

1997年度の金融および経済の動向

1998年6月5日
調査統計局・企画室

目 次

- 1. 概観：要旨に代えて
- 2. 実体経済の動向
 - (1) 対外収支の動向
 - (2) 公共部門の動向
 - (3) 企業部門の動向
 - (4) 家計部門の動向
 - (5) 97年度の景気低迷の背景—構造調整圧力の評価
- 3. 物価面の動向
 - (1) 概観
 - (2) 背景
 - (3) 地価動向
- 4. 金融面の動向
 - (1) 概観
 - (2) 金融市場の動向
 - (3) 量的金融指標の動向
- 5. 日本経済の課題
 - 【BOX 1】アジア金融・経済危機の影響
 - 【BOX 2】不確実性と設備投資
 - 【BOX 3】消費者の期待形成の変化と消費行動
 - 【BOX 4】非製造業の生産性分析
 - 【BOX 5】デフレ・スパイラル
 - 【BOX 6】ジャパン・プレミアム
 - 【BOX 7】関数推計による長期国債金利低下の分析
 - 【BOX 8】1997年の資金循環

1. 概観：要旨に代えて

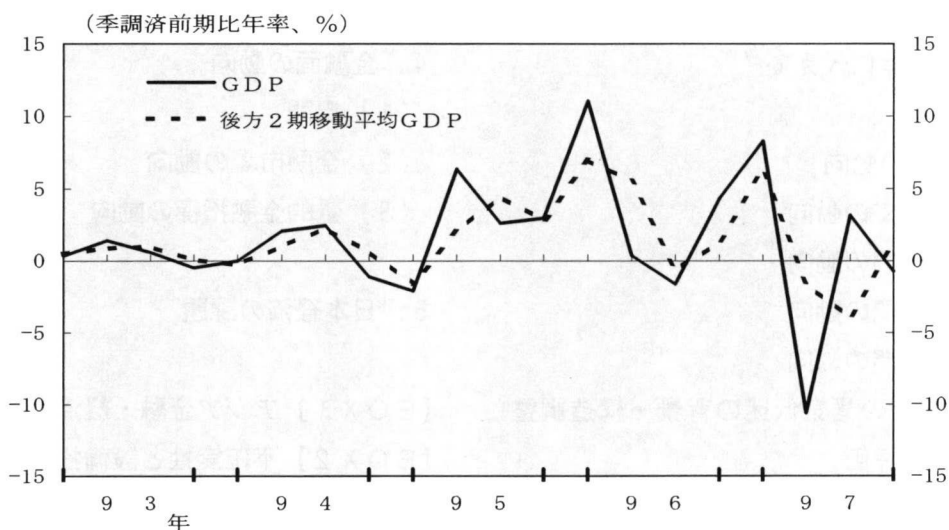
97年度のがわ国経済を振り返ってみると、景気は、4月以降、それまでの回復傾向から一転して減速局面入りし、その後、期を逐って停滞色を強める展開となった。

これを最終需要面からみると（図表1）、まず実質輸出は、欧米を中心とする堅調な海外景気や為替円安を背景に増加する一方、実質輸入は、横這い圏内で推移した。この結果、純輸出は総じて増加基調を辿り、経済活動を下支えしてき

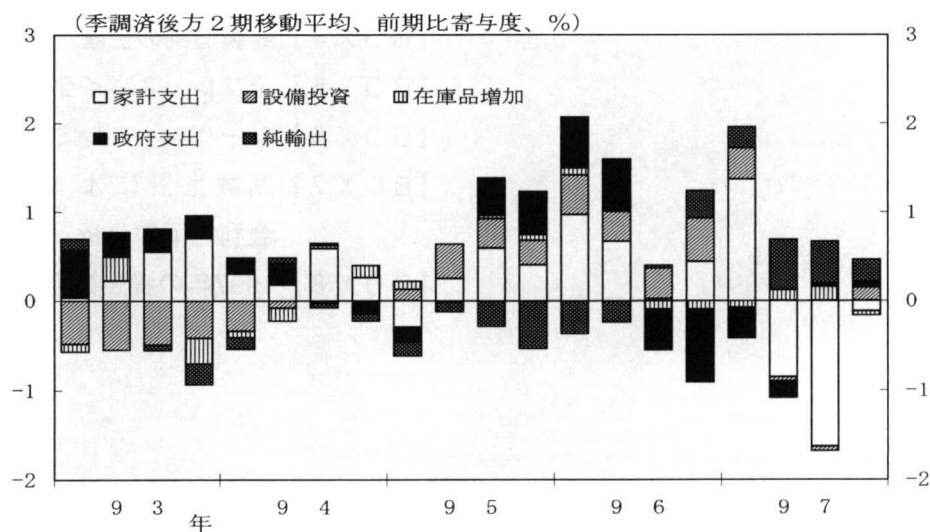
（図表 1）

実質GDP

（1）実質GDP



（2）実質GDPの内訳



（資料）経済企画庁「国民所得統計」

たが、最近では、アジア経済の調整を背景とした同地域向け輸出の減少から、増勢が頭打ちとなっている。一方、公共投資は、国・自治体の緊縮的な予算の下で、均してみれば減少傾向を辿った。民間設備投資は、年度前半、製造業を中心に緩やかながら増勢を維持したものの、年度後半は、企業収益の悪化などを背景に頭打ち傾向を強めた。個人消費や住宅投資は、4月以降、消費税率引き上げ前の駆け込み需要の反動を主因に落ち込み、その後夏場頃までは緩やかながらも持ち直しに向かう動きもみられたが、昨秋以降、家計心理の悪化などを背景に、低迷の度を強めた。

以上のような最終需要の下で、昨年春以降、まず建設財、耐久消費財など最終需要財の在庫が積み上がり、これが秋以降生産財にも波及する形で、在庫調整の動きが広がっていった。その結果、生産は（後掲図表2）、10～12月、1～3月と、2四半期連続して減少した。また、企業収益は、これまで堅調を維持してきた製造業・大企業を含め、年度後半は急速に悪化し、97年度は減益に転じた。こうした中、日本銀行「企業短期経済観測調査」（以下短観という）などでみる企業マインドも、特に年度後半、急速かつ広範に悪化した。雇用面では、製造業や建設業を中心に新規求人数が減少に転じ、非自発的離職者数の増加などに伴って失業率が既往最高水準で推移するなど、労働需給の悪化がみられた。賃金も、生産の減少や企業収益の悪化を反映して、所定外労働時間や特別給与を中心に伸びを低めた。

このように、96年度の景気回復を支えた生産、所得、支出を巡る前向きの循環が、97年度入り後は減衰し、景気は全体として停滞色を強めていった。最終需要面からみた場合、この循環に

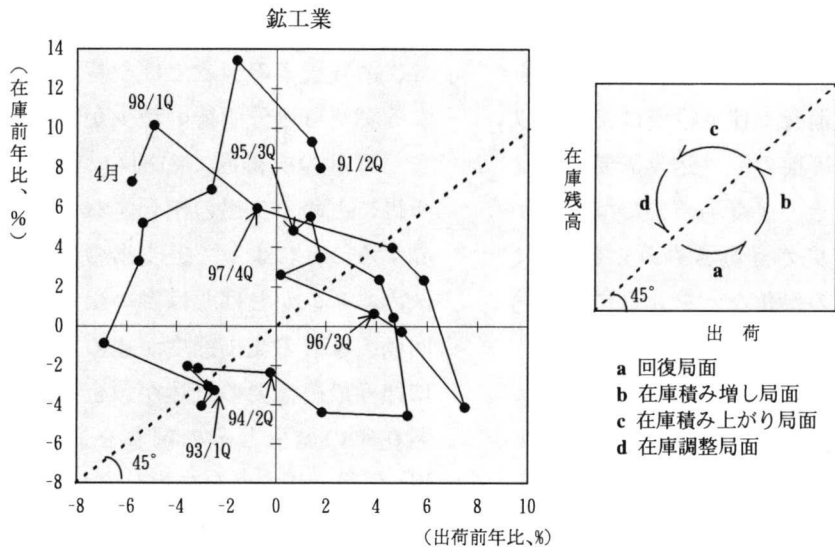
ブレーキをかける主な要因となったのは、家計支出の低迷である。家計支出については、消費税率引き上げ前の駆け込み需要とその後の反動減がかなりの規模で発生した後、夏場にかけて一旦は持ち直しの兆しがみられたが、秋口以降再び減少した。家計支出低迷の背景の一つとして、消費税率の引き上げや特別減税の廃止等による実質可処分所得の減少が挙げられるが、過去、家計の所得面での制約が強まる局面では、所得に占める支出の割合すなわち消費性向が上昇することによって、支出の伸びが維持されるメカニズムがしばしば働いた。これに対し、今回は、家計の支出態度が極めて慎重化し、これに伴う最終需要の低迷が、企業部門における過剰在庫の発生とその調整を通じて、家計の雇用・所得環境をさらに厳しくした。家計のマインド慎重化の背景について、これを定量的に明らかにすることは困難であるが、大型の金融機関の破綻が相次ぐ中で、将来の雇用・所得環境に対する不安が高まったり、財政赤字や年金制度改革に関する議論が活発化する中で、将来の家計負担に対する不確実性が強まった可能性などが考えられる。

家計支出の低迷は、国内最終需要の伸び悩みや在庫調整に伴う収益の悪化を通じて、企業マインドや設備投資にも影響を与えた。バブル崩壊以前、内需が一時的に停滞する局面においては、（特に製造業の場合）企業サイドの輸出態度の積極化が内需の低迷を補ったり、（特に非製造業の場合）金融緩和に伴うキャッシュ・フローの改善や金融機関の貸出態度の積極化が企業の資金繰りや設備投資を下支えしたりした。しかし、今回は、97年秋以降、A S E A N諸国や韓国を中心にアジア経済の変調がみられたことや、株価の低迷や信用リスクに対する警戒感の高ま

