

# 1996年度の金融および経済の動向

## (目 次)

- |                      |  |
|----------------------|--|
| 1. 概観：要旨に代えて         | 4. 金融面の動向  |
|                      | (1) 金融緩和基調の維持                                      |
| 2. 実体経済の動向           | (2) 金融市場の動向  |
| (1) 対外収支の動向          | (3) マネーサプライの動向                                     |
| (2) 公共投資             |  |
| (3) 企業部門の動向          | 5. 日本経済の展望と課題：結びに代えて                               |
| (4) 家計部門の動向          |  |
| (5) 97年度入り後の動向と当面の展望 | 【BOX 1】 「修正消費性向」の考え方                               |
|                      | 【BOX 2】 マンデル＝フレミング効果の<br>検証                        |
| 3. 物価面の動向            | 【BOX 3】 世界的なディスインフレ傾向<br>について                      |
| (1) 概観               | 【BOX 4】 物価指数のバイアスについて                              |
| (2) 背景               | 【BOX 5】 日経平均株価オプションの<br>時価情報を利用した市場参加者<br>の株価予想の分析 |
| (3) 今後の展望            |  |
| (4) 地価動向             |  |

——本論文の図表は原則として5月23日時点を基準に作成した。

## 1. 概観：要旨に代えて

96年度のがわが国経済の動向を振り返ってみると、景気は緩やかな回復歩調を辿った。金融・財政面からの強力な景気刺激策を背景に、95年末には、景気は低迷を脱しつつあったが、96年度入り後も回復基調を辿り、前年からの円高修正もあって、年度下期には、民間需要中心に景気回復力の底固さが増す展開となった。

これを最終需要面からみると（図表1）、年度前半は、95年央までの円高や製品逆輸入の動き等を反映して純輸出が大きく減少したが、公共投資が95年秋の経済対策を受けて増加し、住宅投資も低金利に刺激されて高水準を続けるなど、

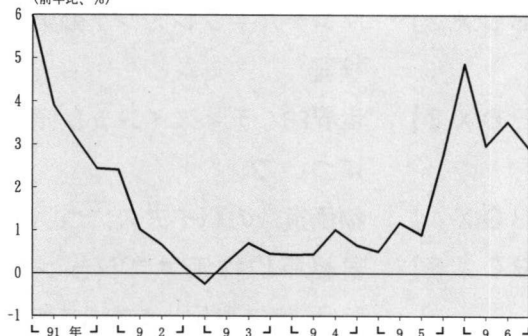
政策関連需要が景気下支えの役割を果たした。これに対し年央以降は、公共投資が頭打ちから徐々に減少に転じたが、為替円安の影響もあって、それまで景気回復の足を引っ張っていた純輸出が増加に転じた。民間需要は、設備投資が、企業収益の回復やストック調整の進展、情報関連等独立的投資の増加を背景に、製造業・大企業から非製造業、中小企業へと徐々に拡がりを伴いつつ、年度を通じて着実な増加を続けた。個人消費は、天候要因等による振れを伴いつつも、雇用者所得の持ち直しに伴い緩やかな回復傾向を辿り、とくに96年秋以降は、生産等への波及が大きい自動車販売が加速した。また住宅投資は、低金利に消費税率引き上げ（97年4月実施）前の駆け込み需要も加わって、高水準を続けた。

この間、生産面をみると、96年央までは純輸出の減少に加え、一部生産財において過剰在庫の調整がみられたことから、鉱工業生産はほぼ横這いの動きにとどまった（図表2）。しかし年央以降は、民間需要の着実な増加に加え、純輸出が増加傾向に転じたこと、さらには在庫調整の進捗に伴い最終需要の増加がより速やかに生産に波及するようになったこと等から、生産の増加テンポも徐々に高まっていった。とくに消費税率引き上げを控えた需要増への対応も加わった年度末にかけて、鉱工業生産・出荷は、前回の景気ピーク時並みの水準にまで回復した。こうした中、これまでの企業リストラ努力の奏効や為替円安による加工型業種の収益増加もあって、96年度の企業収益は製造業・大企業を中心に引き続き改善し、日本銀行「企業短期経済観測調査」などでみる企業マインドも、緩やかに改善した。製造業・大企業の収益回復はその支出の増加を通じて、企業向けサービス業や

実質 GDP

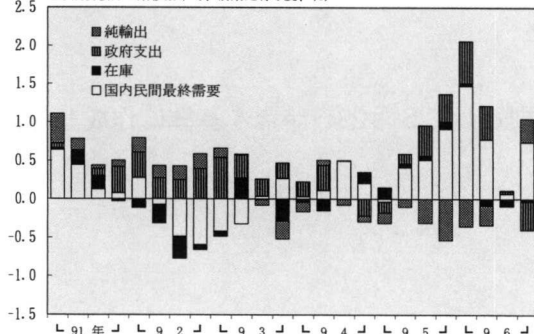
（図表 1）

（1）実質GDP成長率  
（前年比、%）



（2）実質GDPの内訳

（季節調整後2期移動平均、前期比寄与度、%）



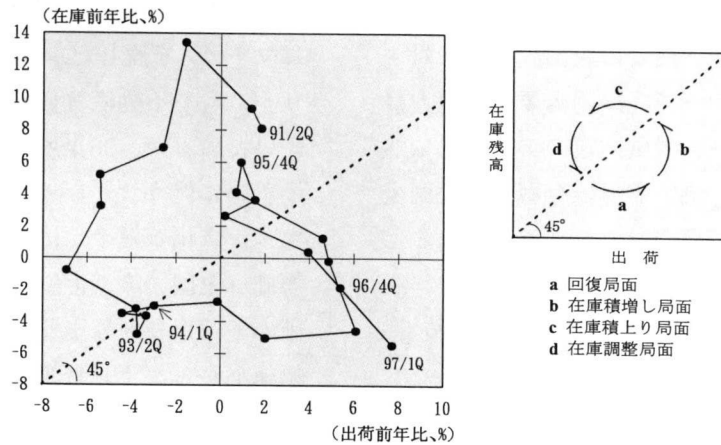
（資料）経済企画庁「国民所得統計」



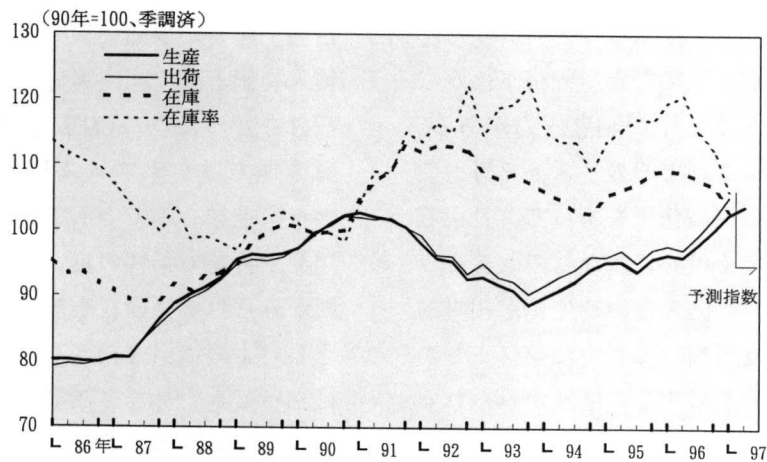
(図表 2)

# 鉱工業生産・出荷・在庫

## (1) 在庫循環



## (2) 鉱工業生産・出荷・在庫



(注) 97/2Qは、97/6月を5月と同水準と仮定。

(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」

製造業・中小企業の業況回復にも寄与した。また、雇用面では、企業部門に根強く残る人件費調整圧力を背景に、失業率の高止まりや常用雇用者数の伸び悩みがみられたものの、生産の増加や企業収益の好転を反映して、所定外労働時間や新規求人数が着実に増加するとともに、雇

用者所得が特別給与を中心に緩やかに伸びを高めるなど、全体として改善傾向を辿った。

このように、95年度に発動された強力な金融・財政政策が96年度入り後も景気を下支えする中、最終需要の増加が生産活動の高まりを通じて、製造業・大企業を中心とする企業収益の

好転に繋がり、これがさらに非製造業、中小企業の収益好転や雇用者所得の増加をもたらしてその支出を促すという、需要、生産、所得の循環メカニズムが96年度の景気回復を支えた。とくに年度後半にかけては、公共投資が減少に転じたにもかかわらず、円安の企業収益等に対するプラス効果も加わって、民間需要の回復力は底固さを増しており、景気回復のテンポは依然緩やかではあるが、政策需要依存型から民間需要主導の回復への転換が徐々に進みつつあると評価することができる。

わが国の景気が93年末に一応底を打った後も、回復テンポが現在に至るまで比較的緩やかなものにとどまった背景には、様々な構造調整圧力、すなわちアジア諸国の供給力拡大や95年央までの累積的な円高等がもたらしたグローバルな競争に基づく産業構造の転換圧力や、いわゆるバブル崩壊後の長期かつ大幅な資産価格下落がもたらしたバランス・シートの調整圧力がある。前者については、①これまでのリストラ努力の奏効や95年央以降の円高修正もあって、企業収益が製造業・大企業を中心にかなりの改善をみていることや、②わが国の輸出や生産が相対的に資本・技術集約度の高い品目へとシフトしつつ、海外との水平分業に相応の進展がみられること、③情報通信関連の技術革新や規制緩和を背景に新規分野での設備投資が活発化していること、などから窺われるように、それなりに対応が進展してきているとみられる。バランス・シート調整問題については、非製造業・中小企業を中心に資産などとの対比でみた負債の水準が高止まっていることなどからも窺われるように、96年度においてなお根強い調整圧力が残存していたと考えられる。

一方、物価面をみると、96年度は総じて軟化

傾向に歯止めがかかった。すなわち、国内卸売物価は、96年央まで下落基調にあったが、国内需給の緩やかな改善に為替円安や原油価格上昇に伴う輸入物価上昇も加わって、96年度下期にはほぼ下げ止まった（前年比でみると、97年3月にマイナスを脱した）。企業向けサービス価格は、リース料や不動産賃貸料の下落から前年割れが続いているが、96年度下期にかけて、企業収益改善等に伴うサービス需要の回復から、前年比マイナス幅が緩やかに縮小した。また、消費者物価（全国、除く生鮮）も、円安や国内卸売物価の下げ止まり等を背景とする商品価格の下落幅縮小から、サービス価格の緩やかな上昇と併せ、上昇幅が幾分拡大した。このように、物価は徐々に下げ止まりの様相を強めたが、最終財を中心とする製品輸入圧力や技術革新による価格低下圧力が根強い中で、円安・原油高による輸入物価上昇の国内物価への波及はほとんどみられなかった。この間、地価についてみると、商業地では、オフィスビルストック調整が徐々に進捗をみていることを反映して、大規模開発が可能で条件の良い土地では下げ止まり気配がみられる反面、小規模で商業的利用価値の乏しい土地は引き続き下落するなど、二極化が目立ってきた。一方住宅地は、高水準の住宅建設等を背景に総じて底入れしつつある。

このように、96年度においては、循環的な景気回復を促す力にやや強まりがみられたが、バランス・シート問題などの構造調整圧力が引き続き残る下で、景気回復テンポはなお緩やかであった。物価は、96年度下期には総じて軟化傾向に歯止めがかかったが、上昇基調に転じる可能性は低い状況にあった。こうした景気・物価情勢を踏まえ、日本銀行は、景気回復の基盤をさらに強固なものとするため、95年9月以来

の公定歩合水準を据え置く金融緩和政策を継続した。

こうした下で、金融面の動きをみると、市場金利については、無担保コール・レート（オーバーナイト物）は日本銀行の金融調節を受けて、平均的にみて公定歩合をやや下回る水準で推移したが、長期金利は、96年前半に振れを伴いつつ上昇した後、年度後半にかけては大幅に低下した。ターム物短期金利（CD 3 か月物レート）も、振幅は長期金利に比べ小さかったが、ほぼ同様な動きがみられた。また、株価も96年前半上昇基調を辿った後、夏以降は弱保合いとなり、年末以降は大幅に下落した。この間、マネーサプライ（ $M_2 + CD$ ）は、概ね前年比3%台の伸び率で推移したが、民間部門の資金調達の伸び悩み等を反映して、年度後半にかけては幾分伸び率が低下した。

実体経済面では、96年度後半にかけて民間部門を中心に景気回復力が底固さを増したとみられるにもかかわらず、金融市場での動きは、この時期にむしろ幾分慎重化したように窺われる。これは、①金融市場が、97年度に向けての消費税率引き上げ、特別減税廃止など財政面からの景気抑制効果を先取りする形で反応したことに加え、②様々な調整圧力、とくにバランス・シート問題が非製造業・中小企業や金融機関等のセクターを中心に根強く残存していることが改めて意識されたため、と考えられる。そうした下では、循環的な景気回復の動きも、市場参加者のコンフィデンス等を通じて、直ちに金融指標面に表れることはなかった。もっとも、96年度においては、住宅金融専門会社（住専）問題の処理で大きな進展をみたほか、破綻金融機関の処理に関する制度上の整備が図られるなど、金融機関の不良債権問題への対応が着実に進められた。

今後のわが国経済を展望すると、消費税率引き上げ前の駆け込み需要の反動などにもかかわらず、生産、所得の好循環が途切れているわけではないことなどからみて、当面、回復テンポが一時的に鈍化するとしても、景気回復そのものは持続していく蓋然性が高くなっていると考えられる。もっとも、長期にわたる景気回復が続いているにもかかわらず、民間経済主体において将来の成長展望に対するコンフィデンスが必ずしも十分に高まっているとは言い難い。これには、様々な構造調整を巡る経済主体の不透明感が根強く影響しているものと考えられる。また、構造調整圧力が働いている下では、産業間、企業間において一律に期待成長率が高まることは期待し難い。しかし、長い眼でみると、比較優位の原則に沿って新たな産業構造が形成されていけば、効率的な資源配分が推進される結果、成長力は高まるはずである。

そのように考えると、今後のわが国経済の持続的成長を展望する上では、実効ある経済構造改革を推し進めることにより、投資機会を創出し、経済主体の成長に対する期待を高めていく必要がある。これは、わが国を取り巻く中長期的な経済環境の変化、すなわちグローバルな競争圧力の高まりや高齢化の進展などに対応し、わが国経済社会が今後とも活力を保っていくためにも必要なことである。また、経済構造を改革していく上で、金融の果たすべき役割の大きさを考えると、引き続き金融システムの安定化に向けた施策を実施し、わが国の金融システムに対する内外の信認を高めることと併せ、「日本版ビッグバン」に沿って、競争促進とそのためのインフラ整備を図り、機能や競争力強化の観点から金融システムの再構築を図っていくことが必要である。

## 2. 実体経済の動向

以下、最終需要を中心に、個別部門別に96年度中の実体経済の動きをみていく。

### (1) 対外収支の動向

まず、対外収支動向の前提となる海外主要国の経済は(図表3)、全体として、着実な景気の拡大が続いた。米国では、情報化投資に牽引される形で設備投資が堅調に推移したほか、個人消費も雇用者所得の伸びに見合って安定的に増加するなど、内需を中心に、91年以来の息の長い景気拡大が続いている。一方、東アジア諸国では、NIEs、ASEANを中心に景気拡大テンポが鈍化した。中国は高成長を持続しているほか、ASEANでも輸出の落ち込みが止まってきたことなどから、景気減速に歯止めがかかりつつある。この間欧州では、英国等一部

を除いて、総じて内需は伸び悩み気味ながら、欧州通貨安を背景とした輸出の持ち直しから、緩やかな回復傾向を維持している。

次に、為替相場の動きをみると、96年度中を通じて、総じて円安基調が続いた。円の対ドル相場は(図表4上)、95年夏以降円高修正の動きがみられ、96年初には105円程度まで戻した。その後、一時的に円高に振れる局面もみられたが、96年前半までのわが国の対外収支黒字の急速な縮小や、米国における景気拡大の持続を基本的な背景に、年中を通じて円安化が進み、結局1ドル115円程度で越年した。さらに97年入り後も、円安傾向が続き、年度末時点では124円/ドル程度となった。因みに、貿易ウエイトで加重平均し、さらに貿易相手国のインフレ格差を勘案した実質実効為替レート(日本銀行調査統計局試算)でみた年度末の円相場の水準は

(図表 3)

### 海外経済(実質GDP成長率)

(前年比、%)								
	1994年	95年	96年				97年 (予測)	
			1～3月	4～6月	7～9月	10～12月		
米 国	3.5	2.0	2.4	2.0	4.7	2.1	3.8	3.0
内需 (寄与度)	4.0	2.0	2.5	3.1	5.3	3.4	1.6	n. a.
外需 (寄与度)	-0.5	0.0	-0.1	-1.1	-0.6	-1.3	2.2	n. a.
E U (欧州連合)	2.9	2.5	1.6	1.3	1.4	1.8	n. a.	2.4
ド イ ツ	2.9	1.9	1.4	0.1	1.1	2.3	1.9	2.3
フ ラ ン ス	2.8	2.1	1.5	1.3	1.0	1.6	2.0	2.4
英 国	3.8	2.5	2.1	2.0	1.9	2.0	2.6	3.3
N I E s	7.6	7.4	6.3	6.6	6.2	5.8	6.6	5.7
韓 国	8.6	9.0	7.1	7.8	6.9	6.6	7.2	6.3
台 湾	6.5	6.0	5.7	5.1	5.4	5.6	6.6	6.2
中 国	12.6	10.5	9.7	(1～3月) 10.2	(1～6月) 9.8	(1～9月) 9.6	(1～12月) 9.7	9.0

(注) 1. 米国の四半期計数は季節調整済前期比年率、また、NIEsの四半期はIMF算出の購買力平価を基に日本銀行が推計。

2. 97年見通しは、米国・EU諸国、NIEsがIMF(97/4月)、韓国・台湾・中国がADB(97/4月)による。

3. NIEsは韓国、台湾、シンガポール、香港の4か国。

(資料) 各国政府、中央銀行統計、IMF"World Economic Outlook", OECD"Economic Outlook", ADB資料

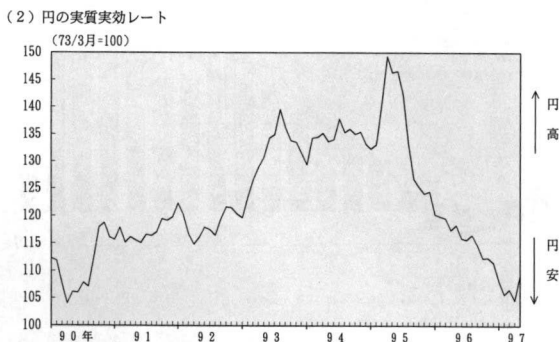
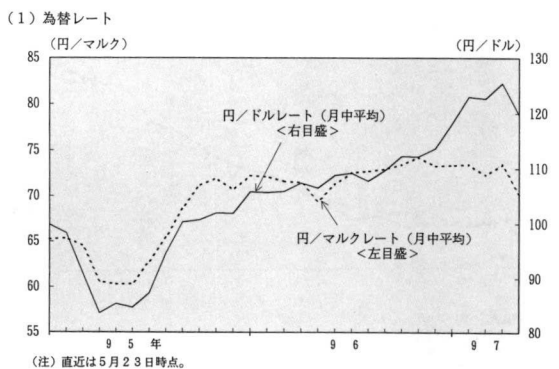
(図表4下)、前回円安のピーク時である90年以來の水準まで低下した。

以上のような海外経済情勢、為替相場の下で、わが国の対外収支は、96年央まで急速な黒字縮小が続いた後、年度後半には、緩やかながら黒字が拡大する方向に転じた。対外収支の基調を作る実質貿易収支(貿易輸出入金額を輸出入物価指数でデフレートしたもの)をみると(図表5)、95年から96年半ばにかけては、実質輸出が伸び

悩む一方、実質輸入がかなりのテンポで増加したことから、黒字が急速に縮小したが、96年後半以降は、実質輸入の伸びが鈍化する一方、実質輸出が増勢に転じたことから、実質貿易収支は再び増加傾向となっている(注1)。こうした実質貿易収支の動きを考える上では、東アジアの経済発展などを背景としたわが国貿易構造の変化と、為替相場の変動などに伴う循環的変動の双方に着目する必要がある。

(図表 4)

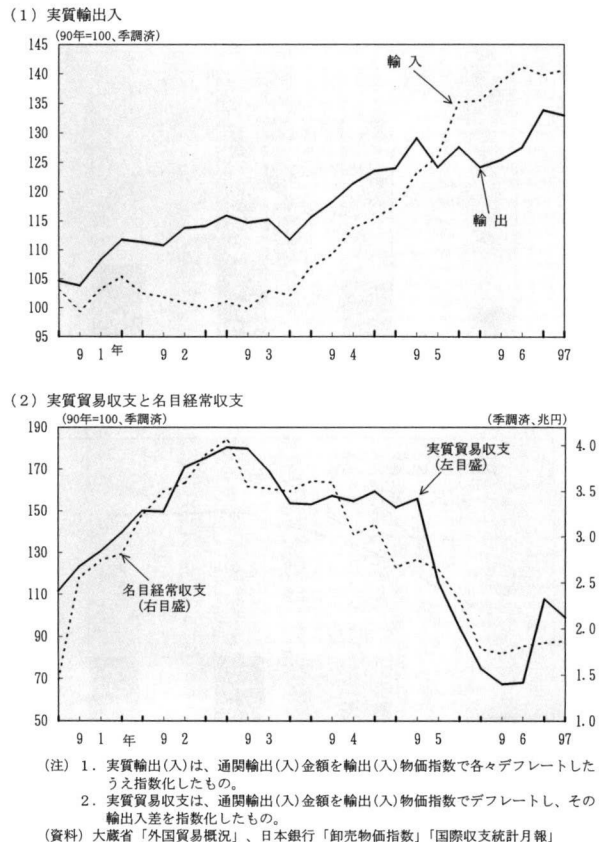
## 為替レート



(注) 日本銀行調査統計局試算値。なお、試算に当たり為替レートは月中平均値を使用し、直近は5月23日までの平均値を使用した。  
算出の際に使用した各国の物価指数のうち実績値のない部分については、直近実績値横置きとした。  
(資料) 日本銀行「経済統計月報」、  
IMF "International Financial Statistics", "Direction of Trade Statistics Quarterly" 等

(図表 5)

## 対外収支



(注1) なお、96年後半以降実質貿易黒字が拡大しているにもかかわらず、名目経常収支黒字はごく緩やかな増加にとどまっている。これには、これまで原油価格の上昇が名目輸入金額の拡大要因として寄与してきたことの影響が大きい。また、経常収支に含まれるサービス収支については、96年度中海外出国者数の増加による旅行支払の増加等から、赤字が拡大した。

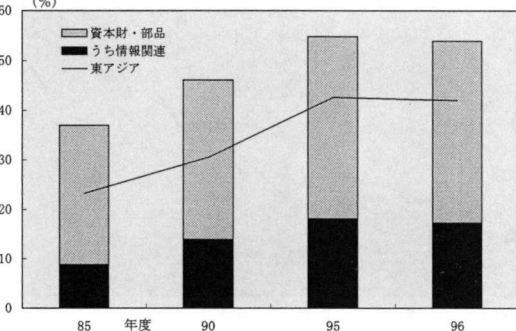
まず初めに、構造的な変化についてみると(図表6)、80年代後半から90年代にかけての①東アジア諸国の供給力拡大、②日本企業の海外生産シフト、③情報関連分野の需要急拡大と国際分業の進展は、相互に関連しつつ、財別にはわが国の輸出を資本財・部品に特化させつつ、消費財や部品等の製品輸入を増加させ、地域的には東アジアとの貿易ウェイトを高める方向に働いた。また、輸出入の両面において情報関連

のウェイトが着実に拡大してきている(注2)。こうした構造変化はとりわけ輸入面において顕著であり、海外生産の増加や情報化の影響を抜きに、ここ2～3年の輸入の増加を理解することは困難である(実質輸入関数の推計でみた海外生産要因、情報関連要因の輸入押し上げへの寄与については、図表7)。最近の為替相場の下でも、企業の中長期的な海外戦略に大きな変化はみられておらず、96年度における製造業の対外

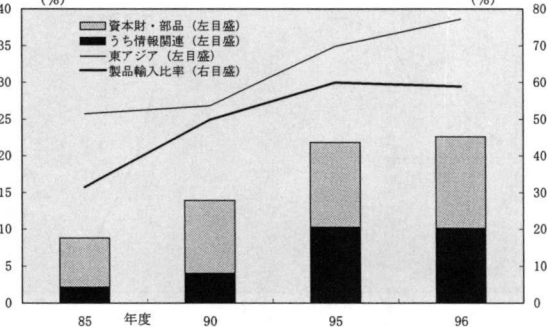
(図表 6)

### 貿易構造の変化

(1) 輸出に占めるシェア (%)



(2) 輸入に占めるシェア (%)

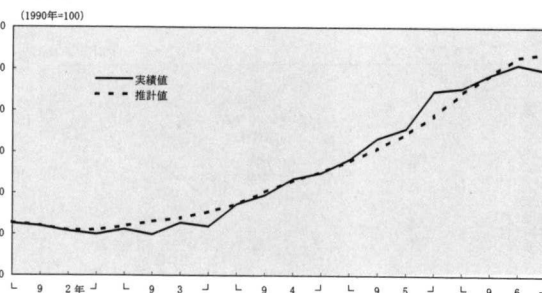


(注) 1. 「情報関連」とは、事務用機器、通信機、半導体等電子部品の合計。  
2. 「東アジア」とは、NIEs(韓国、台湾、香港、シンガポール)、ASEAN4(インドネシア、タイ、フィリピン、マレーシア)、中国の合計。  
3. 製品輸入比率=(食料品、原料品、鉱物性燃料を除く輸入額)/輸入額全体\*100  
(資料) 大蔵省「外国貿易概況」

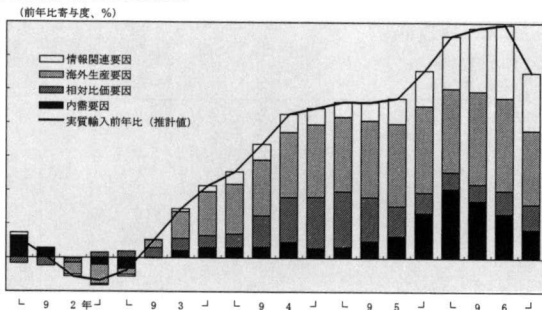
(図表 7)

### 実質輸入関数の推計

(1) 推計結果



(2) 実質輸入前年比の要因分解



(注) 計測した関数は以下の通り。

$$\begin{aligned} \text{実質輸入} = & 8.27 + 0.68 * \text{実質国内需要} - 0.31 * \text{相対比価} \\ & (4.11) \quad (5.13) \quad (-19.20) \\ & + 0.02 * \text{情報関連比率} + 0.04 * \text{海外生産比率} \\ & (2.82) \quad (2.73) \end{aligned}$$

計数は、海外生産比率、情報関連比率を除き対数値。  
ただし、相対比価はラグ10期(-3~-12)分の相対比価(=円ベース輸入物価/国内卸売物価)を加重平均したもの(ウェイトはシララ格を用いて計測したパラメーターから算出)。

情報関連比率は、情報関連内需/鉱工業出荷。  
海外生産比率は、年度計数を四半期分割したものをを用い、ラグ10~2期。  
 $R^2=0.99$ ,  $S.E=0.019$ ,  $DW=1.46$  推計期間 1985/3Q~1996/4Q

(資料) 大蔵省「外国貿易概況」、日本銀行「卸売物価指数」、経済企画庁「国民所得統計」  
通商産業省「鉱工業指数統計」「海外事業活動動向調査」

(注2) 近年のわが国貿易構造の変化とその背景について詳しくは、「最近の対外収支の動向について」(日本銀行月報1996年10月号)を参照。



直接投資や海外現地法人の設備投資は(図表8)、高水準に推移した模様である。さらに、輸入に結びつきやすい情報関連の内需が着実に拡大していることも、引き続き輸入の増加要因として作用するとみられる。

もっとも、96年度における円安の進行は対外収支面に影響を及ぼしている。96年前半までは、純輸出の大幅な減少が景気回復の制約要因として働いてきたが、96年後半からは、円安や企業のリストラ効果によりわが国製造業の対外競争力が改善した下で、①輸出に占めるウェイトの高い資本財・部品、②現地在庫が減少した自動車、③世界需給がやや持ち直している半導体な

どを中心に、実質輸出が増加に転じた。このような円安のもとでの輸出の増加は、後述するように輸出採算、輸出数量の両面から製造業の収益押し上げ要因として寄与している。ただ、最近の純輸出の増加は、国際分業が進展・高度化する下で、グロスでみた輸出・輸入の双方が増加するという性格のものとなっている点に注目すべきである。

## (2) 公共投資

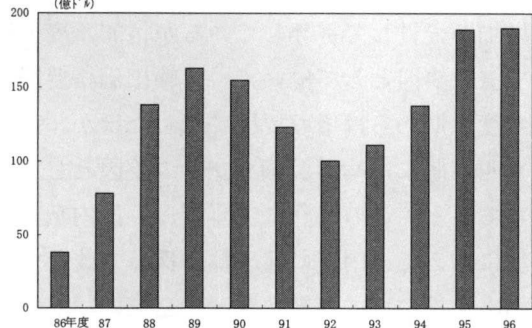
公共投資は、96年度前半において、最終需要を下支えした後、年度後半には減少に転じた。過去の景気対策の中でもとりわけ規模が大きかった95年9月の経済対策を受け、請負金額でみた公共工事の発注は(後掲図表9上)、95年12月から96年春にかけて急増した後、96年央には概ね対策発動前の水準に復した。工事の発注から実際の進捗までにはタイム・ラグが存在するが、公共工事の進捗状況を反映すると考えられる公共投資関連財の出荷でみても(後掲図表9下)、公共投資は96年夏頃まで経済活動の押し上げに寄与した後、昨年秋以降は減少に転じている。

このように、95年央、急激な円高の進行などを背景に一旦景気回復の流れが途絶えかけた時期に、金利引き下げとともに景気回復を再スタートさせることに大きく寄与した公共投資は、96年度後半からはむしろ景気抑制的な方向に転じた。公共投資の先行きについては、96年度補正予算にかかる公共事業の工事進捗から、目先は一時下げ止まりが予想されるが、97年度の当初予算が地方政府の単独事業分を中心に抑制的であることから、基調的に減少傾向を辿るとみられる。さらに、より広く財政政策全般をみると、97年度は、4月の消費税率引き上げに加え、94年から実施されていた特別減税が廃止される

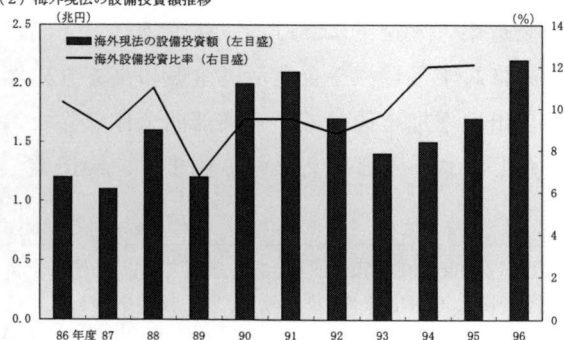
(図表 8)

### 直接投資の動向(製造業)

(1) 直接投資額の推移  
(億ドル)



(2) 海外現法の設備投資額推移

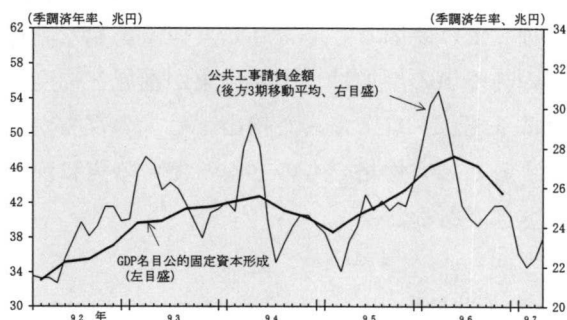


(注) 1. 96年度の直接投資額については97年2月までの全体(含非製造業)の前年同期比を用いて推計。  
2. 95・96年度の直接投資額については円ベースに省令レートを乗じて米ドルに換算。  
3. 海外設備投資比率=現地法人設備投資額/国内法人設備投資額  
(資料) 大蔵省「対外直接投資状況」、通商産業省「海外事業活動基本調査速報」

(図表 9)

