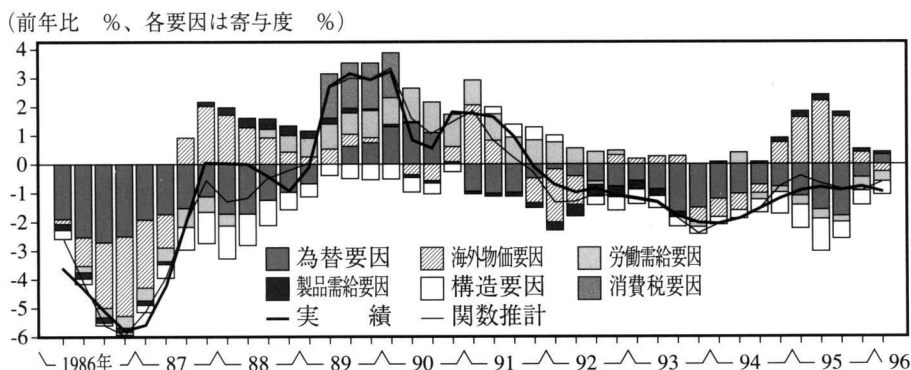
△0.1%にまで縮小している（図表37の（2））。こうしたもとで、それまで根強かった物価下落予想は大きく後退し、流通・ユーザー段階での

(図表37) 国内商品市況と国内卸売物価

(1) 国内商品市況



(2) 国内卸売物価の要因分解



(推計結果)

() 内 t 値

(注1)	(注2)	(注3)	(注4)	(注5)	定数項
輸入コスト要因	労働需給要因	製品需給要因	構造要因	消費税要因	
0.04 (2.72)	0.14 (3.44)	0.007 (2.19)	0.06 (2.52)	1.61 (4.68)	△0.20 (△1.41)
0.09 (6.63)					

推計結果1983年第1四半期～1995年第2四半期 R²=0.95 D.W.=0.83 S.E.=0.56

- 輸入物価（素原材料＋中間財、円ベース）。前年比、上段は当期、下段は1期前。ただし上図(2)では、為替要因（円ベースと契約通貨ベースの残差）、海外物価要因（契約通貨ベースの動き）に分けて表示。
- 循環要因調整ユニット・レーバー・コスト＝名目雇用者所得／潜在実質GDP
前年比、当期＋0.5*1期前＋0.5*2期前。
- 主要短観、製造業・需給判断D.I.。前年差。
- 輸入物価（最終財、円ベース）。前年比、4～6期前平均。
- 1989年第2四半期～1990年第1四半期を1とした。

(資料) 経済企画庁「民間企業資本ストック」、労働省「毎月勤労統計」、総務庁「労働力調査」、日本銀行「卸売物価指数」「主要企業短期経済観測調査」

在庫の圧縮テンポも弱まった。この面で、物価の下落予想が需要の手控えを通じて現実にも物価の下落を進行させるというリスクは、後退した。

第2に、円相場の反転は企業収益を増加させた。これは、輸出の円手取り額が増加したためである。もちろん、円安に伴い輸入支払額も増えるが、輸出額が輸入額を上回る状況のもとでは、短期的には増益となりやすい。とりわけ製造業にとっては円安は増益につながりやすい。そうした企業収益の増加は、企業マインドを支え、設備投資回復を後押ししたとみられる。

(所得分配)

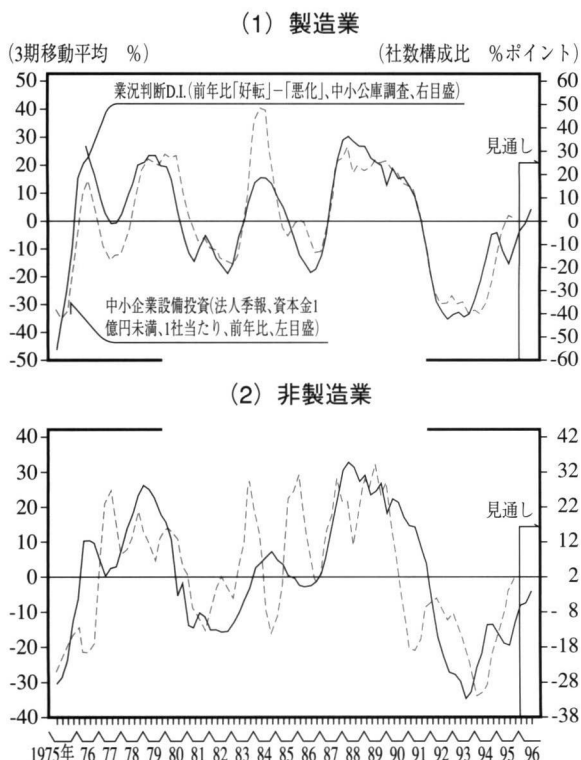
金融緩和は、所得分配に影響を与える。すなわち、金利低下は利付き金融債務の負担と利付き金融資産の利回りのいずれをも低下させる。したがって、金融負債超過主体には所得の増加を、金融資産超過主体には所得の減少を持たらす。ちなみに、1992年度以降（1995年度は当局推計）について、家計、企業、金融部門について、金利低下に伴う所得の変化を国民所得計算の部門別純利子所得（受取利子－支払利子）からみると、家計部門は一貫して利子所得が減少している。とりわけ、既往高利回りの金融資産の満期が到来した1994年度に大きく減少した後、1995年度にも減少が続いたものとみられる。これに対して、企業部門は利払いの減少という形で所得移転を受けてきた。この間金融部門は、金融資産と負債が概ね見合っているため、金利変化に対して所得はニュートラルと考えられるが、このうち銀行部門についてみると、貸出・有価証券保有など資産サイドの金利調整速度が負債サイドに比べて遅いため、実際には金利低下局面では所得移転を受けやすい（後掲BOX5参照）。

さて、金融負債超過主体は、貯蓄以上の実物投資を行ってきたはずである。この意味で投資性向の強い経済主体であるのが一般的であろう。逆に金融資産超過主体は投資性向が低いとみられる。したがって、金利の低下は、金融資産超過主体から金融負債超過主体への所得移転を通じて、経済全体の投資性向を高める可能性がある。この面でも金融緩和には景気を刺激する効果があると考えられる。現に、1995年度には利払い負担の低下に伴い、企業収益の回復が業種別・企業規模別に広がりを見せ始め、つれて投資の回復も広がりつつある。すなわち、これまでは製造業・大企業の増益が突出していたが、ここに至り、非製造業や中小企業でも増益に転じた。そこで1995年度下期における企業収益の増加の要因分解を試みると、中小企業では、前年同期からの増益幅の7割、非製造業・大企業に至ってはすべてが純金融費用の低下によって持たらされていることが分かる。中小企業では、こうした収益の増加とほぼ並行する形で、企業マインドの好転、ならびに設備投資の増加が起こっている（図表38）。

(3) 景気拡大力の相乗効果

金融財政政策の発動によって、1995年末にかけて景気が再び回復に向かい始めた。しかも、回復の動きは、一部の需要項目や一部業種の生産のみにみられるのではなく、広がりを持ってきている。このように景気回復の裾野が広がると、今後は各分野の拡大力相互間に相乗効果が働くと期待できる。と言うのも、ある部門の生産拡大は関連部門にとっては需要増加となり、所得の増加になるからである。したがって、過去の例をみても、景気が幅広い分野で回復に転じた後は、景気拡大力に弾みがつきやすかった。

(図表38) 中小企業の設備投資



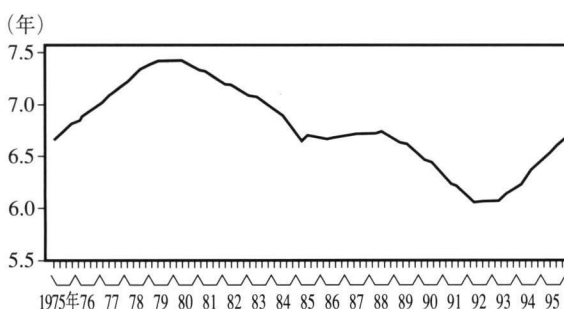
(注) 1. 設備投資の1995年10月～12月は後方2期移動平均。
 2. 法人企業統計の中小企業は年度ごとにサンプル社数が異なり、前年比計数は社数の影響を受けるため、1社当たり設備投資額の前年比を採った。
 (資料) 大蔵省「法人企業統計季報」、中小企業金融公庫「中小企業動向調査」

さらに、現在は設備投資や耐久消費財などのストックの伸びがかなり低位にあるため、この面からは、拡大の余地が大きいとみられる。そこで、まず、企業の資本ストックについて資本の平均年齢を表すヴィンテージをみると、1980年代末から1990年代初めにかけての投資ブームを反映して、資本の若返りが急速に進んだが、その後の投資圧縮によって1995年には、投資ブーム以前の年齢にまで戻っている（図表39）。

1995年に景気が足踏みになる中でも製造業の設備投資が増加を続けた背景には、資本の年齢の高まりに伴う更新需要の根強さが影響していたとみられる。また、設備投資の水準を企業のキャッシュフローとの関係でみても、1990年代初には設備投資がキャッシュフローを大きく上回っていたが、製造業では1993年に、非製造業でも最近に至り、それぞれキャッシュフローに見合う水準にまで低下してきている（後掲図表40）。

資本ストックのうち、オフィスビルについても、最近になって東京23区内の空室率は緩やかな低下傾向を示し、新規実質賃料（注24）も下げ

(図表39) 資本ストックのヴィンテージ(製造業)

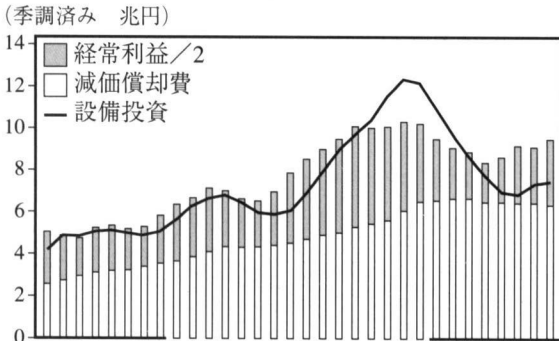


(注) <推計方法>
 1. vintageとは残存する設備の新設時期からの平均経過年数（新設時期における金額ベースでの加重平均）。
 2. 計算上の仮定
 仮定1. 1970年末のすべての資本ストックのvintageを7年と見做す*。
 仮定2. 設備の除却は古いものから順に行われる。
 仮定3. 当期の設備投資のvintageは0年とする。
 *1970年の国富調査によれば、当時の製造業設備のvintageは平均7年。
 3. 利用データ
 (1) 1995年第3四半期までは「民間企業資本ストック統計」の資本ストック残高、設備投資額、除却額を用いて算出。
 (2) 1995年第4四半期は上記統計が未公表のため、法人季報の設備投資の伸びを用い、また除却額は除却率を前年同期と同水準と仮定して延長。
 (資料) 経済企画庁「民間企業資本ストック」「国民所得統計」「日本の国富調査」、大蔵省「法人企業統計季報」

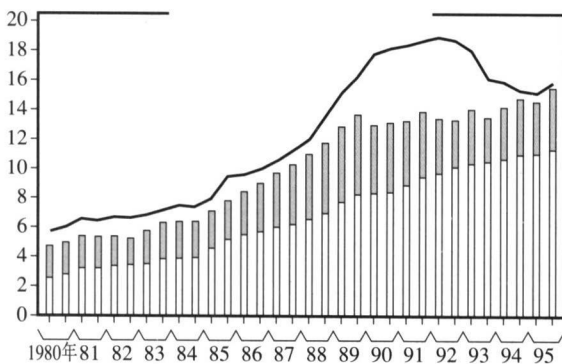
(注24) 支払賃料に、預託金の運用益（＝テナントの逸失利益）を加えたもの。

(図表40) キャッシュフローと設備投資

(1) 製造業



(2) 非製造業



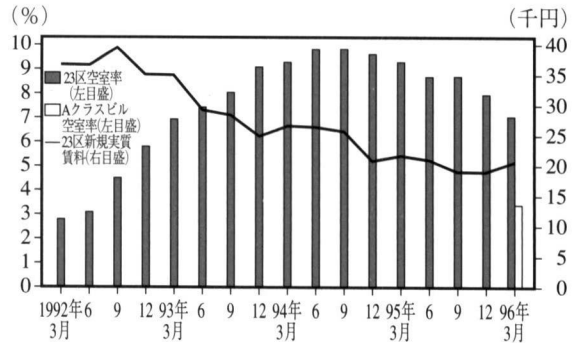
(注) 1. 法人季報ベース。
2. キャッシュフロー＝経常利益/2＋減価償却費
(経常利益の50%は税払い等に充てられると仮定)
(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

止まりつつある(図表41)。しかし、地価全体については下げ止まりが確認されておらず、商業用不動産の調整圧力は依然根強いとみられる。

この間、家計部門では耐久消費財のストックの伸びも極めて低い(図表42)。以上のように、不動産を除き経済各分野のストックは、今後景気が自律回復するのを制約する状態にはない。しかし、1993年末からの景気回復過程において、現実には回復に弾みがつかなかった。確かに、ストック調整が当時はまだ不十分であったとみられなくもないが、むしろ、この時期の景気展開から推して、従来からみられる循環的調整圧力とは異なる調整圧力が景気の回復力を減殺し

てきたと考えられる。この点、過去2年余の間にわたって、本資料および四半期ごとの情勢判断資料で、構造調整圧力として指摘してきたところである。そこで、次の章では、この構造調整圧力の現状評価と今後の展望を試みる。

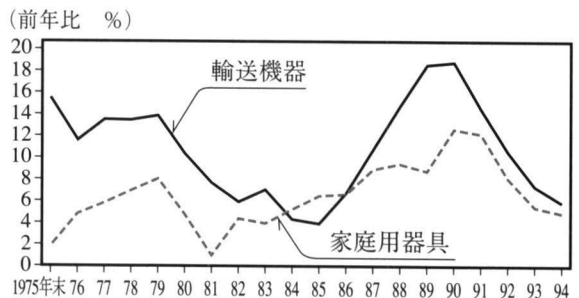
(図表41) オフィスビル賃料と空室率



(注) 1. 新規実質賃料
＝名目賃料＋預託金×運用益<年6%>÷12
2. Aクラス・ビルは、以下の基準をもとに「近・新・大」の条件を満たす物件を選定。
①地域：主要5区(千代田、中央、港、新宿、渋谷)のオフィス街の物件
②床面積：原則10,000坪以上(フロア面積200坪<ただし賃貸有効面積>)
③竣工年：57年以降竣工ビル(新耐震基準に基づく設計ビル)
④天井高：2.6m
⑤空調：1フロア以下の単位で調整が可能なこと
⑥床配線：フリーアクセス採用であること
⑦電気容量：30VA/立方メートル
⑧入退出時間：24時間可能であること
(資料) 生駒データサービスシステム「賃貸オフィスにおける入居率および賃料調査」

(図表42) 耐久消費財のストック調整

耐久消費財ストック(1世帯当たり)の伸び率



(注) 1. 耐久消費財ストック
＝ $\frac{\text{国民所得統計中の「家計の耐久消費財残高」(実質、金額ベース)}}{\text{労働力調査中の世帯数}}$
2. 「家庭用器具」は、家電製品、冷暖房用器具など。
(資料) 経済企画庁「国民所得統計」、総務庁「労働力調査」

[BOX 2]

ニューディール期、高橋財政期における財政政策

1929年10月の米国株式市場大暴落に端を発する世界大恐慌の後、1930年代の前半から半ばにかけて、日米の両国で拡張的な財政政策によって不況からの脱出が試みられている。ここでは、これらニューディール期（米国、1933～38年）と高橋財政期（日本、1931～36年）の財政出動のスタンス、効果を中心に概観してみよう。

1. ニューディール期

1933年3月に就任したルーズベルト大統領によるニューディールの政策パッケージは、失業救済事業、復興事業、改革事業から成り立っていた。この中で財政支出増加の寄与が大きかった事業は、F E R A（Federal Emergency Relief Administration、連邦緊急救済局）、W P A（Work Progress Administration、就業促進局）、P W A（Public Work Administration、公共事業局）、T V A（Tennessee Valley Authority、テネシー川流域開発公社）、の4事業であった。

いずれも建設・土木が中心であるが、失業救済を主眼とするF E R AとW P Aでは、最少の支出により最大人数の雇用確保を図る趣旨から資材への資金投下ウエイトが低く、人件費が支出の大半を占めた。一方、P W A、T V Aでは、社会インフラ整備を主眼として相対的に設備・資本財への配分が高い大規模工事（ダム、ハイウェイ建設等）に重点的に財政資金を投入した。このような不況対策事業により連邦レベルの財政規模は拡張し（連邦支出3,904百万ドル<1930～33年平均>→7,830百万ドル<1934～40年平均>）、結果的には、平均してみればほぼ不況対策費（3,691百万ドル<1934～40年平均>）に相当する額の赤字（3,433百万ドル<1934～40年平均>）が続いた。

その後、こうした政策の効果から一時的な投資ブームにつながったが、これを受けた公共事業と救済支出の削減、連銀による準備率引き上げが実施されると、1937～38年に再び不況に陥る。この不況を契機に、ルーズベルト大統領はケインズ主義者の主張を受け入れ、1938年7月期予算からそれまでの均衡型から積極型予算へ移行した。ここではじめて「不況時の連邦財政赤字は将来の国民所得が増加した際に返済される」として、一時的な赤字予算を容認する姿勢に転じた。これをもって、ニューディール財政はそれ以前の「呼び水（pump-priming）型」から「補整（compensatory）型（財政政策によって持続的な需要の調整を行うスタンス）」に転換したと言われる。

こうした財政拡張政策の効果を見ると、W P A等の失業救済事業が消費喚起に一定の寄与を示したほか、政策発動による心理的效果（Temin[1989]）から、1936～37年にはG N Pがほぼ1929年並みに回復している。また、財政が一時的に縮小した1937年の後半に不況が再発したことからも、この間の回復に財政拡張政策が寄与していたことが窺える（後掲図表1（1））。