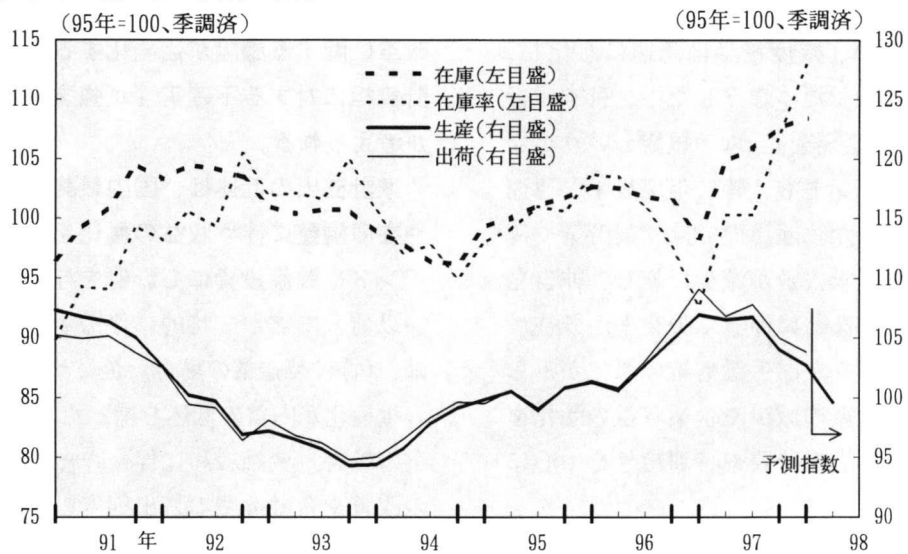
(図表 2)

鉍工業生産・出荷・在庫

(1) 在庫循環



(2) 鉍工業生産・出荷・在庫



(資料) 通商産業省「鉍工業指数統計」

りなどによって、金融機関の貸出態度が慎重化したことなどが、企業の経営環境を厳しくした。

さらに、96年度以来の景気の自律回復力に弾みが見つからないまま、財政面からの制約の強まりや家計の支出態度の慎重化を契機に経済が停滞色を強めた基本的な背景として、様々な構造調整圧力がなお根強く存在していることが挙げられる。いわゆるメガ・コンペティションに直面する中で、製造業・大企業の支出・投資態度は引き続き選別的である。また、非製造業は、バブル崩壊に伴うバランス・シートの調整圧力に加え、規制緩和などが進む中で、製造業に比べ遅れている生産性の改善を迫られている事情がある。こうした中、産業構造の転換という観点から現状をみると、生産性の伸びを高めつつ雇用等を吸収するリーディング産業が見あたらない一方で、雇用面での調整圧力をさらに高めつつある業種が存在するなど、そのプロセスはまだ途上にあると言わざるを得ない。

次に、物価面をみると、消費税率引き上げ要因を除くと、97年度は総じて安定した動きとなったが、年度後半は、やや軟化傾向を辿った（以下、消費税率引き上げ分を控除したベースで記述する）。まず輸入物価は、原油価格や円相場の変動を反映して、96年中急上昇した後、97年前半は一転して下落した。その後は比較的落ち着いた動きとなったものの、97年末から、アジア経済の変調による国際商品市況の軟化を背景に、再び下落基調となった。国内卸売物価は、96年後半から97年前半にかけ一旦下げ止まりの様相を強めたが、夏場以降、国内最終需要の停滞と在庫の積み上がりに伴う素材関連市況の悪化、さらには輸入物価の下落を反映して、軟調に推移した。一方、企業向けサービス価格については、これまでの基調を受け継ぐ形で、97年度も

下落率が緩やかに縮小し、このところ前年比ゼロ近傍で推移している。また、消費者物価（全国、除く生鮮食品）は、97年度前半は、海外からの安値品の流入一服による商品価格の下落幅縮小などから、上昇率が幾分拡大したが、年度後半には、国内卸売物価の下落を反映した商品価格の軟化から、上昇率が鈍化しており、最近では、97年9月実施の医療保険制度改革の影響を除いてみると、前年比はほぼゼロまで低下している。

物価を巡る環境について、前回94～95年頃の物価下落局面と比較すると、当時は、アジア諸国の工業化と累積的な円高を背景に、製品類を中心に輸入ペネトレーション比率が急速に高まり、国内競合品の価格全般に強い下落圧力が加わった。これに対し、97年度後半の場合、アジア経済の変調が、国際商品市況の下落をもたらした。これに伴う輸入物価の下落が、国内卸売物価に対しては少なからぬ下落圧力として働いたものの、為替相場が、全体としてみれば、94～95年に比べかなりの円安水準となっていることもあり、輸入ペネトレーション比率の高まりはみられず、物価全般に対する下落圧力は、主に国内最終需要の低迷によってもたらされた。企業活動に及ぼす物価下落の影響についてみると、97年度後半における原油など素原材料の国際商品市況の下落は、最終財の輸入ペネトレーション比率上昇のケースと異なり、わが国企業にとってはむしろ交易条件の改善要因として作用した。もっとも、最終需要の低迷によって国内需給ギャップが拡大し、名目GDPも極めて低い伸びに止まる中で、ユニット・レーバー・コストや労働分配率の高まりから企業収益が圧迫される兆しがみられ、企業活動や雇用面での今後の影響に注視する必要があるといえる。

この間、地価についてみると、商業地地価は、96年度から97年度前半にかけて、収益性などの違いから、下げ止まる土地と下落を続ける土地の二極化を明確にしつつ、全体として下落率は着実に縮小をみた。また、住宅地地価は、ほぼ下げ止まりつつあった。しかし、97年度後半には、景気の低迷を反映して、商業地地価、住宅地地価のいずれも再び幾分軟化傾向を強めた。

一方、金融面の動きをみると、金融政策は緩和基調が維持されたが、金融システム面では、不良債権問題の処理が長引く中、11月には大手を含む金融機関の経営破綻が相次ぎ、株価が一段と下落するなど、金融システムに動揺が生じた。その結果、金融市場では、信用リスクや流動性リスクに対する懸念が高まり、一部の金利に上昇圧力がかかるなど、不安定な動きもみられたが、日本銀行の潤沢な資金供給、さらには30兆円にのぼる公的資金の導入を含む金融システム安定化策の具体化などから、年度末にかけては徐々に落ち着きを取り戻した。

各種市場金利の動きをみると、年度入り後暫くは、長期、短期ともに小幅上昇したが、夏場にかけては、景気に対する先行き不透明感の強まりなどから、低下した。11月に入り、大手の銀行や証券会社が破綻すると、信用リスクに対する市場の警戒感が一気に高まり、民間部門の調達金利（短期金融市場金利でいえば、CD、CP等の金利、長期金利でいえば、社債利回り）が、リスク・プレミアムの拡大を反映して上昇する一方、安全資産である国債の利回りは低下した。また、インターバンク市場における銀行間レート格差の拡大やいわゆるジャパン・プレミアムの発生という動きもみられた。以上のような市場金利の動きに対応するため、日本銀行は、新たな調節手段であるレポ・オペを含め、

各種オペレーション手段を活用しつつ、潤沢な資金供給を行った。その結果、短期金融市場においては、無担保コールレート（オーバーナイト物、加重平均値）は、11月末には落ち着きを取り戻した。また、ターム物金利は、2月下旬以降低下し始めた。一方、長期国債金利は、足元の実体経済指標の弱さなどを背景に、3月下旬には1.5%割れと過去最低値を記録した。この間、株価（日経平均株価）は、景気に対する慎重な見方や先行き不透明感の強まりから、1月初にかけて大幅に下落し、14,000円台半ばとなった。その後、公的資金の投入を含む金融システム安定化策の具体化などを背景に、振れを伴いつつも反発に転じ、3月末時点では、16,000円台半ばとなった。

さらに、マネーサプライや貸出といった金融の量的指標についても、11月以降、企業や家計における信用リスクや流動性リスクに対する懸念の高まりを背景に、攪乱的な動きがみられた。代表的なマネーサプライ指標である $M_2 + CD$ （現金や預金）の伸び率は、秋口までは前年比3%近傍で安定的に推移したが、11月以降急速に高まり、98年2月には、約7年ぶりの5%台となった。これは、投信等 $M_2 + CD$ 外の金融資産からの資金流入に加え、社債やCPの発行などを通じた大企業の手元資金積み上げの動きなどを反映したものである。その後、3月に入ると、 $M_2 + CD$ の伸び率は低下した。この間、民間金融機関については、早期は正措置制度の導入を控えて、リスク管理が一段と強化される方向にあったところへ、株価下落等による自己資本面からの制約が強まったことから、97年度下期において、貸出を含むリスク・アセットを削減する姿勢を強めた。結局、年度末にかけて、株価が幾分戻したことや、公的資金導入の動き

がみられたことなどから、大規模な貸出削減は回避されたが、多額の貸出債権償却・流動化の動きもあって、3月以降、民間金融機関貸出残高はかなり減少している。

こうした下で、企業金融面では、優良大企業による資本市場調達増加もあって、全体として企業の資金調達が急速に収縮することはなかったが、個別にみると企業間の資金偏在が強まった。特に、格付が低い企業や資本市場へのアクセスに乏しい中小企業の場合、景気の低迷による業況の悪化もあって、総じて資金繰りが窮屈化したとみられる。また、自己資本面の制約の強まりなどに伴う金融機関の貸出態度の慎重化は、企業マインドや投資・支出行動への影響を通じて、景気に対し下押し圧力となって働いたとみられる。このように、実体経済に対する金融面の影響が強まったことが、97年度経済の特徴の一つと言えよう。