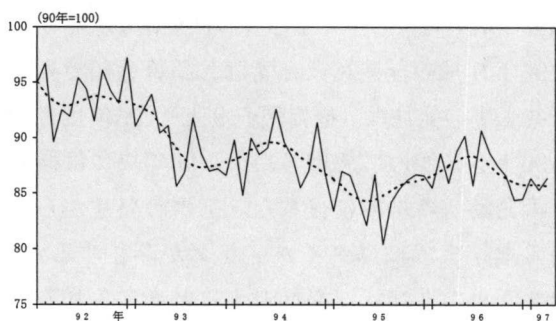
## 公共投資

### (1) 公共工事請負金額



(注) 1. 名目公的固定資本形成は、四半期の値を中心にプロット。  
2. 請負金額は、X-12-ARIMA (βバージョン) により季節調整。

### (2) 公共投資関連財出荷



(注) 1. アスファルト、コンクリート管、コンクリートブロック、道路用コンクリート、普通鋼熱間鋼管、鉄管継手をそれぞれの出荷ウェイトで加重平均。  
2. X-12-ARIMA (βバージョン) による季節調整。  
実線は季節調整系列 (=  $T \cdot C \cdot I$ )、点線はその趨勢循環変動成分 (=  $T \cdot C$ )。  
ただし、 $Y = T \cdot C \cdot S \cdot D \cdot I$  (乗法型を仮定)。  
Y: 原系列、TC: 趨勢循環変動成分、S: 季節変動成分、  
D: 曜日変動成分、I: 不規則変動成分

(資料) 経済企画庁「国民所得統計」、保証事業協会「公共工事前払金保証統計」、通商産業省「鉱工業指数統計」

など、歳入面からの景気抑制的な影響も出てくると考えられるが、この点に関しては(5)で述べる。

### (3) 企業部門の動向

#### (企業収益と景気回復の波及メカニズム)

次に企業部門の動向をみる。まず、企業活動の基盤となる企業収益の動向をみると、現在の景気回復のリード役となっている製造業・大企業においては、着実な増益基調が続いており、96年度の売上高経常利益率の水準は(図表10左上)、過去の平均的な水準(4%強)を若干上回るレベルにまで回復をみている。利益率改善の要因をやや長い目でみると(後掲図表11上)、92年度から93年度にかけては、資材・部品等調達コストの引き下げ、人件費等固定費の抑制などが収益の下支えに寄与したが、売上げの減少から利益率そのものは低下をみた。これに対し、94年度下期以降は、売上げの増加に伴って利益率が上昇傾向を辿っている。売上げ増加の要因についてみると(後掲図表11下)、国内売上数量の増加が一貫して寄与しているが、95年度上期まで減収要因として働いていた輸出価格要因が95年度下期からは増収要因に転じたほか、96年第4四半期には輸出数量もプラス要因として作用している。このように96年度は、国内数量の増加に加えて、円安に伴う輸出採算の改善および輸出数量の増加が製造業・大企業の収益押し上げに寄与している(注3)。

製造業・大企業における収益改善は、下請け企業に対する発注や企業活動全般の高まりに伴う支出の増加を通じて、企業部門全体に徐々に波及しつつあると考えられる。まず、製造業・

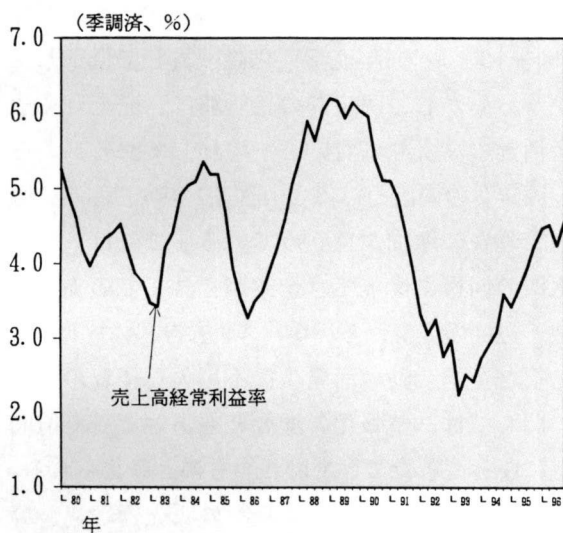
(注3) 円安が企業収益に与えた影響については、素材業種の場合、円安が石油価格の上昇とあいまって投入価格の上昇という形で収益の押し下げに寄与したが、加工業種の場合、円安による輸出採算の好転が大きく収益を押し上げており、これらを併せてみて、製造業全体に対してはプラスに働いている。この点について詳しくは、「わが国金融経済の分析と展望—情勢判断資料(1997年春)」(日本銀行月報1997年5月号)を参照。



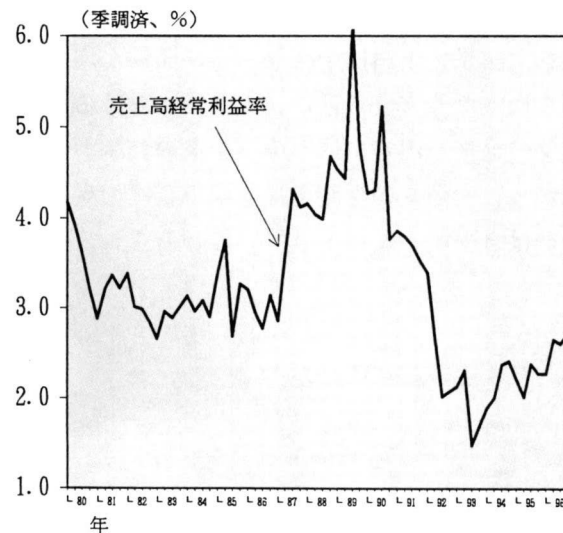
(図表10)

## 企業収益（売上高経常利益率）

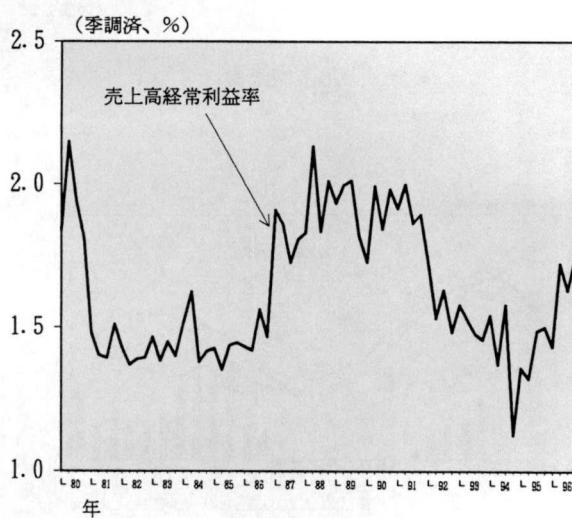
(1) 製造業・大企業（除く石油石炭）



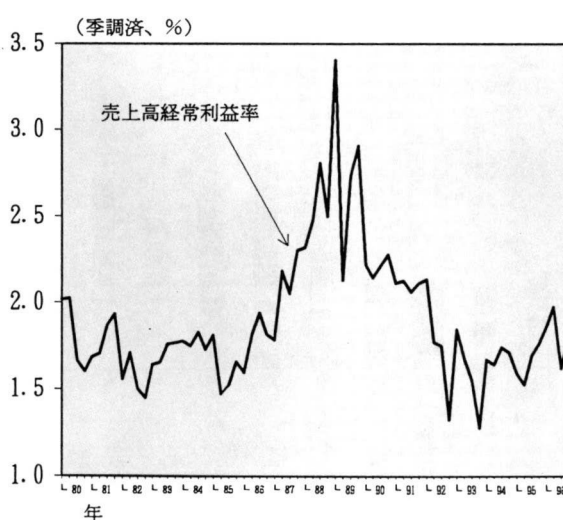
(2) 製造業・中小企業



(3) 非製造業・大企業（除く不動産、電力、運輸通信）



(4) 非製造業・中小企業（除く不動産）



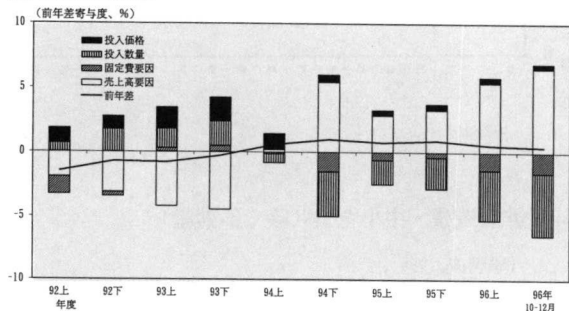
(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

中小企業への波及のルートを見ると（図表12）、今次景気回復局面初期の94年頃には、大企業の生産増加がなかなか中小企業の実産に結び付かなかったのに対し、96年には大企業に遅れつつも中小企業の実産が着実に増加してきている。94年頃は大企業の収益水準が低位にとどまる中で、部品の内製化・海外調達シフトなどが進められた結果、下請け企業などへの発注が増加しにくかった一方、最近では、大企業におけるリストラの進捗や円安に伴う中小企業の競争力回復等から、大企業の実産増加が中小企業の実産に結び付きやすくなってきているとみられる。こ

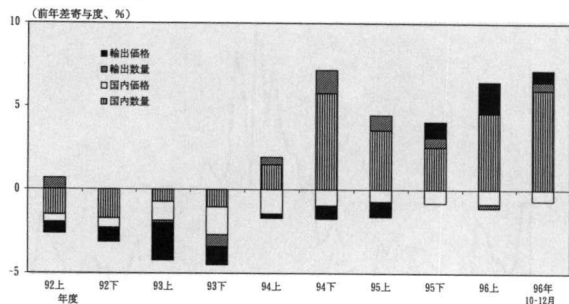
（図表11）

#### 企業収益の要因分解（製造業・大企業）

（1）売上高経常利益率



（2）売上高要因の内訳



（注）1. 法人季報ベース、除く石油石炭。  
2. 要因分解は以下の式による。

$$\frac{\Delta \pi}{S} = \frac{FC + VC}{S} \cdot \frac{\Delta Pod}{Pod} + \frac{FC + VC}{S} \cdot \frac{\Delta Poe}{Poe} + \frac{FC + VC}{S} \cdot \frac{\Delta Od}{Od} + \frac{FC + VC}{S} \cdot \frac{\Delta Oe}{Oe}$$

国内価格要因    輸出価格要因    国内数量要因    輸出数量要因

$$\frac{-VC}{S} \cdot \frac{\Delta Pi}{Pi} - \frac{VC}{S} \cdot \frac{\Delta Oi}{Oi} - \frac{\Delta FC}{S}$$

投入価格要因    投入数量要因    固定費要因

ただし、 $\pi$ ：経常利益、 $S$ ：売上高、 $FC$ ：固定費、 $VC$ ：変動費

$Pod$ ：国内価格、 $Poe$ ：輸出価格、 $Pi$ ：投入価格

$Od$ ：国内数量、 $Oe$ ：輸出数量、 $Oi$ ：投入数量

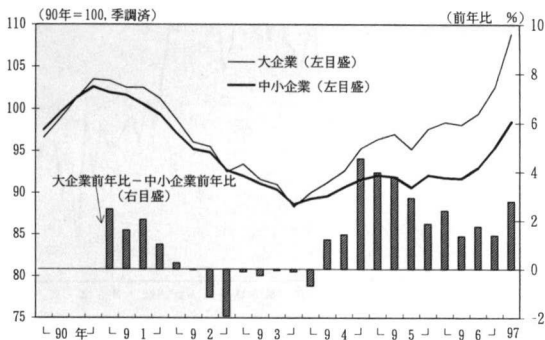
（資料）大蔵省「法人企業統計季報」、通商産業省「鉱工業指数統計」、日本銀行「製造業部門別投入・産出物価指数」「主要企業経営分析」

うした生産の回復を背景に、製造業・中小企業の実産は（前掲図表10右上）、水準は依然低いとはいえ、このところ着実な改善を示している。

一方、非製造業に関しては、製造業・大企業の実産の変動が一つの波及ルートと考えられる。売上高との相対的な関係でみた固定費は引き続き抑制されており、売上高固定費比率は（図表13上）、94年度下期以降一貫して低下している。しかし、固定費の絶対額は、売上げや生産活動の高まりに対応して増加しており、さらに固定費の内訳を見ると（図表13中）、とくに販売管理費の増加が目立っている。これは、収益水準の回復に伴って、企業がそれまでの支出削減一辺倒の姿勢から、リース、広告、ソフトウェアなど企業活動の活発化に不可欠な経費の支出に関しては、情報化の進展ともあいまって前向きになってきたことを表わすものと考えられる。鉱工業生産と製造業・大企業の実産、第3次産業活動指数のうちの対事業所サービスを重ね合わせてみると（図表13下）、これらがほぼ

（図表12）

#### 中小企業の実産



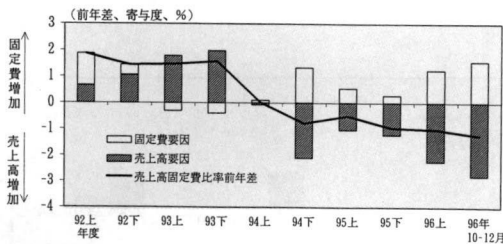
（注）規模別製造工業生産指数（90年基準）は90年がデータ始期となっているため、90年における前年比は不詳。

（資料）中小企業庁「規模別製造工業生産指数」

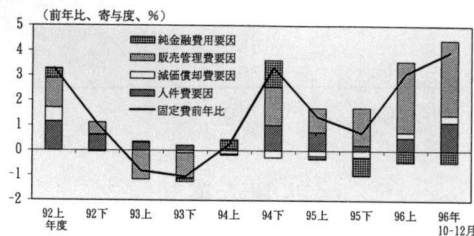
(図表13)

## 製造業・大企業の固定費と非製造業への需要

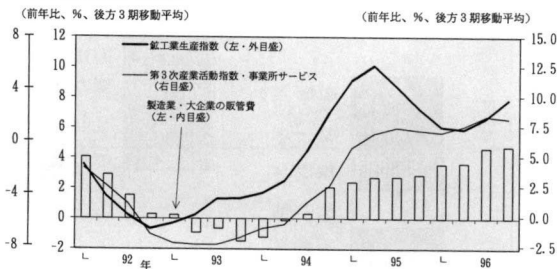
(1) 売上高固定費比率



(2) 固定費の内訳



(3) 非製造業への需要



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

足並みを揃えて高まってきており、生産の増加が企業収益の回復を通じて、経費支出の増加を促し、それが非製造業にとっての需要増をもたらすという波及経路を一応みてとることができる。さらに、このようなルートとは別に通信、流通などでは、規制緩和や技術革新を背景に、市場が変化を伴いつつ拡大しており、非製造業全体の収益の改善に寄与している(注4)。

## (設備投資の動向)

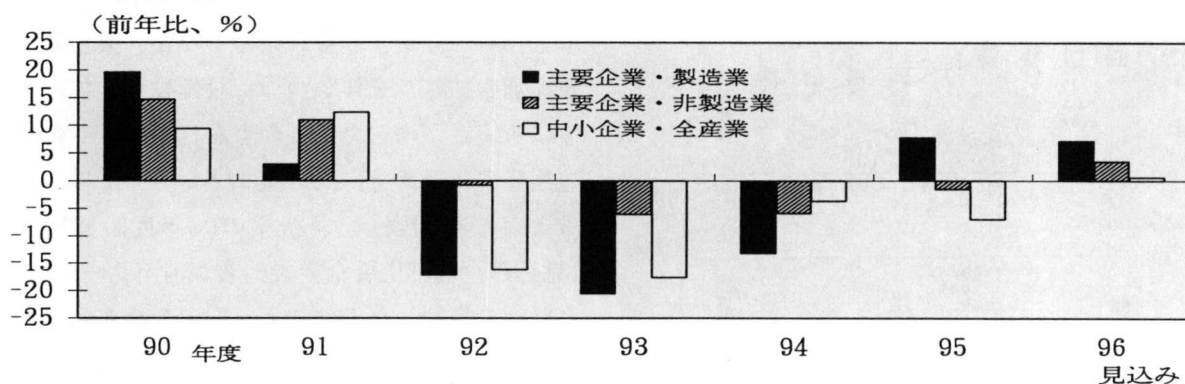
設備投資は、90年代入り後の長い調整局面を経て、94年度から製造業・大企業を中心に回復に転じたが、96年度には、非製造業や中小企業でも投資の回復がみられ始めるなど、業種別・規模別の拡がりを伴いつつ、設備投資全体の回復に着実さが増した。この点を日本銀行「企業短期経済観測調査」(以下短観という)で確認すると(後掲図表14)、企業の96年度設備投資(見込み)は、主要企業製造業が前年比+7.2%と堅調を持続したのに加え、主要企業非製造業が+3.5%と、95年度のマイナスから増加へ転じた。業種別には、主要企業製造業の場合、95年度は電機の増加が大きかったのに対し、96年度は自動車や紙パ、化学等多くの業種が増加に寄与した。主要企業非製造業では、リース、通信の増加を主因に回復した。中小企業についても、96年度中、景気拡大期を含む過去の平均に近いペースで計画が上方修正され、結局、全産業で+0.6%と、僅かながら91年度以来5年振りの増加となった。また、96年度は投資の形態別にみても拡がりがみられ、94年から先行して回復し、着実に増加していた機械投資に続き、調整が長引いていた建設投資も96年に入り漸く持ち直しに転じた。

こうした設備投資回復の背景としては、第1に、先に述べた企業収益の回復が挙げられる。第2に、ストック調整の進展がある。ストック調整とは、設備投資の抑制自体が設備ストック過剰の程度を軽減していくという循環的なメカニズムであるが、民間の資本ストックの伸びは

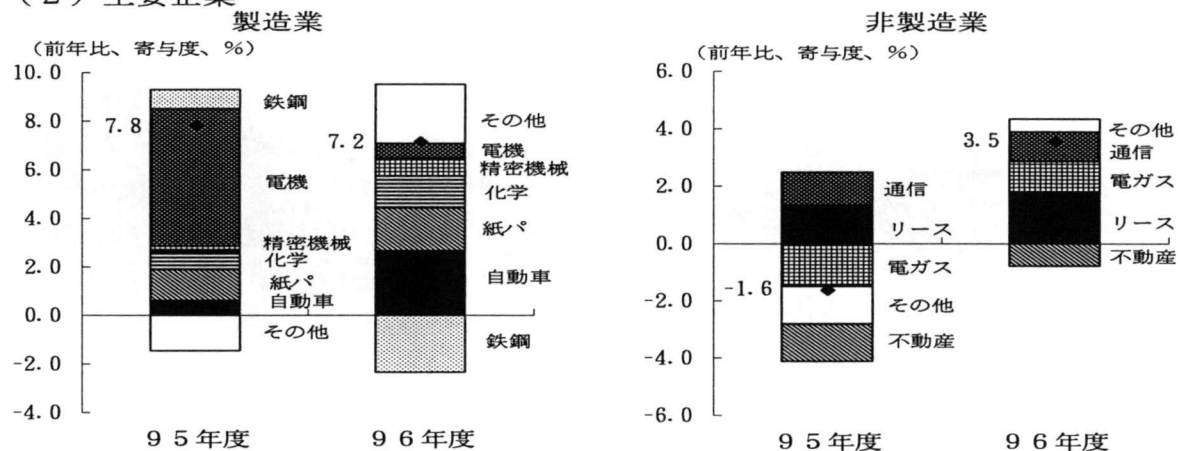
(注4) ただし、非製造業・中小企業については、非製造業・大企業(ないし製造業・中小企業)との対比でみても、明らかに収益回復の立ち後れがみられる(前掲図表10右下)。これには、非製造業でもリース、広告、ソフトウェアといった企業関連のサービスや、通信などの成長分野では大企業の比率が高い一方、中小企業には建設業や零細小売・飲食業の比率が高いといった業種構成の影響が少なくないと思われる。

## 短観でみた設備投資

### (1) 年度計画

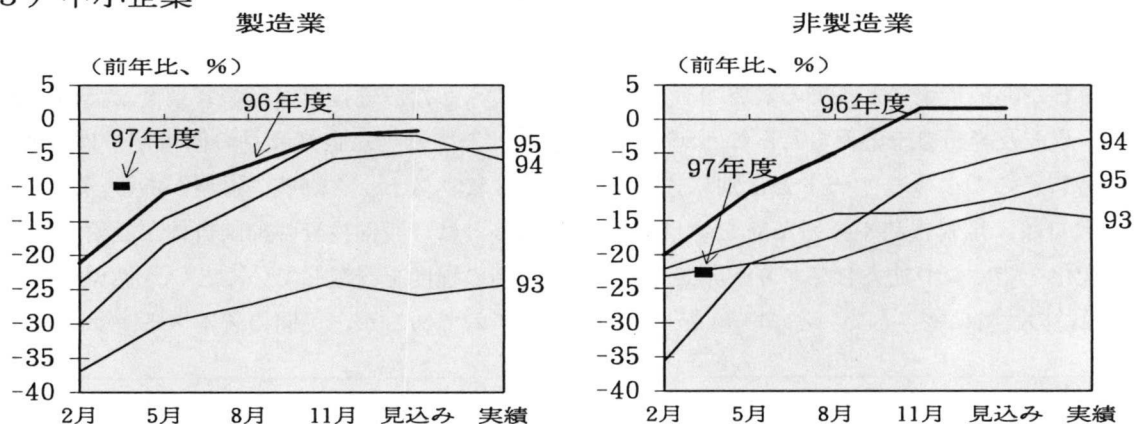


### (2) 主要企業



(注) ・印は前年比伸び率を示す。

### (3) 中小企業



(注) 97年度および96年度見込みについては97/3月短観。

(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

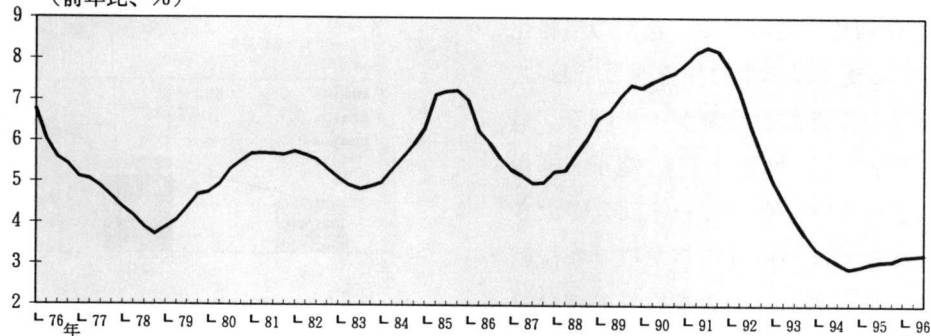
(図表15上)、バブル崩壊後の長期にわたる調整を経てかなり低下してきた。因みに、短観の製造業・生産設備判断D I (図表15中) をみると、

中小企業を含めて過剰超幅が着実に縮小を続けており、とくに主要企業の場合、第一次石油危機以前の高度成長期や80年代後半のバブル期を

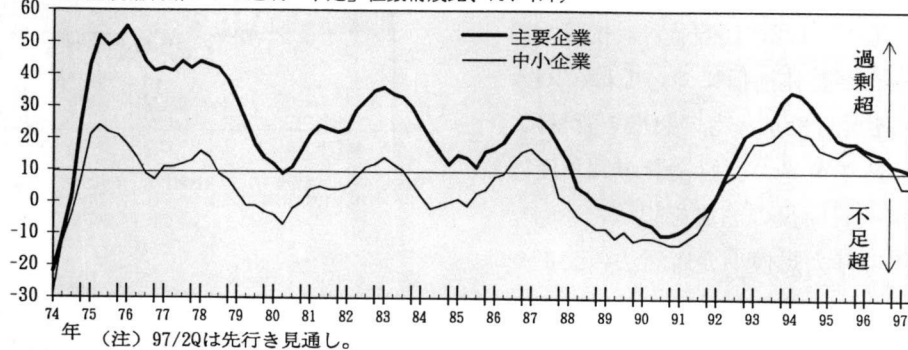
(図表15)

### ストック調整

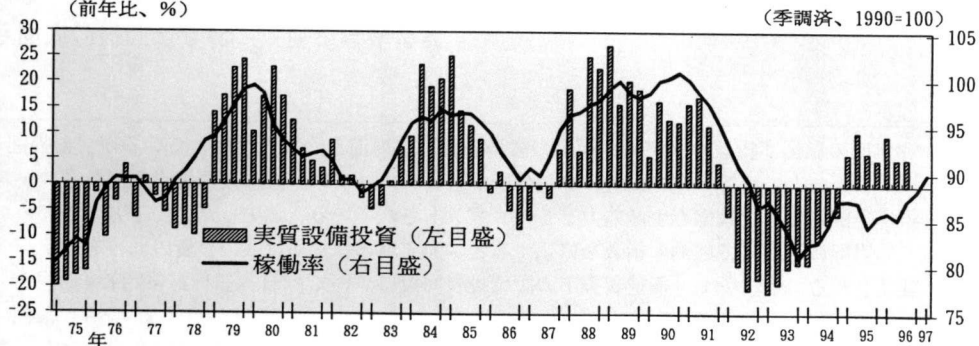
(1) 資本ストックの伸び率 (製造業)  
(前年比、%)



(2) 生産設備判断D I (製造業)  
(生産設備判断D I 「過剰-不足」社数構成比、%ポイント)



(3) 稼働率指数と設備投資 (製造業)  
(前年比、%)



(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」、通商産業省「鉱工業指数統計」  
経済企画庁「民間企業資本ストック」

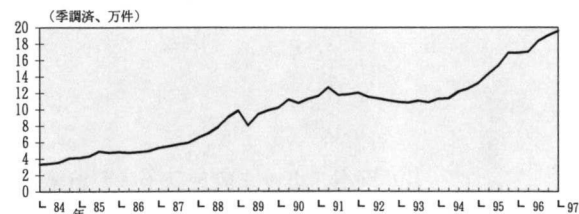
除けば、過去との比較でみてもかなり低い水準にまで低下している（注5）。

さらに、最近の設備投資増加の背景として、比較的独立投資的な色彩の濃い投資の増加も挙げられる。コンピュータ・周辺機器のリース契約件数や、LAN、WAN構築に伴うネットワーク関連機器需要の増加に表れているように（図表16上・中）、情報化の波の中で、企業の情報化関連機器に対する支出は増加傾向を辿っており、これは関連業界の投資需要に繋がっている。最近の機械受注をみると（図表16下）、電子・通信機械の伸びによって支えられている部分が多い。また、これまで進められてきた様々な規制緩和が、独立的な需要として設備投資の誘発に寄与しており、その代表的な例として、移動体通信と流通業における大規模小売店舗の出店に係る規制緩和が挙げられる（図表17）。携帯電話やPHSといった移動体通信については、94～95年の規制緩和を受けた加入者の急増を背景に、先行投資も含め関連業界の設備投資が96年度に急拡大し、設備投資回復の一翼を担った（注6）。また、流通業界では大規模小売店舗法の改正や運用緩和を背景に96年度入り後も強い出店意欲がみられた。

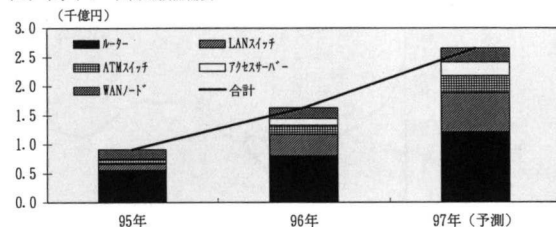
## 情報化

（図表16）

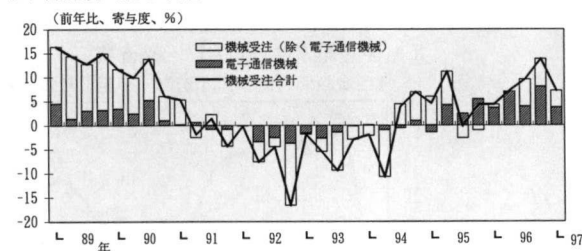
（1）コンピュータ・周辺機器のリース契約件数



（2）ネットワーク関連機器需要



（3）機械投資に対する寄与度



（資料）リース事業協会「リース月次統計」、経済企画庁「機械受注統計」、日経B P社「日経コミュニケーション」97年1月20日号

## （構造調整圧力の評価）

以上のように、設備投資は循環的環境の好転と情報化などの独立的投資要因に支えられて着実な増勢を辿っており、回復の底固さも増して

（注5）この間、96年度の稼働率指数の水準は、過去の設備投資回復局面をかなり下回っているが（前掲図表15下）、同指数には、コンピュータ、半導体など最近の成長分野が含まれていない一方、技術進歩や消費者ニーズの急速な変化により、事実上陳腐化した設備も生産能力としてカウントされている、といった点で下方バイアスが生じている可能性がある。実態に合わせて稼働率指数を修正すると、96年度の稼働率は設備投資の回復を促すレベルまで上昇していると判断される。詳しくは、「構造調整下の設備投資回復について」（日本銀行月報1997年3月号）のBOX 2を参照。

（注6）郵政省の調査によれば、移動体通信にかかる96年度の設備投資額は1兆8千億円に達している。これは、鉄鋼（8千億円）や半導体（海外も含めた連結で1兆円程度）を大きく上回り、自動車関連（1兆5千億円、いずれも経済企画庁「法人企業動向調査」96年度計画ベース）をも上回る規模に達している。



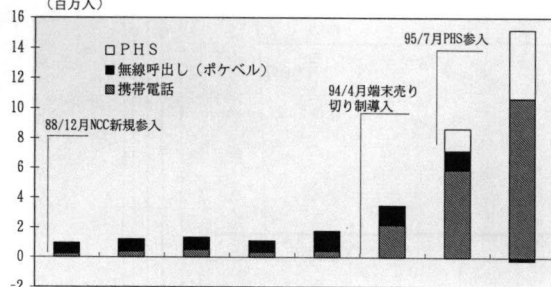
きている。しかし、過去の景気回復局面に比べ、設備投資の拡大テンポはかなり緩やかなものと考えられる。その背後に、わが国経済を取り巻く様々な構造調整圧力が存在することは、これまでも繰り返し指摘してきたところである。

このうち、アジア諸国の供給力拡大や95年央までの累積的な円高がもたらしたグローバルな競争圧力を背景とする産業構造の調整、転換については、輸出入品目の構造変化や最近の企業収益の回復、新規分野への戦略的投資の増加に表わされているように、既に一定の進捗をみたと評価できる。調整の進展度合いを個々の

(図表17)

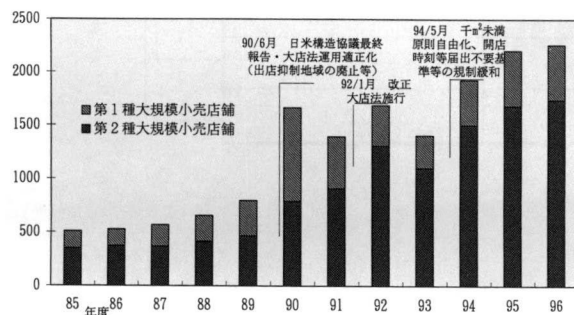
### 規制緩和の効果

(1) 移動体通信の加入者増加数  
(百万人)



(注) 96年度は96/4～12月の加入者増加数を年率換算。

(2) 大規模小売店舗の出店届け出件数



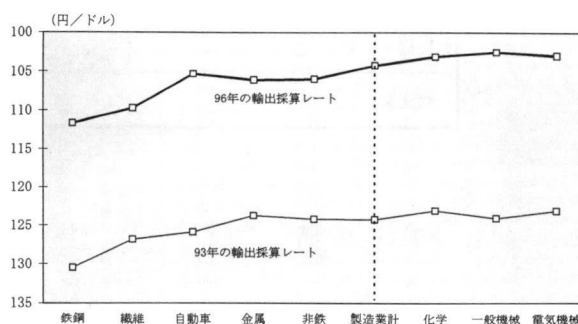
(資料) 郵政省「最近の移動電話・PHSの動向」、通商産業省資料

企業、産業レベルでの対外環境の変化に対する適応力として捉え、例証としてアンケートによる企業の輸出採算レートをみると、93年から96年にかけての3年間で20円以上切り上がっており(図表18)、最近の輸出競争力の回復が円安のみによってもたらされたものではないことが分かる。また、先にみた情報化の動きは、わが国の産業構成がより資本・技術集約的な方向へと高度化して行く流れの一つとみることができよう。このように、産業構造調整に関しては、景気回復を抑制する要因としてのみ捉えるのは不適切になりつつある。もっとも、第5章でもみとおり、産業間・企業間の格差が広がる中で、全体として企業の成長期待は未だ慎重なものにとどまっており、先行きに対する不透明感が完全には払拭しきれていないのも事実である。