もっとも、救済事業で常時ほぼ300万人を雇用していたとは言え、1939年になっても失業率は17%の高水準にあったことや、実質民間投資も1929年比△25%と低迷を続けていたことから、結局、景気の本格的な回復は果たされなかったと言える。財政政策の効果を減じた要因としては、むしろ均衡予算主義の呪縛から連邦支出規模が抑制されたほか、地方の公共支出が減少を続け、結局公共支出が「呼び水」となって民間投資を喚起したり、民間投資の落ち込みをカバーする規模に達しなかったことを挙げる見解が多い。この点で、財政政策の効果は限定的なものにとどまったとの評価が多くを占めている（Arndt[1972]、Hansen[1941]、Brown[1956]ほか）。

また、経済の構造調整の時期における民間投資の落ち込みに対して、政府支出がいくら拡大されようとも、民間投資の自律的な回復や高失業率の克服につながったかどうかは疑わしいとする見解もある（Bernstein[1987]）。すなわち、当時の米国は1920年代の重化学工業化の後、鉄鋼、自動車などの資本財に係る産業から、石油、化学や食料品などの消費財に係る産業への産業構造転換の時期にあったが、不況で前者の産業で大きく雇用が減少した一方、成長産業で失業者を吸収できない状態が続いていた。さらに、第1次大戦以降資本節約的なイノベーションが一般化したことから、「投資が投資を呼ぶ」と言う相乗効果が働きにくかったことも民間投資の回復力を減じていた。こうしたことから、構造調整期においては、民間投資の自律的な回復を支援するような構造改革の推進が望ましいと考えられる。

2. 高橋財政期

1931年12月に再度蔵相に就任した高橋是清による財政拡張政策では、一般会計の予算規模が、それ以前の15億円規模から平均すると22億円程度（1931～36年）に拡大するが、この財政支出拡大の要因となったのは、ほぼすべてが時局匡救事業費（農村向け小規模土木事業）、満州事件費（在満州兵力の拡大・強化を理由とした軍事費）、兵備改善費（陸海軍の軍備増強計画に対応）の3経費であった。

このうち、時局匡救事業費は、1930～31年に発生した農業恐慌対策としての失業対策事業という側面が強く、人件費比率が極めて高かったことから、セメントなどの土木建築資材への支出は2割以下にとどまった。一方、満州事件費と兵備改善費の支出内容については、造船、航空機・機械器具、自動車等車両、製鉄、土木建築、紡績等の幅広い分野に及び、官営工場への発注分を除いても約半分以上が直接民間企業に発注されたことから、より大きな生産誘発効果があったとみられる。

この高橋財政期における経済のパフォーマンスは、鉱工業生産の年平均伸び率が11.1%、実質GNPの同伸び率も6.1%と順調な推移を辿ったことから、高橋蔵相による財政拡張は、「ケインズ理論の直感的先取り」（島[1983]）であり、「経済政策のフレームワークとしては評価できる」（江見[1965]）とする見方が一般的である（図表1(2)）。

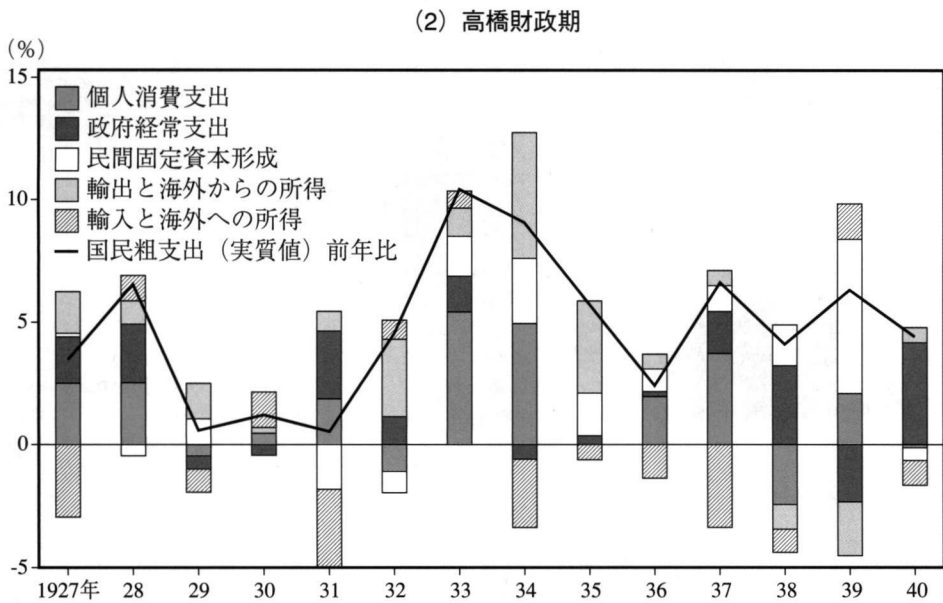
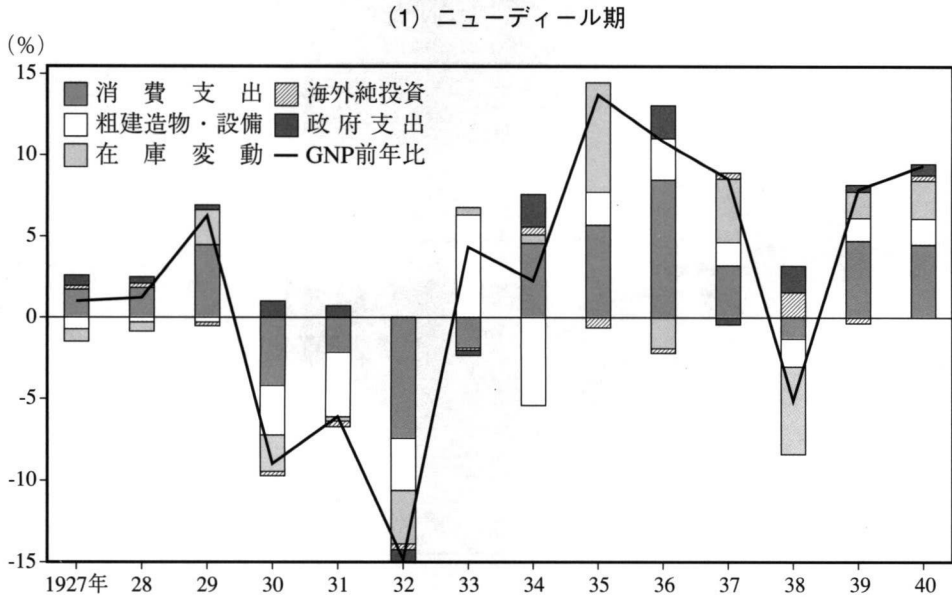
ニューディール政策と比較すると、経済規模との比較でみた財政出動の規模の差がその効果の差となって現れたとの見方が多い。ちなみに、この時期の政府債務残高の対GNP比率をみると、高橋財政期には約60%程度にまで上昇していたが、ニューディール政策では1930年代以降上昇してきたとは言え40%程度にとどまっている（後掲図表2）。

また、高橋財政期における軍事支出が、当時黎明期にあったわが国の重化学工業の成長の原動力となり、産業構造の転換を促す働きをしたとみられる。例えば、この間の業種別の工業生産額をみると、機械、金属、化学工業等の重化学工業の割合が増加し、食料品、繊維等の軽工業の割合が低下している。また、工場労働者数をみると、1931年から1935年にかけて金属・機械器具工業の従事者が2倍近くまで増加しており、雇用の流動化（農業を含む産業間の労働力移動）が産業構造の変化を支えていたことも窺える。このように産業構造の転換の時期にあった点ではニューディール期とも共通するが、高橋財政では旧来型の失業対策ないし公共事業だけでなく軍事支出という形ではあったが、潜在的な成長産業に対して直接大規模にモノを発注した点が異なる。後者は、成長企業の投資採算を上昇させる形で民間投資を誘発し景気回復に寄与するとともに、雇用の流動化を活かしつつ産業構造を変化させる誘因ともなった。

高橋財政期における政府による潜在成長産業への需要創出が、景気対策として効果を発揮する前提条件となったのは、企業サイドで既にリストラ・合理化が進展していた点である。すなわち、ニューディール期と異なり既に景気は自律的な回復過程の基盤を整えつつあった中で、政府は民間に発注することで成長産業の先行きの需要不安を取り除き、企業マインドを強気化させる役割を果たしたと言える。

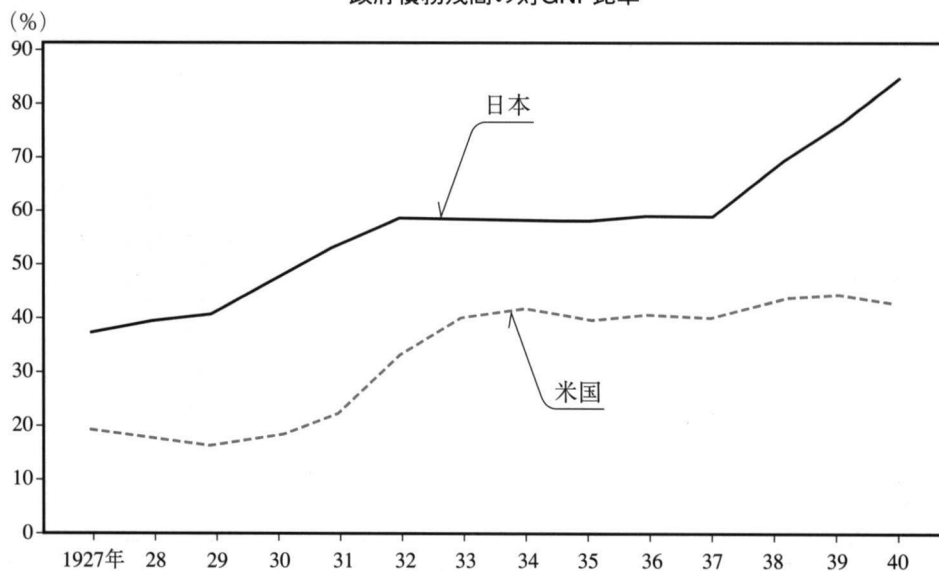
もっとも、民間資金需要が1934年下期から増加に転じ、实体经济に回らない不活動資金の増勢が鈍化していたとの指摘がある。このように当時景気回復力が広がりつつあるとみられたもとの、日本銀行による赤字国債引き受けを背景に財政節度が緩んでいたことも相俟って、高橋財政後期における財政支出の規模は過大となった。この点に関し、財政支出の中身が軍事費であったことから拡大に歯止めがかからなかったことや、そうした財政支出の拡大が、日本銀行引き受けによって賄われ、結果的に戦時インフレにつながったこと、等に対しては批判が多い。

(図表1) ニューディール期と高橋財政期の経済成長 (1)



(資料) U.S. Department of Commerce “Historical Statistics of the United States”、大川一司他「長期経済統計1国民所得」

(図表2) ニューディール期と高橋財政期の経済成長(2)
政府債務残高の対GNP比率



(資料) U.S. Department of Commerce "Historical Statistics of the United States",
大川一司他「長期経済統計1国民所得」、日本銀行「明治以降本邦主要経済統計」

参考文献:

ニューディール期について

- Arndt, H. W. [1972] *The Lessons of the Nineteen-Thirties*, 3rd. ed., Frank Cass and Co. Ltd.
 Bernstein, M. A. [1987] *The Great Depression: Delayed Recovery and Economic Change in America, 1929-1939*, Cambridge University Press.
 Brown, E.C. [1956] "Fiscal Policy in the "Thirties: A Reappraisal," *American Economic Review*.
 Friedman, M. and Schwartz, A. J. [1963] *A Monetary History of the United States 1867-1960*, Princeton University Press.
 Hansen, A. H. [1941] *Fiscal Policy and Business Cycles*, W. W. Norton and Company.
 Kindleberger, C. P. [1973] *The World in Depression 1929-1939*, University of California Press.
 Temin, P. [1989] *Lessons from the Great Depression*, The MIT Press.

高橋財政期について

- 江見康一 [1965] 「明治・大正・昭和の財政政策」、館・渡辺編 『経済政策と財政金融』 所収 岩波書店
 大蔵省 [1954、1995、1982] 『昭和財政史』 東洋経済新報社
 島謹三 [1983] 「いわゆる「高橋財政」について」 『金融研究』 日本銀行金融研究所
 高橋亀吉 [1954] 『大正昭和財界変動史』 東洋経済新報社
 高橋亀吉 [1968] 『昭和金融恐慌史』 清明会出版部
 中村隆英 [1981] 「高橋財政と公共投資政策」、中村編 『戦間期の日本経済分析』 所収 山川出版社
 日本銀行 『日本金融史資料』 昭和編 第5、6、8、14、21、23、24、27、28、29、30、31、34巻

[BOX 3]

構造的財政収支について

現実の財政収支は、政府が政策スタンスを変更（不況対策として公共投資を追加する、あるいは税制を変更する、など）した時に変動するだけでなく、歳入面を中心として、その時々々の景気情勢の影響もかなり受ける。すなわち、政府の歳入は、景気拡大期には税収等の好調から増加し、景気後退期にはその逆となるため、財政収支は好況時には好転し、不況期には悪化する傾向がある。したがって、現実の財政赤字が見かけ上縮小したとしても、それは単なる循環的な動きであり、財政状態が実質的に良くなったとは言えないケースがあり得る。

そこで、景気変動による歳入の振れを取り除いた「構造的」な財政収支をみる必要がある。「構造的財政収支」は、具体的には、経済が潜在GDPに見合って成長しているときの財政収支と定義される^(注)。

IMFやOECDは、"Structural Budget Balance Indicator"として「構造的財政収支」を試算している（本文中の図表32、33ではIMFの試算結果を掲載）。

(注) 歳入の景気循環要因は、GDPギャップ（潜在GDPと現実のGDPとの乖離率）に、歳入の所得弾性値を乗ずることにより求められる。これを現実の歳入から差し引いて潜在GDP達成時の歳入を求める。このため、GDPギャップの推計方法や歳入の所得弾性値に関する仮定の違い等によって、推計結果が左右される。

[BOX 4]

収益還元理論からみた地価水準

バブル崩壊後の地価は、右肩上がりの地価上昇期待が後退した結果、それ以前と比べ、値上がり期待の保有動機よりも、土地の生産要素としての保有動機を強く反映する方向に進むと考えられる。すなわち、地価は、その土地から生み出される期待収益の割引現在価値である収益還元地価に近づいていくと推測される。

そこで、6大都市商業地について、収益還元モデルを基本に、各種制度的要因を取り込んだ以下の理論地価モデルを用いて、現在の地価水準を評価してみる^(注)。

$$\begin{aligned} \text{収益還元地価（6大都市商業地）} &= \text{総賃料収入（割引現在価値）} \\ &\quad - \text{総経常支出（同）} - \text{建物投資支出（同）} \\ &\quad - \text{不動産取得税（同）} \\ &\quad - \text{登録免許税} < \text{売買取得分} + \text{保存分} > \text{（同）} \end{aligned}$$

ただし、

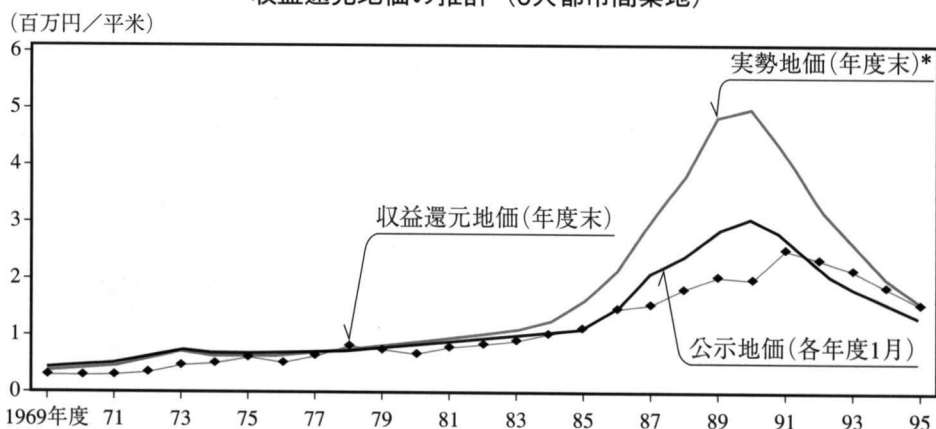
$$\text{総賃料収入} = \text{オフィス賃料} \times \text{容積率} \times \text{期待賃料上昇率} \times (1 - \text{空室率})$$

$$\begin{aligned} \text{総経常支出} &= \text{維持費} + \text{火災保険料} + \text{固定資産税} \\ &\quad + \text{都市計画税} + \text{地価税} + \text{法人税} \\ &\quad + \text{法人市町村民税} + \text{法人都道府県民税} + \text{法人事業税} \end{aligned}$$

上記モデルによる理論地価は、いくつかの変数の想定により、水準が振れる点には留意が必要なもの、バブル期に収益還元地価から大きな乖離を示した実勢地価は、バブル崩壊とともに大きく下落して、現在は収益還元地価に近づいていることが確認できる（後掲図表）。

(注) ここでは、開発業者が、用地取得後、ビル設計に1年間、建設に2年間を要し、ビル稼働後、30年間のネット・キャッシュフローで当該事業の累損を一掃する前提で投資判断を行っているとして仮定している。したがって、開発業者によるその後の土地売却を想定していないため、譲渡益課税の影響は勘案されていない。なお、土地取得・建設資金借入れによる利払いが法人税負担等に与える節税効果については、織り込まれている。

収益還元地価の推計（6大都市商業地）



* 公示地価は、投機的取引等を除く「正常価格」をもとに算定するとされているため、実際の取引価格とは乖離するケースがみられる。そこで、実勢地価は1970年1月の公示地価実額（3大圏商業地）に、より実勢価格を表すとされる市街地価格指数（6大都市商業地、各年度3月）の前年比をかけて延長して求めた（前年比をかけたのは市街地価格指数は実額表示でないため）。

（資料）国土庁「地価公示」、日本不動産研究所「市街地価格指数」、日本ビルディング協会連合会「ビル実態調査のまとめ」等

[BOX 5]

金融緩和の純利子所得に与える影響

今次金融緩和局面における家計、企業、金融の各部門の純利子所得（受取利息－支払利息）を国民経済計算（SNA）のデータを用いて概観する（1995年度については当局推計、図表1）。