1年前に発表した「1996年度の金融および経済の動向」（日本銀行月報97年6月号）では、96年度に景気回復力が徐々に底固さを増したとしながらも、必ずしも民間部門におけるコンフィデンスが高まっているとは言い難いと指摘した。そのような下で、97年度には、フィスカル・ドラッグに加え、金融システム不安やアジア通貨・金融危機の発生など、様々なショックが日本経済に加わり、93年末以来の景気回復が途切れた。各種のアンケート調査などによれば、経済主体のコンフィデンスの回復という点について、現在は、むしろ厳しさが増していると言わざるを得ない。民間経済主体のコンフィデンスが回復しない背景には、金融機関の不良債権問題を始め、バブル崩壊の後遺症を未だに克服し切れていないという事情に加え、グローバルな規模での競争の激化や国内における少子化・

高齢化の進展という日本経済が直面する大きな構造変化に対し、現行の経済社会システムでは十分に対応できないのではないかという不安ないし、今後の方向性が見えてこないことに伴う不確実性の高まりがあると思われる。

以上の点を踏まえ、今後わが国経済が持続的な成長経路に復するうえでの課題を考えると、まず、喫緊のものとして、需要の減少によるデフレ・スパイラルを回避することが挙げられる。この点、政府によって特別減税を含む大型の経済対策が打ち出されたところであり、今後、その速やかな実行と効果の顕現が期待される。

第2に、バブル崩壊に伴い発生した様々な問題の処理を一刻も早く終え、わが国金融システムの再構築と機能向上を図ることが求められる。97年度において、公的資金の活用を含む金融システム安定化策が具体化されたほか、今般の総合経済対策では、債権・不動産の流動化のための措置が盛り込まれるなど、不良債権処理のための制度的枠組みが一段と整備されつつある一方、98年4月の新外為法施行を嚆矢に、日本版ビッグ・バンが実施に移されつつある。こうした状況の下で、わが国金融機関は、できるだけ早期に不良債権問題の処理を終えたとともに、経営資源の再配分によって、企業や家計のニーズに適合した金融サービスを効率的に提供していくことが求められている。同時に、間接金融の効率化のみでなく、資本市場の活用によるリスク・キャピタルの供給拡大など、直接金融の機能を強化することによって、マクロ的な資金の最適配分を促す必要がある。そのためには、企業会計、情報開示、金融税制、決済システムなどの基盤整備を早急に進めていかななくてはならない。

第3に、規制改革や税制の見直しなどによっ

て、経済構造改革を着実に推進することが必要である。各種経済規制の緩和・撤廃は、需要機会の創出や産業間、企業間での資源の移動を通じて、長い目でみれば、生産性の向上や成長率の高まりをもたらすものである。また、投資に対するリターンの向上や資本の適正配分に資する方向での税制の見直しは、経済全体にもプラスの効果が期待できる。同時に、資源の円滑な移動をサポートするために、例えば労働市場の流動化を促すように既存の制度の見直しを進めるなど、各種システムの再構築を図ることが求められる。一方で、公共部門の効率化を図るとともに、社会保障システム改革の方向について、できるだけ早期に国民的合意を形成することによって、家計の間で根強い将来負担に対する懸念を和らげることも必要である。

97年度の日本経済における様々な経験は、経済政策運営において、経済主体の期待形成に働きかけていくことや市場の信認を得ることの重要性を物語っている。このためには、以上のような点について実効ある施策を打ち出し、民間部門がその活力を十二分に発揮し得るような環境を早期に実現するとともに、政策の透明性向上や整合性の確保を通じて、先行きに対する不確実性を減らしていく不断努力が求められているといえよう。

2. 実体経済の動向

(1) 対外収支の動向

まず、対外収支動向の前提となる97年度中の海外経済情勢を振り返ると（図表3上）、欧米先進国が総じて順調に景気拡大を続けた一方、アジア諸国の一部では、成長テンポが大幅に鈍化

した。このうち、米国では、好調な企業収益と雇用者所得の着実な増加を背景に、安定した物価情勢の下で、91年以来の息の長い景気拡大が続いた。欧州諸国のうち英国も、内需主導での比較的高い成長となった。ドイツ、フランス等大陸諸国では、現地通貨安を背景とした輸出の増大が徐々に内需を刺激する形で、景気は回復基調を辿った。また、アジア諸国のうち中国は、高成長を持続した。これに対し、タイ、インドネシア等のASEAN諸国や韓国では、昨年7月のタイにおける大幅な通貨切り下げを契機に通貨・金融危機が広がった（為替、株価の動きについては図表4）。その後こうした国々では、IMFの支援の下で経済調整プログラムの実施に乗りだしており、金融システムの再編や緊縮的なマクロ経済政策運営が行われる中、成長率は大幅に鈍化している。

次に、為替相場について、輸出金額でウェイト付けした実質実効為替レートの動きでみると（日本銀行調査統計局作成、図表3下）、97年1～3月までは95年以降の円安傾向が持続し、一時、前回円安局面の90年初の水準まで低下した。97年央以降、とりわけ98年初にかけては、アジア通貨下落の影響で円高に転じたが、その後、国内経済の先行きに対する悲観的な見方が強まったことなどから、対米ドルを中心に再び円安化した（円の対米ドル相場の動きについては、第4章で詳述）。結局、97年度全体を通してみると、円相場は概ね90～91年頃の水準にあり、企業にとって価格競争力を維持しやすい環境にあった。

こうした海外景気、為替動向の下で、実質輸出（注1）は（後掲図表5上、後掲図表6上）、97年中、自動車関連や資本財・部品等を中心に増加

（注1） 実質輸出（入）は、通関輸出（入）金額を輸出（入）物価指数でデフレートしたもの。

(図表 3)

純輸出を取り巻く環境

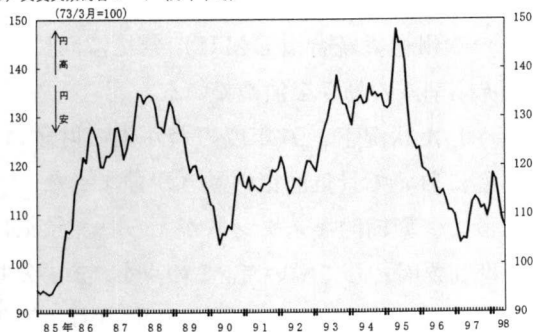
(1) 海外経済 (実質GDP)

		96年	97年	(欧米は前期比年率、東アジアは前年比、%)					98年
				1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	1～3月	
欧 州	米 国	2.8	3.8	4.9	3.3	3.1	3.7	4.8	
	E U	1.8	2.6	1.8	4.9	3.3	n.a.	n.a.	
	ド イ ツ	1.4	2.2	1.5	3.8	2.9	1.1	n.a.	
	フ ラ ン ス	1.6	2.3	0.8	4.6	3.4	3.1	n.a.	
中 国	英 国	2.5	3.1	2.1	3.5	3.6	2.5	1.8	
	中 国	9.7	8.8	9.4	9.5	9.0	8.8	7.2	
東 ア ジ ア	N 韓 国	7.1	5.5	5.7	6.6	6.1	3.9	-3.8	
	I 台 湾	5.7	6.8	6.9	6.3	6.9	7.1	5.9	
	E 香 港	5.0	5.3	5.9	6.8	6.0	2.7	-2.0	
	S シンガポール	6.9	7.8	4.2	8.5	10.7	7.6	5.6	
A S E A N	タ イ	5.5	-0.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	インドネシア	8.0	4.6	8.5	6.8	2.5	1.3	-6.2	
	マレーシア	8.6	7.8	8.5	8.4	7.4	6.9	-1.8	
	フィリピン	5.7	5.1	5.0	5.7	4.9	4.7	1.7	

(注) 97年のEU、タイは、OECD見直し。

(資料) 各国政府または中央銀行、OECD統計

(2) 実質実効為替レート (月中平均)



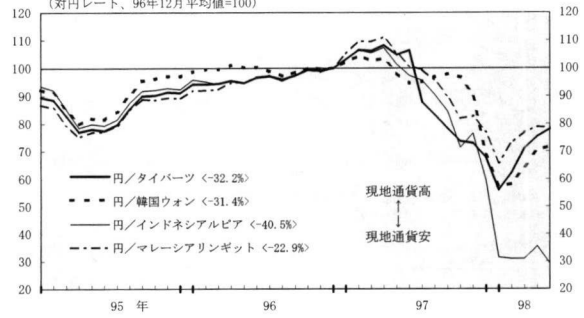
(注) 1. 日本銀行調査統計局試算値。直近は、5月末までの平均。

2. 主要輸出相手国通貨 (24通貨) に対する為替相場 (月中平均) を、当該国の物価指数で実質化したうえ、通関輸出金額ウェイトで加重平均したもの。

基調を辿った。しかし、98年入り後は、欧米向けは引き続き堅調に推移したものの、ASEANや韓国向けが、これらの国々の経済調整の影響から大幅に減少したため、全体でも減少に転じた。一方、実質輸入は(後掲図表5上、後掲図表6下)、96年後半以降97年度前半にかけて、概ね横這い圏内の動きを続けた後、97年度後半は、やや弱含んだ。わが国の輸入が97年度に伸び悩んだのは、①内需が低迷した結果、消費財や情報関連財の輸入が減少したことに加え、②円安傾向が続く中で、本邦企業による製品の逆輸入拡大の動きが一服したこと、によるもので

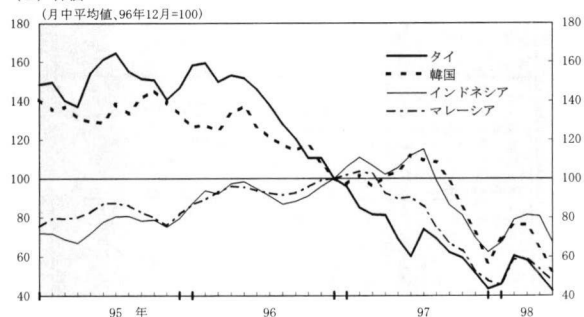
(図表 4)