また、バランス・シート問題については、マクロ統計を用いて長期債務と時価で評価した資産との対比をみると(後掲図表19上)、この比率は中小企業や非製造業において依然高水準にあ

(図表18)

### 企業からみた輸出採算レート



(注) 経済企画庁「企業行動に関するアンケート調査」の業種別平均値。  
(資料) 経済企画庁「企業行動に関するアンケート調査」

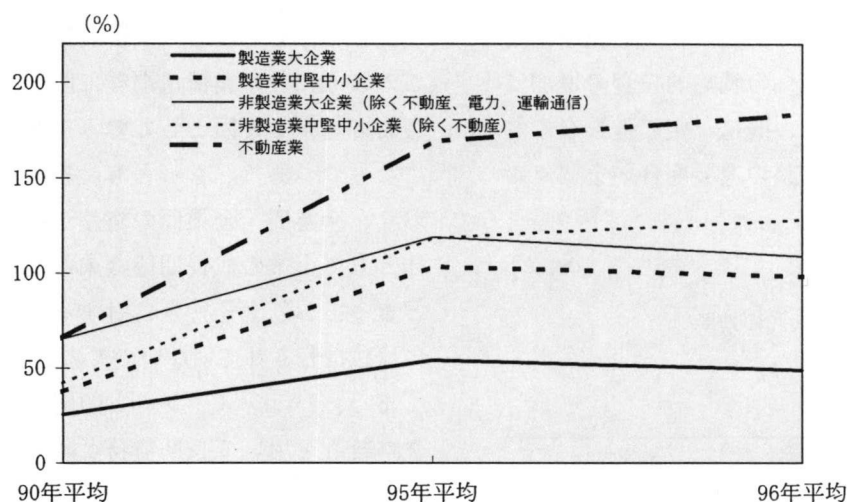
り、根強い調整圧力が残存していたことが推察される。また、製造・非製造業別、規模別に設備投資の変化率をみると（図表19下）、91年以

降のストック調整局面ではどれも一律に減少をみたものが、最近は、上記の長期債務比率にはほぼ対応する形で格差がみられている。97年度の

（図表 19）

## バランス・シート調整圧力

（1）長期債務／時価資産比率



（2）設備投資の変化率

(%)

	90/4Q→95/4Qの変化	95/4Q→96/4Qの変化
製造業大企業	-43.9	8.5
製造業中堅中小企業	-63.0	-7.8
非製造業大企業（除く不動産、電力、運輸通信）	-30.7	-4.2
非製造業中堅中小企業（除く不動産）	-52.4	-13.1
不動産業	-58.9	-27.4

- （注）1．長期債務＝社債＋長期借入金、時価資産＝土地＋株式  
 2．不動産業の保有土地には棚卸資産を含む。  
 3．土地、株価の時価は、79年末時点の非金融法人全体の時価簿価比率（法人年報、国民所得統計をベースに推計）を業種別、規模別簿価に乗じたものをベンチマークとし、その後は市街地価格指数、日経平均株価をもとに推計。  
 4．NTT（85年）、JR（87年）民営化に伴う段差については未調整。

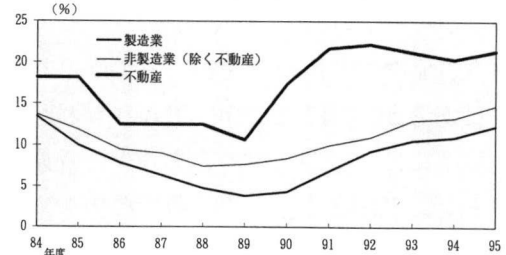
（資料）大蔵省「法人企業統計年報」、「法人企業統計季報」、経済企画庁「国民所得統計」、日本不動産研究所「市街地価格指数」、日本銀行「経済統計月報」



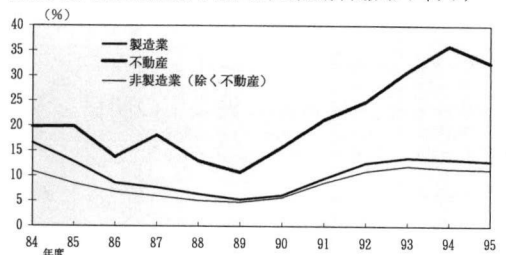
(図表20)

## 長期借入金／土地資産比率

(1) 長期借入金／所有土地評価額(時価)比率が80%以上の企業数ウェイト



(2) 長期借入金／所有土地評価額(時価)比率の業種別中位数(メディアン)



(注) 所有土地評価額については、以下の式により時価評価。

$$ML_t = \frac{PL_t}{PL_{t-1}} \cdot ML_{t-1} + (BL_t - BL_{t-1})$$

ただし、 $ML$ は時価、 $BL$ は簿価の土地残高(有形固定資産の「土地」)、 $PL$ は市街地価格指数(6大都市全用途平均)。時価の土地残高の初期値は、各企業において81年度以降もっとも古くまで遡った時点での簿価土地残高を使用。また、簿価でみた土地残高が前年度対比減少しているときは、次式を用いた。

$$ML_t = \frac{PL_t}{PL_{t-1}} \cdot ML_{t-1} + \frac{PL_t}{PL_{t-1}} \cdot (BL_t - BL_{t-1})$$

ただし、 $PL_t$ は最も直近において簿価ベースでみた土地残高が増加したときの市街地価格指数(簿価でみた土地残高が減少=ネット土地売却超過したときは、もっとも最近期において取得した土地から売却していくという考え方)。

(参考) 設備投資/資本ストック

$$= 0.013(\text{Tobin's } Q) - 0.005 \text{ (長期借入金/所有土地評価額<時価>比率)}$$

(5.48) (1.69)

95年度の企業財務データより推計(サンプル数・2127社)。

R<sup>2</sup>=0.044、SE=0.091、( )内はt値。

上記回帰式には定数項と業種ダミー(28業種)も含めているが、表示は省略。

(資料)

日本開発銀行「簡易企業財務データベース」、経済企画庁「国民所得統計」、

日本不動産研究所「市街地価格指数」、日本銀行「卸売物価指数」、

大蔵省「法人企業統計季報」「法人企業統計年報」

設備投資計画を3月短観でも、全体にまずまずの滑り出しとなる中で、非製造業・中小企業に関しては、製造業・中小企業と比べてもかなり慎重な当初計画となっており(前掲図表14下)、ここには同部門での収益回復の遅れとともに、バランス・シート問題が影響しているように窺われる。

業種別・規模別にみると、以上のようにバランス・シート調整の圧力は、非製造業・中小企業、とりわけ不動産・建設関連で根深い問題となっているとみられるが、この問題は、本来マクロで統合されたバランス・シートのみではその影響がみえにくいところに特徴がある。そこで、個別企業の財務データを用いて(日本開発銀行「開銀企業財務データベース」の中小企業を含む2127社の95年度決算ベース)、バランス・シート調整圧力を分析してみると(図表20)、保有資産(土地)の時価評価額に対する長期借入金の比率が80%以上の企業が、とくに不動産業に多くみられ、こうしたセクターでは、資産・負債のバランス回復に努めるべく新規投資を抑制したり、担保面から資金調達力が低下している企業が少なくないことが窺われる(注7)。

## (4) 家計部門の動向

## (雇用情勢と家計の所得環境)

次に、家計部門の動向をみる。まず、家計部門の支出の基盤となる雇用、所得環境は、企業部門の回復の波及を受けて、雇用情勢が幾分改善し、家計の所得形成にやや高まりがみられた。最近の雇用関連指標の動きをみると(後掲図表21上)、所定外労働時間が着実に増加すると

もに、新規求人数もかなりの伸びをみせるなど、生産や企業収益回復の影響が雇用面にも及んできていることがわかる。新規求人の動きを業種別にみると(後掲図表21中)、96年入り後、製造業、建設、卸・小売・飲食、サービスなど幅広い業種で増加している。やや長期の時系列により労働需給関連の指標をみても(後掲図表22上)、有効求人倍率が、いわゆるバブル期を除くと、70年代後半以降の標準的なレベルを幾分上回る水準まで回復してきているほか、短観でみ

(注7) さらに、設備投資との関係についてのクロスセクション分析を試みると(図表20の参考)、上記比率の高い企業ほど投資の伸び率が低い傾向が一応みてとれる。

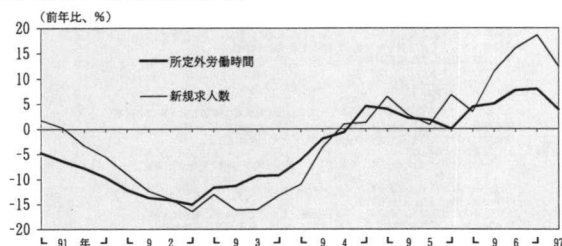
た企業の雇用過剰感も着実に薄らいでおり、とくに中小企業では、97年入り後雇用判断D Iが小幅ながら不足超に転じている。

他方、完全失業率は歴史的にみてかなりの高水準にあるが（図表22下）、①もともとわが国の失業率には、労働力率の高まりから長期的に上方トレンドがあるうえ、②最近の失業率高止まりは、労働需要の不足もさることながら、労働需給のミスマッチ拡大を反映している面が少なくない。労働者に対する企業側のニーズの未充足割合を示す欠員率と失業率の関係をみると

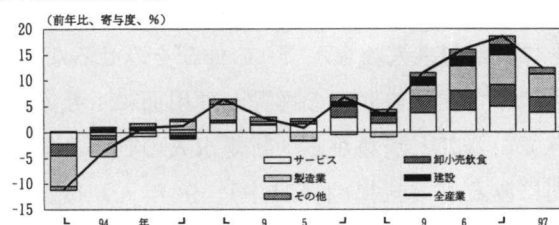
（図表21）

### 雇用関連指標（1）

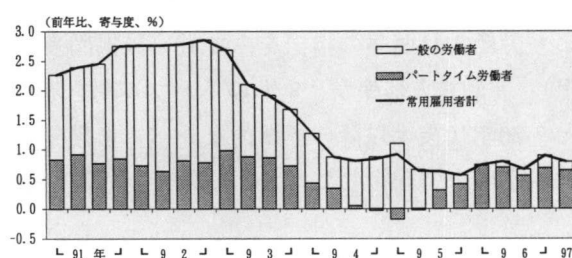
（1）新規求人数、所定外労働時間



（2）業種別新規求人数



（3）常用雇用者数の内訳



（注）所定外労働時間、常用雇用者数は5人以上事業所ベース。  
（資料）労働省「毎月勤労統計」「職業安定業務統計」

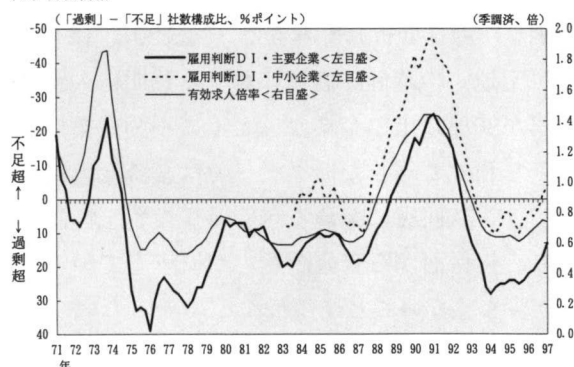
（図表23）、通常は両者の間に右下がりの関係があるが、今次景気回復局面においては両者がともに上昇しており、労働需給のミスマッチ拡大を示唆している。年齢階層別にみると、現在の失業率高止まりは若年層の高失業率による部分が多いが、上記のミスマッチ拡大も、若年層においてとりわけ顕著である。

次に、賃金面を含めた雇用者所得についてみると（後掲図表24）、企業収益の回復を反映して、賞与を中心とする特別給与が、大企業のみならず中小企業を含めたベース（労働省「毎月勤労統計」・5人以上事業所）でみても増加してお

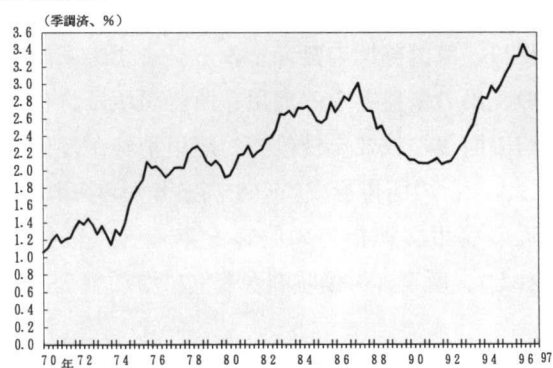
（図表22）

### 雇用関連指標（2）

（1）労働需給



（2）完全失業率

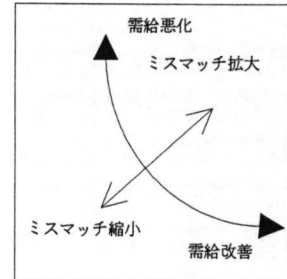
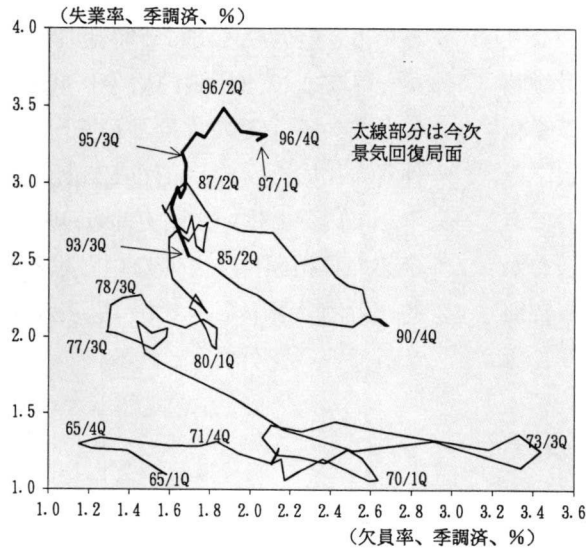


（資料）労働省「職業安定業務月報」、総務庁「労働力調査」、  
日本銀行「企業短期経済観測調査」

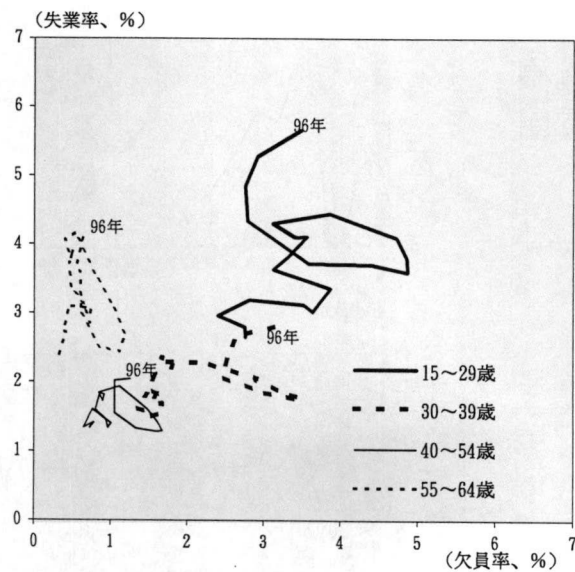
(図表23)

## UV分析

### (1) 全体



### (2) 年齢別



(注) 1. 欠員率 = (有効求人数 - 就職件数) / (有効求人数 - 就職件数 + 就業者数)。  
2. 年齢別の欠員率は各年10月時点。

(資料) 労働省「職業安定業務統計」、総務庁「労働力調査」

り、生産活動の活発化を背景とした残業の増加＝所定外給与の増加とともに、雇用者所得の押し上げに寄与している。

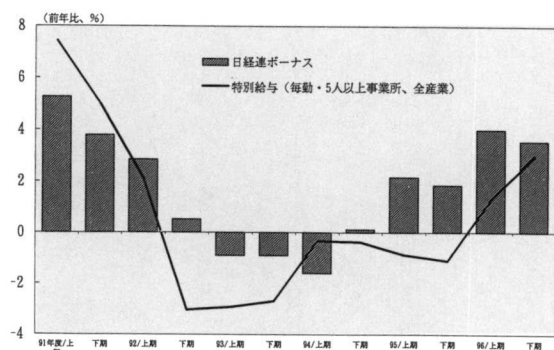
このように、雇用、所得環境は着実に改善しているが、一方で、最近の雇用回復にはかなりの偏りがみられている。例えば、所定外労働時間の回復に比べ、常用雇用者数の伸びはごく緩やかなものにとどまっており、しかも内訳をみると、ほとんどがパートの増加によるものである（前掲図表21下）。また、雇用者所得は緩やかに伸びを高めつつあるが、これはもっぱら特別給与や所定外給与の増加によるものであり、所

定内給与はあまり改善していない（図表24下）。これらは、非伸縮的な部分の人件費増加に対して、企業が依然として慎重な姿勢を崩していないことを示すものと考えられる。本年の春闘をみても、経営サイドは一時金（特別給与）重視、ベースアップ（所定内給与）抑制の方針を明確にしている。その背景として、収益に対する人件費の比率をみると（図表25上）、一頃に比べ低下しているとはいえ歴史的にみて高水準にあり、企業の負担感は小さくないと思われる。マクロ的に労働分配率をみても（図表25下）、なお高止まっている姿が読みとれる。

雇用者所得

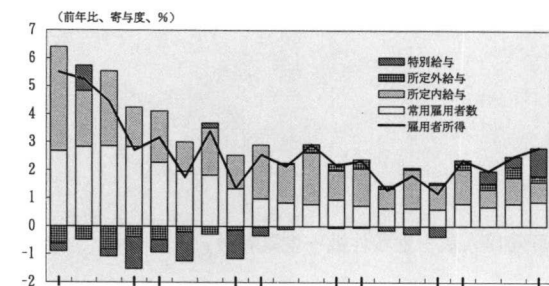
（図表24）

（1）特別給与



（注）日経連ボーナスは、上期は夏期、下期は年末の計数。  
特別給与は、上期は6～8月、下期は11～1月の平均値。

（2）雇用者所得（毎勤ベース）の要因分解



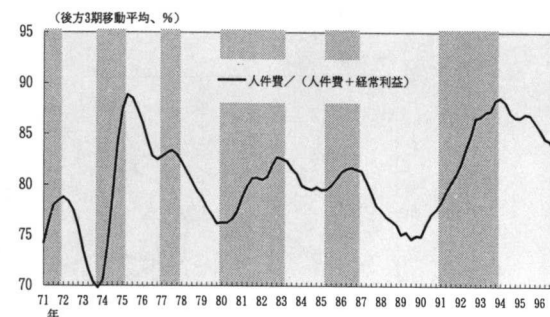
（注）第1四半期：3～5月、第2：6～8月、第3：9～11月、第4：12～2月。

（資料）労働省「毎月勤労統計」、日本経営者団体連盟「年末賞与・一時金労使交渉状況」

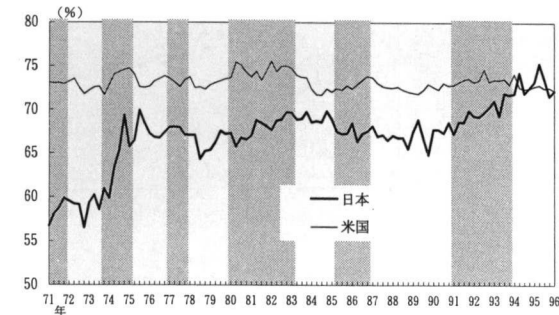
（図表25）

雇用調整圧力

（1）企業の人件費負担



（2）労働分配率



（注）1. 労働分配率＝雇用者所得／分配国民所得＊100。  
2. シャドーは景気後退期。

（資料）大蔵省「法人企業統計季報」、経済企画庁「国民所得統計」、  
U.S. Department of Commerce "National Income and Product Accounts"

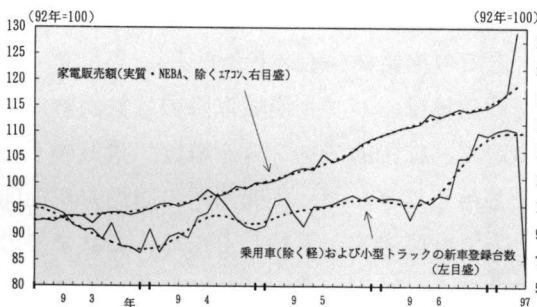
## (家計支出の動向)

個人消費は(図表26)、天候要因等による振れを伴いつつも、基調的には緩やかな回復を続けた。これには、所得環境の改善に加えて、大型店を中心とする小売業の新規出店の増加や、円安等により企業収益が上振れたメーカーによる販売促進活動の積極化など、供給サイドの要因も寄与したと考えられる。とくに生産等への波及効果の大きい自動車においては、80年代末のブーム期に購入された車種の買い換え時期が到来しているというストック循環面からの要

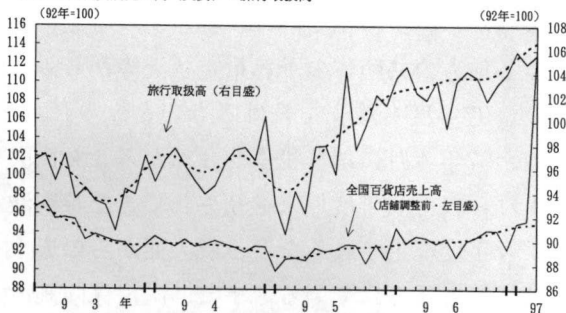
(図表26)

## 個人消費

## (1) 耐久消費財



## (2) 全国百貨店売上高(実質)・旅行取扱高



(注) 1. いずれもX-12-ARIMA(βバージョン)による季節調整。  
2. 実線は季調済系列(=TC・I)、点線はその趨勢循環変動成分(=TC)。  
ただし、Y=TC・S・D・I(乗法型を仮定)。  
Y: 原系列、TC: 趨勢循環変動成分、S: 季節変動成分、  
D: 曜日変動成分、I: 不規則変動成分

(資料) 日本自動車販売協会連合会「自動車国内販売」、  
日本電気専門大型店協会(NEBA)「商品別売上高」  
通商産業省「大型小売店販売統計」、運輸省「旅行取扱状況」

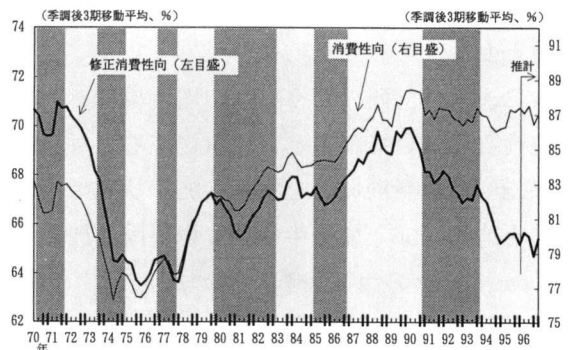
因(注8)があったところへ、メーカーの販促活動や消費税率引き上げ前の駆け込みが加わり、年度後半にかけて、かなりの増加をみた。

ただ、上記の自動車などの例外を除くと、家計の消費態度は総じて慎重であったと考えられる。現時点で96年度の消費性向(家計の可処分所得に対する消費支出の割合)は明らかではないが、医療保険給付や帰属家賃を調整し、より循環的な要因を反映する「修正消費性向」を試算してみると(図表27)、過去の景気変動においては、雇用情勢の動きをやや先取りする形で動

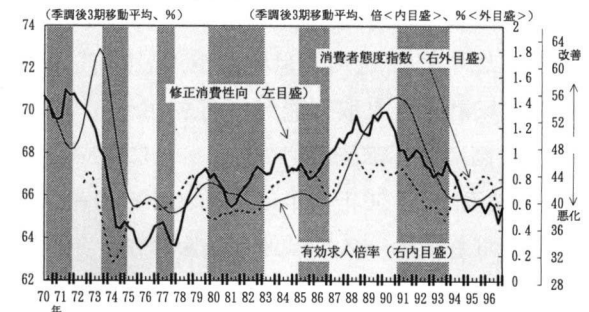
(図表27)

## 消費性向

## (1) 消費性向と修正消費性向



## (2) 修正消費性向と有効求人倍率、消費者態度指数



(注) 1. シェドーは景気後退局面  
2. 消費性向、修正消費性向の96/2Q以降は推計値  
3. 修正消費性向=(家計最終消費支出-医療保健支出×保険給付率-帰属家賃)  
/(可処分所得+社会保障負担-医療保健支出×保険給付率-持家営業余剰)

(資料) 経済企画庁「国民経済計算」「消費動向調査」、労働省「職業安定業務統計」

(注8) 乗用車の平均車齢は92年度以降一貫して上昇しており、ストック・サイクルでみて96年度は買い替え需要の高まる局面であった。なお、乗用車の平均使用年数は6.7年(96年9月の消費動向調査による)であることから、87~90年のいわゆるバブル期に購入された車の買い替え時期が到来している。

いていたが、最近雇用情勢が既に改善し始めたにもかかわらず、依然横這い圏内にとどまっているものとみられる（この点詳しくは、後掲BOX1を参照）。

この背景には、幾つかの要因が考えられる。第1に、雇用情勢は改善したといっても、コア部分の改善は緩やかなものにとどまっており、家計が先行きの所得増加に十分な確信が得られなかったことが指摘できる。第2に、97年度予定の消費税率引き上げや特別減税廃止等が事前に十分予想されていたため、実際の税負担増に先立って、家計ではこれらを見込んで消費態度を慎重化させていたことが考えられる。第3に、高額支出については、株価の長期低迷等に伴う逆資産効果が何らかの抑制的な影響を与えたといえよう。

次に、家計部門のもう一つの需要項目である住宅投資についてみると、新設住宅着工戸数は（図表28上）、金利低下を背景に95年秋以降再び増勢を辿り、96年度後半は消費税率要因も加わって（注9）、増加テンポを一段と高めた。とくに10月は、季節調整済み年率換算で182万戸と、高度成長期の73年以来の水準となった。また、年度間でも163万戸と、前年比9.8%の増加となった。形態別にみると、とりわけ持家が、低金利を背景とした家計の持家取得能力の高まりから（注10）、伸びを高めた。この間マンションについては（後掲図表29）、96年前半は、それまでの在庫過剰感から着工ベースでは伸び悩んだが、年度後半には、在庫調整がかなり進捗をみた結果、着

工面でも増加に転じた。97年入り後、消費税率引き上げ前の駆け込み需要の反動から、住宅着工戸数は減少しているが、家計の取得能力の状況等からみて大幅に落ち込む可能性は小さいと考えられる。

#### （5）97年度入り後の動向と当面の展望

以上みたように、96年度とくに後半においては、民間部門における需要、生産、所得の循環メカニズムが働き、景気回復力の底固さが増した。こうしたメカニズムが一度作動し始めた場合、通常、直ちに景気が腰折れすることはないと考えられる。ただ今回の場合、財政面からの景気抑制効果がショックとして働いているため、その影響をどうみることが、当面の景気動向を見通す上での重要なポイントとなる。

財政政策は、バブル崩壊以降の景気調整局面において、拡張的スタンスを続け、景気の下支えに寄与してきたが、民間部門の回復力が上向く一方で財政赤字が累積したため、これまでの拡張的スタンスから緊縮的スタンスに転じている。前述のように、公共投資は、96年度下期から緩やかに減少に転じたのに続き、現時点における各地方公共団体の予算策定状況等からみ限り、97年度も減少を続けるものとみられる。一方、97年4月に消費税率が3%から5%に引き上げられ、94年度以来継続されてきた特別減税が今年度廃止されるなど、歳入面からの赤字削減措置も採られている。また、医療保険制度改革による被保険者の自己負担引き上げ等も予

（注9）とくに分譲住宅の場合、96年9月末までに販売・購入契約を済ませば、引き渡し後97年4月以降になっても、旧消費税率が適用される特例が認められたこともあって、96年度上期中にかなりの駆け込み契約が発生した。

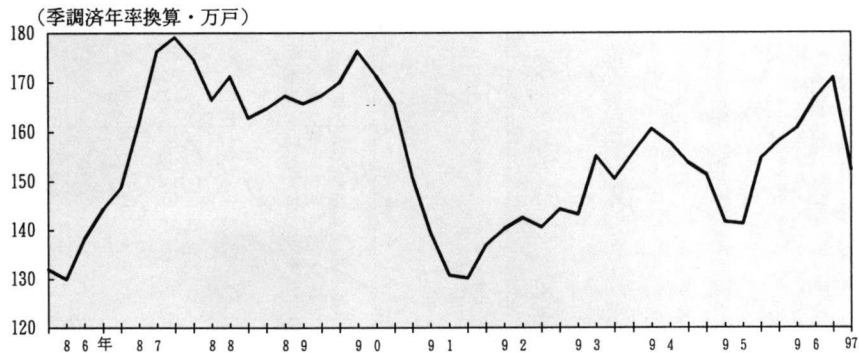
（注10）持家の場合、もっぱら、支払い能力でみた需要サイドの要因が着工を規定している。資金調達可能額を住宅価格で割った持家取得能力指数でみると（図表28中・下）、主に金利要因によって最近の取得能力の高まりがもたらされている。



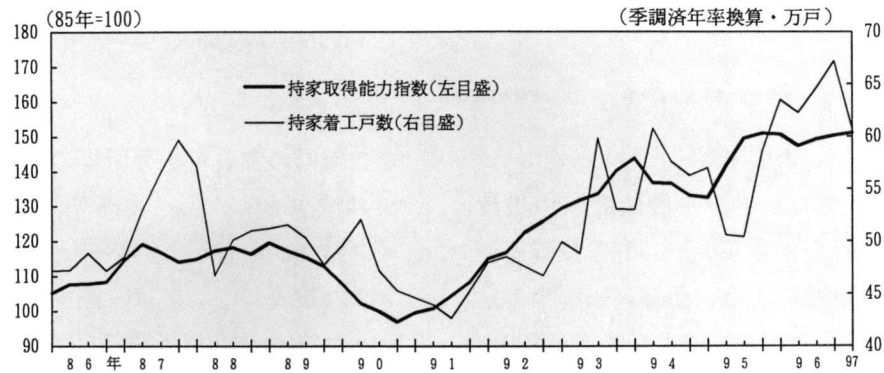
(図表28)

## 新設住宅着工戸数

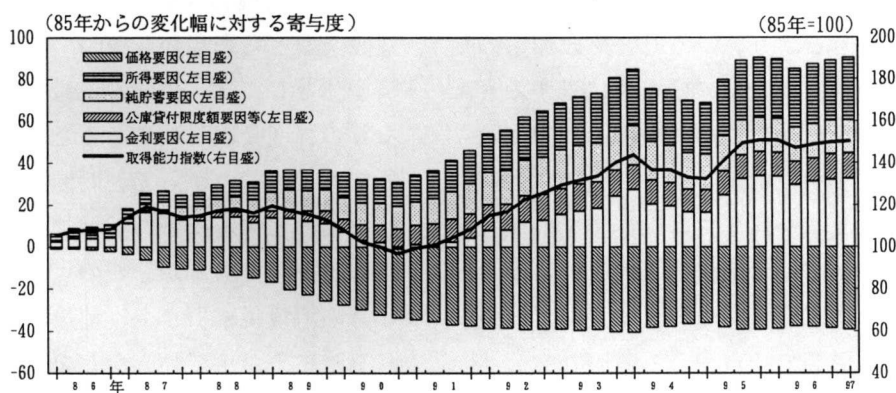
## (1) 新設住宅着工戸数(全体)



## (2) 持家着工戸数と持家取得能力指数



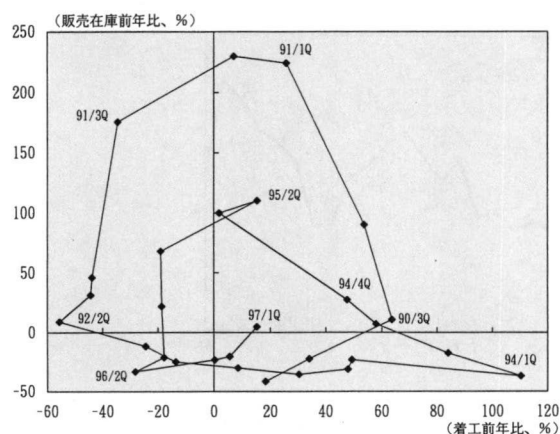
## (3) 持家取得能力指数の要因分解



(注) (持家取得能力指数)=(資金調達可能額)/(住宅価格)。詳細は情勢判断資料(1996年秋)等を参照。  
 (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」