まず、金融資産超過主体である家計部門の純利子所得をみると、若干増加した1993年度を除き、1991年度以降一貫して減少してきている（純利子所得の前年度差：1992年度△1.5兆円、1993年度+0.7兆円、1994年度△4.1兆円、1995年度△2.6兆円）。ここで、1994年度に減少幅が拡大している点については、既往高利回りの金融資産の満期が到来したことによる受取利子の減少が影響したとみられる。

次に、企業部門（SNA上では非金融法人企業部門）については、金融負債超過主体であり、各年度の純利子所得はマイナスであるが、1992年度以降、そのマイナス幅が縮小（ネット利払いの減少）している（純利子所得の前年度差：1992年度+3.9兆円、1993年度+3.4兆円、1994年度+2.3兆円、1995年度+1.5兆円）。

最後に、金融機関部門については、基本的に他部門のような大きな資産・負債超過ポジションを持たないため、全体としての純利子所得増加は、1991～95年度累計で見れば小幅なものにとどまっている（民間金融機関トータルで0.7兆円程度<1995年度当局推計値を含むベース>）。このうち、銀行についてみると、資産サイドの満期が負債サイドに比べて長い場合が多いため、例えば、金利低下局面では、資産利回りの低下が調達金利の低下に比べて遅く、純利子所得が増加しやすい（逆に、金利上昇局面では、純利子所得が減少しやすい）。実際、全国銀行の資金利益（純利子所得に相当）の推移をみても、そうした傾向がみてとれる（前掲図表23）。

なお、1991年度以降の今次緩和局面における家計部門、企業部門の総所得（純利子所得に配当所得、純賃貸料、雇用者所得あるいは営業余剰を加えたもの）の動きをみると（後掲図表2）、家計部門については、純利子所得を中心とした純財産所得の減少を雇用者所得の増加が上回る形で、総所得が増加を続けた。一方、企業部門については、1992年度を除いて、純利子所得の増加以上に営業余剰が減少したため、総所得は減少した。

(図表1)

部門別利子所得

(1) 受取・支払額

(単位 兆円)

	家 計		非金融法人企業		金 融 機 関		民間金融機関		公的金融機関		そ の 他	
	利子所得		利子所得		利子所得		利子所得		利子所得		利子所得	
	受取	支払	受取	支払	受取	支払	受取	支払	受取	支払	受取	支払
1986年度	25.3	12.2	6.5	27.7	85.6	70.5	58.0	44.8	27.5	25.6		
87年度	23.4	12.8	6.0	26.8	91.8	75.3	63.5	49.1	28.3	26.2		
88年度	22.5	13.4	5.4	28.1	102.6	83.6	73.2	57.0	29.4	26.6		
89年度	24.6	15.0	5.7	32.0	121.6	100.6	90.3	73.2	31.3	27.4		
90年度	31.6	19.1	8.8	44.5	147.1	121.6	113.4	93.6	33.7	28.0		
91年度	32.6	20.3	7.8	45.9	150.3	122.9	113.2	92.0	37.1	30.9		
92年度	29.6	18.8	5.2	39.4	131.8	105.1	92.4	71.6	39.4	33.5		
93年度	28.3	16.8	4.5	35.3	119.9	96.5	79.1	62.0	40.8	34.5		
94年度	23.2	15.7	2.5	30.9	115.0	89.0	72.7	53.3	42.3	35.6		

(2) 純利子所得

(単位 兆円)

	家 計		非金融法人企業		金 融 機 関		民間金融機関		公的金融機関		そ の 他	
	純利子所得		純利子所得		純利子所得		純利子所得		純利子所得		純利子所得	
		前年度差		前年度差		前年度差		前年度差		前年度差		前年度差
1986年度	13.0	△0.3	△21.2	0.5	15.1	△0.5	13.2	0.0	1.9	△0.5	△6.9	0.4
87年度	10.6	△2.4	△20.8	0.4	16.5	1.4	14.3	1.1	2.1	0.2	△6.3	0.6
88年度	9.1	△1.6	△22.7	△1.9	19.0	2.6	16.2	1.9	2.8	0.7	△5.4	0.9
89年度	9.6	0.5	△26.3	△3.6	21.0	2.0	17.2	1.0	3.9	1.0	△4.3	1.1
90年度	12.6	3.0	△35.7	△9.4	25.4	4.4	19.7	2.5	5.7	1.9	△2.3	2.0
91年度	12.4	△0.2	△38.1	△2.4	27.4	1.9	21.1	1.4	6.2	0.5	△1.6	0.7
92年度	10.8	△1.5	△34.2	3.9	26.7	△0.7	20.8	△0.3	5.9	△0.4	△3.4	△1.7
93年度	11.5	0.7	△30.8	3.4	23.4	△3.3	17.1	△3.8	6.3	0.5	△4.2	△0.8
94年度	7.5	△4.1	△28.4	2.3	26.0	2.6	19.3	2.2	6.7	0.4	△5.0	△0.9
95年度(推計)	4.9	△2.6	△26.9	1.5	27.1	1.1	20.4	1.1	6.7	0.0	△5.0	0.0

- (注) 1. 「その他」部門=対家計民間非営利団体・一般政府・海外部門の合計。ただし、これらの部門の純利子所得は明らかではないため、全部門の純利子所得合計=0という関係を利用し、「その他」部門の純利子所得=-（家計・非金融法人・金融機関部門の純利子所得合計）として算出。
2. 1995年度の部門別純利子所得は推計値。推計に当たっては、
- (1) 公的金融機関部門、「その他」部門の純利子所得を前年度と同額と仮定。
 - (2) 民間金融機関部門は、1995年度の全国銀行の資金利益増加額のみを加算（全国銀行以外の民間金融機関については純利子所得が1994年度と同額と仮定）。
 - (3) 非金融法人企業部門については、法人企業統計季報（法人季報）を利用し、以下の方法で受取利子・支払利子を推計、その差額から純利子所得を算出。
 - <受取利子>
 - ①1994年度におけるSNAベースの非金融法人企業部門の「受取利子+受取配当」と法人季報ベースの「受取利息・配当」（分離不可能）の比率が1995年度も等しいと仮定。
 - ②1995年中の法人季報ベースの「受取利息・配当」は1995年度中も同額と仮定、上記比率を乗じて1995年度中のSNAベースの非金融法人企業部門の「受取利子+受取配当」を算出。
 - ③1995年度の受取配当については前年度と同額と仮定し、受取利子を求める。
 - <支払利子>
 - ①1994年度におけるSNAベースの非金融法人企業部門の「支払利子」と法人季報ベースの「支払利息・割引料」の比率が1995年度も等しいと仮定。
 - ②1995年中の法人季報ベースの「支払利息・割引料」は1995年度中も同額と仮定、上記比率を乗じて1995年度中のSNAベースの非金融法人企業部門の「支払利子」を算出。
 - (4) 家計部門については、
家計部門の純利子所得=-（家計以外の部門の純利子所得合計）を用いて算出。
- なお、家計部門の純利子所得は残差として算出されるため、推計上は前年度と同額と仮定している「その他」部門や公的金融機関部門の純利子所得が変動した場合は、家計部門の純利子所得も変わり得る。特に、「その他」部門の純利子所得については、厚生年金基金等の運用利回り低下やわが国経常収支黒字の持続等から、1995年度にマイナス幅を拡大させている可能性があり、この場合には、家計部門の純利子所得が上記推計値よりもやや拡大（前年度差はマイナス幅をやや縮小）することになる。

(資料) 経済企画庁「国民経済計算年報」、大蔵省「法人企業統計季報」等

(図表2) 家計・企業部門の純財産所得・総所得

(1) 家計部門

①純財産所得・雇用者所得・年度中実額

(単位 兆円)

	純財産所得	純利子所得	配当所得	純賃貸料	雇用者所得	総所得
1986年度	20.0	13.0	5.6	1.3	182.5	202.5
87年度	19.0	10.6	6.8	1.5	189.7	208.7
88年度	18.7	9.1	7.9	1.7	200.8	219.4
89年度	21.0	9.6	9.6	1.9	216.1	237.1
90年度	24.9	12.6	10.3	2.0	233.9	258.8
91年度	25.0	12.4	10.4	2.2	251.2	276.2
92年度	22.3	10.8	8.9	2.5	258.4	280.6
93年度	22.0	11.5	7.9	2.6	264.9	286.9
94年度	17.2	7.5	7.2	2.6	269.6	286.8

②同・前年度差額

(単位 兆円)

	純財産所得	純利子所得	配当所得	純賃貸料	雇用者所得	総所得
1986年度	0.3	△0.3	0.6	0.1	6.4	6.7
87年度	△1.0	△2.4	1.2	0.2	7.2	6.2
88年度	△0.3	△1.6	1.1	0.2	11.0	10.7
89年度	2.3	0.5	1.7	0.2	15.3	17.7
90年度	3.9	3.0	0.7	0.2	17.8	21.7
91年度	0.1	△0.2	0.1	0.2	17.3	17.4
92年度	△2.7	△1.5	△1.5	0.3	7.2	4.5
93年度	△0.2	0.7	△1.0	0.1	6.5	6.2
94年度	△4.8	△4.1	△0.7	0.0	4.8	△0.1

(注) 総所得は雇用者所得と純財産所得の合計と定義。

(2) 非金融法人企業部門

①純財産所得・営業余剰・年度中実額

(単位 兆円)

	純財産所得	純利子所得	純配当所得	純賃貸料	営業余剰	総所得
1986年度	△24.7	△21.2	△2.0	△1.5	52.8	28.1
87年度	△23.6	△20.8	△1.1	△1.7	55.9	32.3
88年度	△25.5	△22.7	△0.9	△1.9	60.1	34.6
89年度	△28.6	△26.3	△0.2	△2.0	64.6	36.1
90年度	△38.1	△35.7	△0.3	△2.2	70.1	31.9
91年度	△40.8	△38.1	△0.3	△2.4	67.9	27.1
92年度	△37.1	△34.2	△0.3	△2.6	66.1	29.0
93年度	△33.9	△30.8	△0.6	△2.6	61.7	27.7
94年度	△32.0	△28.4	△1.0	△2.5	55.9	23.9

②同・前年度差額

(単位 兆円)

	純財産所得	純利子所得	純配当所得	純賃貸料	営業余剰	総所得
1986年度	0.5	0.5	0.1	△0.1	2.8	3.3
87年度	1.1	0.4	0.9	△0.2	3.1	4.2
88年度	△1.9	△1.9	0.2	△0.2	4.2	2.3
89年度	△3.0	△3.6	0.7	△0.1	4.5	1.5
90年度	△9.6	△9.4	0.0	△0.1	5.4	△4.1
91年度	△2.7	△2.4	△0.1	△0.2	△2.2	△4.9
92年度	3.7	3.9	0.1	△0.2	△1.8	1.9
93年度	3.1	3.4	△0.3	0.0	△4.4	△1.3
94年度	1.9	2.3	△0.5	0.0	△5.7	△3.8

(注) 総所得は営業余剰と純財産所得の合計と定義。

(資料) 経済企画庁「国民経済計算年報」

4. 経済構造調整の進展度合い

この数年間日本経済には、主に次の2つに起源を發する構造調整圧力が作用してきた。1つは、アジア経済の急速な工業化と累積的な為替円高という国際経済環境の大きな変化である。この変化に伴い日本の産業構造も変容を迫られてきた。しかも、経済環境の変化が、非常に大きなものであるだけに^(注25)、個々の企業・産業にとって将来の展望が不透明であり、したがって企業活動のリスクが大きい。このため、設備投資などのリスクの大きい企業活動は、全体として慎重なものとなりがちであった。

あと1つの構造調整圧力は、1980年代後半の資産価格の急騰と1990年代前半の下落に起因する。資産価格の騰落の結果、過去数年間、家計、企業、金融機関の多くが、含み益の縮小や不良資産の増加といった形で、実質的に自己資本が毀損し、債務返済圧力に晒^{さら}されてきた。自己資本が少ない状態では、僅かの投資失敗が破産の危険を孕^{はら}むため、企業はリスクの大きい投資活動に消極的になりがちである。さらに、金融機関の多くも不良債権を抱えている。このため、金融機関も融資活動などで積極的にはリスクを取りにくい状況におかれてきた。このような企業、金融機関両サイドにおける状況も、景気拡大の制約要因として働いてきたと考えられる。

こうした構造調整についてこの1年間を振り返ると、ある面では目立った進展がみられる一方、調整の鈍さが目立つ分野もある。以下では、まず、産業構造調整、そのうち製造業の中での業種別調整と、非製造業を含めた調整に分けて

進展度合いを分析し、続いて各部門のバランスシート調整の進展状況を確認する。

(1) 産業構造調整

(製造業内での調整)

豊かな労働力を持ったアジア経済が工業化した結果、日本の労働集約的製造業は急速に競争力を失った。これが、1990年代に入って繊維や家電製品の日本への輸入が急拡大した基本的な背景である。他方、アジア経済はその経済発展とともに、資本・技術集約財の輸入を拡大した。日本からみれば、資本・技術集約財の輸出の拡大である。これらの貿易の動きを反映して、日本の生産構造も大きく変化した。鉱工業生産をみると、1994、1995年度ともに全体の生産は増加したが、財別には偏に資本財と生産財が伸びている（後掲図表43）。これらは、資本・技術集約度の高い財であり^(注26)、1994年までの一貫した円高にもかかわらず、内需のみならず輸出も生産の拡大に寄与してきた。1995年度も同様に生産は増加し続けた。他方、労働集約度の高い非耐久消費財の国内需要は伸びているにもかかわらず、輸入がこれ以上増加し国内での生産は減少している^(注27)。非耐久消費財に次いで労働集約度の高い耐久消費財では、輸出の減少・輸入の増加に見合う形で国内生産が減少している。こうした財別生産のパターンは、1994、1995年度と続いて起こった。

このように製造業内部での構造変化の方向性が明らかになっていることは、裏を返せば、産業構造変化に伴う企業の事業展開に係る不透明

(注25) 「平成6年度（1994年度）の金融および経済の動向」（『日本銀行月報』1995年6月号）第5章を参照。

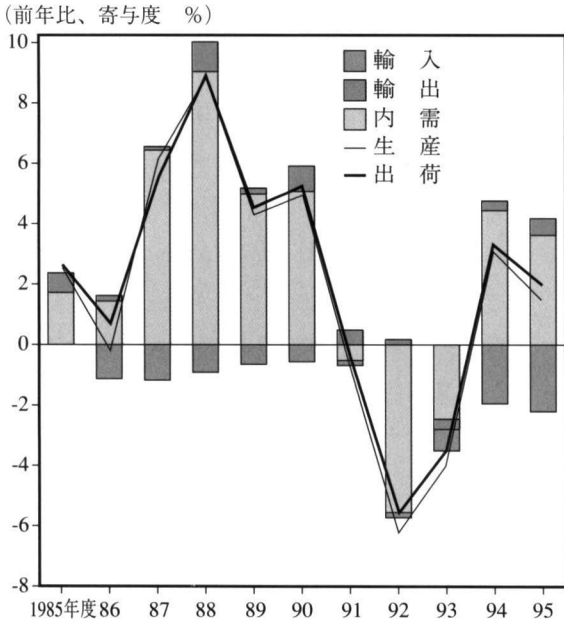
(注26) 財の生産要素集約度に関しては、前掲「平成6年度（1994年度）の金融および経済の動向」第4章の図表27を参照。

(注27) 非耐久消費財は輸出が既に少ないため、図表43での輸出減少の寄与も小さい。

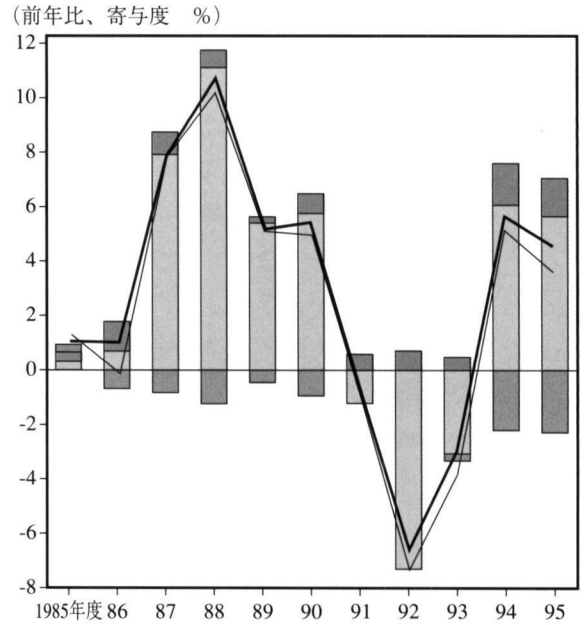
(図表43)