アジアの金融・経済危機

(1) 為替レート
(対円レート、96年12月平均値=100)

(注) < >内は、96年12月から97年12月にかけての下落率

(2) 株価



(注) 株価指数は以下の通り。

タイ : S E T 指数
韓国 : 総合株価指数
インドネシア : J S X 指数
マレーシア : K L S E 指数

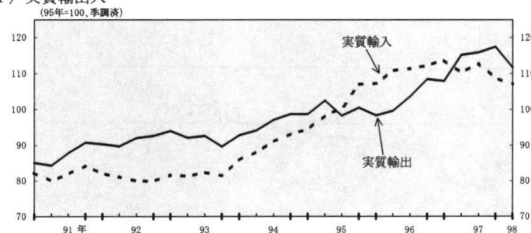
ある。この間、アジア諸国からの輸入については、円がこれら諸国の通貨に対し大幅に上昇したにもかかわらず、むしろ減少傾向を辿った。これは、現地の外貨繰り制約による部品等の輸入困難化や輸入インフレの発生が、これらの国々の輸出余力や価格競争力に影響しているためとみられる(アジア経済の変調が日本経済に与える影響については、後掲BOX 1 参照)。

以上の輸出入の動きの結果、実質貿易収支は(後掲図表5中)、97年中黒字が増加傾向を辿ったが、98年入り後そのテンポは鈍化した。名目経常収支についても(後掲図表5中、下)、概ね

(図表 5)

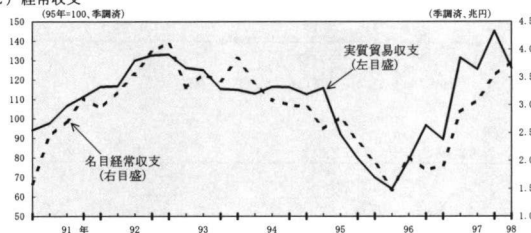
対外収支

(1) 実質輸出入



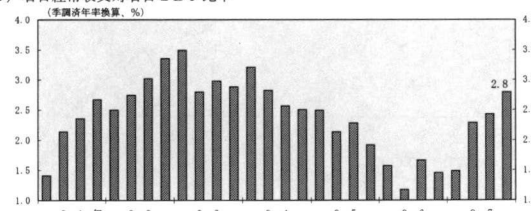
(注) 実質輸出(入)は、通関輸出(入)金額を輸出(入)物価指数で各々デフレートしたうえ、指数化したもの。季節調整はX-11による。

(2) 経常収支



(注) 1. 実質貿易収支は、通関輸出(入)金額を輸出(入)物価指数で各々デフレートし、その輸出入差を指数化したもの。季節調整はX-11による。
2. 名目経常収支はX-12-ARIMA(βバージョン)により季節調整。

(3) 名目経常収支対名目GDP比率



(注) 名目経常収支は、X-12-ARIMA(βバージョン)により季節調整。

(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」、経済企画庁「国民所得統計」

実質貿易収支の動きに沿う形で推移しているが、98年入り後は、原油等の輸入価格の低下を背景に、実質貿易収支の頭打ちにもかかわらず、さらに黒字幅を拡大している。この結果、名目経常収支黒字の対名目GDP比率は、97年度後半には2%台後半となった(注2)。

(2) 公共部門の動向

バブル崩壊以降の景気調整局面において、積極的な財政拡張政策がとられた結果、わが国の財政収支は96年度まで悪化を続けた。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財政収支(対名目GDP比率)は、91年には+2.9%の黒字であったものが、93年以降赤字となり、96年には-4.3%に達した(後掲図表7)。この間、他の先進国をみると、米国は、構造的な財政赤字の削減努力と景気拡大による歳入増・歳出減効果とが相俟って、財政赤字がほぼ解消しつつあるのに加え、欧州諸国も、99年1月の欧州通貨統合(EMU)発足に向けて、財政赤字削減の動きを強めている。

こうした状況下、97年度のわが国の財政は、96年度において景気回復の動きが強まったこともあって、緊縮的なスタンスがとられ、景気に対し抑制要因として働いた。この点を、まず公共投資についてみると(後掲図表8上、中)、95年度の大規模補正予算の効果がほぼ出尽くした96年後半以降減少に転じていたが、97年度においても、国の公共事業関係費当初予算(注3)が前年度当初予算比+1.3%と低い伸びに止まったほか、地方単独分についても、東京都などの大幅削減もあり、9月補正後予算対比で-7.5%と緊縮的な予算となったため、総じて減少傾向を辿った。

一方、家計部門との関係を見ると(後掲図表8下)、4月に消費税率が3%から5%に引き上げられ、年度間で約5兆円の歳入増が図られ

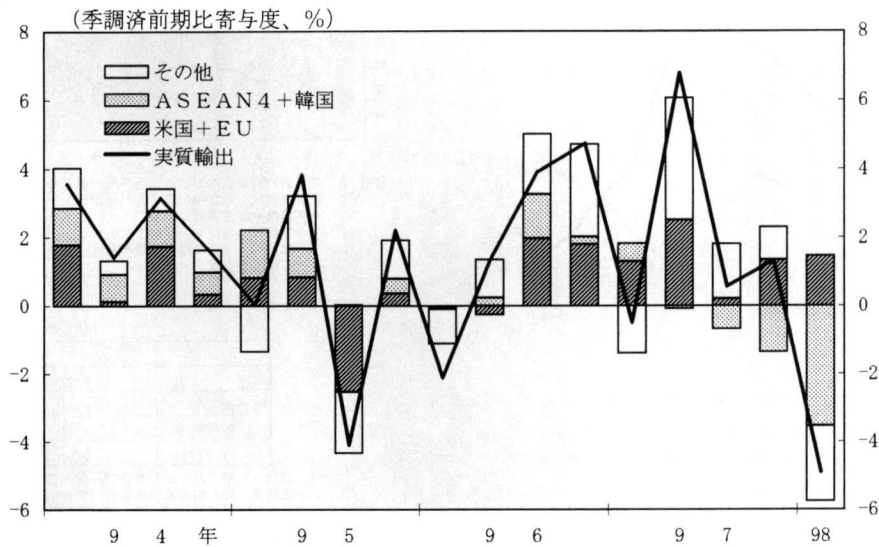
(注2) 経常収支の内訳をみると、貿易収支以外の項目も黒字拡大方向に寄与した。すなわち、サービス収支は、旅行収支が出国者数の伸び悩みや入国者数の増加により改善したことなどから、サービス収支全体の赤字幅も若干縮小した。所得収支は、対外純資産の積み上りを背景とした債券利子等受取の増加から、黒字増加基調を維持した。

(注3) 国の直轄事業予算に補助事業の国の負担分を加えたもの。

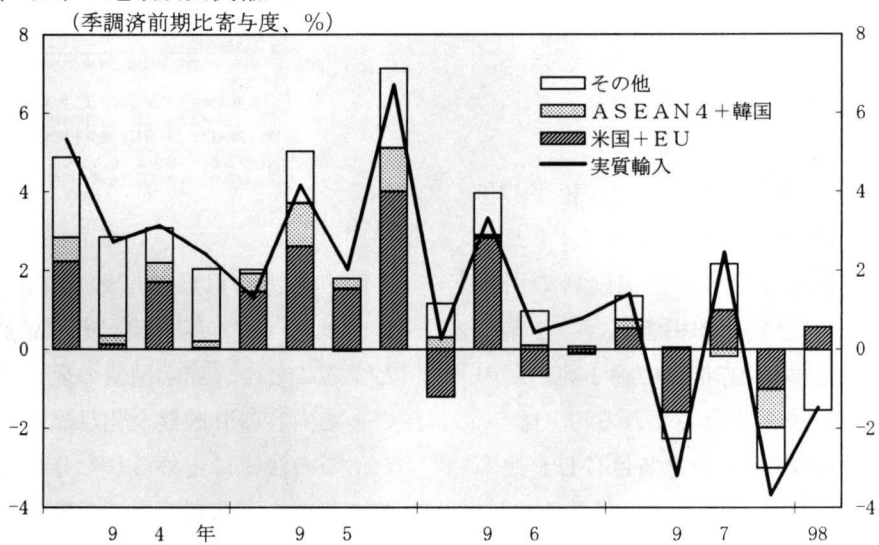
(図表 6)

地域別輸出入

(1) 日本からの地域別実質輸出



(2) 日本の地域別実質輸入

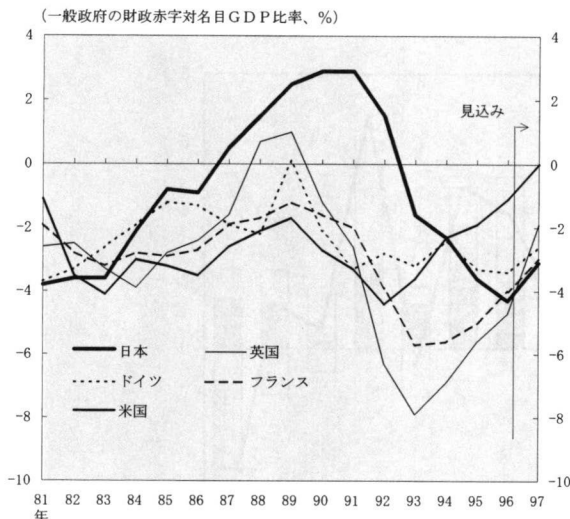


- (注) 1. 実質輸出入計と、各地域別実質輸出入の積み上げが完全に一致しないのは、実質化の際の季節調整の誤差等による。
 2. ASEAN 4はタイ、マレーシア、フィリピン、インドネシア。
 3. 各計数ともX-11による季節調整値。

(資料) 大蔵省「外国貿易概況」、日本銀行「卸売物価指数」

(図表 7)