(図表29)

## マンション在庫循環（首都圏）

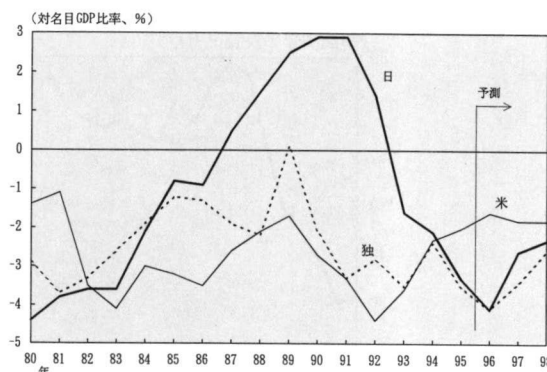


(資料) 建設省「住宅着工統計」、不動産経済研究所「首都圏マンション市場動向」

定されている。この結果、一般政府（中央政府＋地方政府＋社会保障基金）の貯蓄投資差額でみた97年度の財政赤字は、急速に縮小する見通しであり、OECDの試算によれば（図表30）、わが国の一般政府財政赤字の対名目GDP比率は、96年の4.1%から97年には2.6%に縮小する見通しである。もとより、こうした財政赤字の削減は、中長期的には経済の効率化に資するものであり、21世紀にかけてのわが国の人口高齢化を考えると、避けては通れない課題である。また、財政構造改革を通じて財政赤字を削減していくことに関しては、国民的なコンセンサスも形成されつつあるように窺われる。ただ、短期的な景気への影響の観点からみる限り、公共投資の減少は直接に最終需要の減少をもたらす、

(図表30)

## 日米独の財政バランス



(注) 1. 一般政府（中央政府＋地方政府＋社会保障基金）ベース。  
2. 独については、90年以前が西独ベース、91年以降が統一独ベース。  
(資料) OECD "Economic Outlook"

また家計の実質可処分所得の減少は実質消費支出の減少をもたらすとみられ、無視できないインパクトがある。

公共投資については、減少の影響が最も大きかったのは、96年度下期であったとみられる（注11）。しかし、この時期には前述のように生産面を中心に景気回復力がむしろ底固さを増しており、建設業などに影響が及びつつあるとしても、経済全体としては、公共投資減少の影響を既にかなりの程度吸収しつつあると評価することが可能である。したがって、問題は消費税率引き上げを始めとする国民負担増加（可処分所得の減少）の影響であるが、この点に関しては、本年4月の消費税率引き上げ前後の消費動向や、これを踏まえた生産動向などを確認しておくことが必要である。

(注11) 90年代前半に繰り返された経済対策は、補正予算において公共投資を増額するという性格のものであったため、前期比ベースで公共投資が最も大きく減少するのは、過去最大規模の対策であった95年度補正予算の効果が剥落する96年度下期ということになる。



まず、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動からみると、先にみたように住宅投資について昨年から駆け込み需要がみられたほか、自動車販売にも駆け込み需要が含まれていたとみられる。さらに、3月央以降は家電販売や百貨店・スーパーの売上げに関しても、大方の予想を上回る規模で駆け込み需要が発生した（後掲図表31）。4月以降その反動がみられているが、消費関連業界では「反動のマグニチュードは概ね予想の範囲内」と受止める見方が多い模様である。反動減が一巡した後、税率引き上げによる実質可処分所得の減少が消費にどう影響するかについては、今後の経済指標の動きを丹念に点検していく必要があるが、前に指摘したように、その影響が既に96年度中から表出していたという考え方に立つならば、雇用・所得環境が改善を続けている限り、消費の基調が崩れる可能性は小さいとみることができよう。

鉱工業生産は昨年7～9月以降3期連続でかなりの増加となった後、4～6月もほぼ横這い圏内の動きが予想されている（前掲図表2下）。これは、①予想を上回る駆け込み需要に伴って、家電製品などで意図せざる在庫減が発生したこと、在庫の復元需要がみられること、②輸出の増加によって内需の一時的な下振れをカバーする動きがあること（注12）等によるものである。こうした見通しに立つと、生産・所得の好循環が途切れることはなく、駆け込み需要の反動減を契機に景気がスパイラル的に悪化していくとは考えにくい。また、公共投資減少に伴う景気抑制のマグニチュードは、今後徐々に減衰して

いくことが予想される。したがって、当面は、駆け込み需要の反動等から、回復テンポが一時的に鈍化するとしても、景気の回復基調は持続していく蓋然性が高いとみられる。

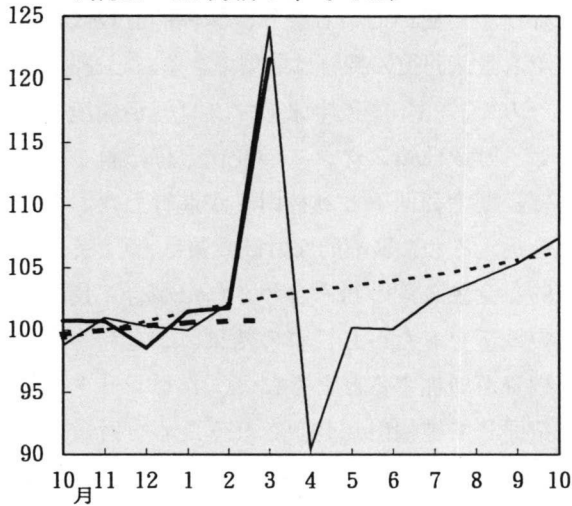
以上、民間部門における需要、生産、所得の好循環が働いている限り、緊縮的財政政策の下でも景気回復の持続は展望できることを述べた。一方で、96年度後半来のマクロ経済環境をみると、財政政策スタンスの変化とほぼ軌を一にして長期金利低下と為替円安が進行した。この点を捉えると、緊縮的な財政政策は、（とくに拡張的な金融政策と組み合わせられた場合）長期金利の低下をもたらし、この結果、①金利感応的な投資が増加するとともに、②為替レートの減価を通じて純輸出が刺激されるため、財政の需要抑制効果が部分的に相殺されるというマンデル＝フレミング理論のメカニズムに適っているかのようにみえる。もとより、単純化された経済理論を現実の経済に当てはめるには慎重な吟味が必要であり、このマンデル＝フレミング効果に関しても、①90年代前半、わが国で拡張的な財政政策が実施された時期の経済の動きはこの理論では十分に説明できない（この点詳しくは後掲BOX2を参照）、②一国だけでなく、多数の国で同時的に財政赤字削減が行われる場合の効果は一義的でない（図表30）、といった問題がある。したがって、経済の実態を把握する上では、単純にマクロ理論を当てはめるのではなく、これまで試みてきたように、海外経済の動向や日本企業の価格競争力を分析し、企業部門、家計部門において働いている回復メカニズムの

（注12）1～3月は、輸出関連業界の稼働率はかなりの高水準に達していた上、駆け込み需要によって内需が増加したため、実質輸出はやや減少した（前掲図表5上）。4～6月の輸出は1～3月の反動もあってとりあえず上振れる可能性が強いが、このことは、さらに輸出の増勢が加速していくことを必ずしも意味しない。

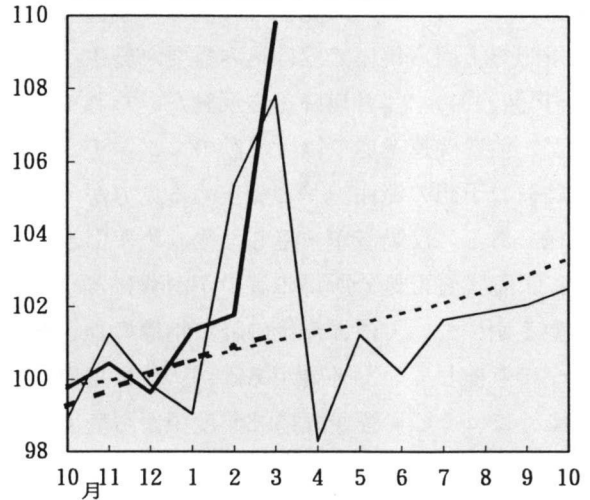
(図表 3 1)

## 駆け込み消費

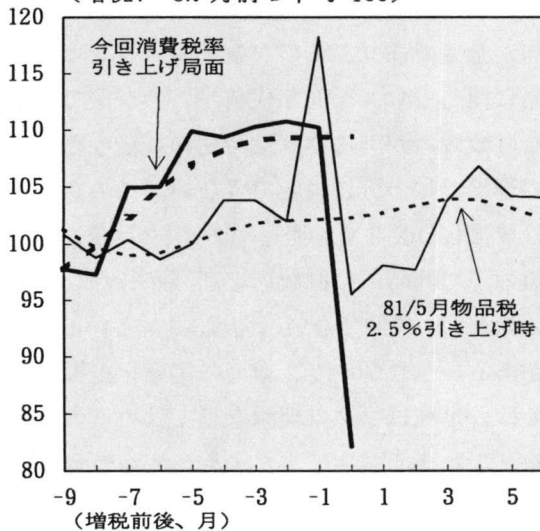
(1) 全国百貨店(実質・店舗調整前)  
(増税4~6か月前の平均=100)



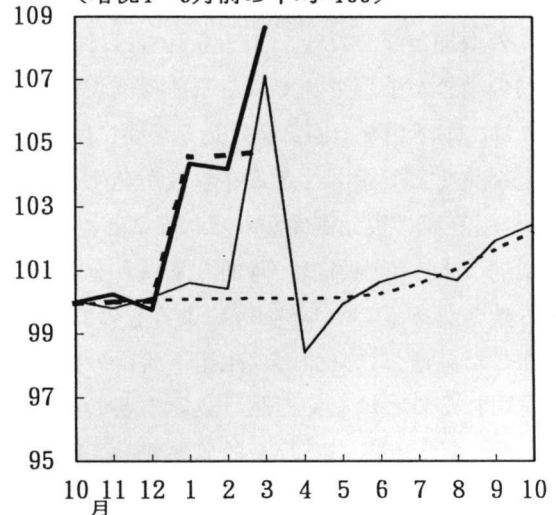
(2) チェーンストア(実質・店舗調整前)  
(増税4~6か月前の平均=100)



(3) 乗用車+小型トラック  
(増税7~9か月前の平均=100)



(4) 家計調査・実質消費支出(全世帯)  
(増税4~6か月前の平均=100)



\* サンプル世帯の1世帯当たり人員数、および振れの大きい耐久財、医療費等を調整した上で実質化。

- (注) 1. いずれもX-12-ARIMA( $\beta$ バージョン)による季節調整。  
2. 実線は季調済系列、点線はその趨勢循環変動成分。  
3. 太線は今回税率引き上げ局面、細線は89年の導入時(ただし、乗用車+小型トラックの細線は81/5月物品税率引き上げ時)。

(図表32)

強さを慎重に吟味することが不可欠である。ただ、ストック調整の進展やリストラによる企業体質の強化を背景に民間部門で循環的に前向きな要因が働いてきている下で、金利の低下と円安は、財政面からの景気抑制効果がある程度相殺する方向に作用していると考えられる。

### 3. 物価面の動向

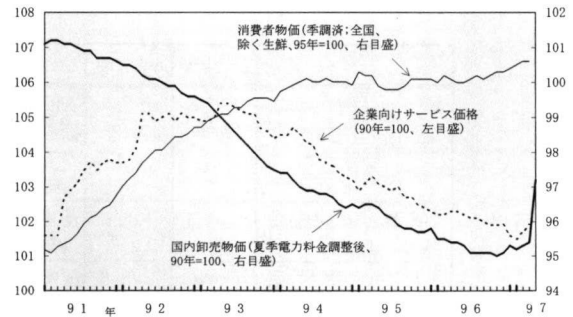
#### (1) 概観

わが国の物価は(図表32)、軟化傾向に歯止めがかかった。国内卸売物価は、90年代入り後長期下落傾向にあったが、国内需給の緩やかな改善に加え、為替円安や原油価格上昇の影響もあり、96年度後半には下げ止まった。企業向けサービス価格は、企業収益改善等に伴うサービス需要の回復から、前年比マイナス幅が緩やかに縮小した(卸売物価、企業向けサービス価格の類別毎の特徴的な動きについては、後掲図表33、後掲図表34)。消費者物価(全国・除く生鮮)も、商品価格の下落幅縮小から、上昇幅が幾分拡大した。こうした下で、GDPデフレーターは(後掲図表35)、前年を若干上回って推移した(注13)。

指数別、財別にやや詳しくみると、まず、卸売物価のうち輸入物価は(円ベース、後掲図表36上)、為替円安から95年央以降上昇傾向にあったが、96年度後半には、円安進行に原油市況上昇(注14)の影響も加わって、石油関連を中心に上昇テンポを高めた。石油関連以外でも年度後

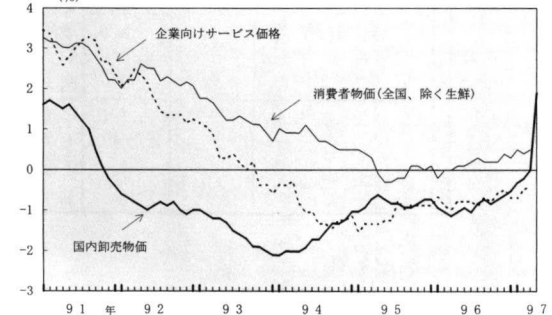
#### 物 価

(1) 水準



(注) 消費者物価は、95年基準の季調済系列と90年基準の季調済系列とを、95年1月でリンクさせたもの。

(2) 前年比 (%)



(注) 国内卸売物価の97年4月の急上昇は、消費税率引き上げを反映したもの。

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

半には上昇率がやや高まったが、これは、円安に加え、年度前半は押し下げ要因として寄与した金属・化学製品等主に中間財の国際市況(ドル・ベース)が下げ止まったためである(後掲図表36中・下)。もっとも、こうした輸入物価上昇の国内卸売物価への波及は、もっぱら石油関

(注13) 96年10～12月は、前年比-0.1%と再び前年を下回ったが、これは、円安・原油高を主因とする輸入デフレーターの上昇によるもので(GDPの控除項目である輸入のデフレーター上昇は、GDPデフレーターの下落に寄与する)、国内物価動向を反映する内需デフレーターは、全体として上昇傾向にある。

(注14) 原油市況は(後掲図表36中)、96年夏以降、イラク産原油の輸出を巡る思惑等から上昇し、その後もメジャーの低在庫戦略の下、欧米の寒波等もあって高止まったが、97年入り後は、OPEC諸国の増産に対する思惑や暖房需要の剥落から下落している。

(図表 33)

## 96 年度における卸売物価の主な動き

(国内卸売物価)

(前年比、%)

	95 年度	96 年度	主 な 動 き
総 平 均	-0.8	-0.7	石油・石炭製品、製材・木製品等が上昇した一方、電気機器、輸送用機器、化学製品等が下落したため、全体では5年連続の下落。もともと、前年比マイナス幅は前年に比べ僅かながら縮小。
石油・石炭製品	0.5	8.2	夏場以降の原油市況上昇の影響が国内に波及し、燃料油（軽油等）を中心に続伸。
製 材 ・ 木 製 品	-4.0	3.6	国内における住宅向け需要の堅調に加え、米国の住宅向け需要堅調を背景とした輸入米国丸太の上昇もあって、前年比プラスに転化。
電 気 機 器	-3.1	-3.8	集積回路の国際的な需給緩和による下落に加え、技術革新や競争激化を背景とした電子計算機本体、ビデオテープレコーダ等の下落から続落。
輸 送 用 機 器	-1.1	-1.6	乗用車において、ABS（アンチロック・ブレーキング・システム）、エアバッグ等の装備を充実する一方、価格は据え置くという実質値下げの動きが広範化したため、続落。
化 学 製 品	1.2	-1.6	年度末にかけて原油市況高を背景とした石油化学基礎製品の上昇がみられたが、95 年末の海外市況安を反映した有機工業薬品の下落が年度初にみられたこと等から、全体では前年比マイナスに転化。

(輸出物価)

(前年比、%)

	95 年度	96 年度	主 な 動 き (各類別のコメントは契約通貨ベース)
総 平 均	0.5	6.4	契約通貨ベースでは、電気機器、輸送用機器等の下落から前年比マイナスに転化したが、円ベースでは為替円安を反映して上昇。
電 気 機 器	-3.8	5.8	集積回路の国際的な需給緩和や現地での販売競争激化に伴うビデオテープレコーダの下落等を反映して続落。
輸 送 用 機 器	1.5	10.0	乗用車において、円安に伴う調整値下げの動きがみられたことから、前年比マイナスに転化。
契 約 通 貨 ベース	2.4	-3.6	
契 約 通 貨 ベース	-2.0	-4.1	
契 約 通 貨 ベース	2.1	-2.4	

(輸入物価)

(前年比、%)

	95 年度	96 年度	主 な 動 き (各類別のコメントは契約通貨ベース)
総 平 均	-0.3	12.8	契約通貨ベースでは、金属、化学製品等が下落した一方、石油・石炭・天然ガスが上昇したことから小幅続伸。円ベースでは、為替円安を反映して大幅に上昇。
契 約 通 貨 ベース	3.1	0.5	
石油・石炭・天然ガス	3.3	33.3	中東情勢緊迫化に端を発した原油価格の上昇を反映して、大幅に上昇。
契 約 通 貨 ベース	7.4	15.0	
金 属	1.5	4.4	銅の先物取引における巨額損失発覚に端を発した銅市況急落の影響から、全体の前年比もマイナスに転化。
契 約 通 貨 ベース	5.2	-8.9	
化 学 製 品	-6.9	-0.4	中国の需要低迷に伴う合繊メーカー（本邦、東南アジア）の減産を背景に、原料の工業薬品が下落したこと等から続落。
契 約 通 貨 ベース	-3.5	-12.3	

(図表 3 4)

## 96 年度における企業向けサービス価格の主な動き

(前年比、%)

	95 年度	96 年度	主 な 動 き
総 平 均	-1.0	-0.7	通信が前年比マイナスに転化したほか、運輸のプラス幅も縮小した。一方、国内の需給バランス改善を反映して不動産賃貸、情報サービスのマイナス幅が縮小したほか、ユーザーの収益改善を背景に諸サービス（機械修理）もプラス転化した。この結果、全体の前年比マイナス幅も縮小した。
不 動 産	-3.3	-1.9	ウエイトの大きい事務所賃貸において、東京圏での優良物件を中心としたオフィス需給の改善を背景に、前年比マイナス幅が縮小したことから、全体の前年比マイナス幅も縮小。
リース・レンタル	-6.5	-5.4	長期金利の低下幅縮小に伴うリース料率の下げ止まり傾向に加え、前年における物件価格下落の裏要因もあって、前年比マイナス幅が縮小。
情 報 サ ー ビ ス	-2.1	-0.1	ソフトウェア開発が、企業の情報化投資回復の動きを反映して前年比プラスに転じたことから、全体の前年比マイナス幅も縮小。
諸 サ ー ビ ス	-0.3	0.3	機械修理が、ユーザーの収益改善を背景に値上がりしたこと等から、前年比プラス転化。
広 告	1.1	1.4	放送広告（テレビCM）において、自動車、通信関連を中心に広告出稿が堅調に推移したことから、前年比プラス幅が拡大。
通 信	0.0	-1.9	電話における長距離通話料の値下げや、自動車・携帯電話、ポケットベルにおける競争激化を背景とした値下がりから、前年比マイナスに転化。
運 輸	1.0	0.3	為替円安の影響から、外洋貨物輸送、国際航空貨物輸送が上昇したものの、道路旅客輸送、有料道路において、95 年春のバス、高速自動車国道等の値上げの影響が一巡したことから、全体の前年比プラス幅は縮小。

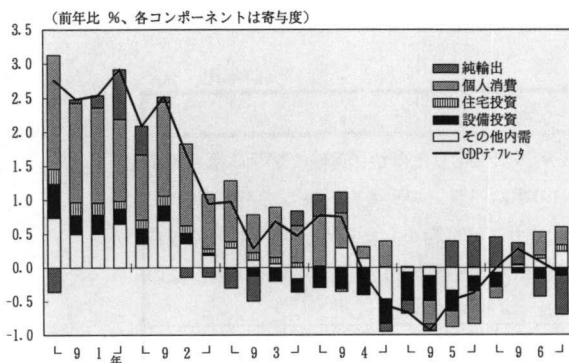
連（石油製品、一部化学製品、電力・ガス等）が中心であり、国内卸売物価全体としては（後掲図表37上）、96年度後半でも、下げ止まりないしごく緩やかな上昇程度にとどまった。国内卸売物価のうち、石油関連以外にも建設関連（鉄鋼、セメント、木製品等）が、公共投資や住

宅投資向けの需要増加を背景に、在庫調整が進捗した年央から年末にかけて上昇したが（後掲図表37下）、一方で、電気機器、一般機器、輸送用機器等の機械類を中心に、技術革新や内外の競争による価格低下圧力は根強く、引き続き下落する品目も多数みられた。この間、輸出物価



(図表35)

## GDPデフレーター

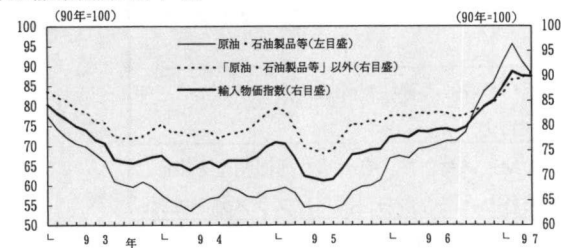


(資料) 経済企画庁「国民所得統計」

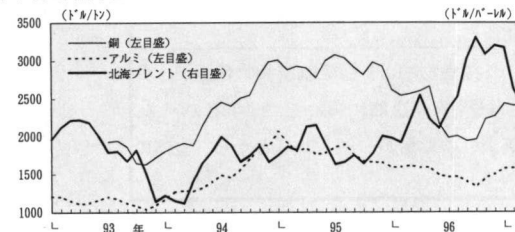
(図表36)

## 輸入物価と海外商品市況

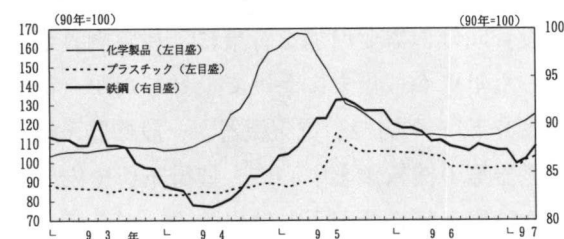
## (1) 輸入物価指数 (円ベース)



## (2) 海外商品市況



## (3) 中間財の輸入物価指数 (契約通貨ベース)

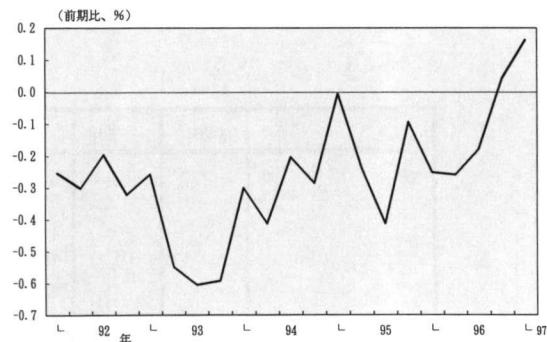


(資料) 日本銀行「卸売物価指数」「経済統計月報」

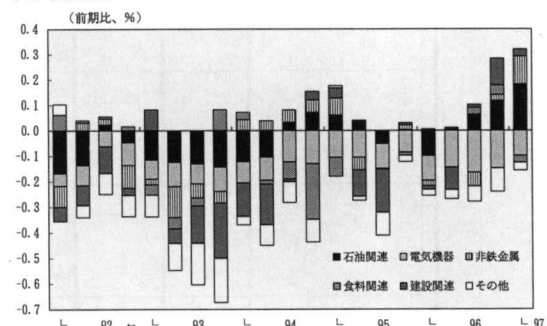
(図表37)

## 国内卸売物価の要因分解

## (1) 前期比 (夏季電力料金調整後)



## (2) 要因分解



(注) 1. 石油関連: 石油・石炭製品、化学製品、電力・都市ガス  
2. 食料関連: 食料用農畜水産物、加工食品  
3. 建設関連: 鉄鋼、金属製品、窯業・土石製品、製材・木製品、プラスチック製  
4. その他: 一般機械、輸送用機器、精密機械、ガラス・セラミックス製品、繊維製品、紙・同製品、その他工業製品、非食料農林産物、鉱産物、水道

(資料) 日本銀行「卸売物価指数」

は、円安に伴う値下げ（輸送用機器）や市況の悪化（半導体、化学製品）もあって、ドル・ベースでは一貫して下落傾向を辿ったが、円ベースでは、円安を反映して上昇した。

企業向けサービス価格についてみると（図表38上）、リース・レンタルは、長期金利低下幅の縮小を反映して料率要因のマイナス寄与は縮小したものの、技術革新に伴うコンピュータ等の物件価格低下から、前年比マイナス幅の縮小は僅かなものにとどまっている。一方、不動産賃貸は、空室率の低下にみられるようなオフィス需給の緩やかな改善を受け、下落幅が縮小し

(図表38)

た。さらに、企業収益の増加や企業活動の高まりに伴う需要の回復を背景に、一般サービス価格（情報サービス＜ソフトウェア開発等＞、広告、労働者派遣、機械修理等）が下げ止まったことから、企業向けサービス価格全体としての前年比下落幅は縮小傾向にある。

消費者物価（全国、除く生鮮）についても（図表38下）、サービス価格が引き続き小幅上昇する下で、商品価格の下落幅が被服のプラス転化等から徐々に縮小したため、全体としても、前年比上昇幅が幾分拡大した（注15）。

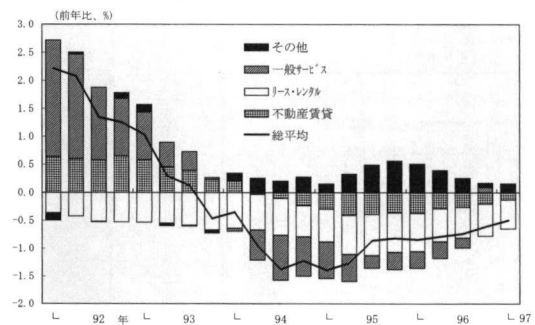
## （2）背景

以上みたように、96年度の物価動向の特徴は、円安、原油高のもとで、輸入物価上昇の国内物価への波及が限定的なものにとどまった点である。卸売物価の動きを、素原材料、中間財、最終財という需要段階別にみると（後掲図表39右）、95年央以降の円高修正を受けて、95年後半以降素原材料価格が大幅に上昇しているにもかかわらず、最終財価格はむしろ暫く下落を続け、国内需要財（国内品＋輸入品）全体でも、横這いか小幅の上昇にとどまっている。

今回の需要段階別の動きを、過去の円安に伴う輸入物価上昇局面（81～82年、89～90年）と比較すると（後掲図表39左・中）、今回は、明らかに最終財価格の安定が目立っている。これは、最終需要の増加テンポが緩やかであることに加

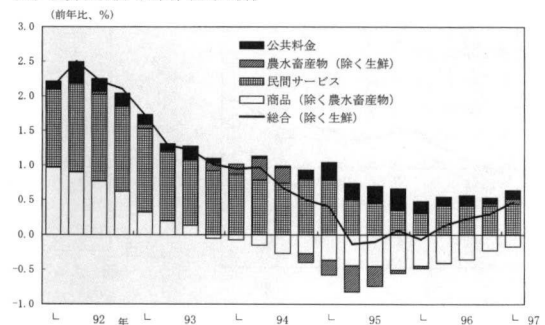
企業向けサービス価格・消費者物価

(1) 企業向けサービス価格



(注) その他は、①規制料金（自動車保険、火災保険、鉄道旅客、バス、タクシー、国内航空旅客、有料道路、郵便、電話〈基本料〉、下水道）②海外要因（外洋貨物、国際航空貨物、国際航空旅客）。

(2) 消費者物価（全国、除く生鮮）

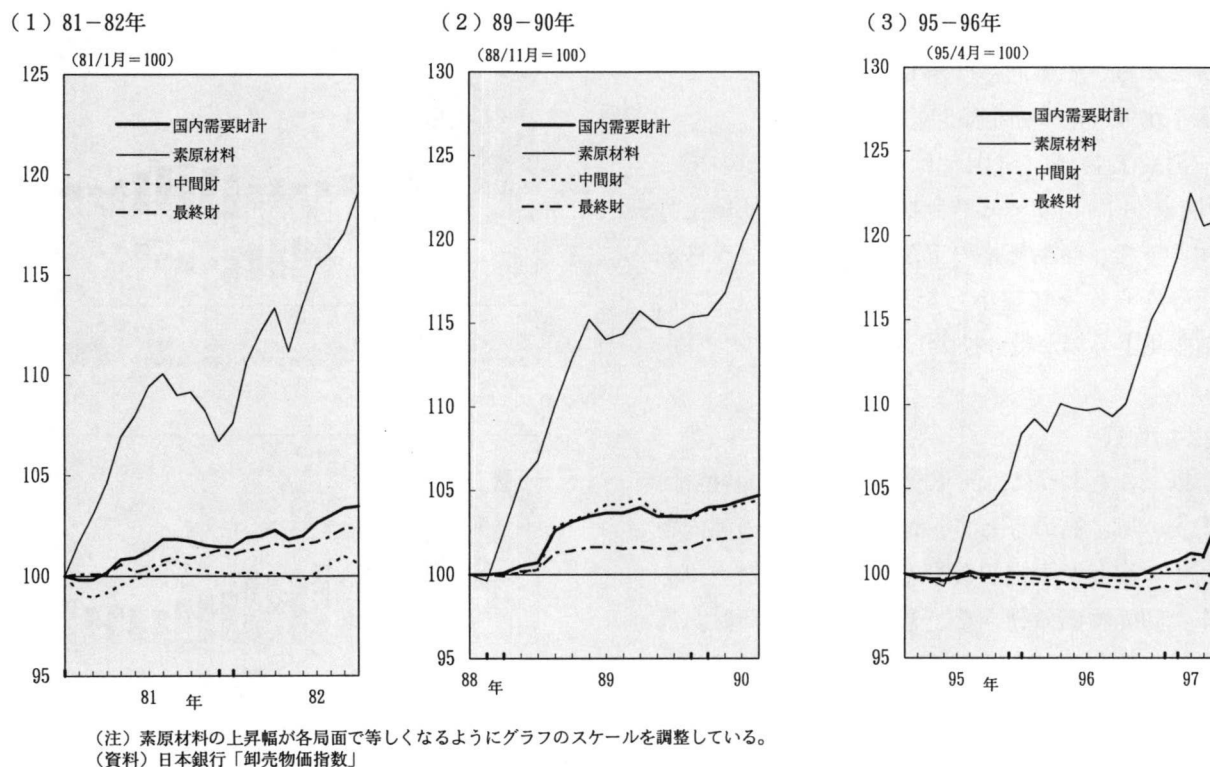


(資料) 総務庁「消費者物価指数」、日本銀行「企業向けサービス価格指数」

え、アジア諸国の急速な工業化とその価格競争力（95年央までの円高がこれら諸国の価格面の優位性を加速）を背景に、輸入ペネトレーション比率が上昇トレンドにあったためである。中間財や最終財において、国内需要に占める輸入ペネトレーション比率が低い段階では、輸入物価

(注15) なお、最近、消費者物価の全国と東京都区部の間で伸び率に若干の乖離がみられる（除く生鮮、97年1～3月前年比、全国+0.4%、東京都区部+0.1%）。この要因を商品・サービス別にみると、商品については『被服』が、サービスについては『家賃』が、それぞれ全国に比べ東京都区部の前年比を押し下げている。まず、『被服』については、東京都区部が、95年夏以降の円安の影響を逸早く受け上昇した後、その影響が96年後半には出尽くしたのに対し、全国では、こうした影響が徐々に顕在化したためである。一方、『家賃』については、94年央以降一貫して東京都区部の前年比が全国を下回っている。これは主として東京都区部において、①価格低下が目立つ分譲住宅へのシフトや、②92年の「農地の宅地並み課税」に伴う貸家の供給増加、等による賃貸住宅の需給バランス悪化の影響がより強く出たものとみられる。