鋁工業出荷と輸出入

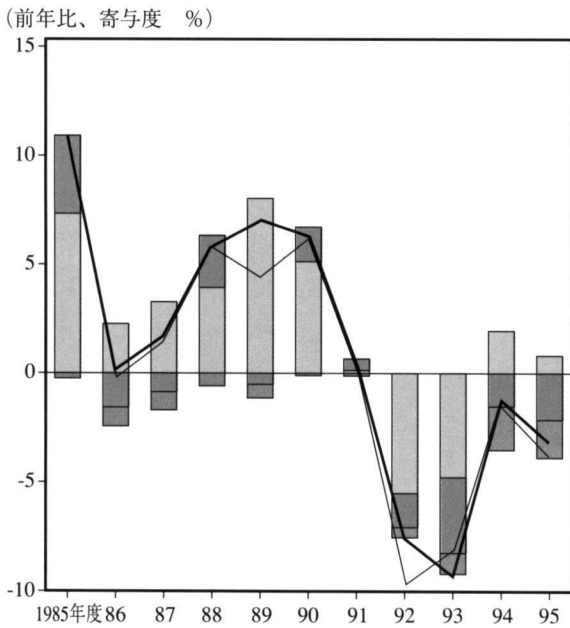
鋁工業全体



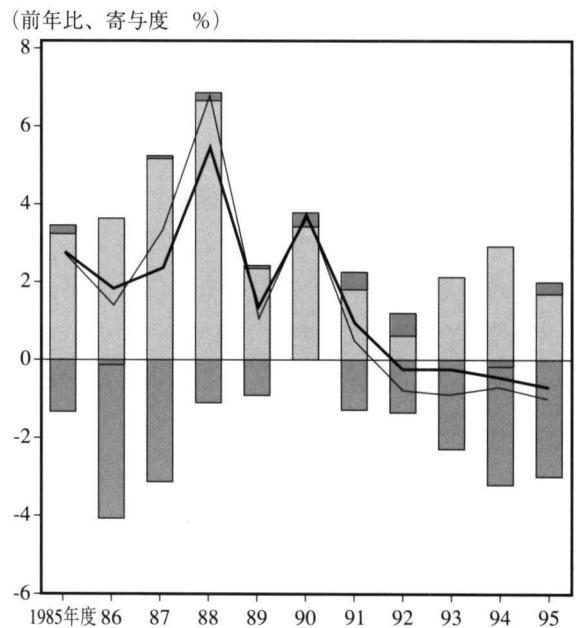
資本財(除く輸送機械)＋生産財



耐久消費財



非耐久消費財



(資料) 通商産業省「鋁工業指数統計」

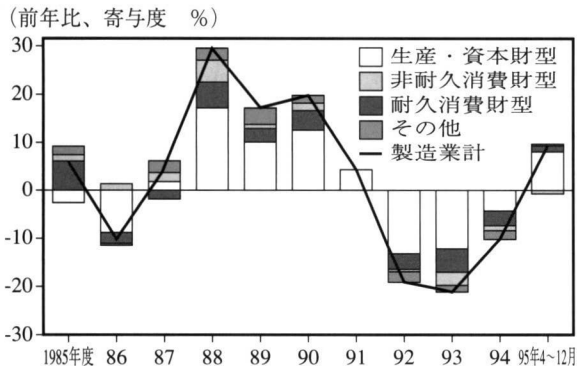
感が薄まりつつあることを意味する。現に、生産面での動きに対応して、資本の部門別分布は過去2年間かなり変化した。すなわち、設備投資面では、消費財産業が伸び悩む一方、生産・資本財産業の投資拡大は顕著である（図表44）。これに対して、労働のシフトは遅れ気味である。これは、豊富な労働力を持つアジア経済の工業化に端を発する産業構造調整圧力の性格上、日本での労働の希少性が低下し、調整圧力が労働全体に及んでいるためであろう。全体として減少圧力に晒される中での部門間雇用シフトは、増加基調の中での調整に比べ、大きな摩擦を伴うからでもある。今後とも、次節でみる非製造業で雇用が拡大しない限り、雇用面での円滑かつ迅速な調整は展望し難い。

（製造業・非製造業間での調整）

アジア経済の工業化や累積的円高は、本来、製造業（より厳密には、貿易可能財）の国内生産に比して、非製造業（非貿易財）の生産を拡

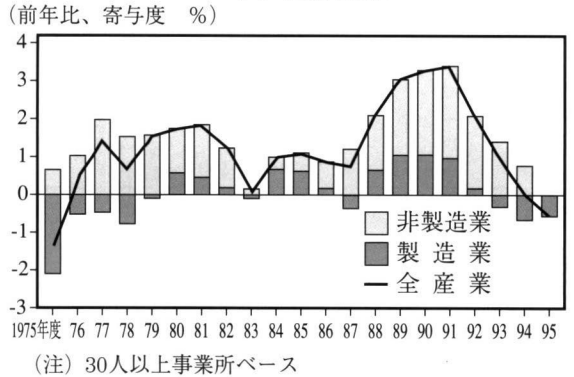
大する作用がある。製造業が海外メーカーとの競争に直接晒される一方、非製造業は直接の影響が薄い。しかも、非製造業は、製造業の過剰雇用が削減される過程で、より低いコストでの雇用の確保が可能になるはずである。現に、1980年代半ばのいわゆる円高不況の過程では、製造業の収益や雇用が減少した一方、非製造業では伸びを高めた。設備投資面でも当時の非製造業は高い伸びを示した（図表45）。しかし、

（図表44） 製造業の設備投資

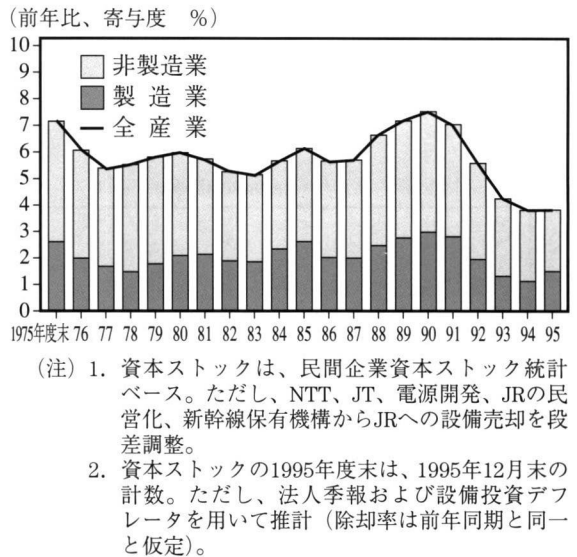


（図表45） 製造業と非製造業

（1）雇用者数



（2）資本ストック



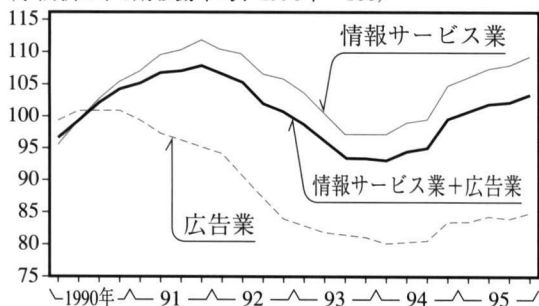
1990年代に入ってから1995年後半に至るまで、非製造業の雇用・設備投資の伸びは鈍かった（前掲図表45）。そこで、この特徴的な動きの背景を今後の展望と併せて検討しよう。

第1に、非製造業の雇用の30%、設備投資の26%を占めるサービス業については、企業のリストラの進行に伴い企業向けサービスが落ち込む中で、売り上げ減退を余儀なくされてきた。ちなみに、企業向けサービス（リースを除く）の活動指数は、鉱工業生産や製造業・大企業の販売管理費とほぼ平行に動いている（図表46）。つまり、この面での調整圧力は、製造業

（図表46） サービス業の活動（1）

（1）企業向けサービス業の活動指数

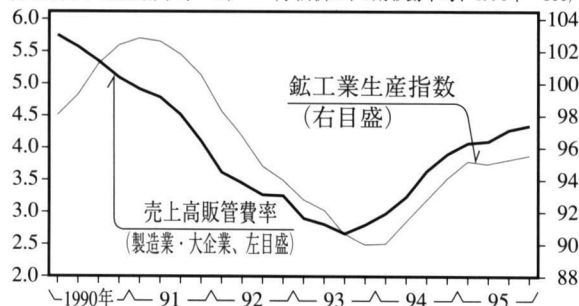
（季調済み、3期移動平均、1990年=100）



（注）1995年第4四半期は後方2期移動平均。

（2）販管費と生産

（季調済み、3期移動平均 %） （季調済み、3期移動平均、1990年=100）



（注）1. 大企業は資本金10億円以上の企業。
2. 1995年第4四半期の販管費率は後方2期移動平均。

（資料）通商産業省「第3次産業活動指数」「鉱工業指数統計」、大蔵省「法人企業統計季報」

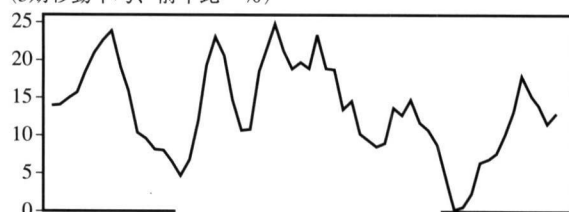
内部での調整など他の独立した調整に付随して動いてきたように窺われる。逆に言えば、前節で述べたように製造業での産業構造調整が進み生産が拡大するにつれて、サービス業の業況も持ち直す可能性が大きい。現に、1995年末にかけて、サービス業の売り上げは回復し、雇用・設備投資にも回復の兆しがみられる（図表47）。

第2には、バランスシート調整圧力が、建設・不動産業（非製造業に占める雇用シェア16%、設備投資11%）に典型的にみられるように非製造業に強かったことの影響が考えられる。これに関しては、後節で検討するように、依然大きな調整圧力を抱えているが、一部には底入

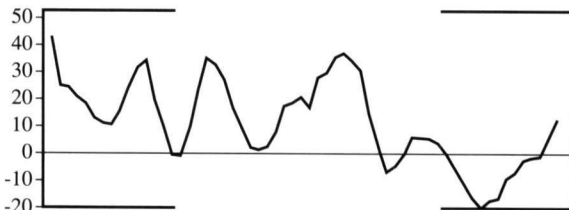
（図表47） サービス業の活動（2）

（1）売上高

（3期移動平均、前年比 %）



（2）設備投資



（3）雇用者数



（資料）大蔵省「法人企業統計季報」、総務庁「労働力調査」

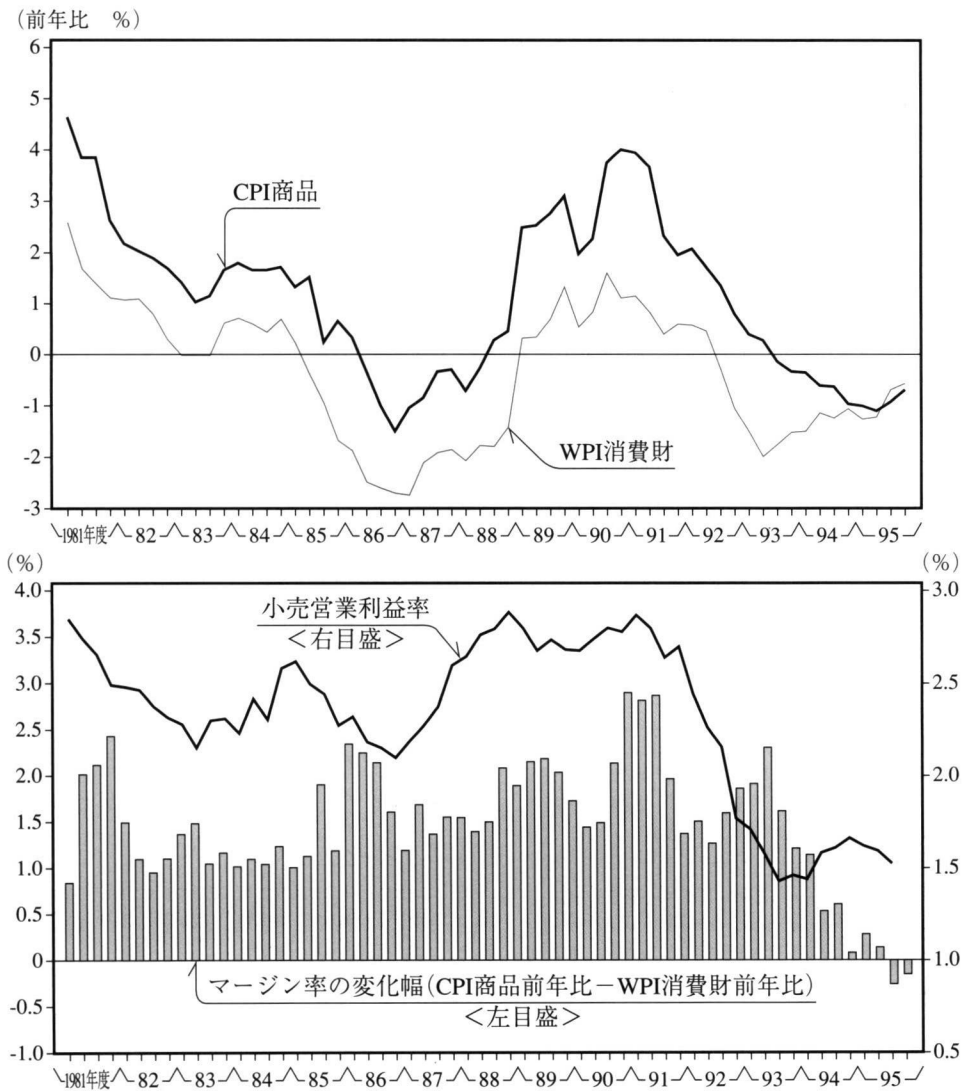
れの動きもみられる。また、公共投資の拡大によって建設業の売り上げ・収益も持ち直しつつある。

第3に、非製造業のうち流通業（同シェア23%、12%）において、マージンが縮小したことも、これまでは雇用・投資が停滞していた原因の1つであろう。従来、日本の流通業は、各種規制のもとで、マージン率を拡大することで

収益を上げてきた。しかし、技術革新や規制緩和によって新規参入が増大し、安値の輸入品との競合が激化するにつれて、流通業のマージン率の拡大が止まり、つれて営業利益率も急速に低下した（図表48）。こうした収益の厳しさを背景に、設備投資や雇用の伸びが鈍かったものと考えられる。

しかしながら、流通業においても、調整はそ

(図表48) 流通業のマージン率



(注) CPI商品は生鮮食品、米、電気・ガス・水道を、WPI消費財は米を除くベース。
 (資料) 総務庁「消費者物価指数」、大蔵省「法人企業統計季報」、日本銀行「卸売物価指数」

れなりに進展している。例えば、小売業においては、過去2年間、スーパーマーケットの店舗数が大きく増加する一方で、個人商店の販売額は減少している（注28）（図表49）。こうした動きが始まった当初は、前述のように小売業の営業利益率は低下したが、最近では、下げ止まって

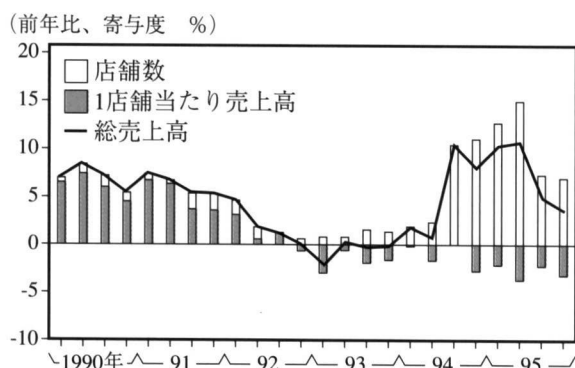
きている（前掲図表48）。これは、大店法の規制緩和などを背景に小売業での効率化がある程度進行し、低価格のもとでも収益が出せる産業構造が小売業で成立しつつあることを示唆している。

このように、非製造業においてもいくつかの分野で調整が進みつつある。さらに、非製造業に含まれる情報サービスや電気通信分野では、技術革新と規制緩和によって急速に需要と生産が拡大している。そうした調整の進展と新規事業分野の発達のもとで、第3章でみたとおり、最近では金融緩和や財政支出の拡大によって、非製造業の経常利益も全体として回復し始め、つれて、雇用と設備投資も持ち直しつつある。

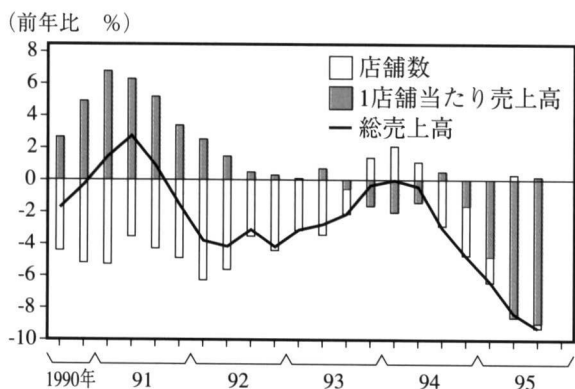
雇用情勢については、非製造業での持ち直しによって、製造業での雇用削減が続く中でも、全体として改善に向かいつつある。しかし、前述のとおり、産業構造調整の性格から労働面に加わる調整圧力が強く、加えて産業構造の変化が激しい中では労働需給のミスマッチも起こりやすい。現に、1995年には欠員率（企業からみた求人意欲）が上昇しているにもかかわらず失業率も上昇していることから、ミスマッチの拡大が窺われる（図表50）。ごく最近では失業率にもようやく低下の兆しがみられるが、以上の検討を踏まえると、今後急速な低下は展望し難い。こうした状況下、産業構造調整に伴う社会的コストを最小限にとどめる観点から、労働市場に関する情報整備などの構造政策の着実な推進が求められている（注29）。

（図表49） スーパー、個人商店の販売額

（1）スーパーの販売額



（2）個人商店の販売額

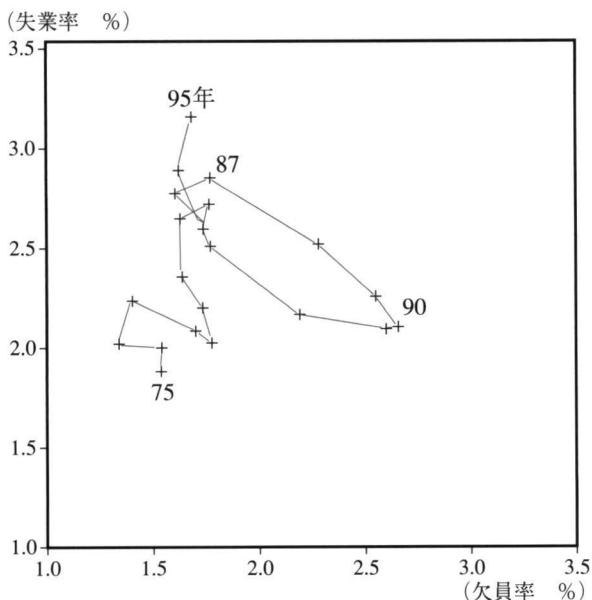


（資料）総務庁「個人企業経済調査報告」「労働力調査」、通商産業省「大型小売店販売統計」

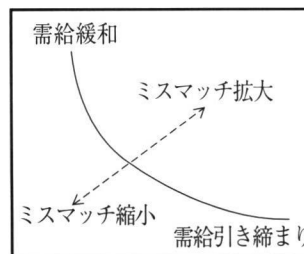
（注28）図表49（2）の「個人商店」には出店の多いコンビニエンス・ストアも含まれている。したがって、伝統的な個人商店の店舗数は、この図が示す以上のテンポで減少しているとみられる。