財政収支の各国比較



(参 考) 債務残高比率

	(対名目GDP比率、%)				
	日本	米国	英国	ドイツ	フランス
96年	82.6	63.1	61.2	64.9	63.0
97年見込み	86.7	61.5	60.8	65.1	64.6

(注) ここでの対象は、一般政府ベース(中央政府、地方政府のほか社会保障基金を含む)。因みに、「財政構造改革の推進に関する特別措置法」で、削減目標の対象となっている財政赤字の主体は、中央政府と地方政府であり、社会保障基金を含まない点で、一般政府とはカバレッジが異なる。

(資料) OECD "Economic Outlook 62", "Economic Outlook 63"

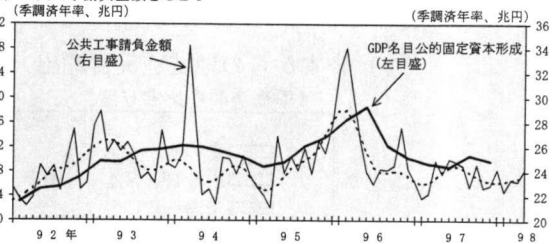
たほか、過去3年間継続された特別減税が97年分(約2兆円)は廃止された。さらに、9月に医療保険制度改革が実施され、保険料の引き上げや被保険者の自己負担率引き上げ(1割→2割)がなされた結果、97年度中約1兆円弱の財政収支改善効果があったとみられる(注4)。

この結果、一般政府赤字の対名目GDP比率は、97年は-3.1%(OECDによる見込み)と、96年比1.2%ポイント縮小した。さらに、97年11月に財政構造改革法が成立し、2003年度まで

(図表 8)

フィスカル・ドラッグ

(1) 公共工事請負金額とGDP



(注) 1. 名目公的固定資本形成は、四半期の値を中心月にプロット。
 2. 請負金額は、X-12-ARIMA (βバージョン) により季節調整。
 細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、 $Y = T \cdot C \cdot S \cdot I$ (乗法型を仮定)。
 Y : 原系列、 $T \cdot C$: 趨勢循環変動成分、 S : 季節変動成分、 I : 不規則変動成分

(2) 97年度の公共事業予算

	(兆円、%)	
	金額	前年比
国	9.7	1.3
地公体	18.3	-7.5
都道府県	8.4	-8.1
市町村	9.9	-6.9

(注) 国は、一般会計・公共事業関係費の当初予算ベース、地公体、都道府県、市町村は単独事業費(普通建設事業費)の9月補正後予算ベース(前年比は、同じベースで比較したもの)。

(3) 家計部門に対するフィスカル・ドラッグ(97年度中)

項 目	財政収支への影響
消費税率引き上げ(3%→5%)	+5兆円程度
特別減税廃止 97年分	+2兆円
特別減税 98年分	-1兆円
医療保険制度改革	+0.9兆円

(注) 1. 98年分の特別減税額は「平成10年度税制改正の要綱」による。

2. 医療保険制度改革の部分は、被保険者本人の負担率の上昇(1割→2割)に伴う、公的負担の減少や患者の受診姿勢の抑制による給付額の減少を反映したもの。

(資料) 政府予算書等、自治省「地方財政白書」、医療保険制度改革に係る計数は、日本銀行調査統計局推計。

に国・地方の財政赤字の対名目GDP比率を3%以内(97年度の政府当初見通しは-5.9%)とすることや、赤字国債の発行をゼロとするとといった内容の財政健全化目標が定められた。また、この法律に定められた分野別の歳出削減目標に基づき、抑制的な98年度当初予算案が策定された。もっとも、景気低迷が深刻化する中で、12月には98年中2兆円の特別減税を実施するこ

(注4) 医療費自己負担比率の引き上げに伴う財政収支改善効果(=政府から家計への社会保障給付額の減少)は、国の負担割合が9割から8割に減少することに伴う分と、家計の医療費抑制によって生じる分の双方を考慮している。

とが打ち出されたほか(注5)、新年度入り後、公共投資8兆円弱、追加特別減税4兆円を含む過去最大規模の総合経済対策が決定され、補正予算案が国会に提出された。また、経済情勢等に依拠して弾力的に赤字国債を発行できるとすることや、財政健全化目標年次を2005年度まで延長することなどを内容とした財政構造改革法の改正法が5月末に成立した。

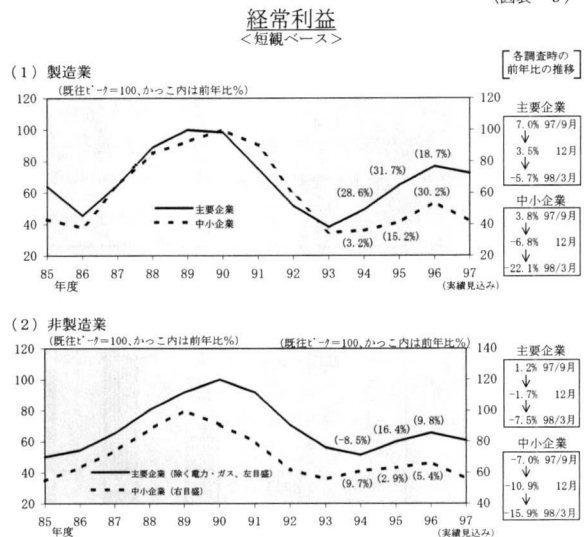
(3) 企業部門の動向

まず、企業活動の基盤となる企業収益の動向をみると、96年度においては、国内の売上げ増や円安に伴う製造業・大企業の収益増加が、下請け企業への発注や販売管理費等経費支出の増加を通じて、企業部門全体に波及するというメカニズムが、ある程度みられていた。しかし、97年度は、内需の低迷を主因に、製造業・大企業を含めて減益に転じた。この点、短観による収益見通しは(図表9)、秋以降全規模全産業にわたって、調査毎に下方修正され、企業マインドも次第に厳しさを増した。法人季報ベースで製造業・大企業の経常利益変動要因をやや詳しくみると(後掲図表10上)、97年度上期までは、売上げ増が寄与する形で売上高経常利益率は改善をみたが、下期入り後は、売上げの減少に伴って利益率が低下した。さらに売上高要因の内訳をみると(後掲図表10下)、97年度上期は、それまで好調だった国内売上げのプラス寄与が大幅に低下し、もっぱら輸出に依存する形で売上げを伸ばしたが、下期入り後は、国内売上げの大幅な落ち込みが輸出のプラス寄与を上回り、売上高全体もマイナスに転じた。また、輸出の

下支えのない非製造業については、第3次産業活動指数をみても、97年度入り直後から低い伸びとなっている(図表9参考)。

こうした収益動向の下で、設備投資は、年度前半の緩やかな増勢が次第に頭打ちとなった。短観による97年度の設備投資をみると(後掲図表11)、製造業は、主要企業が自動車、電機等幅広い業種にわたって堅調な伸びとなったのに加え、中小企業も96年度を上回る伸びとなった。これに対し、非製造業は、主要企業、中小企業

(図表 9)



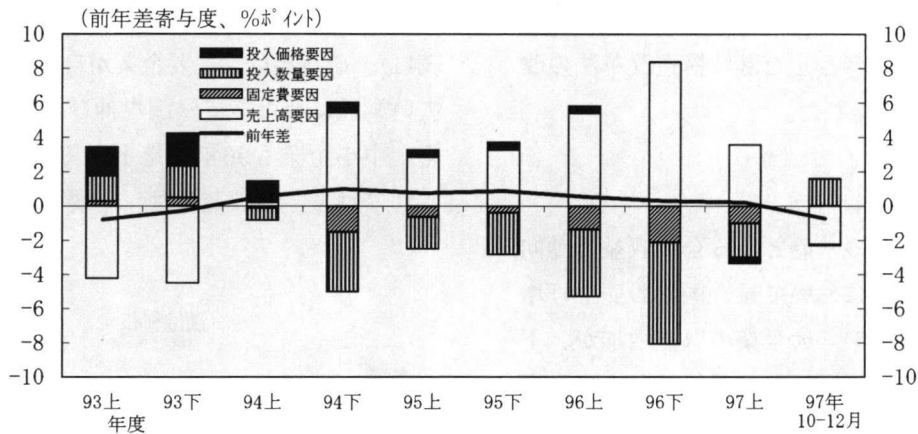
(注5)「平成10年度税制改正の要綱」によると、本減税は97年度中に約1兆円、98年度入り後に残り約1兆円が実施される見込み。

(図表 10)

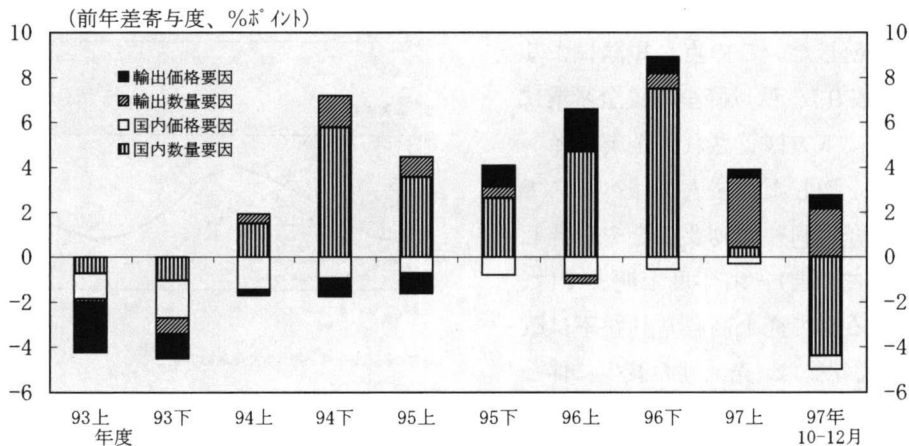
経常利益の変動要因 (製造業・大企業)