## 輸入物価上昇期におけるWPI国内需要財の動き(局面比較)



の変動はもっぱら素原材料コストを通じるいわゆる川上→川下ルートに限定されるが、一方で素原材料コストの上昇が国内価格へ波及しやすいといえる。第2次石油危機後の景気後退局面であった80年代初頭の場合、国内需給が緩和しているにもかかわらず最終財価格が上昇したのは、まさしくそういうルートであった。しかし、内外価格差の存在から中間財や最終財の輸入ペネトレーション比率が上昇しつつある過程では、輸入品価格が上昇しても直ちにこれらの財の国内品価格が上昇することはなく、むしろ輸入品への需要シフトが国内品価格に下落圧力をもたらす。95年央以降96年にかけての円安局面においては、こうしたメカニズムが働いたと考えら

れる。ただし、内外価格差が解消し、したがって輸入ペネトレーション比率が頭打ちとなる段階に至れば、輸入品と国内品の価格の連動関係が強まることとなろう。

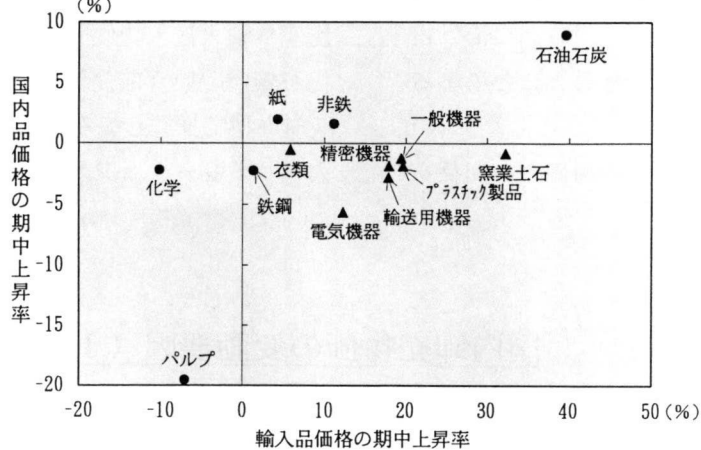
この点を確認するために、95年後半から96年末までの輸入ペネトレーション比率と国内品価格上昇率の関係を業種別にみると(図表40)、輸入ペネトレーション比率が上昇中の、電気機械、一般機械、精密機械、輸送機械、繊維、プラスチック製品、窯業土石等では、円安で輸入品価格が上昇しているにもかかわらず、国内品価格は下落ないし弱含んでいる(図表中の▲)。一方、石油石炭、非鉄、化学、紙パ、鉄鋼等は、既に内外価格差があまりなく、輸入ペネトレーション



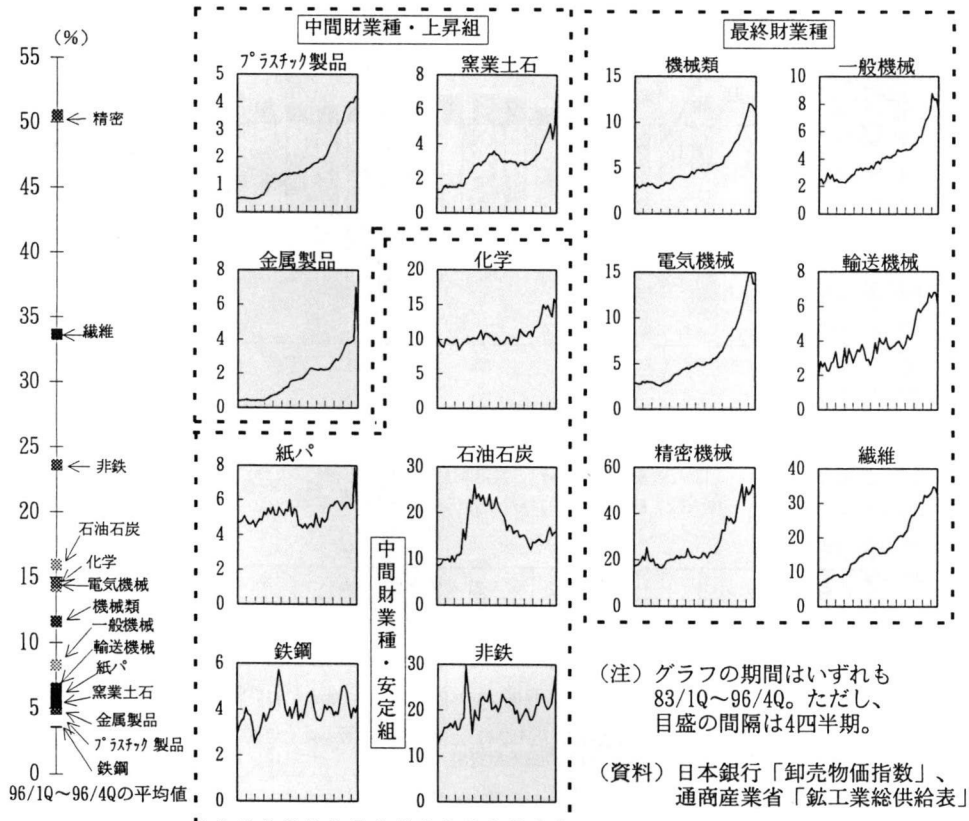
(図表40)

## 最近の円安局面における輸入品価格と国内品価格の動き

(1) 円安局面 (95/2Q~96/4Q) における輸入品価格と国内品価格の動き



(2) 業種別輸入ペネトレーション比率(季節調整値)



比率が比較的安定的に推移している。これらのうち、石油石炭、非鉄、紙では、円安に伴う輸入品価格の上昇に伴って、国内品価格も上昇している（図表中の●）。化学、パルプの国内品価格は下落しているが、これは、同時期に海外市況（ドル・ベース）自体が下落したことによるものである。

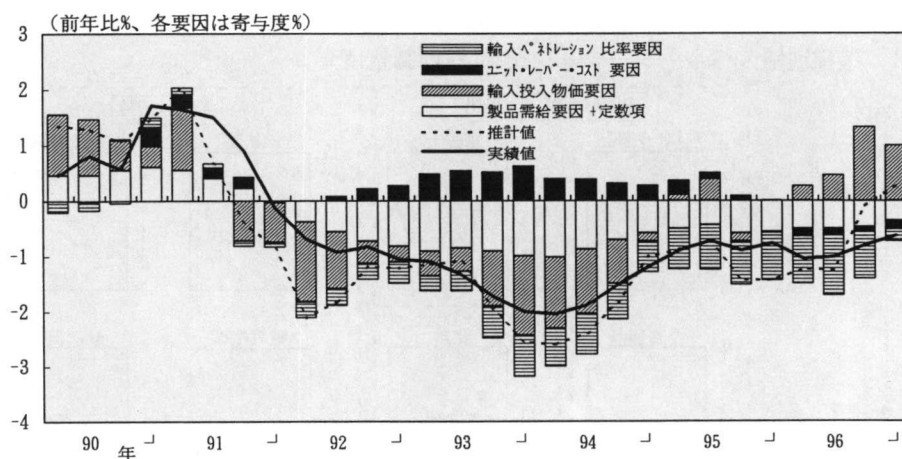
以上のような輸入物価と国内物価との関係を

確認するために、製品需給、ユニット・レーバ・コスト、輸入投入物価、輸入ペネトレーション比率を説明変数とする国内卸売物価関数を推計してみる。まず、輸入ペネトレーション比率や輸入投入物価と物価全体との関係には変化が無いという前提に立って、通常の固定パラメータ型で推計してみると（図表41）、近年は輸入ペネトレーション比率の上昇が、ほぼ一貫し

（図表41）

## 国内卸売物価の変動要因（1）

OLSによる推計〔固定パラメータ・モデル〕



（推計式）

$$WPI_t = a_0 + a_1 DI_t + a_2 ULC_t + a_3 IPI_t + a_4 PEN_t + a_5$$

〔記号〕  $WPI_t$  : 国内卸売物価,  $DI_t$  : 製品需給  $DI$  (全国短観),  $ULC_t$  : ユニット・レーバ・コスト,  $IPI_t$  : 輸入投入物価,  $PEN_t$  : 輸入ペネトレーション比率

（推計結果）

（ ）内は t 値

製品需給 $DI(a_1)$	ユニット・レーバ・コスト $(a_2)$	輸入投入物価 $(a_3)$	輸入ペネトレーション比率 $(a_4)$	定数項 $(a_5)$
0.029 (2.91)	0.082 (1.86)	0.079 (7.71)	-0.408 (-2.34)	0.639 (2.31)
推計期間: 1984/2Q ~ 1996/4Q 決定係数(自由度修正済) = 0.78 D.W. = 0.49 S.E. = 0.80				

- （注）1. 国内卸売物価、ユニット・レーバ・コスト、輸入投入物価は前年同期変化率、輸入ペネトレーション比率は前年同期差に変数変換。  
 2. ユニット・レーバ・コストは、売上高人件費比率（法人季報）に産出価格指数を乗じて算出。  
 3. 輸入投入物価と輸入ペネトレーション比率は1期前変数を利用。ユニット・レーバ・コストは、1～3期前変数を利用（7-モンテグ）。  
 4. 被説明変数の国内卸売物価は消費税要因（89/2Q～90/1Q）を調整したものを利用。

（資料）大蔵省「法人企業統計季報」、通商産業省「鉱工業総供給表」、日本銀行「企業短期経済観測調査」「卸売物価指数」

て国内卸売物価の下押し要因として寄与しているが、96年については、輸入物価の上昇が物価全体を押し上げる形となっている。これに対し、輸入ペネトレーション比率や輸入投入物価が物価に及ぼす影響は変化し得ると考えて、カルマン・フィルターを用いた可変パラメータ・モデルを推計してみると（図表42）、最近では輸入ペネトレーション比率上昇による物価押し下げ効果が極めて大きい反面、輸入物価の影響が小さ

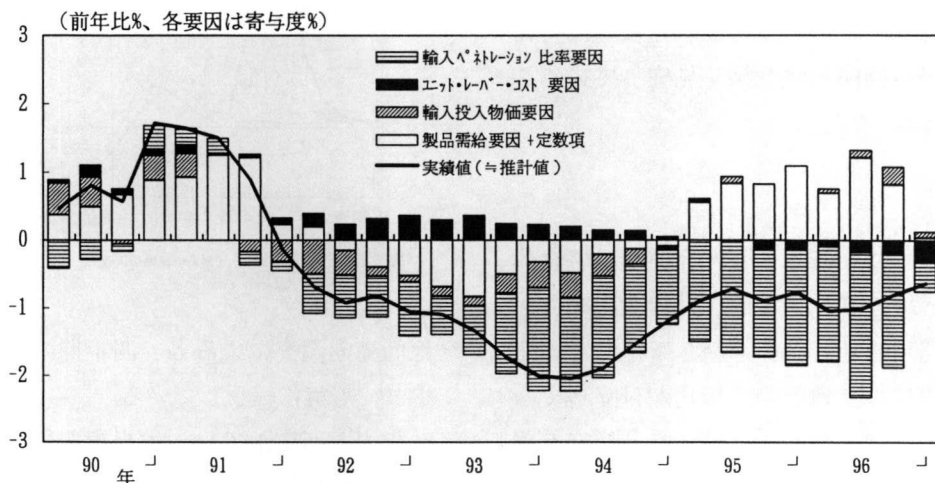
くなっていることが確認される。すなわち、内外価格差を反映して、輸入ペネトレーション比率の上昇が進むという構造変化が続く下では、輸入物価自体が反転上昇に転じても、国内物価に反映されにくいとみることができる（注16）。

さらに、96年度における国内物価の動きには、各種規制緩和による競争促進の影響が直接、間接にあった点も指摘できよう。

（図表42）

### 国内卸売物価の変動要因（2）

カルマン・フィルターによる推計〔可変パラメータ・モデル〕



- （注）1. カルマン・フィルターとは、経済変数間の関係（パラメータの値）が、時間の経過とともに滑らかに変化するという仮定を明示的に取り入れた推計方法で、ここでは、パラメータの変動についてランダムウォーク・モデルを仮定して推計している（スムージングによる推計）。  
 2. 変数等の説明は、図表41の注を参照。ただし、カルマン・フィルターにおけるエントレバーコストは、1期前変数を利用。  
 3. カルマン・フィルターの推計値は、実績値とほとんど重なっているため、プロットを省略。

（資料）大蔵省「法人企業統計季報」、通商産業省「鉱工業総供給表」、日本銀行「企業短期経済観測調査」「卸売物価指数」

（注16）なお、グローバルな競争圧力や技術革新を背景に、世界的にみてもこれまで根強いデフレーション圧力が存在したと考えられる。この点については、後掲BOX3を参照。

### (3) 今後の展望

(図表43)

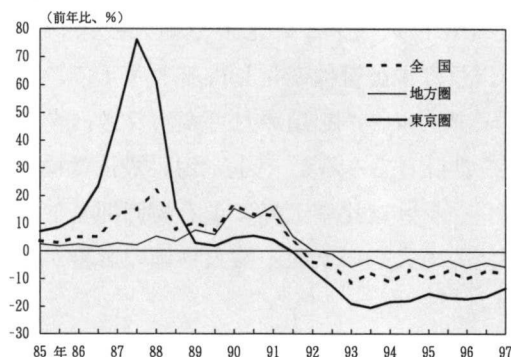
今後の物価動向を展望すると、国内の需給改善テンポがなお緩やかとみられる中で、技術革新をもたらす物価低下圧力、さらには最近の原油市況の反落等をも考え合わせると、消費税率引き上げに伴う一時的上昇を除き(注17)、国内物価に対する上昇圧力が直ちに高まる状況にはないと考えられる。しかし、これまで輸入物価上昇の国内品価格への波及を遮断してきた内外価格差、生産コスト差というクッションは漸次縮小してきているとみられ、現に最終財型業種の輸入ペネトレーション比率は、最近では頭打ち傾向にある(前掲図表40下)。このように、内外価格差が縮小しているという事実は、96年央頃までと比べ、物価を巡る環境が大きく変化していることを意味するものであり、今後の内外需給や為替相場の動向を注意深く見守っていくことが必要である(注18)。

### (4) 地価動向

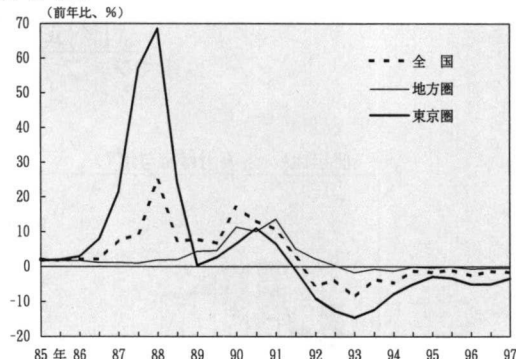
地価の動きについてみると、商業地は、全体としては引き続き軟化市中、需給改善の兆しが見える開発用適地と、引き続き下落している不整形、小規模の土地との二極化が目立ってきた。一方住宅地は、徐々に下げ止まり傾向を強めている。地価公示によると(図表43)、例えば東京圏において、96年中商業地は-13.2%、住宅地は-3.4%下落したが、同じく国土庁の短期

地価公示・都道府県地価調査

#### (1) 商業地



#### (2) 住宅地



(資料) 国土庁「地価公示」「都道府県地価調査」

地価動向調査によると、四半期の下落率は期を追って着実に縮小している。

まず、商業地では、大規模開発が可能な優良地の価格はほぼ下げ止まったとみられる(注19)。基本的な背景としては、オフィス・スペースのストック調整が徐々にではあるが進捗をみてい

(注17) 消費税率引き上げの影響についてみると、4月の国内卸売物価は、前月比1.9%となり、統計上はフル転嫁(理論値は $1.94\% < 1.05 / 1.03 = 1.0194$ )に近い。

(注18) なお、物価指数の持つバイアスの問題が米国を中心に議論されている。この点については、後掲BOX4を参照。

(注19) 住宅地に比較して取引事例が少ない商業地の場合、地価の実勢(取引価格ないし気配値)把握は困難であるが、業界ヒアリングによれば、優良地に対する引き合いや取引成立事例が徐々にではあるが増えている。実際、97年入り後行われた国鉄清算事業団の都心の用地売却に関する入札例では、大規模開発が可能な優良物件ということもあり、事前の予想を上回る価格での落札となった。

(図表44)

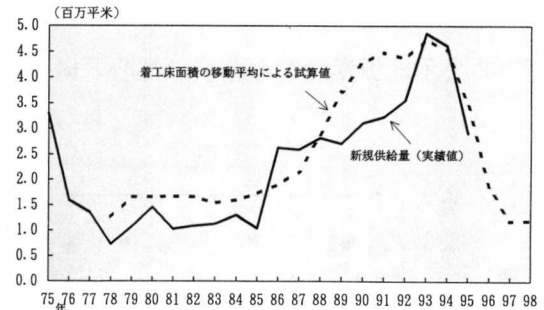
ることが挙げられる。新規オフィスの供給は(図表44上)、94年以降減少に転じており、オフィスビル着工から竣工までのタイム・ラグを勘案すると、当面新規オフィスの供給は低水準に推移する見通しである。こうした下で、企業収益の増加や情報化の進展に対応する形で新規のまとまったオフィス・スペースに対する需要が回復してきており、優良物件を中心とするオフィスの空室率は(図表44下)、94年をピークに低下傾向が続いている。また新規賃料も、募集ベースではほぼ下げ止まった(注20)。これは、マクロ的にみた景気回復の動きが、これまで出遅れていた商業用不動産市場にも漸く波及しつつあることを意味しており、優良地の価格は、コスト的にオフィスビル建設の採算がとれる水準(いわゆる収益還元価格並み)となりつつある。

しかし、バランス・シート調整圧力が根強く残存する下で、商業用不動産市場の主要な担い手であるディベロッパーが、借入の増加による新規開発を積極的に進めることは当面期待し難い状況にある。さらに、大規模開発が困難で商業的利用価値に乏しい土地の場合、取引は低迷した状態が続いている。こうした下で、商業地全体について、地価の下げ止まりを確認するにはなお時間がかかると思われる。

このように、収益性に着目した地価形成の二極化が最近の商業地価の特徴であるが、この点を確認するために、地価公示をもとに、都心3区商業地における評価地点の地価変動率と地積(用地面積)の関係を調べてみた(後掲図表45上)。その結果をみると、97年の地価公示については、地価変動率と地積の間に正相関(地積の大きいポイントほど下落率が小さい)があることがわ

### オフィス・スペースのストック調整

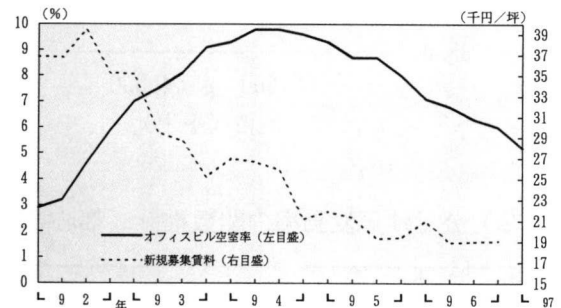
(1) 新規オフィス供給動向(東京23区)



(注) 新規オフィス供給量の試算値(着工床面積を移動平均した試算値)は、オフィスビルの着工から竣工までのラグが概ね2.6年との推計に基づき以下の式で試算。

当期のオフィス床面積の新規供給量 =  $0.43 \times$  新規着工床面積(2期前) +  $0.57 \times$  新規着工床面積(3期前)

(2) オフィスビル空室率と新規募集賃料(東京23区)



(資料) 東京都「東京の土地1995」、三井不動産「不動産関連統計集」、生動データサービス

かる。さらに、地価公示の付随データをもとに、地価変動率と地積を含む調査地点の属性との関係を横断的に回帰してみると(後掲図表45下)、88年、93年の地価公示においては統計的に有意でなかった地積が97年には有意に効くことがわかった。

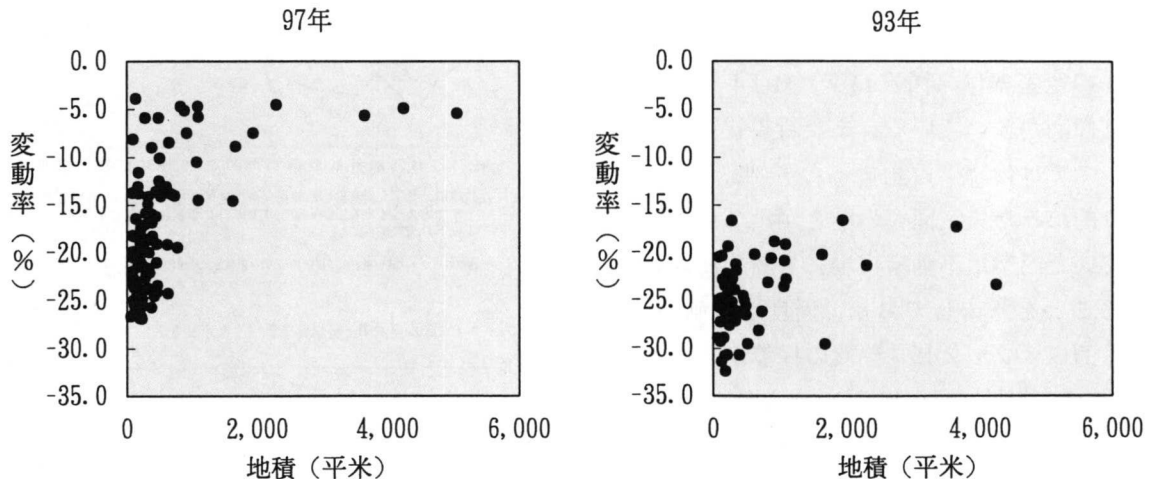
一方、住宅地の地価については、もともと商業地に比べ地価の高騰、反落の程度が小さいことに加え、高水準の住宅建設の影響もあって、

(注20) より実勢を反映する成約ベースの賃料も、募集ベースとの乖離が縮まり、下げ止まり傾向との指摘が多い。

(図表 4 5)

## 公示地価変動率と地積

### (1) 公示地価変動率と地積 (都心3区商業地)



### (2) 公示地価変動率の関数推計 (都心3区商業地)

( )内はt値

	地積(a)	最寄駅からの距離(b)	容積率(c)	主要道路ダミー(d)	自由度修正済みR-sq	サンプル数
88年	-0.0004(-0.27)	0.003 ( 1.02)	0.02 ( 2.50*)	-4.28 (-2.65*)	0.13	55
93年	0.001 ( 1.33)	-0.001 (-0.52)	0.01 ( 2.30*)	-1.04 (-1.12)	0.18	61
97年	0.002 ( 2.99**)	0.002 ( 0.91)	0.018( 3.87**)	3.33 ( 3.08**)	0.47	108

\*: 5%有意 \*\* : 1%有意

国土庁が「地価公示」で公表している各標準地(調査地点)の1平米当りの価格の変動率(前年比騰落率)を被説明変数とし、各標準地の属性データのうち、地積、最寄駅からの距離、法定容積率を説明変数としてクロスセクション推計を行った結果。上記説明変数以外では主要道路(国道、都道)に面している地点にはダミーを入れたほか、定数項がある。

$$\text{公示地価変動率} = a \times \text{地積} + b \times \text{最寄駅からの距離} + c \times \text{容積率} + d \times \text{主要道路ダミー} + e$$

(a～dは各説明変数の係数、eは定数項)

(注) 都心3区は、千代田区、中央区、港区。

(資料) 国土庁「地価公示」



下げ止まり傾向を明確にしている。ただ、このところ住宅着工が反動減の状況にあることから、当面は総じて横這い圏内の動きにとどまるとみられる。

## 4. 金融面の動向

### (1) 金融緩和基調の維持

日本銀行は、96年度において、前年からの金融緩和基調を継続した。すなわち、公定歩合については、95年9月に引き下げた水準である年利0.5%を維持した。また、金融調節の運営に当たっても、同じく95年9月に採用した方針（無担保コール・レート＜オーバーナイト物＞を、平均的にみて公定歩合をやや下回る水準で推移するよう、潤沢な資金供給に努める）を維持した。

この背景には、①景気は年度後半にかけ民間需要を中心に回復基調を辿ったとはいえ、回復のテンポは緩やかであること、②しかも、財政政策の転換に伴い、短期的には景気への抑制効果が生ずることが避けられない中、引き続き持続的な成長のための基盤を確かなものとする必要があること、③需給ギャップの状況や製品輸入圧力の高まりからみて、物価の上昇圧力が顕在化するリスクは小さいこと、といった経済情勢に対する判断があった。

### (2) 金融市場の動向

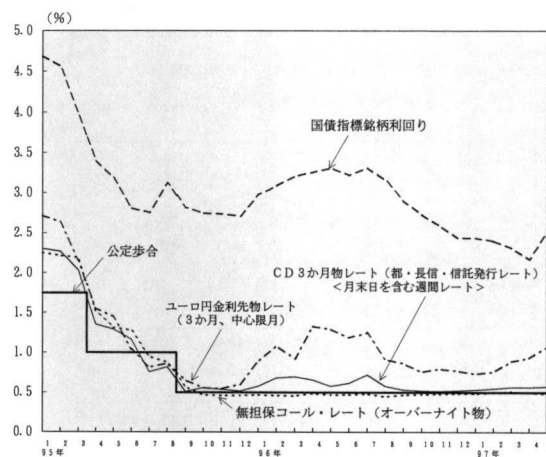
(96年夏にかけての市場金利、株価の上昇とその修正)

各種市場金利（ターム物短期金利、長期金利）

の推移をみると（図表46）、95年中はほぼ一貫して低下した後、95年末ないし96年初頃から次第に上昇基調に転じた。このうちターム物短期金利（CD 3か月物レート）は、年度末の3月にかけて上昇した後、7月頃まで高止まったまま推移した。長期金利（国債指標銘柄利回り）は、7月頃まで振れを伴いつつも総じて上昇を続けた。こうした市場金利の上昇は、①景気の強さを示唆する経済指標の公表が続いたことや、②製造業・大企業を中心とした企業収益の回復を背景に、市場の景況観が改善し、金融政策スタンスの転換予想が台頭した結果生じたと考えられる。この時期は、「ユーロ円金利先物（3か月）」や、1～2年先スタートの1年物「インプライド・フォワード・レート（以下IFR）」（注21）

（図表46）

市場金利



（注）月中平均値（公定歩合は月末値）。97年5月の値は5月23日までの平均値。ただし、CDは5月19日～23日の週間レート。

（資料）日本銀行「経済統計月報」

（注21）現在市場で成立している長短金利から算出される、将来のある時点を中心とした一定期間の金利（将来のある時点を中心とした1年物金利であれば、「1年物IFR」という）を指す。これは、例えば、現在の4年物スワップ金利で4年間固定金利を受け取ることと、3年物スワップ金利で3年間固定金利を受け取った後、3年後を起点とする1年物（スワップ）金利を受け取ることとは、市場で十分に金利が裁定されている場合、同じ収益となることに着目したものである。現在市場で成立している3年物および4年物スワップ金利がわかれば、ここから3年後を起点とする1年物金利（＝3年先スタートのIFR）を算出し得る。

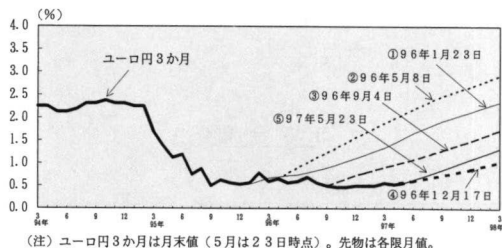
といった、比較的期近の部分の金利観が大きく上振れしており（図表47）、市場金利の上昇が、主として近い将来の短期金利の上昇予想に基づくものであったことがわかる。逆に、当面の景気動向や金融政策運営の影響を受けにくいと考えられる5年先や7年先スタートのIFRはあまり変動していない。

一方、株価は（図表48上）、95年央頃を境に反転・上昇に転じた後、96年入り後も振れを伴いつつ上昇基調を持続し、6月下旬にかけて、日経平均株価は22,000円台半ばまで上昇した。

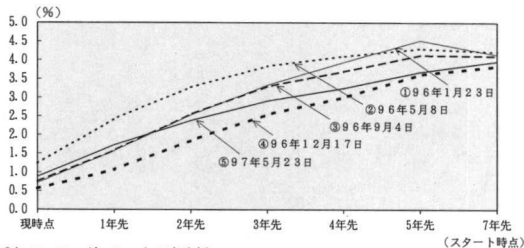
（図表47）

#### 市場の金利観

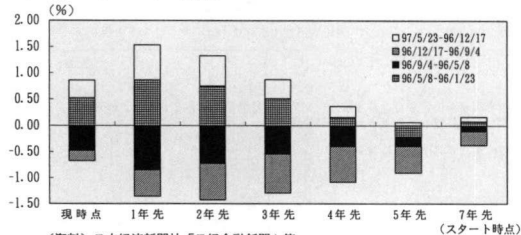
（1）ユーロ円金利先物（3か月）



（2）スワップレートから算出した1年物インプライド・フォワード・レート



（3）フォワード・レートの変化幅



（資料）日本経済新聞社「日経金融新聞」等

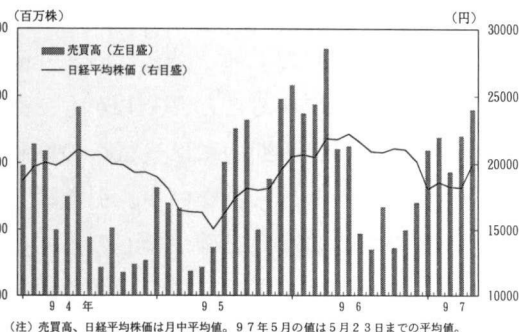
この時期の株価の上昇は、基本的に、製造業・大企業を中心とした収益の改善を期待したものと考えられる。因みに株価収益率（以下P E R）の動きをみると（図表49上）、95年央以降上昇した後、P E R算出に用いる収益指標の入換え（95年度→96年度）に伴って、96年5月は以前の水準まで低下しており、この間の株価およびP E Rの上昇が96年度収益の改善を逸早く織込んだものであったことがみてとれる。

もっともその後、生産面を中心とした各種経済指標の動きからみて（注22）、景気の回復テンポは引き続き緩やかなものであるとの認識が広ま

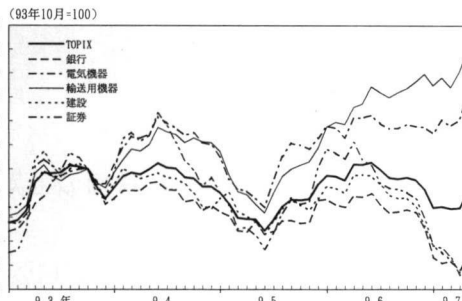
（図表48）

#### 株価の推移

（1）株式売買高と日経平均株価



（2）業種別株価指数

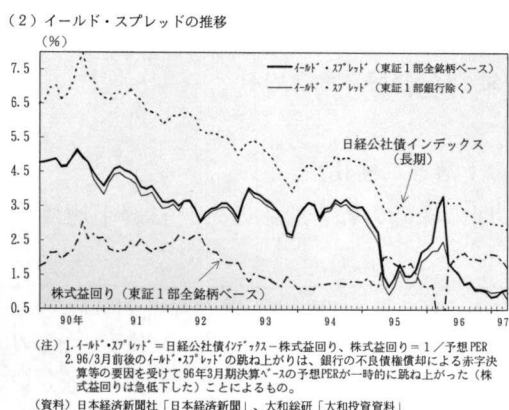
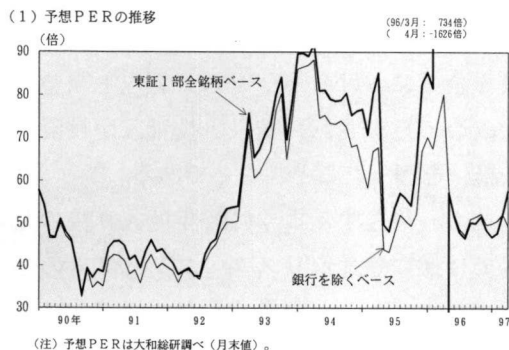


（資料）東京証券取引所「東証統計月報」、日本経済新聞社「日本経済新聞」

（注22）夏頃にかけて明らかになった実体経済面の指標のうち、鉱工業生産や短観（8月調査）における主要企業製造業の業況判断D Iは、一部生産財における在庫調整を背景に、比較的弱めであった。

(図表49)

## 予想PERとイールド・スプレッドの推移



り、夏以降、金利先高観は次第に修正されていった。ユーロ円金先やIFRの期近部分で見た先行きの金利見通しは、9月にかけて下振れし(図表47)、現物のCD3か月物レートや長期金利も概ね年初の水準まで低下した。日経平均株価も20,000~21,000円での弱保合いとなった。