（注29）労働市場の量的な需給調整機能が高い場合は、産業構造の調整は賃金格差の拡大をもたらしやすい、逆に低い場合は失業率が上昇しやすい。前者が米国、後者は欧州の労働市場の動きを捉えている（詳細は後掲BOX6を参照）。いずれの場合でも、他の条件を一定とする限り、賃金格差の拡大が失業率の上昇という形で、雇用面に調整の負担がかかるが、いずれを採るかは社会的選好の問題である。ただし、求人求職情報の透明化や職業訓練などで、調整コストを引き下げ得る。

(図表50) 雇用のミスマッチ



(注) 欠員率 = (欠員数 / (欠員数 + 就業者数)) * 100
 欠員数 = 有効求人数 - 就職件数
 (資料) 総務庁「労働力調査」、労働省「職業安定業務統計」



産業構造の調整圧力は価格にも下落圧力を加えてきた。すなわち、国内卸売物価は、1992年来前年比マイナスとなっているが、これには、アジア経済からの輸入品との競合激化や、情報関連産業を中心とする技術革新の進展の影響が無視できない。前述の国内卸売物価の推計式によると、輸入ペネトレーションの拡大に伴う構造的物価押し下げ圧力は、ここ数年間均してみれば△0.5%（前年比ベース）にも上り、最近でも減衰の兆しはみられない（前掲図表37）。消費者物価に関しては、規制緩和を背景に流通業で競争が激化し、流通マージンの拡大が止まったことも、物価押し下げ方向に影響してきた。最近では、消費者物価に含まれる商品の価格下落幅が、これに対応する卸売物価の下落幅を超えるまでになっており、この面での構造調整がな

お根強いことを物語っている（前掲図表48）。しかし、こうしたもとでも、企業収益は改善しており、企業部門での対応が一定の進展を遂げていることを窺わせる。

(2) 家計・企業のバランスシート調整

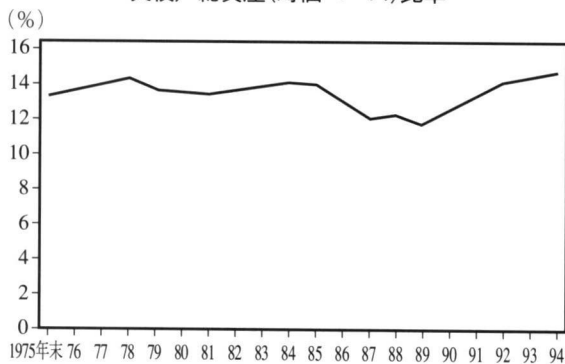
1980年代後半から1990年代前半にかけての資産価格の騰落に伴い、自己資本ないし正味資産が毀損した家計、企業、金融機関が少なくない。このため、当該経済主体では、不良資産の償却と債務の返済などによって、バランスシートを修復しようとしてきた。このバランスシート調整問題の大きさとその後の修復の程度は、日本経済の各部門によって異なる。そこで、まず家計・企業のバランスシート調整の進展具合から検討しよう（注30）。

(注30) バランスシート調整問題の発生メカニズムについては、「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BOX5を参照。

(家計のバランスシート調整)

まず、家計部門についてみると、資産価格の下落によって過大な負債を持つに至る家計があった一方で、それに先立つ資産価格上昇期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家計もあった。しかし、家計部門を全体としてみる限り、1980年代後半から1990年代初めの地価高騰時には土地売却超であった。この点から推して、家計部門全体のバランスシートの毀損は小さかったとみられる。また、家計部門の金融資産合計に占める株式の比率も小さく、株価下落による影響も全体としては小さかったとみられる。したがって、その後のバランスシート調整圧力も他の部門に比して小さかったはずである。現に、家計の負債比率をみると、1980年代後半から現在に至るまでの間は、それ以前と比べて、異常に大きい変動をしているわけではない(図表51)。確かに、個人消費は過去数年間にわたって伸び悩んできたが、これは、先に述

(図表51) 家計部門のバランスシート調整
負債/総資産(時価ベース)比率



(資料) 経済企画庁「国民所得統計」

べたように、労働面で厳しい調整圧力が加わる中で、所得の伸びが低く、また先行き改善の展望にも乏しかったことを基本的な背景としている(注31)。

(企業のバランスシート調整の進捗度合い)

地価高騰期に家計が土地のネット売却部門であった一方、企業部門は全体として取得超であった。この資産増加は、金融債務の取り入れによってファイナンスがなされていた。ちなみに、企業部門の実質長期債務比率(長期債務残高/時価資産残高)をみると、1980年代後半には地価の急騰にもかかわらず、この比率はほぼ横這いで推移し、資産の増加と長期債務の増加が見合っていたことを示している(図表52(1))。しかし、1990年代に入ると、時価資産残高が地価の下落に伴い減少するにつれて、実質長期債務比率が上昇し、企業部門における債務の圧迫が強まった様子がみと取れる。

実質長期債務比率は1995年に入ってようやく頭打ちから低下に向かい始めた。これは、企業が収益の持ち直しを背景とするキャッシュフローの増加を債務返済に充当してきたことを反映している。現に、キャッシュフローに対する長期債務残高の比率をみると、企業収益が増加に転じた1994年に低下に向かい、その後も緩やかに低下を続けている(図表52(2))。しかし最近になっても、その水準は1990年以前に比べて格段に高く、バランスシート調整圧力が弱まりつつあるとは言え、根強いことを示している。

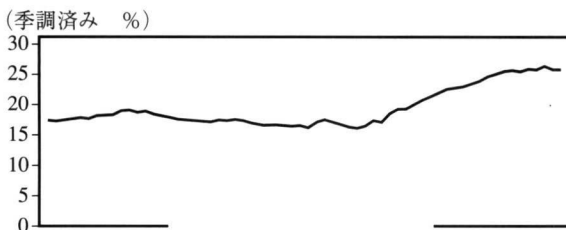
この間、企業にとって経常的な直接コストで

(注31) 住宅ローンの有無によって、資産価格の騰落局面での消費性向の動きに差は認められないことも、家計の負債圧迫が個人消費全体には有意な影響を与えていないことを示唆している(前掲「平成5年度の金融および経済の動向」の図表27参照)。

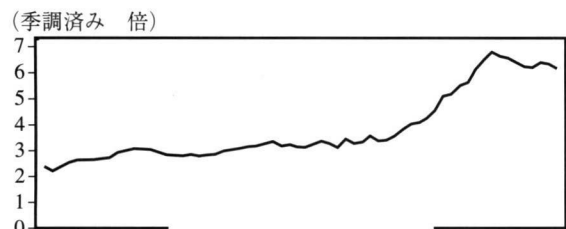
ある利払い負担は急速に低下している。支払利息のキャッシュフローに対する比率は、1994年以降急速に低下し、1995年末では近年のボトム近くまで達している（図表52（3））。長期債務残高のキャッシュフローに対する比率の低下が

（図表52）企業部門のバランスシート調整（1）

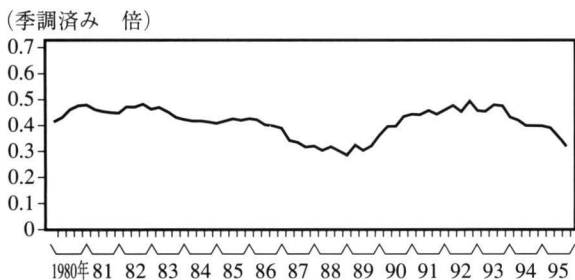
（1）長期債務残高／時価資産残高比率



（2）長期債務残高／キャッシュフロー比率



（3）支払利息・割引料／キャッシュフロー比率



- （注）1. 全規模・全産業（法人季報）ベース。ただし、NTT、JR民営化による段差を調整。
 2. 時価資産残高＝資産合計＋株式・土地含み益株式、土地の時価は、1979年第4四半期をベースラインとして、それぞれ日経平均株価、市街地価格指数を用いて試算（1980年第1四半期以降の取引は行われていないと仮定）。ただし、棚卸資産の含み損益はゼロと見做した。
 3. 長期債務残高＝社債＋長期借入金
 4. キャッシュフロー＝営業利益＋営業外収益

（資料）大蔵省「法人企業統計季報」、日本経済新聞社「日経平均株価」、日本不動産研究所「市街地価格指数」

緩やかなのに対して、利払い負担が大きく低下しているのは、言うまでもなく、この間の金利低下幅が大きかった事実を反映している。

（企業部門内での調整の偏り）

バランスシート調整圧力の強弱は、業種別・企業規模別に大きな差がある。実質長期債務比率や長期債務残高／キャッシュフロー比率をみると、大・中小の不動産業の調整圧力が目立って大きいほかは、製造業、非製造業ともに中小企業での調整圧力も大きい（後掲図表53（1））。これは、大企業には株式発行などのエクイティ・ファイナンスの道が開かれている一方、中小企業では債務での調達、しかも不動産担保の金融機関借入れが資金調達の大部分を占めることによるものとみられる。

このように企業がバランスシート調整圧力に晒されている場合は、先に述べたように、企業経営において事業リスクの許容度は小さくなる。設備投資はまさにリスクの大きい事業である。したがって、バランスシート調整圧力によって、設備投資が抑制されることは十分考えられる。現実にも、企業規模別・業種別にバランスシート調整と設備投資との関係を見ると、バランスシートの毀損度合いが大きいほど、1990年代前半での設備投資の落ち込み幅が大きいことが分かる（後掲図表53（2））。例えば、バランスシートに痛みの少ない製造業・大企業では設備投資の落ち込み幅が小さかった。さらに、1993年末以降の景気回復の過程でこの部門の設備投資がいち早く回復し、その後も最近に至るまで比較的堅調な足取りを続けている。

1995年末にかけては非製造業や中小企業においても設備投資に持ち直しの動きがみられる。これに関して第3章では経済政策との関係から、

(図表53) 企業部門のバランスシート調整 (2)

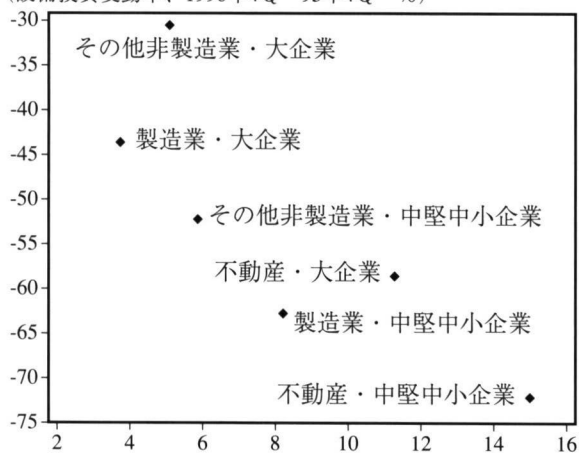
(1) 企業規模別、業種別変化

		1980~85 年平均(a)	95年 平均(b)	(b)-(a)
長期債務残高 /時価資産残 高比率 (%)	不動産・大	28.0	44.1	16.1
	不動産・中堅中小	25.1	46.9	21.8
	その他非製造業・大	25.7	29.4	3.7
	その他非製造業・中堅中小	14.0	23.4	9.4
	製造業・大	14.1	16.2	2.1
	製造業・中堅中小	14.9	24.0	9.1
長期債務残高 /キャッシュ フロー比率 (倍)	不動産・大	6.1	17.4	11.3
	不動産・中堅中小	5.4	16.3	10.9
	その他非製造業・大	4.0	7.5	3.5
	その他非製造業・中堅中小	2.3	5.5	3.2
	製造業・大	1.8	3.2	1.3
	製造業・中堅中小	1.9	5.5	3.6
支払利息割引料 /キャッシュ フロー比率 (倍)	不動産・大	0.7	1.0	0.3
	不動産・中堅中小	0.7	0.9	0.2
	その他非製造業・大	0.5	0.4	△ 0.1
	その他非製造業・中堅中小	0.5	0.4	△ 0.1
	製造業・大	0.4	0.2	△ 0.2
	製造業・中堅中小	0.4	0.4	0.0

(注) 1. 計算方法は図表52に同じ。
2. 大企業：資本金10億円以上の企業、中堅中小企業：資本金1千万円以上10億円未満の企業。

(2) バランスシートの悪化と設備投資

(設備投資変動率、1990年4Q→95年4Q %)



(長期債務残高/時価資産残高、1990年末→95年末変化幅 %ポイント)

(注) 設備投資は1社当たり。

(資料) 図表52に同じ

第4章1節では産業構造調整の観点から検討し、それぞれ持ち直しにある程度の基礎があることが分かった。ここではさらに、バランスシート調整の観点から検討しよう。製造業・非製造業の大企業・中堅中小企業別に、純金融費用（支払利息等－受取利息等）の売上高に占める比率をみると、大企業では1994年以降、中小企業でも1991年以降負担は大きく低下している（図表54）。しかし、製造業・大企業以外の部門、すなわち、中小企業と非製造業・大企業における利払い負担の低下は、専ら純金融費用の対純債務残高比率の低下、つまり金利の低下によって持たせられている。これら部門での純債務自体の重みをその残高対売上高比率でみると、不動産業で顕著に高止まりしているが、これを除いても、最近でも1990年以前の水準をかなり上回っている。つまり、依然として売り上げに比べて大きな債務を抱えており、債務返済圧力は根強いとみられる。したがって、最近の非製造業や中小企業の設備投資は、金利低下やリストラ・産業構造調整に伴う収益の回復を背景に持ち直してきているが、バランスシート調整圧力がなお残存しているために投資に弾みがつきにくい状況が続いている。

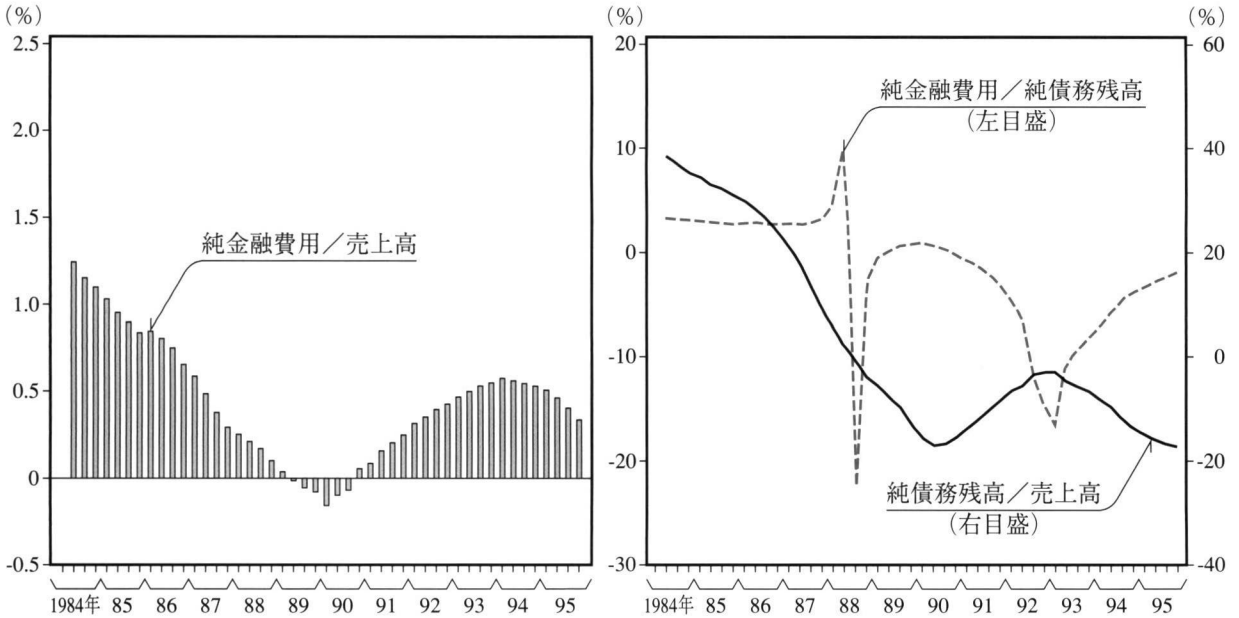
(3) 金融機関のバランスシート調整

金融機関は1990年代の資産価格の下落過程で大幅な不良債権を抱えるに至ったが、第2章で詳しくみたとおり、1995年度末にかけて、多額の償却を実施した。ただし、償却の大半が引き当てなどの間接償却である。したがって、確かに、破綻先・延滞先債権に対する引当率は上昇し、不良債権処理が一定の進捗をみたのは事実

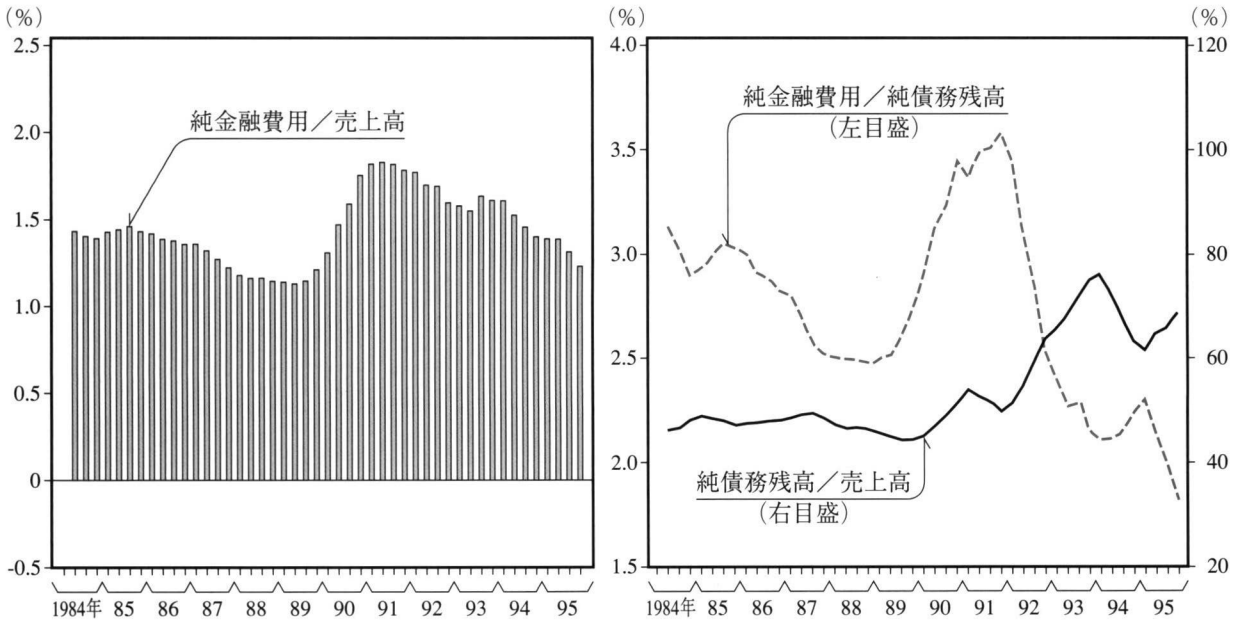
(図表54-1)