<法人季報ベース、除く石油石炭>

(1) 売上高経常利益率



(2) 売上高要因の内訳



(注) 要因分解は以下の式によった。

$$\Delta \frac{\pi}{S} = \underbrace{\frac{VC+FC}{S} \times \frac{\Delta S}{S}}_{\text{売上高要因}} - \underbrace{\frac{VC}{S} \times \frac{\Delta P_i}{P_i}}_{\text{投入価格要因}} - \underbrace{\frac{VC}{S} \times \frac{\Delta O_i}{O_i}}_{\text{投入数量要因}} - \underbrace{\frac{\Delta FC}{S}}_{\text{固定費要因}}$$

$$\text{売上高要因} = \frac{VC+FC}{S} \times \left\{ (1-Re) \times \frac{\Delta O_d}{O_d} + Re \times \frac{\Delta O_e}{O_e} + (1-Re) \times \frac{\Delta P_{od}}{P_{od}} + Re \times \frac{\Delta P_{oe}}{P_{oe}} \right\}$$

国内数量要因 輸出数量要因 国内価格要因 輸出価格要因

ただし、 π : 経常利益、 S : 売上高、 VC : 変動費、 FC : 固定費、 Re : 輸出比率

O_d : 国内数量、 O_e : 輸出数量、 O_i : 投入数量、 P_{od} : 国内価格、 P_{oe} : 輸出価格、 P_i : 投入価格

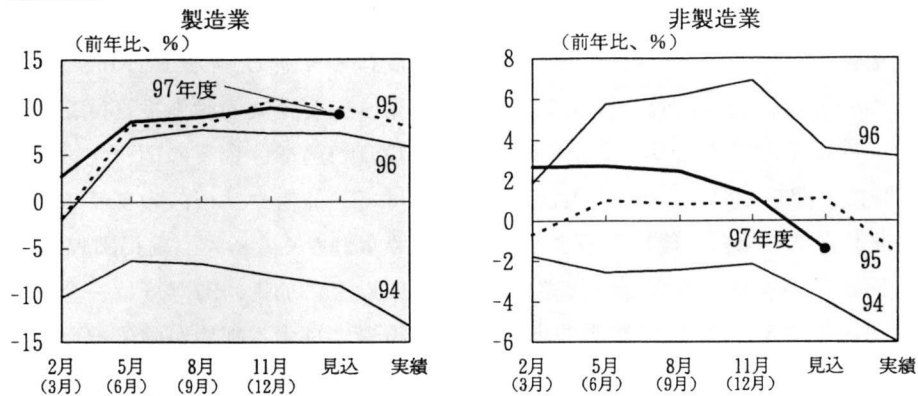
(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」、通商産業省「鉱工業指数統計」
日本銀行「製造業部門別投入・産出物価指数」等

(図表 1 1)

設備投資

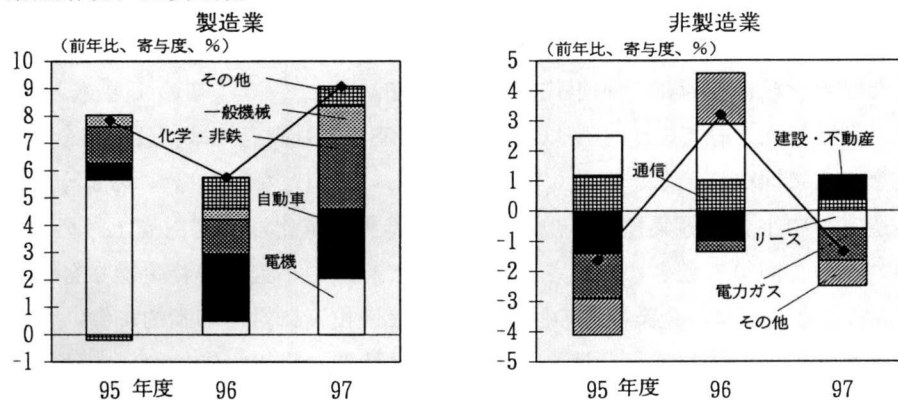
＜短観ベース＞

(1) 主要企業

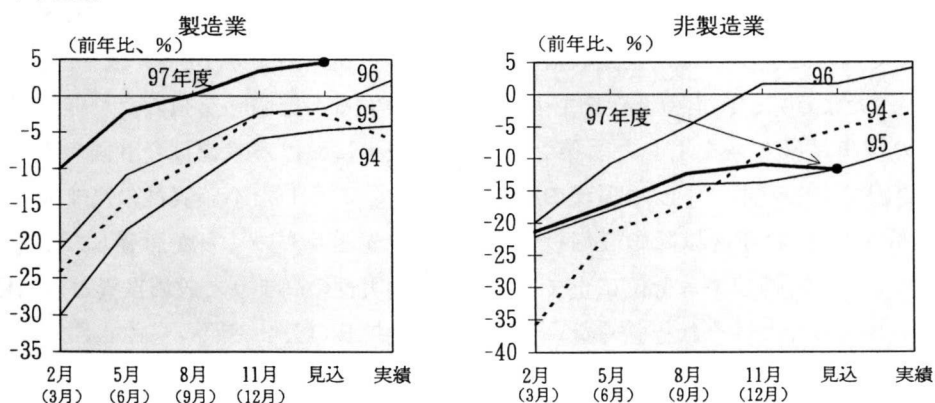


(注) 97/3月調査以降、かっこ内の月に調査月を変更。

(2) 業種別内訳 (主要企業)



(3) 中小企業



(注) 97/3月調査以降、かっこ内の月に調査月を変更。

(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

とも年度当初は96年度当初並みの計画となっていたが(注6)、主要企業では、下期に下方修正する動きが広がり、結局前年割れとなった。中小企業でも、上方修正の動きがあまりみられないままに、大幅な前年比マイナスの仕上りとなった。こうした製造業、非製造業の投資スタンスの差の背景については、公共投資の減少や家計支出の低迷が、内需中心である非製造業の収益やマインドを特に下押ししたことや、借入依存度が比較的高い非製造業の場合、後にみるように、97年度は金融面からの投資への影響が強まったと考えられること、これに対し製造業の場合、環境問題対応や効率化、先端技術開発といった観点からの投資が堅調であったこと等が挙げられる。しかし98年入り後は、製造業の投資スタンスも慎重化した。

中期的にみた場合、設備投資は、90年代入り後の長くて深い調整局面を経て、94年度以降製造業・大企業を中心に回復に転じ、とくに96年度には、非製造業や中小企業等業種別・規模別の広がりを伴いつつ、回復の動きに着実さを増していた。この背景としては、企業収益の回復、資本ストック調整の進展、情報通信関連など独立投資的な動きの高まり、の三つが挙げられる。こうした点に照らしつつ、97年度の設備投資環境を振り返ってみると、第1に、企業収益の面では、既に述べたように、内需の低迷を主因に、とくに年度の後半は厳しさを増した。第2に、中長期的な要因である資本ストック循環の観点からは(図表12上)、94年度以降の設備投資回復の下でもストックの伸び率は低位に止まっており、調整圧力そのものはそれ程強くないと考

えられる。しかしながら、足元での急速な内需の減退を受けて、短観でみる製造業の生産設備判断D.I. (「過剰」-「不足」)は(図表12中)、年度後半に入ると過剰感が拡大方向に転じた。第3に、情報通信関連の投資についても、97年度はやや伸び悩んでおり、短観でみた非製造業・主要企業の設備投資は、移動体通信の初期投資一巡や、企業の情報化投資一服の影響を受けて、通信やリースのプラス寄与が、ほとんどみられなくなった(前掲図表11中右)。

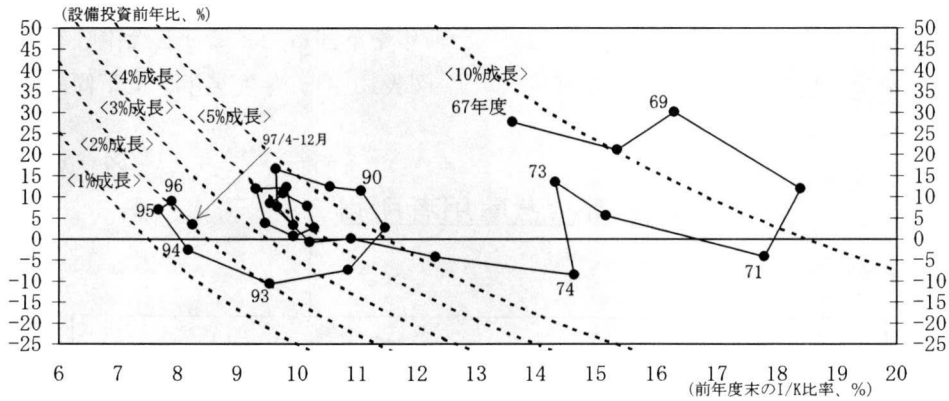
以上に加え、97年度は、企業金融面から設備投資に対する制約が強まったと考えられる。短観における企業からみた金融機関の貸出態度判断D.I.は(図表12下)、年度後半から、金融機関の貸出態度が「厳しい」とする先が急速に増加し、12月調査では、まず非製造業で、金融緩和局面としては初めて「厳しい」超に転じた(98年3月調査では、製造業を含めて大幅な「厳しい」超となった)。このような金融機関の貸出姿勢慎重化は、国内売上げの低迷と相俟って、とくに中小企業の資金繰りを厳しくさせ、その設備投資に対し抑制的に働いたとみられる(金融機関の貸出動向については、第4章で詳述する)。また、現時点で資金調達制約に直面していない先でも、株価の不安定な動きや金融システム不安の高まりを眺めて、先行きの投資環境に対する不透明感を強めた可能性がある。97年度後半における設備投資計画の下方修正の動きには、こうした不確実性の高まりに伴う投資案件の先送りもいくらか影響したと考えられる(不確実性の高まりと設備投資との関係については、後掲BOX2参照)。