## (96年秋以降の長期金利低下とその要因)

こうした金利先高観(近い将来の金融引き締め期待)の台頭とその修正という局面は、秋口頃までに終息し、ターム物短期金利は9~10月頃に下げ止まって以降、概ね横這い圏内の動き

となった。これに対し長期金利は、国債金利を中心に、秋以降も下げ止まらず、比較的最近まで総じて低下傾向を続けた。国債指標銘柄の動きをみると、11月以降既往最低利回りを更新し、12月初旬には2.4%台を割り込んだ。さらに年度末にかけて一段低下し、結局97年4月上旬に既往最低の2.095%(東証終値ベース)をつけた。

このように秋以降も長期金利が国債金利を中心に持続的に低下した背景として、まず考えられるのは、97年度に向けての消費税率引き上げ・特別減税の廃止や、公共投資の抑制に対する政府の方針がより明確なものとなってくる中で、財政赤字削減の景気抑制効果(いわゆるフィスカル・ドラッグ)が強く意識された結果、市場の経済の先行きに対する見方が慎重化したことである。IFRで市場の金利観をみると(図表47)、夏までの動きとはやや異なり、96年秋以降、3~5年先スタートといったやや長めの部分の低下幅も大きくなっており、当面の景況感だけではなく、中長期的な「期待成長率」が一時的に低下した可能性も考えられる。

もっとも、11月以降国債金利が大幅に低下した局面での各種長期金利の動きをやや詳しくみると、この時期の長期金利の低下は国債金利に顕著であり、その他の長期金利は必ずしも様に低下していないことがわかる。すなわち、比較的格付けの高い社債(AAA格、AA格)の金利は総じて低下したものの、その低下幅は国債に比べ小さいほか、さらに格付けの低い社債(A格、BBB格等)の金利は、平均的にはほとんど低下していないか、むしろ上昇しているため、債券間の金利格差(いわゆるクオリティ・スプレッド)が拡大している(後掲図表50)。こうした債券間の金利格差の拡大は、市場で信用リス

クがこれまで以上に強く意識されるようになったため、債券金利に含まれるリスク・プレミアムが拡大した結果、国債や高格付けの社債等リスクの小さい債券に対する選好が強まったことを反映したものと解釈されよう。

第3章でみたように、地価は住宅地や優良商業地では下げ止まりつつあるとみられるほか、全体としては償却等による銀行の不良債権処理も着実に進捗しており（注23）、客観的にみればバランス・シート問題は引き続き存在するとしても、昨秋以降さらに悪化したとは考えにくい。そうした中で、この時期にリスク・プレミアムが拡大した背景については、市場で、以下のような要因が指摘されていた。①金融部門に関しては、不良債権の処理は全体として進捗しているとはいえ、個別には処理のスピードにばらつ

きがある、あるいは、先行き規制緩和等により競争圧力が強まる等の見方から、金融システムの安定性を巡る不透明感が改めて意識されるようになったこと、②企業部門についても、一部の業種や企業におけるバランス・シート調整の遅れが改めて意識された結果、投資家が投資基準の厳格化を図ったこと、などである。

もっとも、後述するように97年度入り後の金融市場では逆に急速なリスク・プレミアムの縮小がみられていることを考えると、事後的にみればこうしたリスク・プレミアムの拡大の中には、オーバーシュートに当たる部分が含まれていた可能性も否定できない。

#### （株価の下落と二極化）

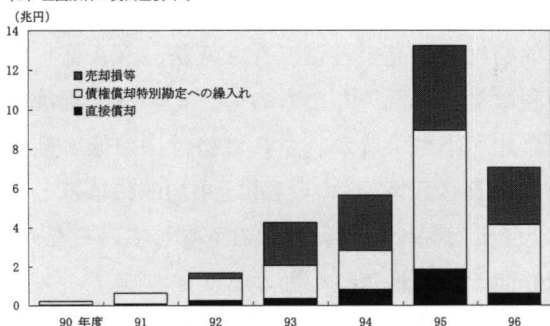
この間の株価の動きをみると、日経平均は夏

（注23）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入れ、共同債権買取機構への債権売却損等）をみると（注23の図表左）、住専向け債権等大口処理案件の集中から既往最高となった95年度に比べれば減少したものの、これに次ぐ高水準となった。この結果、都銀・長信銀・信託の公表不良債権残高（破綻先債権残高、延滞債権残高、金利減免等債権残高の合計）がさらに減少した（95年度末21.8兆円→96年度末16.4兆円）ほか、引当率（狭義貸倒引当金残高、債権償却特別勘定残高、特定海外債権引当勘定残高の合計の、公表不良債権残高に対する比率）も着実に上昇し（95年度末47.3%→96年度末57.1%）、会計上の不良債権処理は一段と進捗したものと考えられる（注23の図表右）。

（注23の図表）

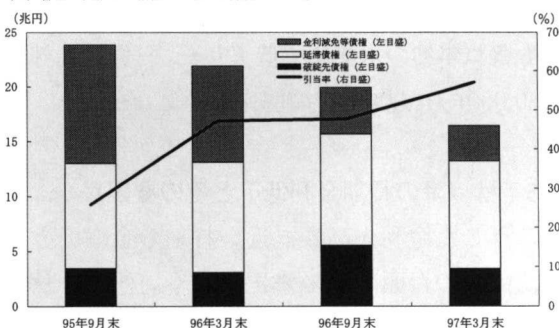
#### 不良債権処理の進展

（1）全国銀行の貸出金償却等



（注）1. 全店ベース（銀行勘定）。  
2. 売却損等＝共同債権買取機構への債権売却損＋債権放棄等

（2）都銀・長信銀・信託の公表不良債権残高と引当率



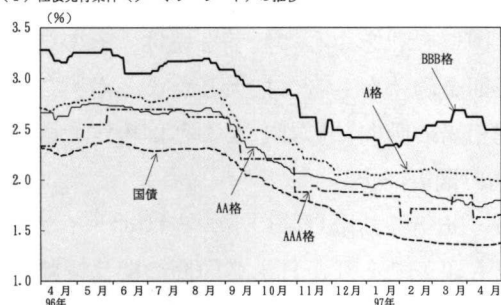
（注）1. 全店ベース（銀行勘定＋信託勘定）。  
2. 引当率＝（狭義貸倒引当金残高＋債権償却特別勘定残高＋特定海外債権引当勘定残高）／公表不良債権残高  
3. 95年9月末の金利減免等債権残高は大臣省公表値。

（資料）各行「有価証券報告書」、大蔵省「預金取扱金融機関の不良債権等の状況（平成7年9月期）」等

(図表50)

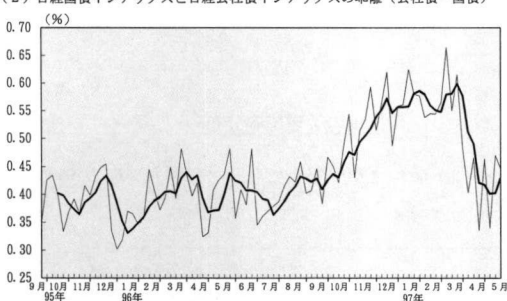
## クォリティ・スプレッドの動向

(1) 社債発行条件(クーポン・レート)の推移



- (注) 1. 格付けは、格付け機関中の最上位格付けを採用。クーポン・レートは、当該社債の年限に対応する期間のスワップレートと5年物スワップレートの差をもって残存5年物のレートに調整した。  
2. 図中の線は、格付け別の社債発行に応じて後方30日移動平均線で結んだもの。  
3. 国債は残存5年物の流通利回り。

(2) 日経国債インデックスと日経公社債インデックスの乖離(公社債-国債)



- (注) 1. インデックスは共に長期債(残存期間7年以上)。複利利回りベース(週次)。  
2. 太実線は後方4期移動平均線。  
3. 公社債インデックスは国債も含んでいるため、乖離幅自体は厳密な意味でのクォリティ・スプレッドを示すものではない。  
(資料) 日本経済新聞社「日本経済新聞」「日経金融新聞」、公社債引受協会「公社債月報」等

以降20,000~21,000円での弱保合いとなり、その後、年末から年初にかけて17,000~18,000円台まで下落した。こうした株価の動きの背景にも、財政要因等による景気の先行き不透明感に加え、リスク・プレミアムの拡大という、国債金利が低下したのと基本的には同じ要因が働いていた可能性がある。バランス・シート問題の深刻さが改めて意識され、市場全般にリスク回避の動きが出ている場合、投資家の行動としては、リスク証券である株式よりも確定利付きの

債券とくに国債が選好され、これが株価の下落と国債金利を中心とする長期金利の低下に繋がったと考えられる。この点は、当面の企業収益見通し自体には大きな変化(下方修正)がない中で、長期債利回りと株式益回りの差であるイールド・スプレッドが、この時期急速に縮小していることから窺われる(前掲図表49下)。理論的には、「イールド・スプレッド=(企業収益に関する)期待成長率-リスク・プレミアム」の関係が成立するが、財政要因等による景気の不透明感が一時的に強まったにせよ、企業収益全体としての「期待成長率」の低下のみをもって、この時期の株価の下落を説明することは難しく、イールド・スプレッドの縮小には、「リスク・プレミアム」の拡大が反映されていたと解釈するのが自然である。

この時期の株価の動きを業種別にみると、電機、自動車等国際的に競争力の高い業種では、96年夏頃の株価水準を概ね維持または更新している一方で、バランス・シート問題を抱えている建設や、銀行・証券等金融関連の株価が大きく下落しており、株価の二極化が生じていることがみてとれる(前掲図表48下)。この点は、株価の騰落がP E R等の指標や財務内容などの格差に概ね対応しているところからみて(後掲図表51)、リスク・プレミアムの拡大を背景に、市場の投資尺度が見直されたと解釈することができる(注24)。このような、株価の動きは、長期金利の動きと同様、全体としての景況感の不振のみでは説明しにくいように思われる。

なお、日経平均先物オプションの価格から導出された「株価の予想確率分布」をみると(後

(注24) 96年夏の下落局面や同年秋の膠着相場と異なり、同年末から97年初にかけての急落局面においては、各銘柄を連結P E Rの高低に応じてグルーピングしたものと、各々のグループの株価騰落率との関係が深く、高連結P E Rのグループ(予想収益対比でみて株価が割高となっていると考えられるグループ)ほど株価の下落率が大きくなっている。

掲図表52、同図の導出方法等の詳細に関しては、後掲BOX5を参照)、通常は左右対称の「釣り鐘型」の分布を示すものが、97年入り後は、低価格帯に分布の裾が厚くなる傾向を示している。分布の形状に関してはさまざまな条件を吟味し、慎重に解釈する必要があるが、株価予想分布の裾が低価格帯に厚くなることは、信用リスクの顕在化等による株価の大幅な下落が、定量的には小さい可能性であっても、一つのリスクとして株式市場に意識されていたとみることができよう。

### (内外金利差と為替相場)

以上みたようなわが国の長期金利の動向は、為替相場にもある程度の影響を与えたと考えられる。円相場は、対外収支の急速な黒字縮小等から96年度中円安基調にあったが、96年12月

頃からその歩みを早め、年明け2月には一時124円／ドル台まで下落した。96年末頃以降、米国の長期金利が上昇する一方、わが国の長期金利は国債金利を中心に低下を続け、その結果日米長期金利差がさらに拡大したことが、こうした円相場の動向に影響したことは否定できない(注25)(図表53上)。

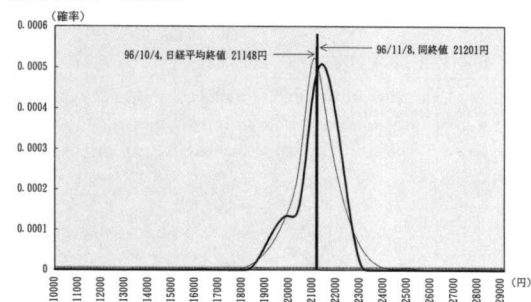
なお、96年終り頃以降のドル高は対ドイツマルクでも顕著であり、日米2国間の関係を離れて、欧州通貨も交えて評価する場合には、「円安」というよりむしろ「ドル高」の色彩が強かった。ドルの対マルク相場をみると(図表53下)、11月

(図表52)

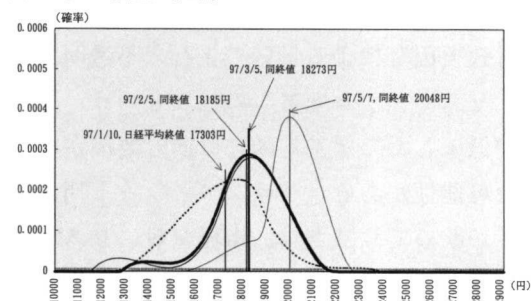
### 株価の予想確率分布

日経平均株価オプションのデータから推定した各オプション満期時点の日経平均株価の予想確率分布

(1) 96年10～11月の推移



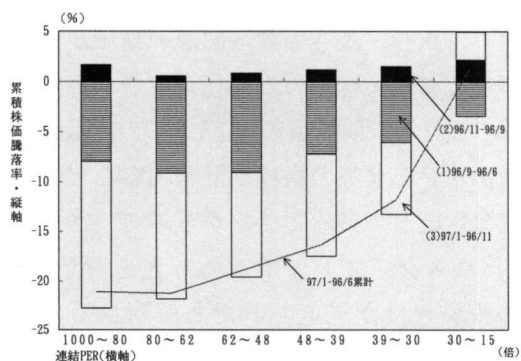
(2) 97年1～3月および5月の推移



(資料) 日本経済新聞社「日本経済新聞」

(図表51)

### 連結PERの区別にみた累積株価騰落率



(注) 1. 日経平均(225種)採用銘柄のうち、データのavailableな180銘柄程度が対象。  
2. 96/6月時点の連結PERを基準に降順にソートしたうえで上位から30銘柄毎にグルーピングし、96/6月時点の株価を基準とした97年初までの各グループ毎の平均株価騰落率を折れ線グラフで示した。また、(1)日経平均が昨年の高値を付けた96/6月から8月期発表後の9月、(2)悪化意味であった9月から11月、(3)11月から急落後の97/1月までのそれぞれの期間について、株価騰落率(96/6月時点の株価を基準に指数化したものの期中変化幅をグループ毎に平均化)を、積み上げ棒グラフで同時に示した。  
3. 株価は以下の日の終値  
96/6月・96.6.10、96/11月・96.11.5  
96/9月・96.9.9、97/1月・97.1.7

(資料) 野村証券金融研究所「企業業績予想」

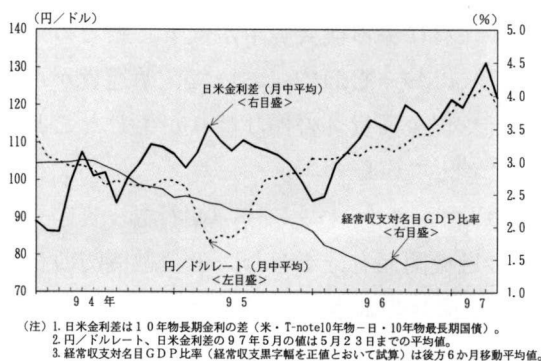
(注25) 国際収支統計上の「証券投資」(証券貸借取引を除くベース)をみると、96年度は、機関投資家や個人による外債投資の増加もあって、ネット流出超幅が拡大した(95年度 -34,821億円→96年度 -86,405億円)。



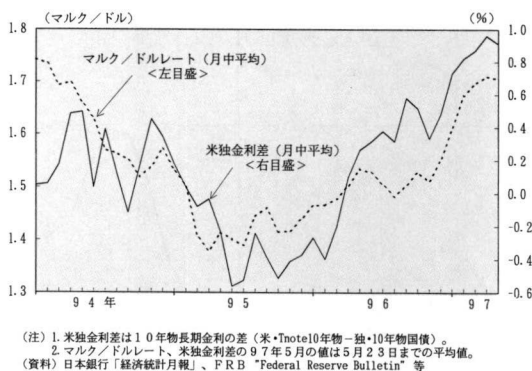
(図表53)

## 為替相場変動の背景

(1) 円／ドルレート



(2) マルク／ドルレート



頃までの1.46～1.54DM／ドル台の推移から、年明け3月にかけては1.72DM／ドル台まで急伸している。これは、ドイツを中心に欧州大陸諸国における景気回復テンポは緩やかなものにとどまっているが、これに対し、財政面からの刺激策は欧州通貨統合を控え採りにくく、結局低金利による景気刺激に頼らざるを得ないとの観測が市場に根強いこともあって、米国の長期金利上昇の中で米・独間の金利差が拡大したことが基本的背景にあると考えられる。

## (97年度入り後の金融・為替市場の推移)

なお、97年度入り後最近までの市場動向をみると、①97年3月末に政府が「担保不動産等流動化総合対策」を発表し、さらに、97年3月決算における金融機関の不良債権の積極的な処理や一部大手銀行の大胆な経営再建策が発表される等、不良債権問題への取組みに進展がみられたこと、②消費税率引き上げに伴う影響についても、差し当たっては駆け込みの反動減以上に深刻なものではないとの見方が広がり始めたこと、③そうした中で、97年度の企業収益について好調持続の見通しが強まったこと等から、リスク・プレミアムの行き過ぎた拡大の修正も含め(注26)、市場の動きに変化がみられた。すなわち、ユーロ円金利先物は逸早く3月頃から0.2%程度上昇し1%台前後の動きとなっていたが、株式も5月上旬には2万円台を回復、長期金利は2.5%台へ上昇した。また、わが国の長期金利の上昇に伴って日米金利差がやや縮小しており、これを受けて為替市場で円が反発し、最近では113～116円／ドル程度を中心とした動きとなっている。

## (3) マネーサプライの動向

次にマネーサプライ指標の推移をみると(後掲図表54上)、代表的指標であるM<sub>2</sub>+CD(平残・前年比、以下同じ)は概ね3%台で推移したが、96年7～9月+3.6%をピークに、10～12月+3.4%、97年1～3月+3.0%と、年度後半にかけ伸び率は幾分低下した(注27)。広義流動

(注26) リスク・プレミアムの縮小は、株価の予想確率分布(図表52)にみられた低価格帯において、分布の裾が厚くなる傾向が次第に解消してきていることにも表われている。

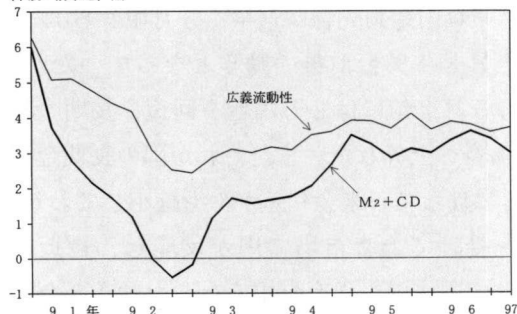
(注27) 季節調整済前期比(年率)でみても、96年4～6月+3.9%と高めの伸びの後、7～9月+3.0%、10～12月+2.7%、97年1～3月+2.5%と若干減速気味で推移している。

性は3%台後半で比較的安定した動きとなった。狭義のマネーサプライ指標であるM<sub>1</sub>や現金通貨は（図表55上）、95年後半頃から急速に伸び率を高め、96年4～6月にピーク（M<sub>1</sub>前年比+15.7%、現金通貨同+9.6%）をつけた後も、M<sub>1</sub>で10%前後の高い伸びを維持している。この間、M<sub>2</sub>+C Dの流通速度（「名目GDP」／「M<sub>2</sub>+C D」）をみると、96年1～3月にGDPの急増から一時的に上昇したが、その後は極めて緩やかながら低下傾向を続けた（図表54下）。

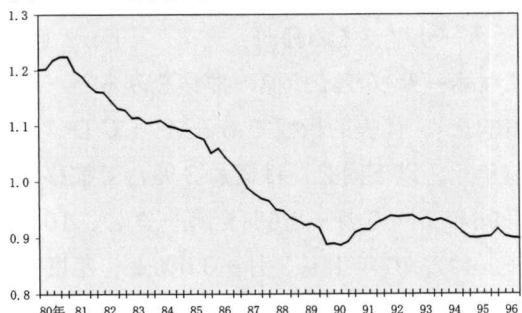
（図表54）

#### M<sub>2</sub>+C D、広義流動性

（1）M<sub>2</sub>+C D、広義流動性  
（平残・前年比、%）



（2）M<sub>2</sub>+C Dの流通速度（名目GDP／M<sub>2</sub>+C D）



（資料）日本銀行「経済統計月報」、経済企画庁「国民所得統計」

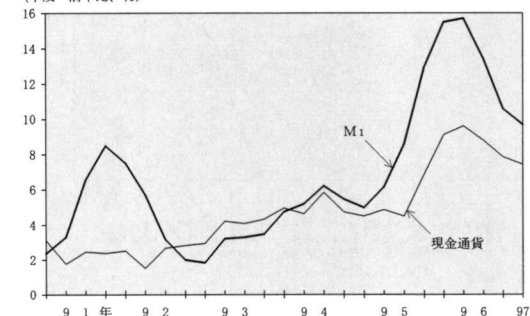
狭義マネーサプライ指標が、M<sub>2</sub>+C D等の広義指標に比べ高い伸び率を示しているのは、金利水準の低下に伴い、現金や無利子の当座預金等の保有に係る機会費用が低下したため（図表55下）、M<sub>2</sub>+C D内において、準通貨から預金通貨や現金通貨への振り替りが生じたことによると考えられる（注28）。

なお、マネタリー・ベース（銀行券+貨幣）とともに金融機関保有分を含む金融機関の日本銀行預け金の動きをみると（図表56上）、その

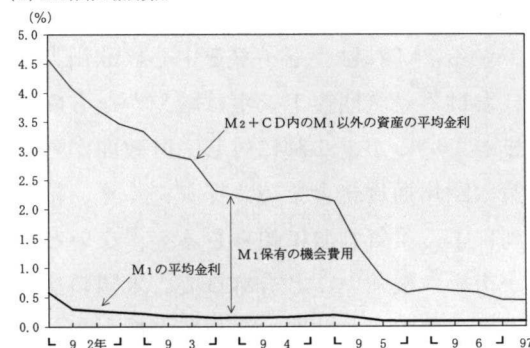
（図表55）

#### M<sub>1</sub>、現金通貨

（1）M<sub>1</sub>、現金通貨  
（平残・前年比、%）



（2）M<sub>1</sub>保有の機会費用



（注）M<sub>1</sub>およびM<sub>2</sub>+C D内のM<sub>1</sub>以外の資産の平均金利は、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。

（資料）日本銀行「経済統計月報」

（注28）狭義の機会費用（金利収入機会を失うコスト）の低下に加え、金利収入と比べた取引費用（現金引出コストや余剰現金を金融機関に持ち込むコスト）が相対的に割高となることも手元の現金保有増につながりやすいと考えられる。

大半を占めている「現金」が前述のとおり増加していることから、同様に高めの伸び（直近で前年比7%程度）を続けており、この結果、信用乗数（「 $M_2 + CD$ 」／「マネタリー・ベース」）は大幅に低下している（図表56下）。

### （ $M_2 + CD$ の伸び悩みの背景）

$M_2 + CD$ が伸び悩んだ背景について、通貨保有主体（＝民間非金融部門、ただし地方公共団体、公団等を含む）のバランス・シートによる要因分解でみると（図表57）、民間部門の資金

調達が伸びを低下させている中で、96年度前半  $M_2 + CD$  の伸びを支えていた  $M_2 + CD$  以外の金融資産からのシフト・インや財政純支払の押し上げ寄与が、年度後半にかけて一服傾向となったことがわかる。もっとも、直近の97年1～3月については、96年10～12月に比べ、民間資金調達がやや持ち直す一方で、 $M_2 + CD$  以外の金融資産へのシフト・アウトが生じて伸び率が低下する形となっており、こうした変化が一時的な振れにとどまるのか、あるいはこれまでの資金調達等の流れに変化が生じたとみられるのか、今後の動向を注意深くみていく必要がある。

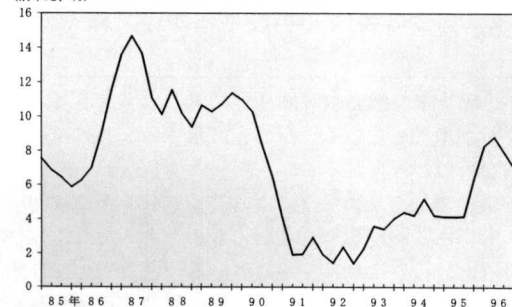
次に民間非金融部門の資金調達の動きを、民間・政府系金融機関貸出と資本市場調達を合計したベースでみると（後掲図表58上）、95年度後半にかけて前年比2%程度まで伸びを高めた後、96年度入り後は幾分伸びを低め、最近では1%台前半の伸び率となっている（注29）。企業の資金調達だけをみても、傾向はほぼ同様である

（図表56）

#### マネタリー・ベース

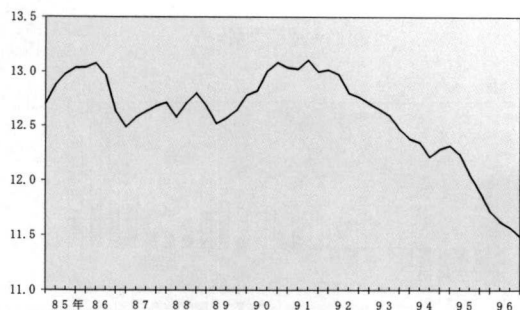
（1）マネタリー・ベース

（前年比、%）



（注）準備率調整後、原計数。

（2）信用乗数（＝ $M_2 + CD$ ／マネタリー・ベース）

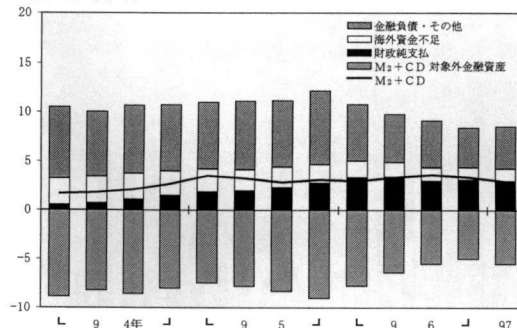


（注）マネタリー・ベースは準備率調整後、季調済。 $M_2 + CD$ は季調済。

（資料）日本銀行「経済統計月報」

#### 通貨保有主体の統合バランス・シートによる $M_2 + CD$ の伸び率の要因分解

（前年比寄与度、%）



（注）96年10～12月、97年1～3月については、日本銀行推計。

（資料）日本銀行「経済統計月報」「国際収支統計月報」

（注29）ただし、最近1年程度における貸出残高の前年比は、民間金融機関の不良債権の償却が進んだことなどによって、実勢以上に計数が押し下げられている点に留意する必要がある。

(図表58下)。企業の資金調達では、資本市場調達が一貫して増加する(注30)一方、金融機関借入は減少している。さらに民間金融機関からの借入を規模別・業種別にみると(図表59)、製造業・大企業向け貸出は95年に続き96年も大幅な減少傾向を示している。また、過去においては、しばしばこうした大企業向け貸出の減少を補う形で増加する傾向がみられた中堅中小企業向け貸出についても、95年度に比べ伸び率が低下している(注31)。

企業の資金調達の減速の背景について、業種別・規模別に、投資とキャッシュ・フローとの関係で確認してみると(後掲図表60)、製造業・大企業では、設備投資(対売上高比率、以下同じ)は総じて緩やかな増加傾向にあるが、在庫・土地投資を含めた総投資は頭打ちとなって

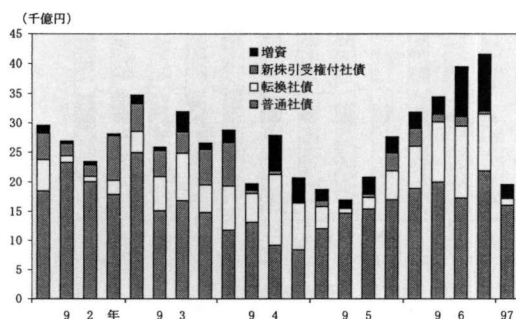
いるうえ、国内の売上げ増や円安による内部留保の増加に支えられた潤沢なキャッシュ・フローから、資金需要(投資超過額=図中の「要ファイナンス額」)はむしろ減少(マイナス幅を拡大)する傾向にある。キャッシュ・フローが増加する中で、企業は引き続き資本市場調達を活発化させ、金融機関借入を圧縮した。また、製造業・中堅中小企業も96年初頃から投資は増加しているが、その規模は依然キャッシュ・フローの範囲内にとどまっており、外部資金調達増には繋がっていない。一方、もともと「資金不足=投資超過」の状態にある非製造業の中堅中小企業では、バランス・シート問題の影響等から、他のセクターに比べ投資回復のテンポが遅れており、投資超過幅は拡大をみている。むしろ、資金需要は96年後半にかけて緩やかに

(注30) 資本市場における新規調達額の動向をみると(注30の図表)、適債基準の撤廃や時価発行増資のガイドライン撤廃等規制緩和の効果もあって、普通社債、エクイティ物ともに発行が増加している。なお、97年1～3月に発行額が減少に転じているが、これは転換社債市況の悪化に伴う一時的なものとみられる。

(注31) なお、96年中の企業部門の資金需要の減速に関しては、住宅の供給増加やリストラによる資産処分等企業部門全体としてみた「土地純売却」が増加していること(注31の図表)も、ある程度影響しているものと考えられる。企業による土地の売却は、①マイナスの土地投資となって、設備投資と総投資の動きを乖離させる(総投資の伸び率が相対的に低くなる)こと、および、②(土地売却により「含み益」が実現される場合には)内部留保を増加させること、の両面から、資金需要を減少させる。

(注30の図表)

資本市場における資金調達

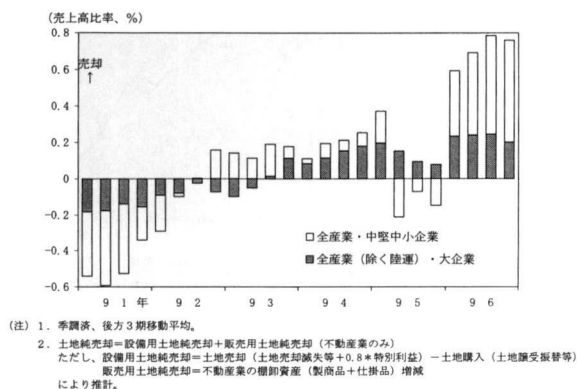


(注) 1. グロスの発行額ベース。民間金融機関の発行する劣後債以外の金融債は含まれない。  
2. 増資は新規公開時公募を含むベース。

(資料) 公社債引受協会「公社債月報」等

(注31の図表)

企業の土地純売却



(注) 1. 季節調整、後方3期移動平均。  
2. 土地純売却=設備用土地売却+販売用土地純売却(不動産業のみ)  
ただし、設備用土地売却=土地売却(土地売却損失等+0.8\*特別利益)-土地購入(土地譲受振替等)  
販売用土地純売却=不動産業の棚卸資産(製成品+仕掛品)増減により推計。

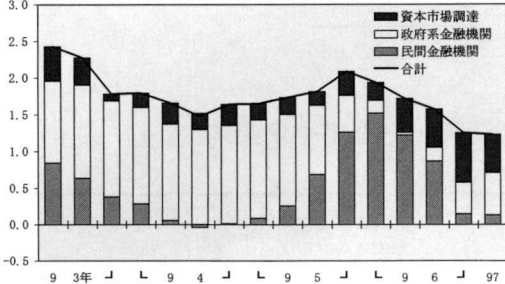
(資料) 大蔵省「法人企業統計年報」「法人企業統計年報」

(図表58)

## 資金調達

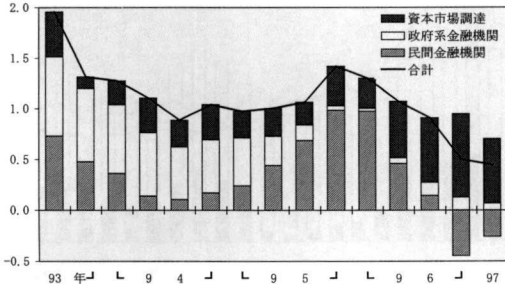
## (1) 民間部門の資金調達

(前年比、寄与度、%)



## (2) 企業の資金調達

(前年比、寄与度、%)