純金融費用の要因分解 (1)

(1) 大企業製造業



(2) 中堅・中小企業製造業



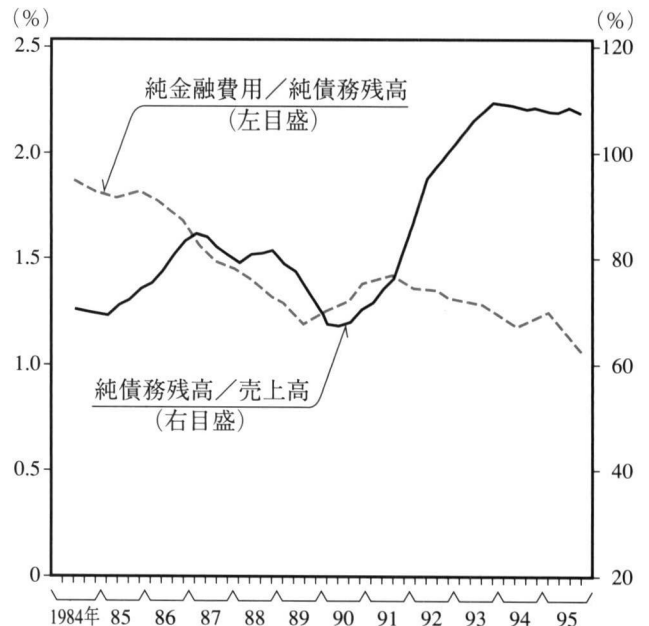
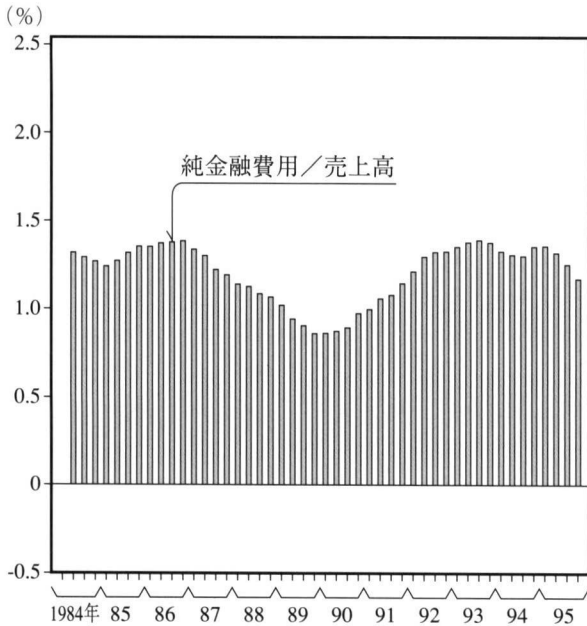
- (注) 1. 純金融費用 = 支払利息・割引料 - 受取利息等
 2. $\text{純金融費用/売上高} = (\text{純金融費用/純債務残高}) * (\text{純債務残高/売上高})$
 3. $\text{純債務残高} = (\text{仕入債務} + \text{短期借入金} + \text{その他流動負債} + \text{社債} + \text{長期借入金} + \text{その他固定負債})$
 $\quad - (\text{現預金} + \text{売上債権} + \text{短期保有有価証券} + \text{その他流動資産} + \text{投資有価証券} + \text{長期貸付金} + \text{その他投資等})$
 4. 計数は季節調整済み、後方3期移動平均。

(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

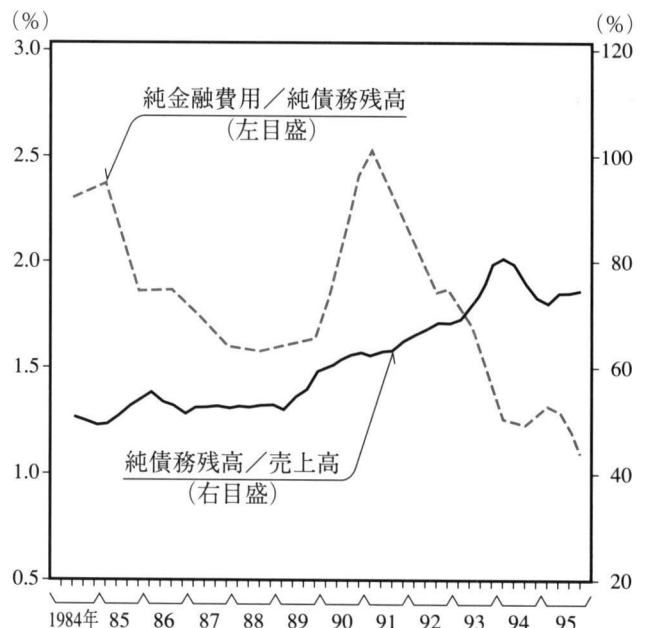
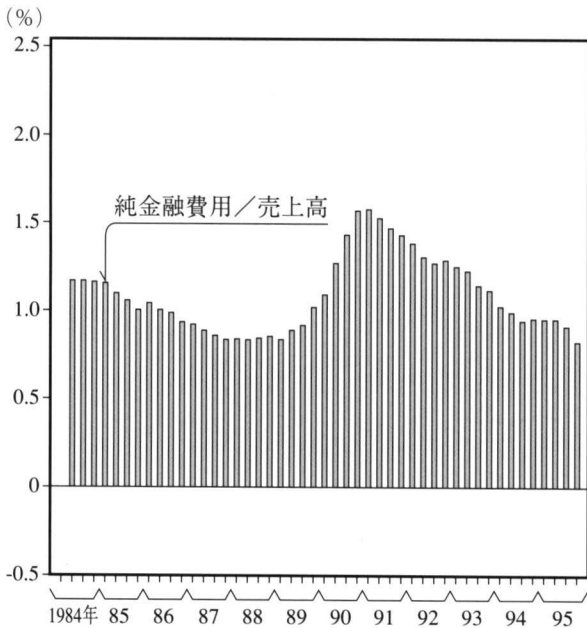
(図表54-2)

純金融費用の要因分解 (2)

(3) 大企業非製造業 (除く不動産業)



(4) 中堅・中小企業非製造業 (除く不動産業)



- (注) 1. 純金融費用 = 支払利息・割引料 - 受取利息等
 2. 純金融費用/売上高 = (純金融費用/純債務残高) * (純債務残高/売上高)
 3. 純債務残高 = (仕入債務 + 短期借入金 + その他流動負債 + 社債 + 長期借入金 + その他固定負債)
 - (現預金 + 売上債権 + 短期保有有価証券 + その他流動資産 + 投資有価証券 + 長期貸付金 + その他投資等)
 4. 計数は季節調整済み、後方3期移動平均。
 (資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

であるが、金融機関のバランスシートに収益を生まない資産が大量に残っているのもまた事実である。金融機関のバランスシート調整を進めるためには、今後不良債権を処分して一旦キャッシュフローに替え、それを新たに収益を生む資産に投入するといったプロセスを経ることが重要である。その際、資本市場がこの過程に対して信認を与えれば、株価の上昇や資本調達 の 順 便 化 を 通 じ て、 収 益 回 復 を 先 取 り す る 形 で 自 己 資 本 の 拡 充 が 実 現 し 得 る。 現 に、 米 国 の 商 業 銀 行 が 不 良 資 産 の 処 分 と 経 営 合 理 化 を 本 格 化 し た 1991年 に、 銀 行 の 株 価 が 上 昇 に 転 じ、 収 益 の 改 善 が 緒 に つ い た ば か り の 1992年 に は 既 に 資 本 調 達 の 目 立 っ た 増 加 が み ら れ て い る（ 図 表 55）。

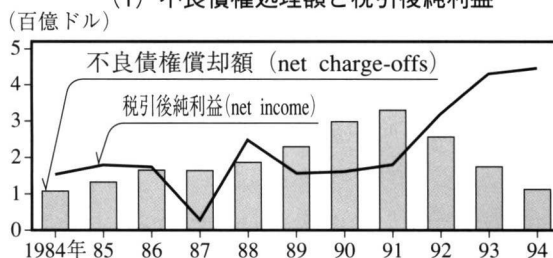
金融機関が多額の不良債権を抱え、自己資本が実質的に毀損している状態が経済に与える影響は、次のように考えられる。金融機関は、自己資本が少ない状態ではリスクの大きい融資活動には慎重にならざるを得ない。このため、信用リスクが相対的に大きくかつ資本市場への調達面でのアクセスが乏しい借り手（中小企業、個人など）にとっては、資金のアベイラビリティが制約される可能性がある。1990年代の中小企業の設備投資が従来の金融緩和期と異なり弱かったことや、金利が大きく低下している割には、全国短観において中小企業で「金融機関の貸出態度」を「緩い」と回答する企業の割合があまり増えなかったこと、さらには、中小企業向け銀行貸出が一貫して停滞していることなど、こうした可能性があることを示唆するような事実もみられる。ただし、それぞれが別の理由、

例えば金融機関のバランスシート問題ではなく企業のバランスシート問題の大きさなど、によっても理解し得るため、必ずしも、この影響と断定するまでには至らない（注32）。

また、金融機関は経済活動に関する情報を集積し生産する機能を持っているが、こうした機

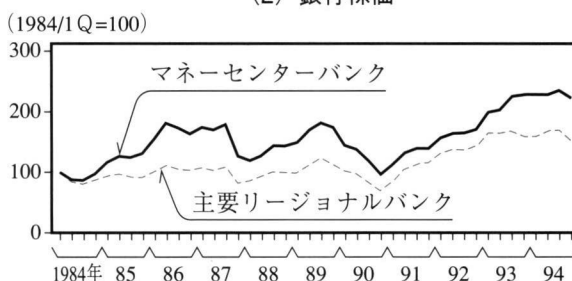
（図表55）米銀の不良債権処理、株価と資本調達

（1）不良債権処理額と税引後純利益



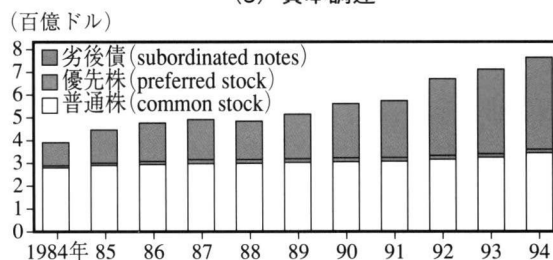
（注）FDIC加盟商業銀行のベース。

（2）銀行株価



（注）S&P500構成先

（3）資本調達



（注）FDIC加盟商業銀行ベース。

（資料）FDIC、S&P

（注32）米国の政策当局や学界では、1990年代初の銀行のバランスシートの悪化が貸出供給の削減を通じて実体経済に悪影響を及ぼしたとする credit crunch論を支持する見方が多い。ただし、credit crunchがどの程度深刻であったかという量的な側面に関する評価は必ずしも定まっていない。詳細は、後掲BOX7を参照。

能を活用することで、不採算の企業を整理するとともに新規企業を支援する役割を伝統的に担ってきた。この結果、経済全体として効率的な資源配分に向かうように調整が進んできた面がある。しかし、現状では、不良債権があまりにも多額に上りかつ債権債務関係が複雑に絡み合っているため、現在不採算で将来展望にも乏しい企業の整理が進まず、他方限られた経営資源のもとで新規企業の育成にも多くの資源を投入できない可能性が考えられる。これについても、1991年半ば以降の深く長い景気後退にもかかわらず、企業倒産件数が従来の後退期と比べて少ないなど整合的な事実を傍証として指摘できる。

このように、金融機関のバランスシート調整問題と実体経済、とりわけ景気との関係は、リスク仲介機能の低下を通じる影響に関して、理論的には一定の説得力を持ってはいる。しかし、実証的には借り手である企業サイドのバランスシート調整の影響と区別することが難しいこともあって、影響の具体的経路やその程度に関して必ずしも判然とはしない。したがって、金融機関のバランスシート調整が未だ道半ばである現実が、今後どの程度景気拡大を制約するかについても、現時点では結論付けられない。

しかし、金融機関のバランスシート調整と企業のバランスシート調整のいずれの調整圧力が景気回復を制約しているにせよ、不良債権および担保不動産の流動化が容易になれば、それぞれの調整が迅速に行い得るようになり、景気に

も好影響を与えるはずである。この点については、米国において、破綻した貯蓄貸付組合（S & L）から接收した債権を、整理信託公社（Resolution Trust Corporation < R T C > 1989年設立、1995年解散）が積極的に売却・処理したことで、経済全体のバランスシート調整が進展したことが、1つの参考になる（詳細は後掲BOX 8を参照）。すなわち、R T Cでは破綻したS & Lから接收した優良・不良債権ならびに抵当流れ不動産を、ポートフォリオにしての売却や証券化といった形で積極的に流動化させたほか、様々な売却・処理方策を実現した。この過程で生じた損失等については、約1,800億ドルに上る財政資金の投入というそれなりのコストを伴った^(注33)。さらに、不動産の処理の円滑化のために、不動産鑑定情報の標準化・公開化（due diligence手法）を実施するなど制度を整備しつつ問題処理に当たった。これらの処理過程では、多数の民間企業をR T Cのエージェントとして入札して契約させるなど、民間の知恵と人材を活用したのも特徴的である。そして、当初は処理に伴う不動産市況への悪影響が懸念されたが、結局市況低下は一時的にとどまり、むしろ1992年以降の市況回復の誘因となったとの評価が一般的である。わが国でも、「整理回収銀行」および住専処理機構での不良債権の処理が検討されているが、そうした不良債権の流動化を伴った早期処理が経済全体のバランスシート調整に資すると期待される^(注34)。

(注33) R T Cに対する財政支出1,800億ドルのうち、1,050億ドルが、金利負担などを除いた要償却債権の損失補填として見込まれていた。この1,050億ドルの支出予定額は、最終的には約900億ドルにとどまる見通しとなっている。この結果、財政負担の総額は最終的に約1,650億ドルとなる見通し。

(注34) スウェーデンでも1990年代初めに銀行部門で多額の不良債権が発生した。このため、公的資金を投入して銀行の再建を図った。ただし、スウェーデンの場合、不良債権の銀行本体からの移し替えは早期に完了したものの、当該資産の流動化は米国に比べて遅れた。この間、スウェーデンでの設備投資、とりわけ建設投資の回復は米国に比べて鈍かった。

[BOX 6]

欧州での失業率の高止まりと米国での所得格差の拡大

失業率の水準を国際比較することは、各国で定義が異なるために、大変難しい。しかし、各国の失業率の推移をみることにより、歴史的にみて、どの程度の雇用調整圧力に晒されているのかを推察できる。実際に、各国の失業率の時系列的な動きを比較すると、日本および欧州諸国の失業率はそれぞれの歴史からみて極めて高い水準にある一方、米国では景気の回復につれてその水準が低下しているというコントラストがある（後掲図表）。このうち、欧州と米国の失業率のコントラストは、海外の研究でも注目を集めており、以下の2つの仮説が、その背景として指摘されることが多い（注1）。

①技術革新仮説：

コンピュータ等の技術革新の進展につれて、労働代替が進んだ結果、代替された雇用については雇用過剰感が広がる。このとき仮に賃金が十分伸縮的であれば、技術革新によって代替された労働者（特殊技能水準のそれほど高くないホワイトカラー層やブルーカラー層で、賃金水準は比較的低い）の賃金が低下するために所得格差が広がり（米国のケース）、仮に賃金が硬直的であれば、失業が増加する（欧州のケース）ことになる。欧州の方が賃金が硬直的である理由としては、一般的に欧州の方が福祉水準が高く、最低賃金の補償等が充実している影響が指摘されている（注2）。

②Global Competition仮説：

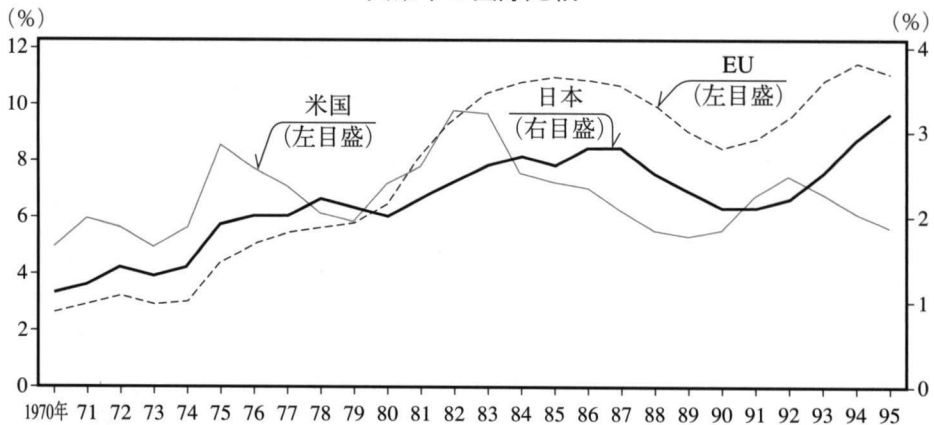
新興経済の発展により、国際分業体制が変化し、先発工業国ではより労働集約的な産業が縮小するにつれて雇用過剰感が台頭する。このとき仮に賃金が十分伸縮的であれば、新興経済の労働によって代替された労働者の賃金が低下するために所得格差が広がり（米国のケース）、仮に賃金が硬直的であれば、失業が増加する（欧州のケース）ことになる。

このうちどちらの仮説がより実証的に当てはまりがよいのかについては、未だ定説というものが無い。例えば、技術革新仮説については、技術革新がどの程度進んだかを正確に計ることが困難であるため、その仮説を実証することも難しい。一方、Global Competition仮説については、米国を中心に否定的な実証結果もみられる（Lawrence [1995]）。

（注1）ここでのまとめは、Krugman [1994]、Elmeskov and MacFarlen [1993]に多くを負っている。

（注2）この他に、何らかの理由で一度上昇した失業率がなかなか下がらない（極端な場合永続する）理由としては、hysteresis効果（履歴効果：現在の失業率が過去の失業率に依存して決まること）が、理論的に指摘されている（Blanchard and Summers [1987]）。履歴効果が生じる背景として、①企業が失業期間の長い失業者を雇いたがらないケース、②失業者の就業意欲が失業期間の長期化につれて衰えていくケース、③労働組合員が非組合員の失業を犠牲にしながらも自分の雇用を守り続けるケース等が指摘されている。

失業率の国際比較



(資料) 総務庁「労働力調査」、OECD "Labour Force Statistics"

(参考文献)

- Blanchard, O. J. and Summers, L. [1987] "Hysteresis in Unemployment Problem," *European Economic Review*.
- Elmeskov, J. and MacFarlen, M. [1993] "Unemployment Persistence," *OECD Economic Studies*.
- Krugman, P. [1994] "Past and Prospective Causes of High Unemployment," *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*.
- Lawrence, R. Z. [1995] "U.S. Wage Trends in the 1980s: The Role of International Factors," *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*.