(注6) 中小企業の場合、例年、年度当初は計画未確定のため前年比マイナスとなり、年度途中で上方修正されていくパターンがみられる。

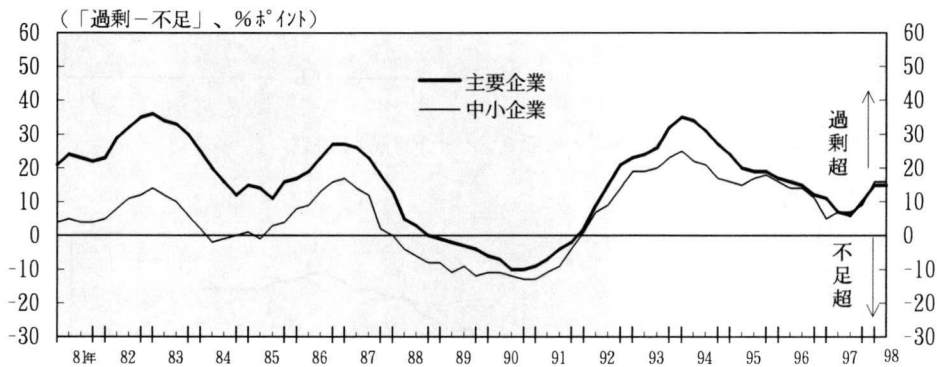
(図表 1 2)

設備投資関連

(1) 資本ストック循環 (全産業)

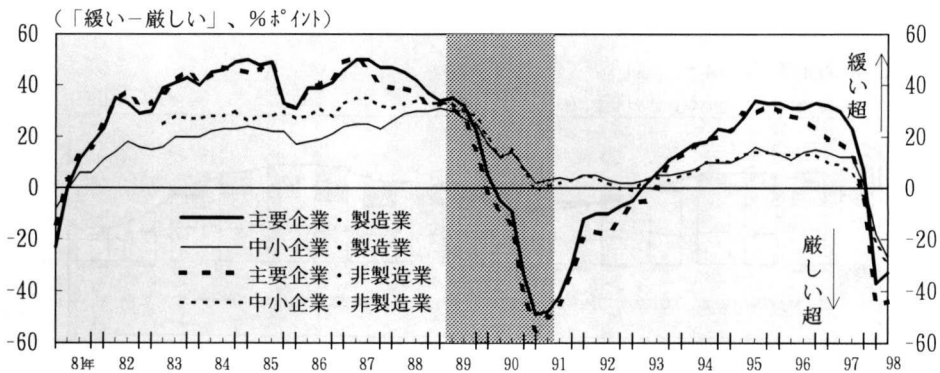


(2) 生産設備判断D. I. (製造業)



(注) 98/2Qは、企業の予測。

(3) 貸出態度判断D. I.



(注) 1. シャドーは、公定歩合引き上げ局面。

2. 98/2Qは、企業の予測。

(資料) 経済企画庁「民間資本ストック統計」「国民所得統計」、日本銀行「企業短期経済観測調査」

(4) 家計部門の動向

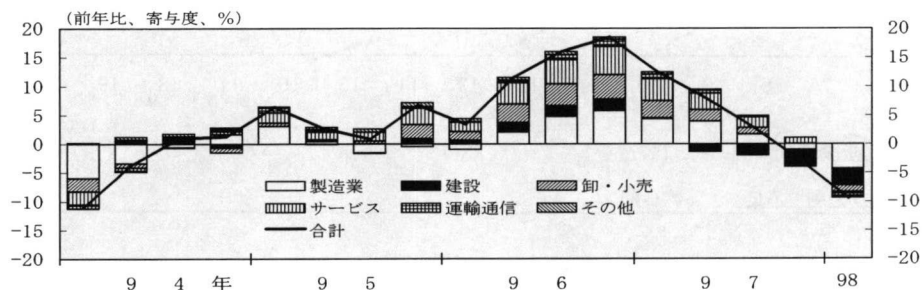
家計支出の基盤となる雇用・所得環境についてみると、96年度は、企業部門回復の波及から雇用情勢が幾分改善し、家計の所得形成に高まりがみられたが、97年度は、内需の低迷や生産の減少が長引く中で、雇用・所得環境は年度後

半にかけて次第に厳しさを増していった。まず、労働需給面では、新規求人数が(図表13上)、建設業の減少などから徐々に伸びを低め、98年入り後は、製造業や卸・小売を含む幅広い業種で前年を下回った。こうした中、有効求人倍率は(図表13中)、年度後半、低下傾向を辿った。失

(図表 13)

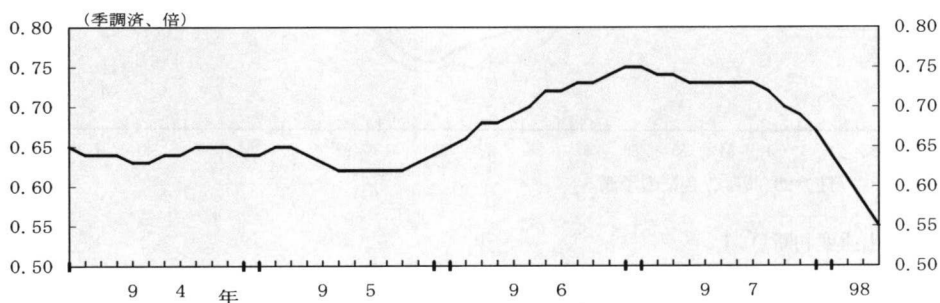
労働需給と雇用者所得

(1) 業種別新規求人数

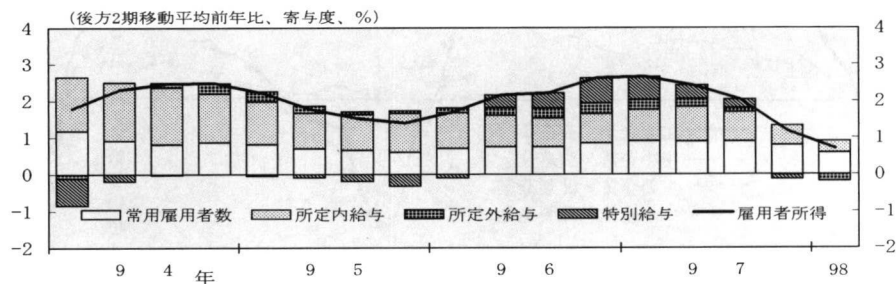


(注) 新規求人数は新規学卒者を除き、パートタイムを含む。

(2) 有効求人倍率



(3) 雇用者所得 (毎勤ベース)



(注) 1.5人以上事業所ベース。

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

3. 98/1Qは、98/3～4月の値(速報値)。

(資料) 労働省「職業安定業務統計」「毎月勤労統計」

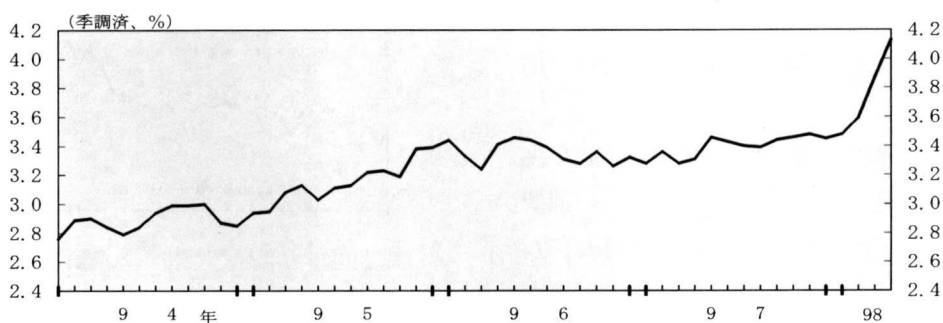
業率については（図表14）、景気が回復した96年度においても、労働需給のミスマッチ拡大による自発的離職者数の増加から、3%台前半で高止まっていたが、97年度後半からは、非自発的

な離職者数が、建設、卸・小売、サービス等非製造業を中心に増加し、年明け後は製造業でも増加したことから、失業率は既往最高水準で推移し、3月には3.87%、さらに4月には4.13%

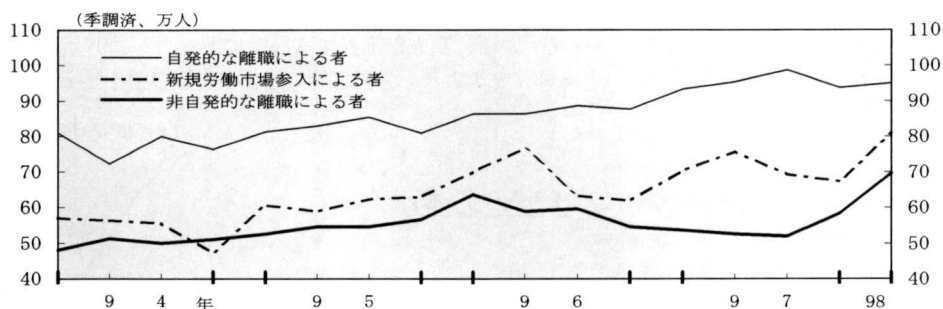
(図表 14)