- (注) 1. 民間金融機関は、5業態（都市銀行、長期信用銀行、信託銀行、地方銀行、地方銀行Ⅱ）、信用金庫、農林中央金庫、商工組合中央金庫、外国銀行在日支店の合計。  
 2. (1)の政府系金融機関は、日本開発銀行、日本輸出入銀行、国民金融公庫、住宅金融公庫、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の合計。(2)は(1)の政府系金融機関から住宅金融公庫を除いたもの。  
 3. 資本市場調達は、事業債、株式、外債、CPの合計。  
 4. 96年10～12月、97年1～3月については、一部日本銀行推計を含む。

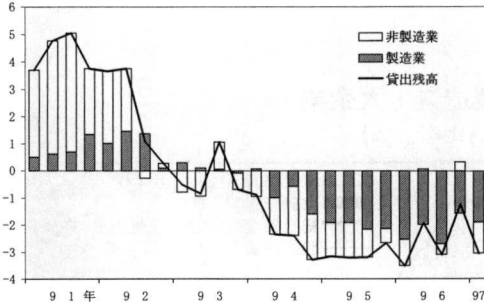
(資料) 日本銀行「経済統計月報」

(図表59)

## 企業部門の借入れ

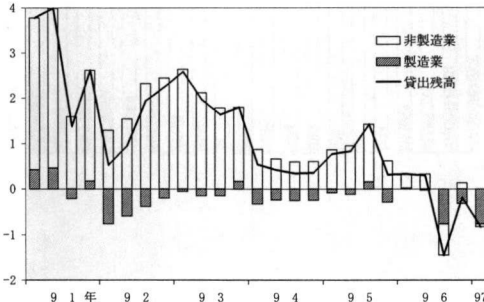
## (1) 大企業（除く金融保険業）

(前年比、寄与度、%)



## (2) 中堅中小企業（除く金融保険業）

(前年比、寄与度、%)



(注) 全国銀行ベース。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」

減速した。この時期の円安の進行は、製造業・大企業の収益押し上げに寄与したが、非製造業・中堅中小企業では、96年度後半以降の公共投資の減少（建設）に加え、円安による交易条件の悪化（卸売）が収益下押しに働いたことから、投資が伸び悩んだと考えられる。

以上のような分析を総合してみると、96年度にマネーサプライや資金調達が伸び悩んだのは、非製造業・中小企業等の「弱い部分」を抱えたまま緩やかに回復している実体経済の動きを反映したものとみなすのが適当であろう。

なお、通貨需要関数（注32）を用いた $M_2 + CD$

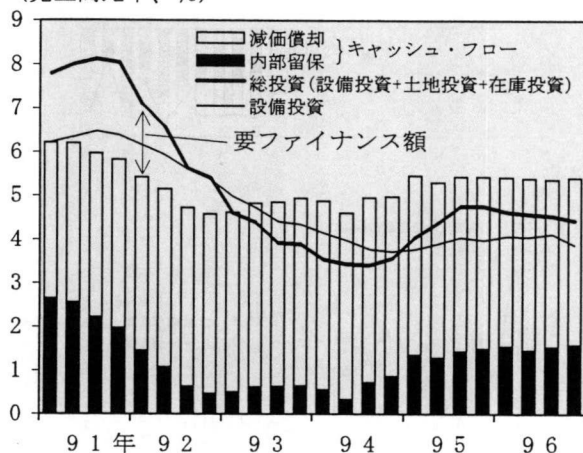
(注32) ここで用いた通貨需要関数は、説明変数として所得要因（実質GDP）、 $M_2 + CD$ 保有の機会費用に加え、資産価格変動の通貨需要への影響を捕捉するための変数（地価、および法個人金融資産残高）を含めたものである。また、関数型としては、 $M_2 + CD$ とGDP・物価の間の長期均衡関係（共和分関係）の存在を明示的に取り入れた「誤差修正モデル」（前期比ベース）を使用した。共和分関係とは、経済変数間に統計的に認められる長期均衡関係のことである。これを直感的に説明すると、ある2つの経済変数間に共和分関係が存在する場合、「両変数をそれぞれ縦軸と横軸にとった散布図に対して直線をあてはめると、プロットされた時系列とその直線との乖離が長期的にみて一定の範囲に収まる」ことを意味する。なお、関数計測に先立って、実質 $M_2 + CD$ と実質GDPの間に、こうした関係が成り立っていることを確認している。この点について、詳しくは、「 $M_2 + CD$ と経済活動の関係について」（本日本銀行月報に別途掲載）を参照。

(図表 60)

## 企業の投資とキャッシュ・フロー

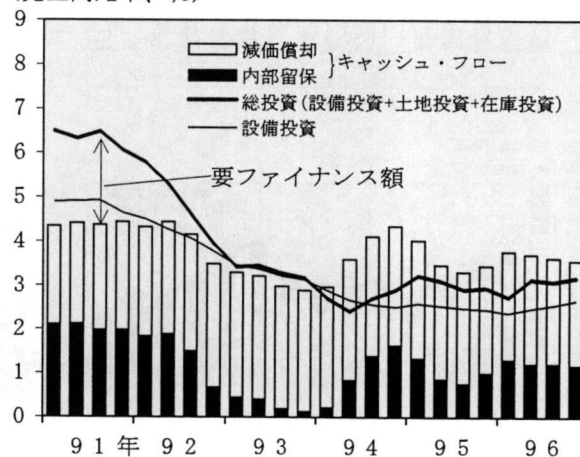
(1) 製造業・大企業

(売上高比率、%)



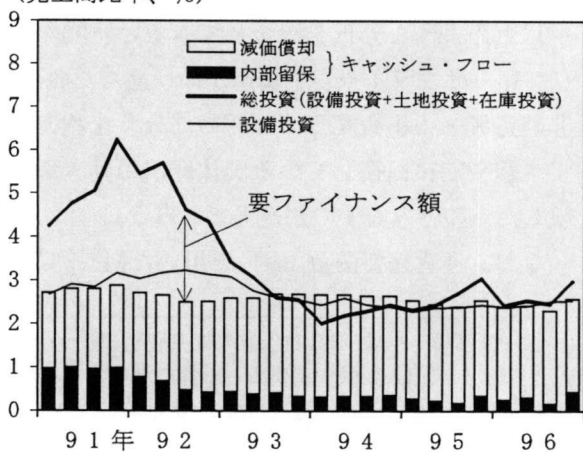
(2) 製造業・中堅中小企業

(売上高比率、%)



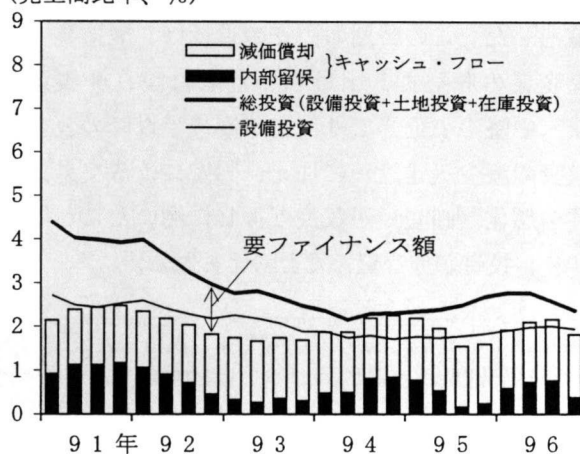
(3) 非製造業・大企業  
(除く不動産・電力・運輸通信)

(売上高比率、%)



(4) 非製造業 (除く不動産) ・中堅中小企業

(売上高比率、%)



(注) グラフ計数は全て季調済、後方3期移動平均。

(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

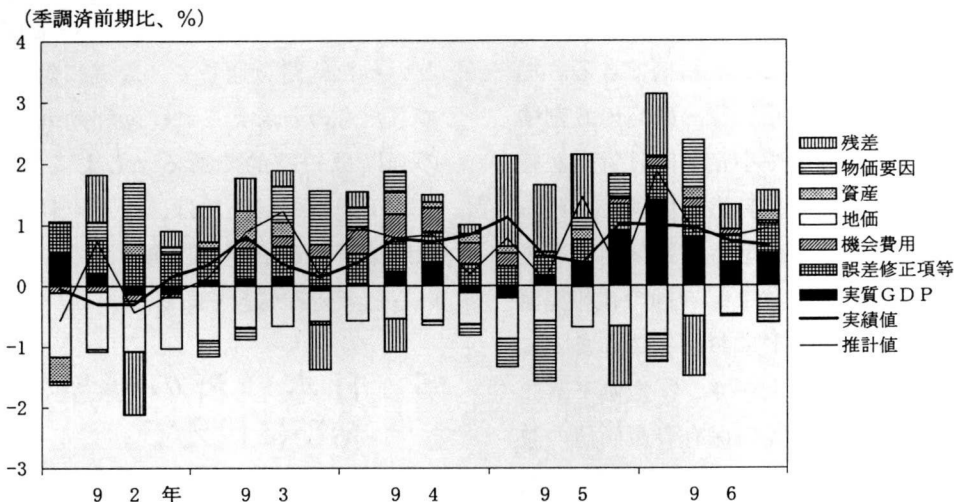


の計測結果をみると（図表61）、96年中を通じて、過去に比べ取り立てて大きな実績と推計値の乖離はみられないほか、乖離が一方向に拡大

してもいない。すなわち、96年中のM<sub>2</sub>+CDの推移は、こうした標準的な通貨需要関数によって比較的よく説明し得るという意味で、金

(図表 6 1)

### 通貨需要関数によるM<sub>2</sub>+CDの伸び率の要因分解



(計測結果)

$$\begin{aligned} \Delta(m-p)_t = & 0.388 * \Delta(m-p)_{t-1} - 0.048 * (m-p-1.53y-0.046SD)_{t-1} + 0.351 * \Delta y_t + 0.179 * \Delta y_{t-1} \\ & (4.3) \quad (-1.7) \quad (3.7) \quad (2.2) \\ & - 0.015 * \Delta R'_t + 0.102 * \Delta(tika/Y)_t + 0.100 * \Delta(W/Y)_t - 0.378 \\ & (-2.5) \quad (3.4) \quad (2.8) \quad (-1.7) \end{aligned}$$

m : M<sub>2</sub>+CD  
 p : GDPデフレーター  
 y : 実質GDP  
 Y : 名目GDP  
 R' : マネー保有の機会費用（各期の機会費用R<sub>t</sub>を以下のような通減ウェイトで加重平均）。  
 $R'_t = 6/21 * R_{t-1} + 5/21 * R_{t-2} + 4/21 * R_{t-3} + 3/21 * R_{t-4} + 2/21 * R_{t-5} + 1/21 * R_{t-6}$   
 tika : 市街地価格指数（6大都市・全用途平均、四半期データに線型補完）  
 W : 法個人の金融資産計（資金循環勘定）  
 m-p-1.53y-0.046SD : 長期均衡関係に基づく誤差修正項  
 SD : 86/1Qからの金融自由化によるシフトダミー

m、p、y、Y、Wは季調済・対数変換、tikaは対数変換  
 △は対数値前期差、( ) 内はt値  
 $R^2 = 0.71$     S.E. = 0.008    Durbin's h = 0.574  
 計測期間 : 68/4Q~96/4Q

- (注) 1. 自己ラグ部分 ( $\Delta(m-p)_{t-1}$ ) の寄与度は、20期まで遡って実質GDP、機会費用等の要因に分解した。  
 2. 誤差修正項がプラスサイドに偏るのは、長期均衡関係として計測されたm-p-1.53y-0.046SD=(定数項)において、(定数項)は負値(-8.00)であるため、誤差修正項全体-0.048\*(m-p-1.53y-0.046SD)<sub>t-1</sub>は正值である一定値(-0.048\*(定数項))のまわりを変動するためである。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」等

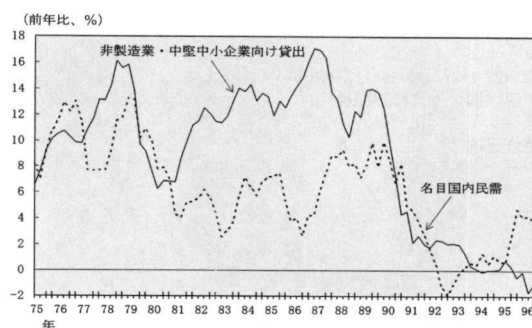
融情勢および実体経済の動きに概ね沿った動き  
ということができよう。

### (過去の金融緩和局面との比較)

最後に、これまで、長期間かつ大幅な金融緩和  
政策が採られてきたにもかかわらず、貸出や  
マネーサプライといった量的金融指標が伸び  
悩んでいる点について、過去の緩和局面との比  
較でみると、次のようなことが指摘できる。従  
来の金融緩和局面では、銀行貸出残高の6割強  
を占める非製造業・中堅中小企業向け貸出が緩  
和初期から逸早く増加し、貸出の増加とこれら  
業種の設備投資の増加とが全体の景気回復を先  
導してきた(図表62)。しかし、今回の緩和局面  
においては、①企業サイドにおけるこれまでに  
ない既往債務残高の積み上がり、②地価下落傾  
向の持続による中小企業等の保有資産価値の減  
少、といった従来みられなかった要因が、非製  
造業・中堅中小企業の借入や設備投資にマイナ  
スの影響を与えているため、こうしたルート

(図表62)

非製造業・中堅中小企業向け貸出と名目国内民需



(注) 1. 非製造業・中堅中小企業向け貸出は5業態計(都銀、長信銀、信託、地  
銀、第2地銀、含む信託勘定)、ユーロ円インパクト・ローンを除く。  
2. 93年第2四半期以降は当座貸越を含む。  
3. 中堅中小企業は資本金10億円未満。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」、経済企画庁「国民所得統計」

通ずる金融緩和効果の浸透が弱められているも  
のと考えられる。

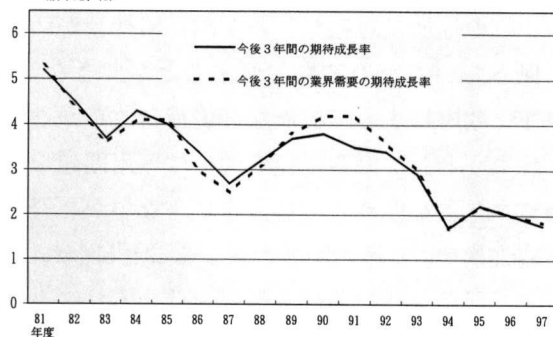
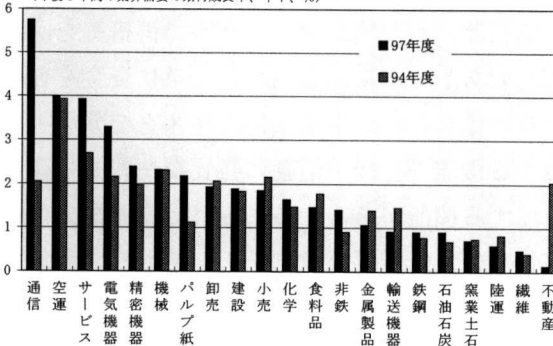
もっとも、金融緩和は、①金融収支の改善を  
通じて、企業収益を下支えし、雇用や設備投資  
などの企業活動に寄与する、②資金調達コスト  
の低下により、設備投資、住宅投資などの需要  
を直接的に喚起する、③資産価格を下支えし、  
企業マインドや消費者マインドを改善させる、  
といった経路を通じて、着実に効果を浸透させ  
てきたものと考えられ、緩和効果がなかったと  
の判断は短絡的である。むしろ、バランス・  
シート問題の解決には、土地流動化など構造的  
な政策対応が重要な課題であることを示唆して  
いると考えるべきである。

## 5. 日本経済の展望と課題： 結びに代えて

わが国経済は、ここ数年、いわゆるバブル経  
済崩壊の後遺症を克服しつつ、新たな時代に適  
合した経済構造を構築するという、困難な課題  
に直面してきた。その間景気は、93年末を底に  
回復過程を辿ったが、各種構造調整圧力が働く  
下で、回復テンポは総じて緩やかなものとど  
まった。とくに95年前半には、急速な円高進展  
等もあり一旦景気は足踏みに陥ったが、強力な  
金融・財政政策の発動もあって、96年入り後は  
再び回復歩調を辿った。さらに、96年度後半に  
かけては、需要、生産、所得の好循環が働き、  
公共投資が減少に転じる中で、民間部門を中心  
に景気回復力の底固さが徐々に増していった。  
このように、自律的な景気回復がみられ始めた  
背景としては、ストック調整の進展等循環要因  
の好転に加え、95年央以降の為替円高修正によ  
る企業収益や純輸出の押し上げ、情報通信や流

(図表63)

## 期待成長率

(1) 期待成長率  
(前年比、%)(2) 業種別の変化 (94年度→97年度)  
(今後3年間の業界需要の期待成長率、年率、%)

(資料) 経済企画庁「企業行動に関するアンケート調査報告書」

通分野を中心とする各種規制緩和の効果、さらには、これまで景気回復を抑制してきた構造調整圧力の面でも、長年にわたる企業のリストラ努力等から調整がそれなりに進み、景気に対する負荷がようやく減少してきたことが挙げられる。こうした状況の下で当面は、消費税率引き上げ前の駆け込み需要の反動等から、回復テンポが一時的に鈍化するとしても、景気回復そのものは持続していく蓋然性が高くなっていると考えられる。

もっとも、長期にわたる景気回復が続いているにもかかわらず、民間経済主体において将来の成長展望に対するコンフィデンスが必ずしも十分に高まっているとは言えないのも事実である。経済企画庁の「企業行動に関するアンケート調査報告書」によれば(図表63上)、企業の抱く期待成長率は最近に至るまで幾分低下気味であり、また昨年秋以降の株価や長期金利の動きに窺われるように、金融市場の先行きに対する見方も総じてなお慎重である。これには、景気回復テンポが長期にわたり緩やかなものにとどまっている結果として成長期待が下振れしているという面もあるが、基本的には、景気回復を緩やかなものに行っている構造調整そのものを巡る経済主体の不透明感が根強く影響しているものと考えられる。もとより、各種の構造調整圧力が働いている下では、産業間、企業間での成長率格差が拡大したり、雇用のミスマッチが発生する結果、一律に期待成長率が高まることは期待し難い。しかし、長い眼でみると、比較優位の原則に沿った新たな産業構造が形成されていけば、一層効率的な資源配分が実現される結果、全体の成長率は押し上げられるはずである。したがって、今後構造調整の道筋がより明

らかになっていく過程では、調整圧力が全面的に解消しなくても民間経済主体のコンフィデンスは徐々に回復に向かうものと考えられる。こうした観点から、今後のわが国経済の持続的成長を展望する上でとくに重要と思われるポイントとして、以下の3点を指摘しておきたい。

まず第一は、実効ある経済構造改革の必要性である。移動体通信分野において既に具体的な成果が表れているように、経済規制の緩和・撤廃は、新規需要の創出、潜在需要の掘り起こしを通じて、経済主体の期待成長率を高めること

に寄与する（注33）。また、規制緩和を含む実効ある経済構造改革は、わが国を取り巻く中長期的な経済環境の変化、すなわちグローバルな競争圧力の高まりやわが国人口構成における高齢化の一段の進展に対応し、わが国経済社会が活力を保っていくためにも欠かすことができない。現在、政府によって様々な経済構造改革が進められようとしている。短期的には雇用問題など調整コストを伴うことは否定できないが、経済構造改革を巡る不透明感が強まることになれば、一方で経済主体の期待成長率を低めるリスクがある。したがって、長期的視点に立って、着実に推進されていくことが期待される。

第二は、わが国金融システムの再構築を図ることである。本来、金融には、単に資金を仲介するだけでなく、事業に伴うリスクを分散・転換する機能や、経済活動に必要な情報を生産・分配する機能がある。これらは、資源配分の効率化を支える重要な役割を担っており、わが国が新たな時代に適合した経済構造を構築していく上で、金融の果たすべき役割は大きい。96年度においては、住専問題の処理が進捗したほか、預金保険機構の機能拡大や整理回収銀行の整備等破綻処理の新たな枠組み作りなどが進められ、

この面で着実な進展がみられているが、今後とも金融システムの安定化に向けた努力が欠かせない。また、最近の金融の技術革新や情報通信の発達を背景に、金融面でもグローバルな競争圧力が高まっている。したがって、一刻も早く国内の金融システムに対する内外の信認の回復を図ることと合わせ、「日本版ビッグバン」に沿って、諸規制の緩和、競争促進、そのためのインフラ整備等を同時に進めていくことが必要である（注34）。

第三に、バランス・シート問題への対応である。民間経済主体のコンフィデンスがなかなか強まっていけない背景としては、やはりバブル崩壊の後遺症ともいえるべきバランス・シート問題を巡る不透明感が与えている影響を無視することはできない。この点については、商業地の一部で需給改善の動きがみられるようになった現在、不動産や不動産担保付き債権の流動化や、不動産の収益性に着目したプロジェクト・ファイナンスの手法の活用といった諸工夫、あるいは、これらのための制度的な環境整備を進めることによって、調整圧力をさらに減じることが可能な環境に入りつつあると考えられる。

（注33）経済企画庁の「企業行動に関するアンケート調査報告書」（97年）によれば、ビジネスチャンスの拡大等を理由にはほぼ100%に近い企業が日本経済全体にとって規制緩和が必要と答えており、とくに運輸・物流、金融・保険、情報・通信といった分野での一層の規制緩和を期待している。因みに、同アンケート調査の中での中期的な業界需要の期待成長率を94年度と97年度で比較してみると（前掲図表63下）、全体の平均は2%弱で変わらないものの、97年度の場合業種のバラツキが拡大し、とくに情報化と規制緩和によって需要が拡大している通信の場合、平均の3倍近い期待成長率となっている。

（注34）近年の社債発行を巡る規制緩和を受けて、大企業を中心に資本市場調達が増える傾向にあるが、中小企業の資金アベイラビリティの面からは、直接金融と間接金融が完全に代替的とは言えない。資金調達主体と資金提供主体の間のいわゆる情報の非対称性を前提とすると、ファイナンスの事前審査や事後の監視等のコスト軽減における金融機関の果たすべき役割は大きい。

## 【BOX 1】

## 「修正消費性向」の考え方

SNA統計では、家計が実際に受け払いすることがないもの（例えば、帰属家賃）についても、可処分所得や家計消費支出に計上される等の扱いがされている。このため、SNA統計でみた可処分所得のうち消費支出にまわす割合、すなわち消費性向（注1）は、家計の消費意欲そのものを表している訳ではない。また、高齢化の進展による社会保障負担の増加に伴って消費性向は上昇する傾向がある。このため、消費性向は、景気に対して循環的に変動するというより、長期的に上昇トレンドを辿ってきた（前掲図表27上）。もとより、社会会計上SNAは整合的な体系となっており、マクロの貯蓄・投資バランスなどを考える場合、SNA上の消費性向を用いる必要があるが、他方で、消費性向がバブル崩壊後もバブル期のピーク時並みの高い水準を維持しているというのは、消費者の「実感」と一致しないのも事実であろう。

そこで、こうした実態とのズレ、上方トレンドや四半期の著しい振れをもたらし要因の幾つかを除去し、できる限り景気の循環要因で変動する部分を抽出するために、以下のような調整を試みた。

- ① SNA統計では、家計が持家から受ける便益については、持家世帯が消費者である自己に対して住宅賃貸サービスを提供すると擬制している。したがって、持家世帯については、住宅サービスが消費として計上される（帰属家賃）一方で、その賃貸サービスの対価（持家の営業余剰）が所得に含まれる計算となっている。しかし、これらは持家世帯が日常、所得とも支出とも認識しない部分と考えられるので、それぞれ可処分所得、家計最終消費支出より控除する。
- ② 医療保健支出のうち、そのほとんどを占める医療保険からの給付分については、統計上は一旦、社会保障給付の一部として家計の所得となり、家計が自己負担分と保険給付分を合わせて全額を医療機関等に支払う扱いとなっている。しかし現実には、家計は保険給付分を所得とも支出とも意識していないと思われるので、可処分所得、家計最終消費支出のそれぞれから両建てで医療保険給付分（注2）を減算する。
- ③ また、高齢化の進展は、一般的に消費性向が高いとされる高齢人口比率の上昇を通じてSNA統計上の消費性向に上方トレンドをもたらしingと考えられる（注3）。そこで、ここでは高齢化による上方トレンドを除去する便法として可処分所得に社会保障負担を加算する。

以上のような調整を施したものがここでの「修正消費性向」（＝（家計最終消費支出－帰属家賃－医療保健支出×保険給付率）／（可処分所得－持家営業余剰－医療保健支出×保険給付率＋社会保障負担））であるが、この概念を用いると70年代初頭からの消費性向の上昇トレンドはかなりの程度解消し、バブル崩壊後、消費意欲が後退している姿となる（注4）。また、雇用関連指標との関係をみると（前掲図表27下）、雇用情勢の動きと一致、ないし若干これに先行する形で循環的に変動してきたことが分かる。

（注1）消費性向＝家計最終消費支出／可処分所得＝1－貯蓄／可処分所得

（注2）医療保健支出の保険給付と自己負担の割合は、厚生省「国民医療費」の自己負担率を利用。

（注3）可処分所得は雇用者所得から社会保障負担を控除した後のものである（このため、当然、社会保障負担は消費支出にも貯蓄にも含まれない）。したがって、高齢化に伴う社会保障負担の増加は、可処分所得の減少を通じて消費性向の上昇トレンドを描く。

（注4）SNA統計の可処分所得、帰属家賃等は年度確報まで公表されないため、96/2Q以降の消費性向、ならびに修正消費性向は日本銀行調査統計局推計による。



## 【BOX 2】

### マンデル＝フレミング効果の検証

マンデル＝フレミング・モデルとは、IS-LMモデルを国際資本移動と為替変動を考慮した開放体系に拡張したものであり、現在の国際マクロ経済学における標準的な理論の一つとなっている（基本的な考え方は、Mundell [1968]、Fleming [1962] 等を参照（注5））。ここでは、このモデルを用いて、開放経済において財政・金融政策がどのような効果を持つかを理論的に整理してみよう。まず、財政政策について、例えば財政拡張政策をとった場合を考えると、有効需要の増加によって産出量が増加するが、これは通貨需要の増大をもたらすため、金利に上昇圧力がかかる。金利の上昇が、①設備投資などの減退をもたらすこと（いわゆるクラウディング・アウト）は閉鎖経済の場合と同じだが、②開放経済においては、自国通貨が増価するため、純輸出も減少することとなる。このため、開放経済における財政政策は、金利の上昇と自国通貨高を通じて、民間需要（投資）と純輸出の両者によって、その効果を部分的に相殺される。この程度が、投資や為替レートの金利感応度に依存することは言うまでもない。

次に、金融政策の場合を考えてみると、金融緩和が行われた場合、当然金利は低下するが、その程度は、閉鎖経済の場合と比べ、海外へ資金が流出することによって（とくに長期金利に関して）抑制される。したがって、①金融緩和が民間需要（設備投資など）に及ぼす影響は部分的に相殺されるが、②金利低下は自国通貨安に繋がるため、純輸出は増加し、この面は金融緩和政策の効果を強化する方向に働く。この程度が貨幣需要や為替レートの金利感応度に依存することは、財政政策の場合と同様であるが、ここでのポイントは、為替レートと純輸出の反応が、拡張的財政政策と拡張的金融政策において非対称的になることである。

以下では、90年代前半の拡張的財政政策について、マンデル＝フレミング効果が観察されたかを検証してみる。景気対策が集中的に打ち出されたのは、①92年初～94年前半と②95年後半～96年前半であったが、この時期の実質GDPと為替レートの動きに注目すると（BOX 2の図表1）、①の時期には、為替円高が進行するとともに、民間需要も減退しており、クラウディング・アウトが生じているかのようにみえる。また②の時期には、純輸出の減少が政府支出の増加を相殺するように動いており、マンデル＝フレミング効果が働いていたようにみえる。

しかしながら、詳細にみると（BOX 2の図表1、後掲図表2）、①の時期については、為替は円高に動いているが、金利は概ね落ち着いた動きをしており、財政拡張が金利上昇を通じて円高に繋がる姿にはなっていない。民間需要の減退も、財政によるクラウディング・アウトによるものというより、バブル崩壊後の景気調整圧力が強く働いていたと考える方が自然であろう。②の時期についても、為替相場は既に円安方向に転じており、純輸出の減少はこれに先立つ大幅な円高がタイム・ラグをもって表れたものである。さらに、長期金利が総じて安定的に推移する中で、民間需要の伸びはむしろ高まってきており、クラウディング・アウトは観察されない。また、この時期が金融緩和期にあったことも、マンデル＝フレミング効果が顕在しにくかったひとつの原因であろう。財政拡張により長期金利が上昇する力を、金融緩和による短期金利低下がある程度相殺したと考えられる。

このように、実際の経済においては、様々な要因が複雑に絡み合っているため、マンデル＝フレミング効果が常に予期されるように顕在化するわけではない（注6）。

（注5） Mundell-Flemingのオリジナルな定式では、①資本移動に関して、国際資本移動が完全（自国金利＝海外金利）という特殊な仮定をおり、かつ②小国の仮定（海外金利は自国の政策の影響を受けない）を用いている。前者はその後、Branson [1977] らにより、標準的な為替決定理論との統合が図られており、以下でマンデル＝フレミング・モデルと呼ぶのは、この拡張されたバージョンである。

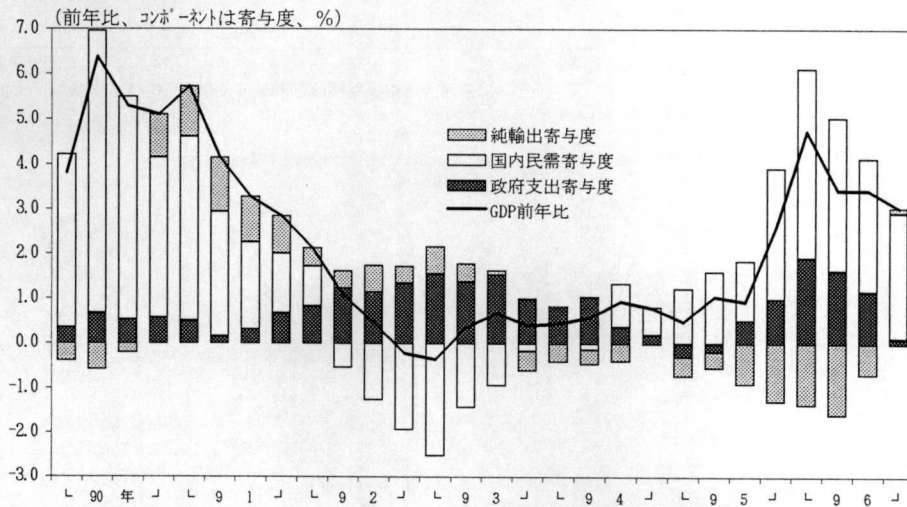
（注6） 次のように、マンデル＝フレミング効果が成立しないケースに関する理論もある。財政再建を行う場合、通常のロジックでは金利低下を通じて自国通貨安となるが、政府のデフォルト・リスクが低下し、国債等の政府債務への需要が増加する結果、あるいは、金利低下を通じた対外債務利払い負担の軽減により経常収支が改善する結果（特に大幅な債務超過国の場合）、自国通貨高になる可能性がある。



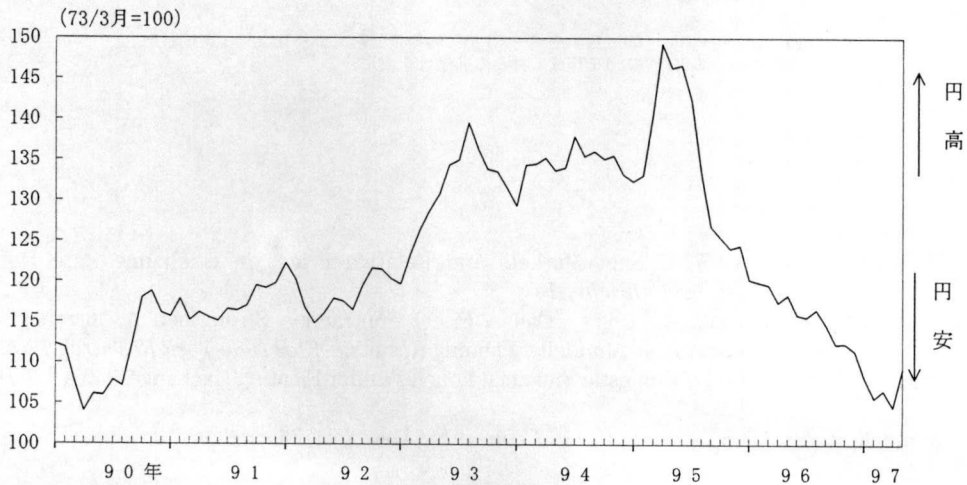
(BOX 2の図表1)