[BOX 7]

Credit View と Credit Crunch

米国では、1990年代初め、不良債権の発生による銀行のバランスシートの悪化から銀行が貸出供給を絞り、それが実体経済回復の足枷になるといふ、いわゆる "credit crunch"論が政策当局や学界を中心に幅広く展開された。

"credit crunch"は、理論的には、以下のA（銀行サイドの要因による貸出の減少）、B（銀行貸出の減少による経済成長の抑制）の2段階によって生じる現象である。こうした作用が実際に働いた可能性は、多くの実証結果によって示唆されており、政策当局をはじめ、金融部門のバランスシート問題が、資本市場へのアクセスの困難な中小企業を中心に資金のアベイラビリティを低下させ（ないし資金コストを高め）、マクロ経済にながしかの制約的な影響を与えたとの見方が多い。しかし、1990年代初の米国経済にどの程度大きな影響を与えたのかという定量的な評価は定まっていない。

以下では、上記A、B各々の段階について、既往の主な研究結果を紹介する。

銀行のB/Sの悪化

A

銀行貸出の減少

B

総需要の減少

1. 銀行サイドの要因による貸出の減少

まず、credit crunchの因果連鎖のAの部分、すなわち、「米国における1990～91年頃の銀行貸出の低迷に銀行サイドの供給要因が作用していたかどうか」、についての実証研究を紹介する。

①資金需要側の要因のみでは1990年代初の貸出の低迷が説明できないことを示したもの

Lown and Wenninger [1993]は、部門別（法人向け、不動産部門向け、住宅向けなど）の貸出ごとに、金利、対応部門の資金需要の代理変数（注1）を説明変数とする関数を推計している。これを貸出の予測モデルとして用い外挿テストを行うと、1990～91年には予測値と実績値の乖離が大きいことを検証し、この時期の貸出が、銀行バランスシート等モデルに取り込まれていない変数の影響を受けたことの傍証としている。このタイプの分析は、Hancock and Wilcox [1993]など他にも多い。

②特定の地域におけるクロス・セクション・データで自己資本比率と貸出との関係を検証したもの

Bernanke and Lown [1991]は、1989、1990年のニュージャージー州の商業銀行の個別データを用いて、自己資本比率と貸出の伸びの間に有意な正の関係があることを検証し、供給制約の存在の論拠としている。さらに、各州ごとに集計したデータを用い、各州の貸出の伸びを各州の需要変数（具体的には雇用）と自己資本比率とで説明するモデルを作ると、自己資本比率が有意な正の関係を示すことを検証している。また、Peek and Rosengren [1993]は、ニューイングランド地方の商業銀行を対象として、銀行規模ごとに、自己資本比率と貸出の伸びの間に有意な関係があるとしている。

2. 銀行貸出の減少による経済成長の抑制（credit viewの議論）

先にみたcredit crunchの因果連鎖の段階B（銀行貸出の増減と実体経済の関係）は、金融政策の波及経路に関して議論されてきたcredit viewの妥当性と密接に関係している。そこで、以下ではまずcredit viewと呼ばれる考え方を整理した上、その実証例を紹介する。

（1）考え方の整理

伝統的なIS-LM分析に従えば、金融政策は、マネーの増減（＝LMカーブのシフト）を通じて金利を変化させ、実体経済に影響を与えることとなる。この分析では、金融機関の資産サイド（債券と貸出）は明示的に扱われておらず、銀行貸出が債券発行とは異なる役割を実体経済に対して持たないこと、すなわち債券と貸出が完全に代替的であることが、暗黙に仮定されている。

これに対して、「金融政策の波及ルートには、LMカーブのシフトを通じるものだけではなく、銀行貸出の増減が直接総需要を増減させるルートもある」との主張が、Bernanke and Blinder [1988]などによってなされた。この議論は、銀行貸出固有のルートは考える必要がないとするmoney viewに対し、credit viewと呼ばれている（注2）。

こうした銀行貸出固有のルートが存在するためには、①金融政策の変更が銀行の貸出行動を変化させること、②銀行貸出は債券発行と完全には代替的でないこと、の2つが理論的に必要とされる（Kasyap, Stein and Wilcox [1993]）。このうち、credit crunchの論証において重要な②の点について、もう少し詳しくみる。

（注1）法人向け貸出の場合は設備投資、在庫投資、名目GDP、不動産向け貸出の場合は建設投資、住宅向け貸出の場合は家計所得、住宅着工を各々使用。

（注2）各々money paradigm、credit paradigmと呼ばれることもある。

銀行貸出が債券発行と完全には代替的でないとする理論的な根拠は、資金の借り手と貸し手の間の情報の非対称性から導かれる^(注3)。ある投資プロジェクトや、その実施主体の財務状況に関する情報は、借り手側に偏在している。債券を発行する企業にとって、発行コスト引き下げの観点からディスクロージャーが重要な意味を持つのはこのためである。ディスクロージャーによっても、この情報の非対称性はなお完全には埋まらないが、借り手のデフォルト・リスク等に関する事前の審査 (screening) や、借入れ後における借り手行動の監視 (monitoring) などの情報生産活動によって、これが無い場合には資金が供給され得なかったプロジェクトへのファイナンスが可能となる。銀行貸出は、まさにこのような情報生産活動であり、債券市場にアクセスが困難な借入れ主体への資金供給を容易にする。

また、銀行のみがこうした情報生産活動を行い得るのは、審査や監視等は高度の専門知識を要するほか、1件当たりのコストは小口でも大口でも大差なく、資金量当たりで「規模の経済性」が存在すると考えられるためである。この点、銀行は預金という形で大量の資金を集めることができ、また専門ノウハウを蓄積しているため、他の経済主体よりも低コストで、こうした情報生産活動を行うことができる。

借り手のリスクが大きければ大きいほど、情報の非対称性も大きい。したがって、債券発行と銀行貸出の代替性の程度は、借り手のリスクが大きくなればなるほど低下するという関係にある。

(2) 実証分析の例

この"credit view"についてもいくつかの実証研究があり、銀行貸出と債券発行が完全に代替的ではないこと、また特に中小企業の資金のアベイラビリティの低下 (ないし資金コストの上昇) を通じて実体経済と因果関係を持つことは概ね支持されている (Kashyap, Stein and Wilcox [1993]、Lang and Nakamura [1995]など参照)。しかし、銀行貸出の増減が実体経済に及ぼす影響度合いについては、定量的な評価は定まっていない。

参考文献：

- 早川英男 [1988] 「金融仲介の経済理論について」『金融研究』日本銀行金融研究所
藪下史郎 [1995] 『金融システムと情報の理論』東京大学出版会
Bernanke, B. and Blinder, A. [1988] "Credit, Money and Aggregate Demand," *American Economic Review*.
Bernanke, B. and Lown, C. S. [1991] "The Credit Crunch," *Brookings Papers on Economic Activity*.
Hancock, D. and Wilcox, J. A. [1993] "The Effects on Bank Assets of Business Conditions and Capital Shortfalls," The 28th Annual Conference on Bank Structure and Composition, Federal Reserve Bank of Chicago.
Kashyap, A. K., Stein, J. and Wilcox, J. A. [1993] "Monetary Policy and Credit Conditions: Evidence from the Composition of External Finance," *American Economic Review*.
Lang, W. W. and Nakamura, L. I. [1995] "'Flight to Quality' in Banking and Economic Activity," *Journal of Monetary Economics*.
Lown, C. S. and Wenninger, J. [1993] "The Role of the Banking System in the Credit Slowdown," in *Studies on the Causes and Consequences of the 1989-92 Credit Slowdown*, Federal Reserve Bank of New York.
Peek, J. and Rosengren, E. S. [1993] "Bank Capital Regulation and the New England Credit Crunch," The 28th Annual Conference on Bank Structure and Composition, Federal Reserve Bank of Chicago.
Sharpe, S. A. [1995] "Bank Capitalization, Regulation, and the Credit Crunch: A Critical Review of the Research Findings," Finance and Economics Discussion Series 95-20, Federal Reserve Board.

(注3) 詳しくは早川 [1988]、藪下 [1995]などを参照。

【BOX 8】

米国RTCによる不良債権処分と不動産市場活性化

米国では、1980年代半ばから不動産市況が著しく悪化する中、貯蓄金融機関（Savings and Loan Associations＜S & L＞）の相次ぐ破綻に対して、1989年金融機関改革救済法（Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act of 1989＜FIRREA＞）によって整理信託公社（Resolution Trust Corporation＜RTC＞）が設立された。

RTCは、財産保全人（conservator）ないし破産管財人（receiver）の立場から破綻したS & Lの倒産処理を行う一方で、接収した融資債権や担保不動産などの資産の処分を実施し、1995年末をもって当初計画よりも早く活動を終えている（図表（1））。

この間、RTCが処分活動を開始した1989～90年にかけて、不動産市況は一旦軟化を示したが、まず一戸建住宅市況が低金利政策と相俟って1991～92年頃から持ち直し、集合住宅（マンション）市況も後を追って回復基調に入ったほか、商業不動産についても1993年頃から回復感が窺われるようになった（図表（2））。以下では、RTCのドラスティックな不動産関連資産の売却活動が、米国の不動産市場活性化につながった背景について整理する。

1. 不良債権売却による資産価格下落は一時的

RTCの設立当初、不動産関連の不良債権の簿価と投資採算に基づく現実の価格との乖離から、RTCによる売却処分が一般的に不動産市況を一段押し下げる現象がみられた。

しかしながら、米国では、①全く停滞していた不動産市場に流動性が回復したこと、②ドラスティックな価格調整が行われた後に不動産の投資採算も回復し始めたこと、③RTCが進めた各種資産処分スキームを通じて様々なニーズをもった投資家を呼び込むことに成功したこと、を原動力として、当初予想（1990年代後半）よりも短期間のうちに市況は回復した。すなわち、価格調整メカニズムを尊重する形で、入札を主体とする競争的な市場の実勢に委ねることが、結局は早期市況回復につながったとの評価が一般的である（図表（2））。

2. 詳細な不動産鑑定情報の標準化・公開化が取引活性化の源泉

RTCは、その設立根拠法^(注)に明記されているように、不良債権処理のプロセスで、収益還元手法をベースにした不動産等の資産鑑定方法であるdue diligenceやD I V（Derived Investment Value）を民間企業の競争原理に委ねて発展させてきた。

これは、優良・不良債権ならびに抵当流れ不動産についての詳細な物件内容を、資産の買い手（投資家）の観点から調査収集した上、これらデータを資産処分方法のノウハウと併せて標準化し、公開・集中させることを通じて、停滞していた不動産市場の情報のインフラストラクチャーを整備するという意義があった。

3. 民間エージェント等に回収を行わせるインセンティブ作り

RTCが行った多種の資産処分スキームに共通していた理念は、民間企業にRTCのエージェント（代理）として活躍の場を与え、率先してキャッシュフローの実現を行わせるためのインセンティブ作りを行うことであった。

例えば、RTCでは、エージェントであるLoan Sales Advisor、Due Diligence Contractor、Accounting Auditorを通じて、サービシング（債権回収・管理）や不動産開発のノウハウをもった企業を、エクイティ・パートナーシップ（債権回収・不動産開発を請け負う企業体）の主出資者（49%以下の出資持分の無限責任者）として任命した。これには、自らの努力で将来のキャッシュフローを高めれば高めるほど利益を得ることができ、また少ない投下資本額で投資に参加できる、というインセンティブを民間サイドに与える意味があった。

(注) 12 U.S.C. § 1441a (b) (11), a (p) (1) を参照。

さらに、停滞していた不動産取引を活性化するための個別の資産処分手法（特に、一般競売、バルクセールやエクイティ・パートナーシップ、証券化等、キャッシュフローをほとんど生まない資産の売却手法）を編み出したのは、RTCがエージェント契約したLoan Sales Advisor、Due Diligence Contractorをはじめとする不動産プロカーや投資銀行であった。このように、資産の処分に当たって民間の知恵・人材を活用したことも成功の背景と考えられている。

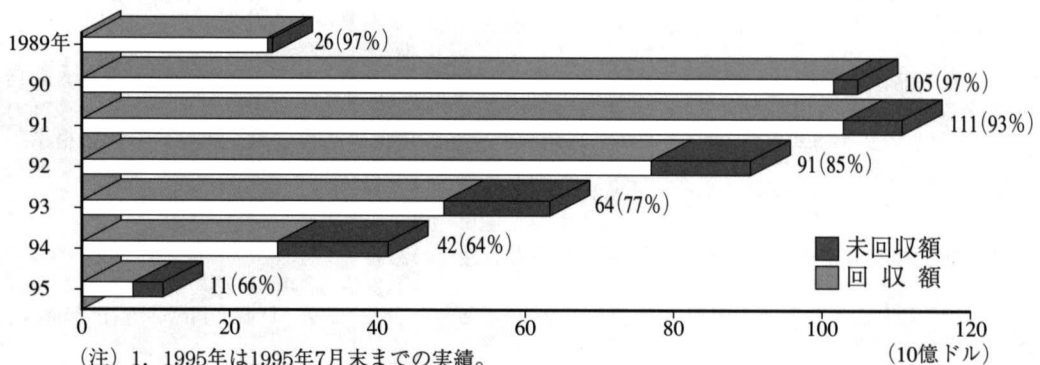
4. 金融機関の淘汰を前提とする財政資金投入

以上の3点に加え、RTCにおいては、S & Lの大量破綻に伴う預金保険基金の枯渇に対するため、総額約1,800億ドルの財政資金を投入し、資産価値の下落による負債（預金）超過を財政資金で賄うスキームが実現した上、公的機関として接收S & Lに対する捜査・召喚権限や刑事告発機能を持ち、接收資産の思い切った売却・回収を進めることができた点も重要である。

この点に関し、RTCと比較して、同様の機能を営んでいたFDIC（Federal Deposit Insurance Corporation、連邦預金保険公社）による接收資産処分が同時期に遅々として進展しなかったのは、FDICは加盟銀行からの預金保険料が原資であるために、これが枯渇することのないように慎重な売却スタンスを崩さなかったことが背景にあるとの見方がある。

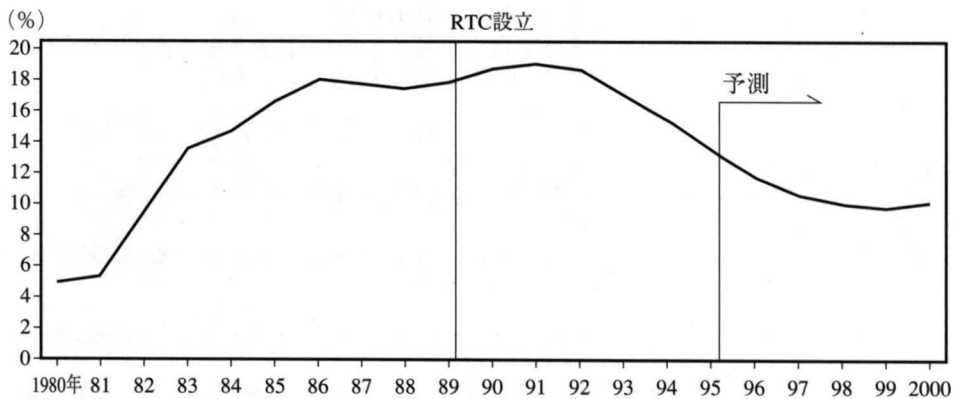
RTCによる資産回収と不動産市況

(1) RTCによる資産回収額



(2) 空室率

主要31都市の空室率の推移



参考文献：

- Resolution Trust Corporation [1989~1994] *Annual Report*.
 Resolution Trust Corporation [1994] *Revised Appendix H: RTC Valuation Methodology for Portfolio Sales: Commercial Mortgages and Real Estate Owned*.
 Resolution Trust Corporation [1995] "The RTC Investor" Vol. 5, No. 5.
 Federal Deposit Insurance Corporation [1987~1994] *Annual Report*.
 Kenneth Leventhal & Company [1993] *Income Property Securitization Survey*.
 Rubin, J. and Rodman, J. [1996] "Restoring Liquidity to Japan's Real Estate Market - a Call to Action to the Government and Banking Industry," mimeo.
 Downs, A. [1993] "Commercial Real Estate Values in the 1990s," *Solomon Brothers Inc.*
 Hicken, J. R. [1991] "Real Estate Appraisers and Appraisals: Changes Mandated by FIRREA," *Real Estate Law Review*.