## 実質GDPと為替レート

### (1) 実質GDPの推移



### (2) 円の実質実効レート

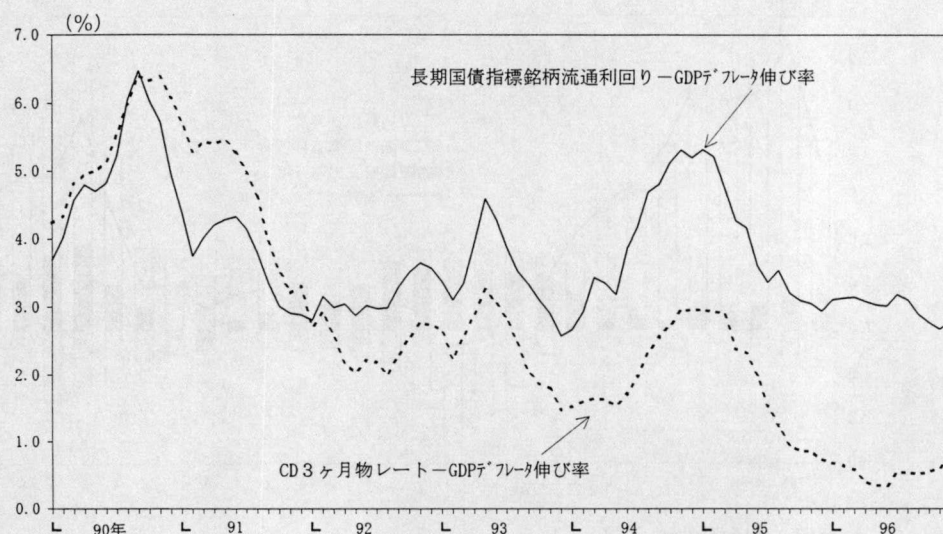


(注) 日本銀行調査統計局試算値。なお、試算に当たり為替レートは月中平均値を使用し、直近は5月23日までの平均値を使用した。算出の際に使用した各国の物価指数のうち実績値のない部分については、直近実績値横道いとした。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」、IMF "International Financial Statistics", "Direction of Trade Statistics Quarterly"等

(BOX 2 の図表 2)

## 長短金利(インフレ率調整後)の推移



(注) GDPデフレート伸び率は、GDP(四半期ベース)を平均等差分割により月次データ化した上で月次ベースのGDPデフレートを作成し、その前年比を使用。

### (参考文献)

- Branson, W. H. [1977] "Asset Markets and Relative Prices in Exchange Rate Determination," *Sozialwissenschaftliche*, 1
- Cantor, R. and Driskill, R [1996] "Can A Fiscal Contraction Strengthen A Currency? Some Doubts about Conventional Mundell=Fleming Results," *FRB New York Research Paper No.9629*
- Fleming, J. M. [1962] "Domestic Financial Policies under Floating Exchange Rates," *IMF Staff Papers* 9
- Mundell, R. A [1968] *International Economics*, New York: Macmillan

## 【BOX 3】

## 世界的なディスインフレ傾向について

90年代入り後の世界経済の特徴の一つとして、世界的なディスインフレ現象が挙げられる。実際、日、米、EUなど主要国の消費者物価上昇率をみると（後掲BOX 3の図表1上）、いずれも80年代以降傾向的な低下がみられ、世界的にインフレ（ないしスタグフレーション）が問題となった70年代と比較すると、顕著な違いが窺われるが、このような現象をもたらした要因としては、以下の4点が指摘できる。

第1に、アジア諸国を中心とした供給力の拡大である。80年代以降、アジア諸国は、市場経済化や貿易・投資の自由化に積極的に取り組む一方、海外、中でも日本からの直接投資が大幅に増加したことから、工業化が一段と進展した。このことは世界的にみて、相対的に労働集約度の高い財を中心に、安価な財の供給力が拡大したことを意味する。事実、最近のアジアからの日、米、EU向けの年平均輸出額は（後掲BOX 3の図表2上）、80年代後半と比べて2～3倍となっており、日本、米国、EU間の輸出額の増加に比べかなり大きい（注7）。主要先進国の輸入ペネトレーション比率（後掲BOX 3の図表2下）の高まりの背後には、こうしたアジア諸国からの財の供給増加があるものとみられ、これは輸入国にとって国内製品に対する価格下落圧力として作用したものと考えられる。

第2に、こうした価格下落圧力の下で、先進各国の企業が労働コストを中心とするコスト削減に注力した結果、賃金上昇率が抑制され、これが各国の物価上昇率の低位安定に寄与したと考えられる。この間の事情を、米国、EU（特に大陸諸国）についてやや詳しくみると（後掲BOX 3の図表1下）、まず米国では、通信・情報技術の急速な発達、企業による労働投入の削減を可能とし、ひいては、労働者サイドに雇用への不安（job insecurity）を喚起したことが、91年以降の長期にわたる景気拡大に伴い失業率が着実に低下する中にあって、賃金上昇率が比較的緩やかなものにとどまったことの背景の一つとみられる。一方、EU諸国（主に大陸諸国）では、もともと、景気回復の足取りが緩慢であるため失業率が高止まり、賃金上昇率も緩やかなものになっているが、東欧諸国を含めたグローバルな競争圧力の高まり（注8）が失業率そのものに影響している面もあろう。

第3は各国の経済政策の効果である。すなわち、90年代入り後、インフレーション・ターゲティングを採用するなど、インフレ抑制へのコミットメントを高める動きが一部の国でみられている。財政政策についても、米国では財政赤字削減のため、EU諸国でもEMUへの参加条件（コンバージェンス・クライテリア）達成のため、ともに抑制気味で運営されてきており、こうした各国の慎重なマクロ経済政策運営もインフレ率の落ち着きに繋がっていると考えられる（注9）。

第4に原燃料価格の安定的な推移が挙げられる。すなわち、一次産品の価格を示す国際商品市況をみると、近年は原油価格の安定的推移を主因にほぼ横這いで推移しており、これも各国の物価上昇率を低位安定させる要因の一つであったと考えられる。

以上のような要因によって、これまでのところグローバルなディスインフレ現象が生じているが、「こうした物価安定材料は一時的なもので、いつ剥落しないともかぎらない」（グリーンズパンFRB議長）の議会証言（97年2月）といった見解に代表されるように、米国では賃金上昇テンポが幾分高まりをみせ、これがインフレ圧力の上昇に繋がるのではないかと警戒感が出てきている。

（注7）反面、アジア諸国の急成長は、主要国にとって需要拡大にも繋がる筋合いにある。事実、日、米、EUからアジア向けの輸出額（アジアの輸入額）もアジアから先進国向けの輸出と同程度の増加テンポとなっており、先進国とアジア諸国との水平分業度合が高まりつつあることを示唆している。

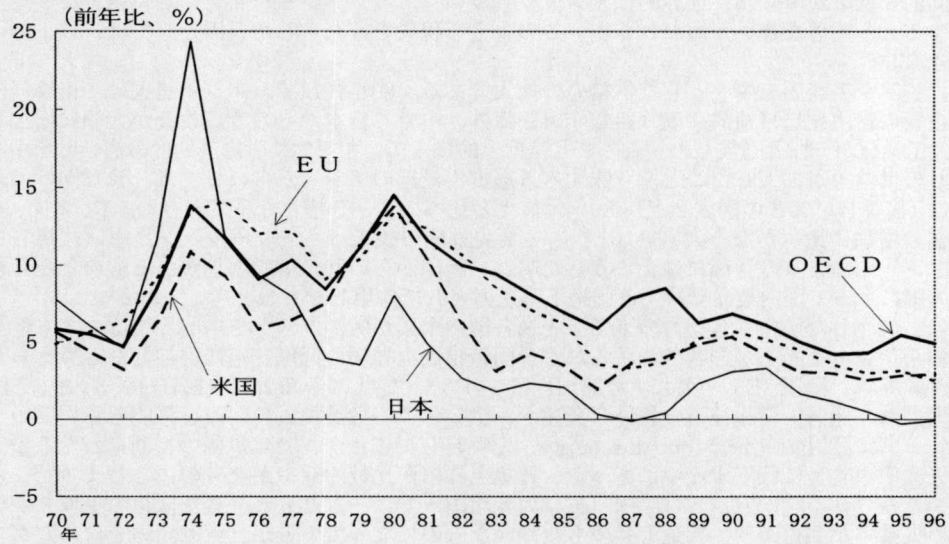
（注8）旧ソ連、東欧諸国からのEU向け輸出は、アジア諸国ほど劇的に増加しているわけではないが、旧西欧先進国の輸入に占める同地域の割合は着実に増加している。

（注9）なお、上記第1のポイントを強調して、最近「グローバルな供給圧力が高まっている以上、物価は構造的に上がりにくくなっている」との議論が聞かれることもあるが、物価安定はあくまで適切なマクロ政策運営を前提としたものである点に注意する必要がある。実際、グローバルな物価は安定していても、例えば一國で過度に刺激的な金融政策運営が行われれば、その国の通貨の減価を通じて輸入物価が上昇するため、グローバルな物価安定自体が全ての国でのディスインフレを保証するものではない。

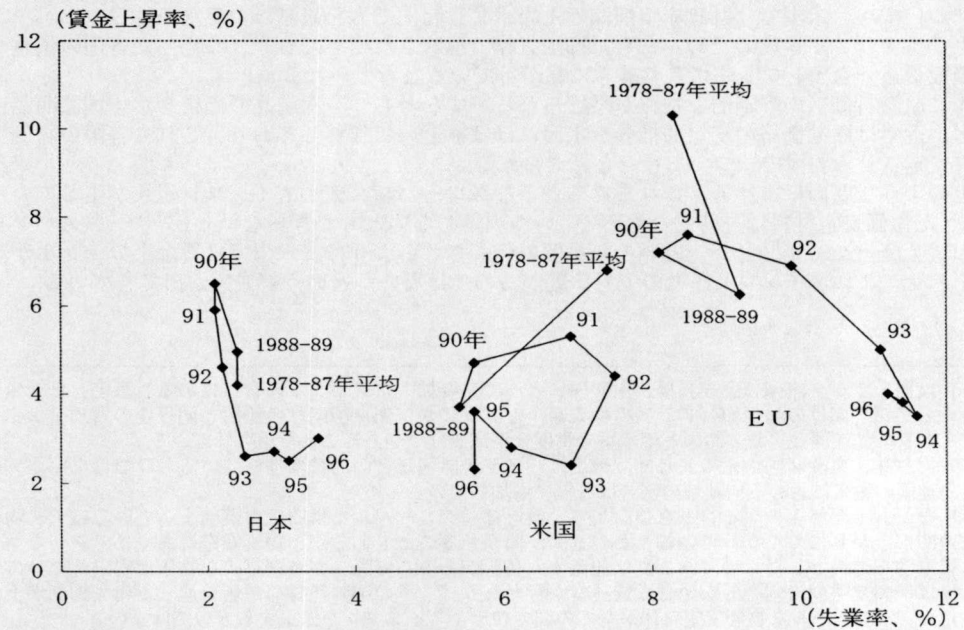
(BOX 3 の図表 1)

## 主要国の物価動向

### (1) 消費者物価の推移



### (2) 失業率と賃金上昇率



(資料) OECD "Economic Outlook", IMF "World Economic Outlook"



(BOX 3の図表2)

## 世界貿易

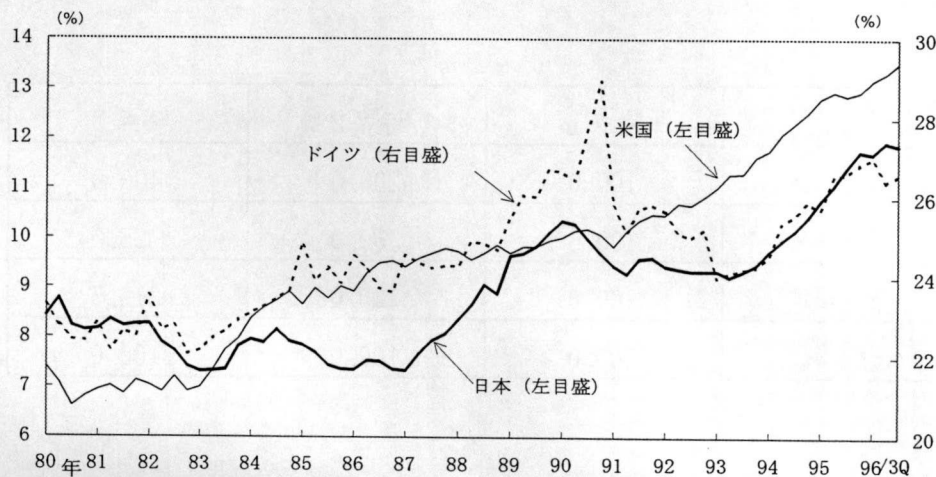
(1) 日本・米国・EU・アジア4地域間の輸出入額 (1994～95年平均)

(十億ドル)

		輸 出 先			
		日本	米国	EU	アジア
輸 入 主 体	日本		120 (42.9)	66 (61.0)	176 (2.8倍)
	米国	69 (91.7)		116 (70.6)	104 (2.6倍)
	EU	44 (2.2倍)	130 (44.4)		124 (2.9倍)
	アジア	111 (2.3倍)	177 (2.2倍)	132 (2.7倍)	

- (注) 1. ( ) 内は1985～90年の平均輸出入額からの増減率。  
 2. アジアはNIEs、ASEAN、中国のほか、南アジアを含む32か国ベース（日本を除く）。  
 3. IMF "Direction of Trade Statistics"による。なお、統計の計上方法の相違により、A国のB国への輸出入額（A国側の統計）とB国のA国からの輸出入額は一致しない。本表では、「日本－米国」、「日本－EU」、「日本－アジア」については日本側、「米国－EU」、「米国－アジア」については米国側、「EU－アジア」についてはEU側の統計を各々利用した。

(2) 輸入ペネトレーション比率



(注) 輸入ペネトレーション比率 = 実質輸入 / (実質GDP - 実質輸出 + 実質輸入)

(資料) 日本銀行「国際比較統計」、経済企画庁「国民所得統計」、  
 U.S. Department of Commerce "National Income and Product Accounts"  
 Deutsche Bundesbank "Saisonbereinigte Wirtschaftszahlen"

(参考文献)

Bank for International Settlements [1996] 66th Annual Report

## 【BOX 4】

### 物価指数のバイアスについて

米国では、96年末に、「消費者物価指数に上方バイアスがあるため、同指数にリンクしている社会保障給付金の過大支出、および所得税の税率区分の調整に伴う過小税収を招き、これが財政収支の悪化の一因となっている」旨の議会報告（ボスキン・レポート）がなされるなど、物価指数のバイアスについての議論が高まりをみせている。また、最近、米国労働省では、消費者物価指数について幾何平均法により試算した計数を参考指標として公表するなど、バイアス解消に向けた具体的な動きもみられ始めている。そこで、以下では物価指数を巡る主なバイアスについて整理することとする。

#### 1. 指数算式によるバイアス

物価指数の作成においては、膨大な調査価格から全体の指数を作成する過程で、何らかの平均法を使う必要がある。わが国の消費者物価指数と卸売物価指数では、基準時点で固定したウェイトによる加重算術平均法（いわゆるラスパイレス算式）を採用しているが、この平均法を用いた場合には、以下のようなバイアスが生じると考えられる。

##### (1) 平均法によるバイアス

算術平均法は、指数水準が相対的に高い（低い）品目の価格が過大（過小）に評価される性質を持つ。例えば、下表のようにウェイトの等しい商品A、Bがあるとする。商品Aが時点1から3にかけて時点毎に2倍ずつ上昇し、商品Bが同じ期間において2分の1ずつ下落するとした場合、算術平均法では時点2で125.0、時点3で212.5と、指数水準の高い品目Aの動きを大きく反映したかたちになってしまう。

こうした指数水準の相違による偏った影響を解消する方法としては、幾何平均法（注10）がよく知られており、因みに下表の例について計算すると、時点2、3とも両品目の動きを等しく評価する結果、横這いとなる。

	時点1	時点2	時点3
品目A	100.0	200.0	400.0
品目B	100.0	50.0	25.0
算術平均	100.0	125.0	212.5
幾何平均	100.0	100.0	100.0

（注10）算術平均法と幾何平均法の算式は以下のとおり。

$$\text{算術平均法：} P = \frac{\sum \frac{P_1}{P_0} W_0}{\sum W_0}, \quad \text{幾何平均法：} P = \prod \left( \frac{P_1}{P_0} \right)^{W_0}$$

（ $P_0$ ：基準時価格、 $P_1$ ：比較時価格、 $W_0$ ：基準時ウェイト）



## (2) 代替効果によるバイアス

現行の消費者物価指数や卸売物価指数が採用している加重算術平均法は、品目を加重するためのウェイトが基準年で固定されているため、商品間の需要シフト、具体的には相対的に割高な商品から割安な商品へのシフト、等が指数に反映されず、バイアスが発生する。

こうした点を、肉と魚の例でみると、一般的に両者は代替的な関係にあると考えられるため、肉の価格が上昇すれば、消費者は肉の購入量を減らし相対的に価格の安い魚の購入量を増加させる。しかしながら、肉と魚のウェイトは基準時点で固定されており、肉の購入量が減少しても、指数算式に用いる肉のウェイトは低下しないため、肉の価格上昇を過大に評価し、上方バイアスが生じることとなる。

## 2. 品質変化に伴うバイアス

物価指数では、ユーザーの効用が一定のもとでの価格変化を捉えることが求められるため、品質、取引条件等を一定に保ち得る商品の価格を継続的にトレースしている。この理由は、商品が高級化したことに伴う価格の上昇を物価指数の上昇として反映させてしまうと、ユーザーの利便性向上がインフレーションとして捉えられてしまうことになるからである。

このため、物価指数では、ある商品が市場における代表性を失い、新商品と入れ替えられる際には、新・旧両商品の品質を比較し、例えば新商品の品質が旧商品より向上しているにもかかわらず価格が据置きとなっている場合には、その品質向上分を実質的な値下げとみなし、指数上は値下げ対応すべきということになる。

しかしながら、技術革新のテンポが速い分野などでは品質の変化が著しいため、こうした品質向上分の調整が容易ではなく、しばしばバイアス発生の原因となっている。

わが国の卸売物価指数においては、コスト評価法のほか、ヘドニック・アプローチ（対象は現在、コンピュータ関連のみ）（注11）を用いて、肌理細かく品質調整を実施し、こうした品質変化に伴うバイアスを除去するよう努めている。

## 3. サンプル・バイアス

新製品の投入やディスカウント・ストアの利用増等、商品や流通形態の変化に価格調査が対応し切れていない場合、バイアスが発生する。すなわち、技術革新のテンポが速くプロダクト・サイクルの短い製品は、品質調整や継続的な価格調査が極めて困難なため、これらの新製品の物価指数への取り込みは遅れがちとなる。また、ディスカウント・ストアやロード・サイド店に消費がシフトした場合、販売形態の変遷に合わせて頻繁に調査先の入れ替えを行わなければ、やはりバイアスが発生することになる。

## (参考文献)

白塚重典 [1995] 「消費者物価指数と計測誤差—その問題点と改善に向けての方策—」、  
『金融研究』第14巻第2号、日本銀行金融研究所

総務庁 [1996] 「平成7年基準消費者物価指数の解説」

日本銀行物価研究会 [1992] 「物価の知識」 日本経済新聞社

（注11）コスト評価法、ヘドニック・アプローチとは、それぞれ次のような品質調整法である。

①コスト評価法：「品質等の変更によしたコスト差が品質差等に対応する価格差である」との前提に立ち、品質差等に起因する価格差を特定する方法で、具体的には、価格調査先から聴取した品質変更によしたコストを新銘柄の表面価格から控除したうえで、実質的な価格騰落を判定する手法である。

②ヘドニック・アプローチ：商品の諸特性（例えば、処理速度、記憶容量等）の変化が製品価格に与える影響を、回帰方程式\*を用いて定量的に把握する方法。新銘柄の推計上の製品価格と実際の調査価格（表面価格）とを比較して、その差を実質的な価格騰落分とする。同アプローチは主として電子計算機のように技術革新のテンポが速く、基礎研究に要した費用までを考えると、品質向上のためのコストを正確に把握することが困難な商品について利用されることが多い。

\* ヘドニック方程式と呼ばれており、具体的な算式は以下のとおり。

$$\ln P = \text{定数} + \sum a_i \cdot \ln Z_i + \text{誤差}$$

（P：商品価格、 $a_i$ ：パラメータ、 $Z_i$ ：商品の特性を表す指標）

## 【BOX 5】

### 日経平均株価オプションの時価情報を利用した 市場参加者の株価予想の分析

オプションの時価情報から株価の予想確率分布を導出する手法やその理論的な背景は小田・吉羽 [1997] に詳しいが、ここでは、要点のみを簡単に解説しておく。

#### 1. 基本的な考え方

理論的には、オプションの価格 (C) は、例えばコールでは、プレーン・コール・オプション購入の損益 (R) について、裁定のインセンティブが働かないように、即ち R の期待値が 0 となるように定まると考えられる。

C は R の期待値が 0 となるように定まる

一方、プレーン・コール・オプション購入の損益 (R) とは、原資産市場価格 (S)、権利行使価格 (K)、コール・オプションの価格 (C) から、例えば次のケースが生じる各々の確率 (X) をそれぞれのケースが生じた場合の損益に乘じ、合算して計算するものである。

$S \geq K$  の場合 → 権利行使して  $R = S - K - C$  の利益をあげる

$S < K$  の場合 → 権利行使せず  $R = -C$  の損失を被る

R は S、K、C、X で示されるが、その R の期待値が 0 となるように C が定まるとすれば、C は S、X、K の関係式で表せる。すなわち、オプションの理論価格は、満期時点において成立すると予想される原資産市場価格とその確率、およびそのオプションの権利行使価格によって示すことができる。

C は S、X、K の関係式で表せる

反対に、市場で観察されるオプション・プレミアムが上記の理論価格に等しいとし、満期時点において成立する可能性がある原資産価格がすべて判明しているとすれば、オプション・プレミアムと権利行使価格から、満期時点において成立する可能性がある原資産価格すべてに対応する確率を計算し、その確率分布を描くことができることとなる。

X は C、K、S の関係式で表せる

次に、上記の関係式を念頭において、やや具体的に市場参加者 (注12) の持つ将来の予想株価とオプション価格、権利行使価格等の関係をみる。コール・オプションにおいて将来の原資産価格 (S) が権利行使価格 (K) を上回る確率、言い換えると将来権利行使する確率 ( $S \geq K$  となる確率) は、K の水準に依存する (例えば、コール・オプションでは、K が遥かに高い価格に設定されるほど、権利行使される確率は低くなっていく)。さらに、この確率の高低によってオプションの価格 (C) も変化する関係に着目すれば、K と C の関係から  $S \geq K$  となる確率を示すことが可能となる。具体的には K が極僅かに上昇した場合におけるコール・オプションの価格 (C) の変化幅と、将来権利行使する確率 ( $S \geq K$  となる確率) との関係式を導く。この場合、権利行使価格が  $K - 1$  円、K 円と上昇する分に応じた、 $S \geq K - 1$  となる確率と  $S \geq K$  となる確率とを計算すれば、「 $S \geq K - 1$  となる確率」と「 $S \geq K$  となる確率」との差分から「 $K > S \geq K - 1$ 」となる確率、すなわち市場参加者の持つ「将来株価が  $K - 1$  円以上 K 円未満となる予想確率」が計算できることとなる (後掲 BOX 5 の図表 1)。

#### 2. 日経平均株価オプションへの適用

これを、数多くの権利行使価格 (K) とコール・プレミアム (C) について計算できればよいが、実際には、日経平均株価オプションでも、権利行使価格が 1 円刻みで存在しているわけではなく、500 円毎の限られた数の権利行使価格しか設定されていない。そこで、本分析においては、上記の考え方によって計算されたただか 3 ～ 5 個の将来 (オプション満期時点) の予想株価 (500 円刻み)

(注12) ここでは市場参加者がリスク中立的であると仮定してオプション価格を計算するリスク中立的評価方法をとっている。

の間を適宜補って、市場参加者の持つ予想株価分布を表現させている。このため確率がマイナスにならないような条件の下（注13）で、3～5個の点の間を通る関数（具体的には5次自然スプライン関数に観測された3～5個の点のデータを代入して特定した）を想定している。

### 3. 確率分布の見方

以上の計算方法によって示される確率分布の見方は、次の3点がポイントとなる（後掲BOX 5の図表2）。

#### ①最近の株価水準と予想株価分布の中心および「山」の位置

最近の株価水準と比較した、予想株価分布の中心的な水準や満期時点で最も確率が高いと予想される株価水準の高低（市場では先安感が優勢か、先高感が優勢か）が評価できる。

#### ②分布の「山」の「高さ」

満期時点で最も確率が高いと予想される株価水準に関する予想の集中度合い（市場の先行き見通しが特定水準に集中しているのか、不透明感が濃厚なのか）が評価できる。

#### ③分布全体の形状

満期時点の株価予想の散らばり具合が評価できる（裾野が「山」の株安側で厚みがあり、長く尾を引いていれば、予想される株価の中心的な水準からみて下落警戒型となる）。

#### （参考文献）

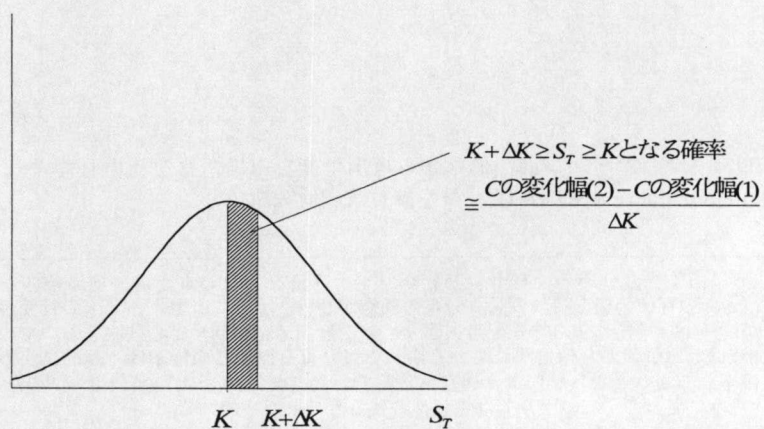
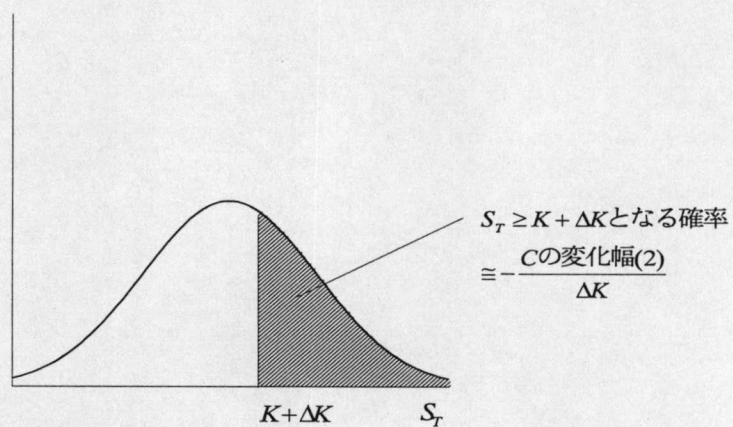
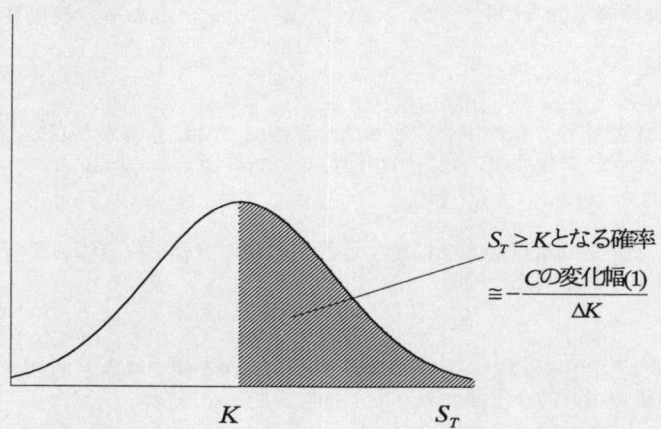
小田信之・吉羽要直 [1997] 「デリバティブ商品価格から導出可能な市場情報を利用したマーケット分析方法」 IMES discussion paper series NO.97-J-7、日本銀行金融研究所

（注13） 確率分布を「山」形に描く場合、その「裾野」部分がマイナスにならないように、境界条件として、

①十分にout of the moneyの行使価格を持つ仮想コールの価格が0、②十分にin the moneyの行使価格を持つ仮想コールの価格が $e^{-dt} S - e^{-rt} K$ （ $d$ ：株式配当利回り、 $r$ ：無リスク金利）との制限をおいている。ここで、「十分」さの加減は「原資産から何倍離れているか」で表し得るが、この倍率は一義的に決められるものではないため、確率分布が0とならないよう適宜調整している（概ね、①のために1.3、②のために0.7の数値を基準としている）。従って、この限りでは恣意性の残るものとなっている。

(BOX 5の図表1)

## 行使価格と確率分布

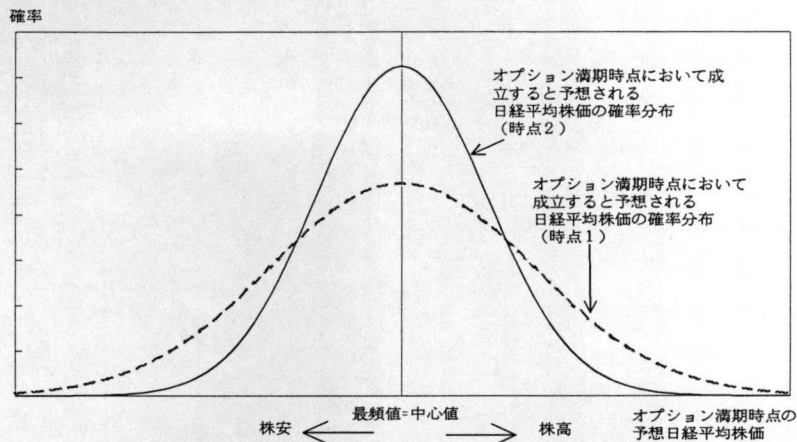




(BOX 5の図表2)

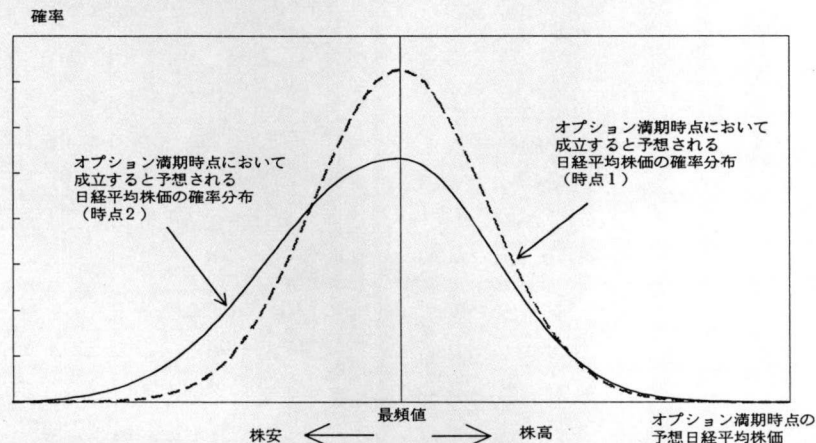
## 株価予想分布の見方（概念図）

### （１）分布が左右対称で分散が異なる場合



- オプション満期時点における日経平均株価予想水準の確率分布が上図のような場合、時点2においては時点1に比べ、ある価格水準周辺に市場参加者の予想が集中していることを示している。
- 特に最頻値への集中度が高く、かつ最頻値が足許の株価にほぼ等しい場合、株価は現在の水準で膠着状態にあるものと解釈される。

### （２）分布が左右非対称な場合



- オプション満期時点における日経平均株価予想水準の確率分布が上図のような場合、時点2においては時点1に比べ、分布の裾野が左側（株安側）に長く尾を引いており、株価下落の警戒感が高まっていることを示している。

(調査統計局)