5. 日本経済の展望と課題

(1) 日本経済の展望

1993年末に回復を始めた景気は、1995年前半には一旦足踏みとなったが、年末にかけて再び緩やかに回復を始めた。これには、第3章でみたとおり、1995年中に実施された金融財政政策が様々な経路を通じて効果を発揮した面が大きい。同時に、政策効果が顕在化した背景には、ストック調整の進展やリストラによる企業収益の基盤強化などに伴い、民間部門での調整圧力がある程度減衰していたことも見逃せない。この点において、金融財政政策の効果が1991年央以降1993年末に至る長い景気後退局面では景気の下支えにとどまったこととは対照的である。

さらに過去数年間にわたって景気回復を制約してきた構造調整圧力についても、一部にかなりの進展がみられる。とりわけ、アジア経済の急速な工業化と累積的な円高に端を発する製造業内の産業構造調整については、その方向性が明らかとなり、つれて企業の事業展開に関する不透明感も薄まりつつある。そうした状況のもとで、製造業の設備投資は着実に増加している。

また、非製造業における調整も進展し始めた。特に、実効性のある規制緩和策が実施された流通、電気通信などでは設備投資が1995年にいち早く拡大を始めたが、これ以外の分野でも減勢から持ち直しに向かう動きがみられる。これには、中小企業を含めた非製造業の企業収益が、リストラなどにより営業利益ベースで下げ止まりつつあるところに金利が低下したため、経常利益ベースで増益に転じたことが大きな支えとなっている。

こうした調整が進展しつつある分野がある反面、企業や金融機関のバランスシート調整圧力については、ごく一部に減衰の動きもみられるものの、全体として依然大きな圧力が残っている。例えば、企業の利払い負担は低金利のもとで全体として低水準となっているが、中小企業および非製造業・大企業の債務残高は売上高やキャッシュフローに比して非常に高い水準にとどまっている。また、バランスシート調整問題の直接の原因となっている不動産市況についても、最近一部に下げ止まる動きもみられるが、全体として近い将来に大きく上昇に転じるとは考え

難い。したがって、バランスシート調整圧力の景気拡大に対する制約は引き続き残るとみられる。

このように、わが国の景気は経済政策の効果に加えて、ストック調整や産業構造調整の部分的進展を背景に、経済各分野に広がりを持ちつつ緩やかに回復している。今後、各種の調整が進展するにつれ、各分野での需要回復が相乗効果を持ち、民間需要の自律回復力が高まっていくものと期待できる。そして一旦民間需要が自律回復過程に入れば、過去の経験からみて、財政政策の刺激効果が多少減退しようが、景気の拡大は持続し得る。これは、逆に1992、1993年のように民間需要が減少トレンドにある場合は、財政支出がかなり拡大しても、精々、需要の下支えにとどまり、民間需要を増加方向に反転させるのが難しかったことの裏返しでもある。ただし一方では、企業・金融機関のバランスシート調整圧力が引き続き大きく、産業構造調整圧力も非製造業中心に尾を引くとみられる。したがって、当面景気回復のテンポは、過去の景気回復期に比べれば緩やかなものにとどまる可能性が高い。

(2) 金融の規制緩和など構造政策の成果

1995年度中の景気展開の中で注目し値するのは、構造政策、特に規制緩和が一定の成果を挙げた点である。例えば、1995年度中に非製造業の中で設備投資が拡大した業種をみると、電気通信と小売りが目立つが、それぞれ事業規制の実効ある緩和によって収益機会が拡大したことから、設備投資が増加した面が大きい（後掲BOX 9 参照）。

また、1995年度は金融面でも実効ある規制緩和が実施された。特に証券発行市場を巡って、意味ある規制緩和が進んだ。例えば、社債に関

して、かつては発行体の財務状態が一定の条件を満たす必要性があったが、この制限は1996年1月に撤廃された。また、公募増資に関しては、ROE等に係わる基準が4月に撤廃されたほか、店頭市場における株式発行に関して、一定の条件を満たす企業に対して、発行制限が緩和された。このほか、CPの発行規制の緩和や、現金担保付債券貸借取引の自由化なども実施され、1995年度は資本市場を巡る規制の緩和が進んだ1年となった（図表56）。さらに、社債管理会社不設置債が発行されるなど、市場取引慣行の見直しも同時に実施された。第2章で述べたとおり資本市場での資金調達には、こうした措置に加え、長期金利の底値感が広がったこととも相俟^{あいま}って、年明け後顕著に増加している。

金融とは、文字どおり資金を仲介することであるが、この資金仲介は同時に経済活動に伴うリスクを変換ないし分散する機能や、必要な情報を集積して新たな情報を生み出す機能を持っている。そして、こうした機能を通じて金融は経済活動の活発化を支える役割を果たすのである。とりわけ、経済が産業構造調整圧力に直面している現在の状況のもとでは、調整を円滑かつ迅速に進めるという観点からみても、金融の果たすべき役割は大きい。1995年度に実施された資本市場の利用者に関する制限の緩和は、まさに、金融に求められているリスク仲介・情報集積機能の向上に資するものと評価できよう。

日本全体の金融の機能を向上させるためには、資本市場の整備のみならず、銀行部門を通じる金融仲介の再活性化が避けて通れない。中小企業、個人など資本市場にアクセスの乏しい借り手にとって銀行与信の存在は大きいからである。また、銀行は決済手段の重要な担い手であるため、より安全で効率的な決済サービスを提供す

(図表56)

資本市場における規制緩和

	発行市場に係る措置	その他の措置
1995年 1月		・投資信託の資産運用・収益分配等に関する規制の緩和
4月	・非居住者ユーロ円債の発行について包括許可制度を導入 ・非居住者国内債・居住者外債について包括届出制度を導入	
5月		・日経300株価指数連動型上場投資信託の受益証券の上場開始
6月		・ローン・パーティシペーションの導入
7月	・店頭登録特則銘柄制度の創設	
8月	・非居住者ユーロ円債の還流制限の撤廃	・機関投資家の保有する外債について評価方法の見直し
10月	・償還期間2週間未満のCP発行解禁 ・ユーロ円CPの環流制限の撤廃	・株式ミニ投資の取扱開始
11月		・国債のローリング決済移行の決定（実施は1996年10月1日決済分から）
96年 1月	・社債の適債基準の撤廃 ・店頭登録企業の新株引受権付社債の発行解禁 ・非居住者国内債および居住者外債の適債基準の撤廃 ・未公開企業のストック・オプション的ワラント解禁 ・東京証券取引所等の株券上場基準等の改正、2部特則市場創設	・債券貸借取引の現金担保に係る付利制限の撤廃
2月		・東京証券取引所において、中期国債先物の取引開始 ・内国資産流動化証券に係る開示省令の公布
4月	・時価発行公募増資に係るガイドライン撤廃 ・私募債の発行制限等の撤廃 ・CPの償還期間を最長1年未満に延長 ・居住者ユーロ円債の還流制限期間を40日（改正前90日）に短縮	・厚生年金基金等の運用規制の緩和 ・投資信託に係る運用規制の緩和 ・リース・クレジット債権に係る資産流動化証券の導入

るという面でも果たすべき役割は大きい。そこで、これら期待される役割を果たすためにも、まず金融機関が直面する不良債権問題の解決が急がれる。

1995年度中、確かに金融機関による償却はかなりの程度進んだ。しかし、不良債権は収益を生まない資産として、依然銀行のバランスシートを圧迫している。今後これを稼働資産に置き

換えていくことが必要である。その際、不良債権ならびにその担保不動産の処理を公正かつ効率的に進めるためには、市場メカニズムに則して行うことが重要である。そして、そのためには、民間の市場取引が活発になされるように、例えば、第4章で述べた不動産に関する情報の標準化や資産鑑定の透明化など、制度の整備が求められる。

以上のように1995年度中の出来事を眺めると、規制緩和や制度の整備などの構造政策は、一見経済活動の活発化に即効性がないとみられがちではあるが、現実には日本経済に備わる潜在力を引き出すという面で、着実に成果を挙げていることが窺われる。もちろん、構造政策が、物価安定や持続的成長を目的とするマクロ経済政策を代替するものではない。大きく構造変化する日本経済にあって、将来に関して市場の発するシグナルは、マクロ経済政策を運営する上

での情報として、従来にも増して貴重である。第3章で述べた資産価格や為替相場の金融政策上の意味は、この例の1つである。したがって、そうした市場のシグナルを歪みの小さなものにするには、政策選択が誤まるリスクを小さくする。上で述べた不動産市場の整備はこの点にも寄与する。市場機能を高める規制緩和や制度の見直しは、日本経済に備わる潜在力を発揮させるとともに、マクロ経済政策の運営を正しく導くためにも、大きな意味を持っている。

[BOX 9]

規制緩和によるビジネスチャンス拡大の例

近年の規制緩和政策によりビジネスチャンスが拡大した例として、ここでは小売業と情報通信業についてみる。

小売業に対する規制については、1990年以降、大規模小売店舗法（以下、大店法）が段階的に緩和された。このうち、特に出店規制に関する部分を見ると、1990年5月、1992年1月と、出店の際の調整期間の短縮・簡素化が図られた後、1994年5月には、売場面積1,000m²未満の店舗の出店が原則自由化された。

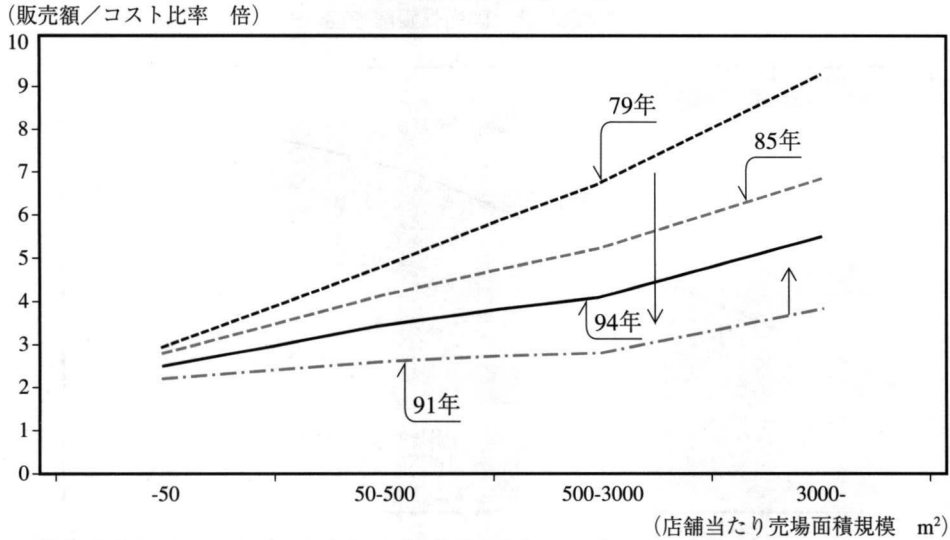
小売業においては、一般的に、売場面積の広い店舗ほど、効率的な販売が可能と考えられる（規模の経済性の存在）。この点を確かめるため、売場面積別に、店舗開設に伴う費用（人件費および出店コスト）1単位当たりでどれだけの販売額を上げられるのかを試算した。これによると、地価や建設コストの違いから、時期によって程度の変化はあるが、一貫して売場面積の大きな店舗ほど多くの売上高を上げることができるとの結果が得られた（図表1(1)）。言い換えれば、出店規制がなければ、売場面積が広く、販売効率のよい店舗を出店しようとのインセンティブは常に存在した^(注1)。このため、出店規制の緩和により、大型店の出店は顕著に増加しており（図表1(2)）、これが近年の小売業の設備投資の増加に寄与していると思われる。

情報通信の分野では、規制緩和によって市場規模が大きく拡大し、これがこの分野での設備投資の増加につながっているとみられる。すなわち、情報通信分野では、1985年に公衆電気通信法の廃止・電気通信事業法の制定により、電気通信事業への新規参入（許可制）が可能となった。この結果、電気通信事業者数（第1種）は、1985年時点の2社（NTTとKDD）から、1996年3月末には126社に増加した。その後、複数事業者による競争原理の導入により国際電話、長距離電話の通話料や、移動体通信の加入料金が低下^(注2)したため、通話数や加入者数は大幅に増加している（後掲図表2）。

(注1) 大型店の方が営業時間、営業日数を追加的に増やした場合に要するコストは低いと考えられるため、出店規制の緩和とともになされた大型店の営業に対する諸規制の緩和（閉店時刻の届出不要時間を午後7時から8時まで延長、年間休業日数の届出不要基準を44日から24日に短縮等）も、こうした規模の経済性をさらに高める方向に働いたと考えられる。

(注2) 移動体通信については、1994年4月の携帯電話端末の売り切り制導入も加入者数の加速度的な増加に寄与している。

(図表1) 小売業の大型店化
(1)「規模の経済」の存在



(注) 販売額/コスト比率=販売額/(人件費+出店コスト)

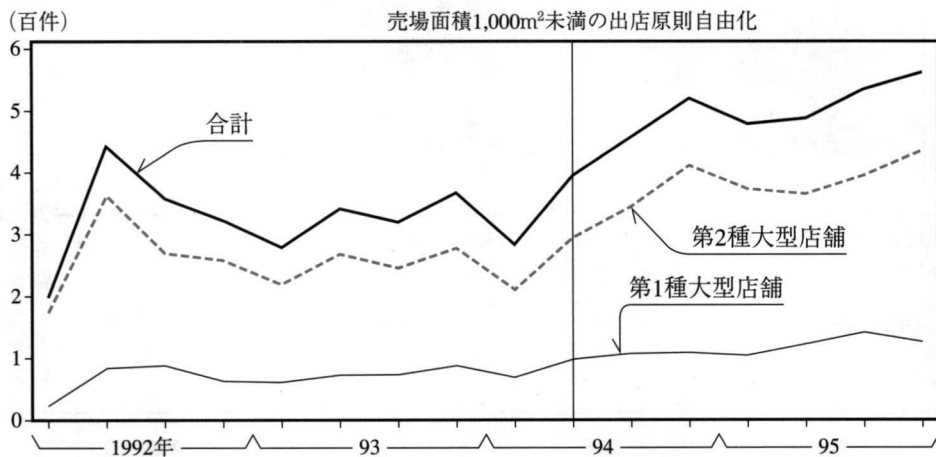
人件費=従業員1人当たりコスト*従業員数

出店コスト=1m²当たり出店コスト*売場面積

$$1\text{m}^2\text{当たり出店コスト} = (\text{地価} + \text{建築コスト}) * \frac{r * (1+r)^n}{(1+r)^n - 1}$$

ただし、従業員1人当たりコストは法人企業統計年報小売業の従業員給与+福利厚生費を従業員数で割ったもの、地価は都道府県基準地価の東京近隣地区商業地価格、建築コストは建築着工統計の「卸小売用鉄筋コンクリート、鉄骨鉄筋コンクリート建築物」の1m²当たり工事予定額、rは借入金利（長期プライムレートを使用）、nは返済期間（20年と仮定）。その他のデータは商業統計表を使用。

(2)大店法緩和後の出店届け出件数



(注)「第1種」は売場面積3,000m²以上の店舗、「第2種」は売場面積500m²以上3,000m²未満の店舗。

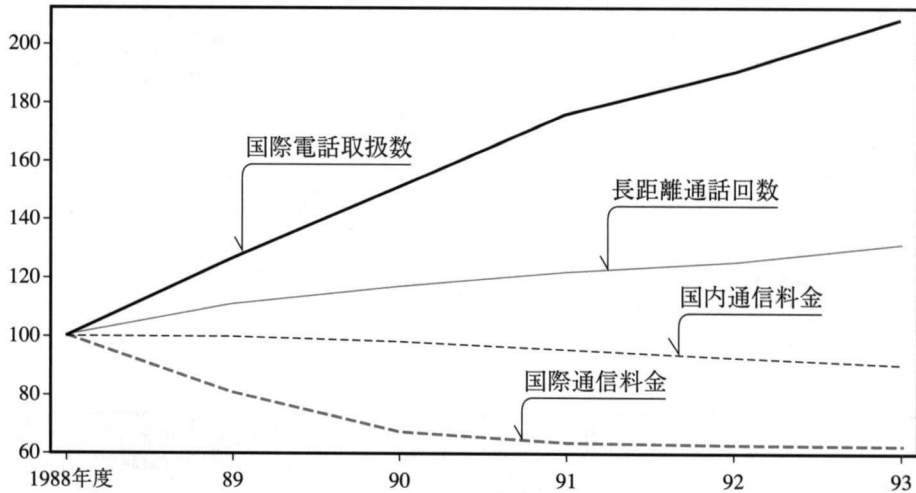
(資料) 通商産業省「商業統計表」、大蔵省「法人企業統計年報」、建設省「建築統計年報」、国土庁「都道府県地価調査」

(図表2)

情報通信産業の市場規模拡大

(1) 国際電話、国内長距離通話

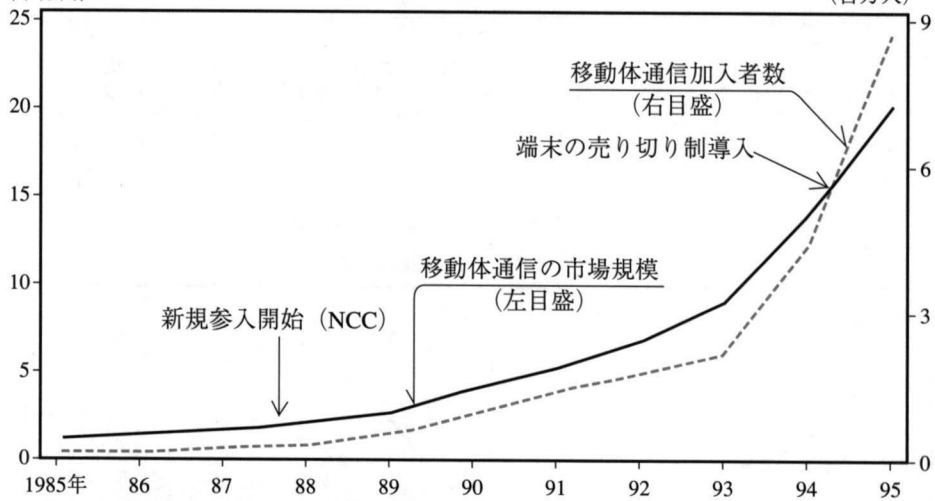
(1988年度=100)



(2) 移動体通信

(千億円)

(百万人)



(注) 1. 移動体通信の市場規模は売上高ベース、年度、1995年度は見込み。

2. 加入者数は年度末、1995年は12月末。

(資料) 郵政省「通信白書」、日本銀行「企業向けサービス価格指数」

(調査統計局)