失業率

(1) 完全失業率

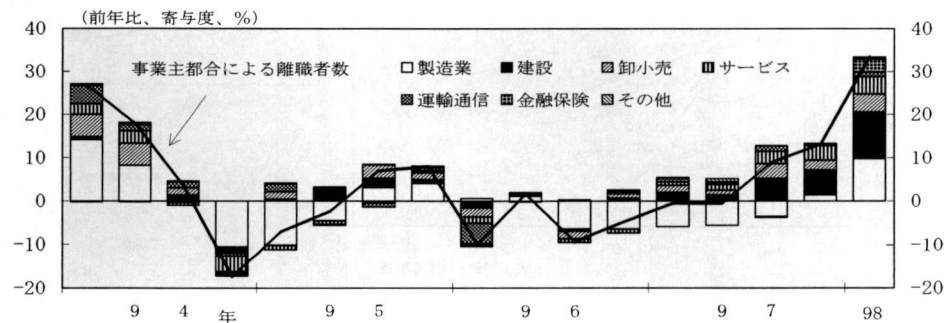


(2) 求職理由別完全失業者数



(注) 新規労働市場参入による者＝学卒未就職者＋その他。

(3) 非自発的離職者（雇用保険・事業主都合による離職者）の業種別内訳



(注) 98/1Qは、98/1月の値。

(資料) 総務庁「労働力調査」、労働省「雇用保険事業統計」

まで高まった(注7)。

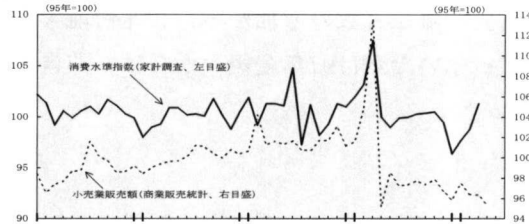
(図表15)

こうした中で、企業から家計に分配される雇用者所得は(前掲図表13下)、96年度の企業収益増加を背景にした特別給与の増加もあり、上期中は堅調な伸びを示した。しかし、年度後半は、生産面での在庫調整や企業収益の下振れを反映して、所定外給与や特別給与が低調に推移したため、雇用者所得全体の伸びも鈍化した。こうした要因に、前述の税制面などからの家計負担増もあって、家計の所得形成力は次第に弱まった。

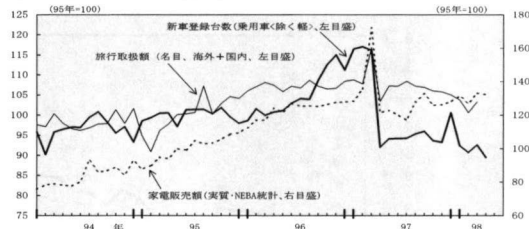
以上のような雇用、所得環境の下で、97年度の家計支出は低迷した。家計調査ベースの消費支出や各種販売統計の動きをみると(図表15)、97年初、消費税率引き上げ前の駆け込み需要が大規模に発生し、4月以降その反動で減少した。

消費関連販売統計

(1) 家計調査・商業販売統計(実質)



(2) 乗用車販売・家電販売・旅行取扱額



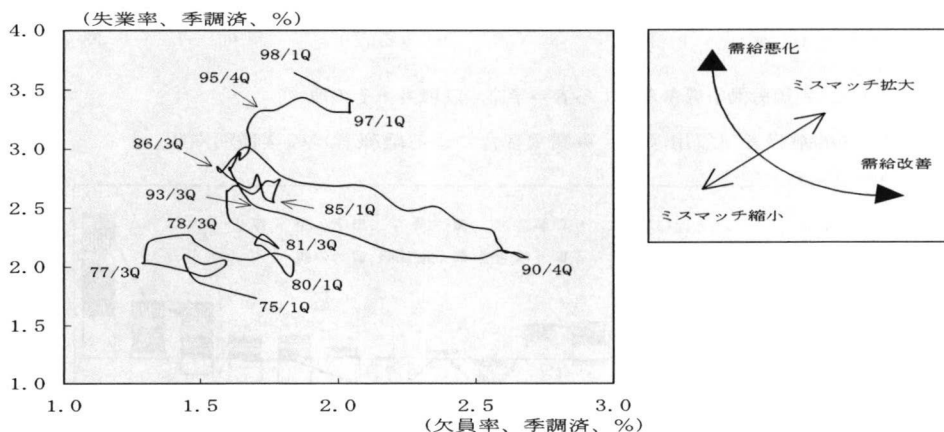
(注) 1. X-12-ARIMA (バージョン) による季調済系列。ただし、消費水準指数はX-11による季調済系列。
2. 小売業販売額は、日本銀行において、CPI (商品) で実質化。家電販売額は、各品目のCPI (但しパソコンはWPIで代用) を売上高ウェイトで加重平均し、実質化したもの。

(資料) 総務庁「家計調査報告」「消費者物価指数」、通商産業省「商業販売統計」、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」、日本銀行「卸売物価指数」、運輸省「旅行取扱状況」

(注7) 失業率と欠員率 (=労働者に対する企業側のニーズの未充足割合) の関係を見ると (UV分析、注7の図表)、94年から96年までは、労働需給のミスマッチ拡大から、双方が上昇する傾向にあったが、97年については、欠員率が低下する一方で失業率が増加しており、ミスマッチよりも労働需給の悪化の影響の強まりを示唆している。

(注7の図表)

UV分析



(注) 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)

(資料) 労働省「職業安定業務統計」、総務庁「労働力調査」

その後、夏場にかけて一旦は持ち直しの兆しがみられたが、秋口以降再び減少し、年度中は低迷状態が続いた。とくに、生産等への波及効果が大きい自動車は、前年を大幅に下回る状況が続いた。これまで堅調が続いたサービス支出についても、旅行支出は、年度後半から減少傾向を辿った。

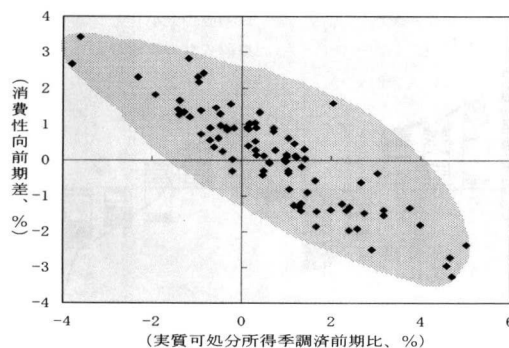
こうした97年度における個人消費の低迷については、その程度からみて、駆け込み需要の反動減や家計の所得形成力の弱まりのみでは説明できず、消費性向（可処分所得のうち消費支出に振り向ける割合）が低下したと考えられる（注8）。国民経済計算（SNA）ベースの消費性向は現時点で明らかでないが、家計調査ベースの消費性向は（後掲図表16上）、年度後半、急速に低下

し、既往ボトムを更新した。この背景としては、相次ぐ大型企業倒産や金融システム不安の高まりを眺め、家計が将来にわたる雇用や所得に対し不安を抱いたことが考えられる。事実、日本銀行が98年3月に実施した「生活意識に関するアンケート調査」（第6回、日本銀行調査月報当月号掲載）では、最近の金融機関の経営破綻に関する受け止め方として、自らの雇用や収入への影響を懸念する回答がほぼ半数（49%）を占めた。また、「消費動向調査」（経済企画庁）の消費者態度指数によって、消費者マインドの動きをみると（後掲図表16中、下）、消費税の税率引き上げを控えた97年3月に落ち込んだ後、9月にかけて一旦は回復したものの、年末以降、雇用環境や収入見通しの低下を主因に再び悪化した（注9）。

（注8）一般に家計は、所得が変化しても、従来の消費水準を維持する傾向があるとされる（これをラチェット効果と呼ぶ）。そのため、消費性向は、長期的には安定的であるが、短期的には、可処分所得の伸びと消費性向の変化に負の関係が成り立つ（注8の図表）。97年度の状況は、明らかにこうした動きと異なるものである。

（注8の図表）

ラチェット効果



データ：75/1Q～97/1Q

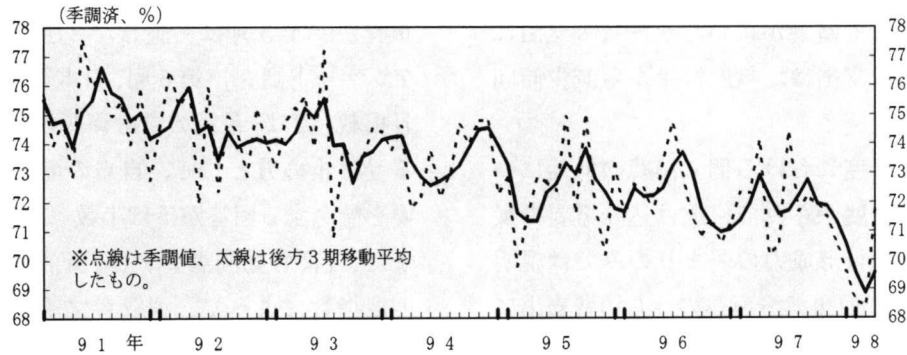
（資料） 経済企画庁「国民所得統計」

（注9）消費者マインドの変化が消費支出に与える影響の定量的評価については、「最近の個人消費動向について」（日本銀行調査月報当月号）参照。

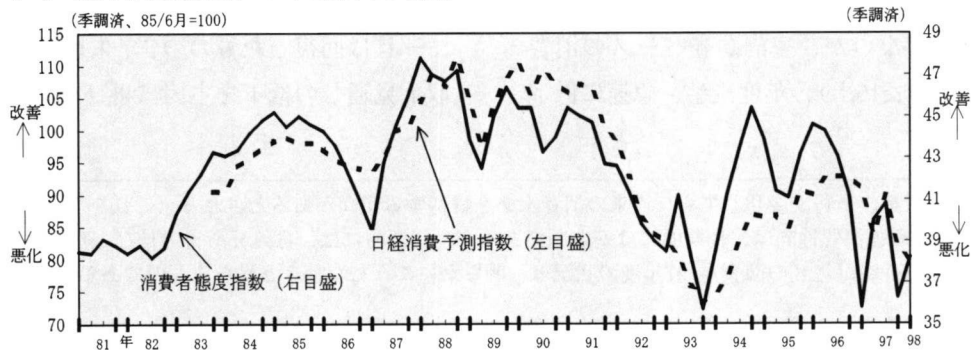
(図表16)

消費性向と消費マインド

(1) 平均消費性向 (家計調査)

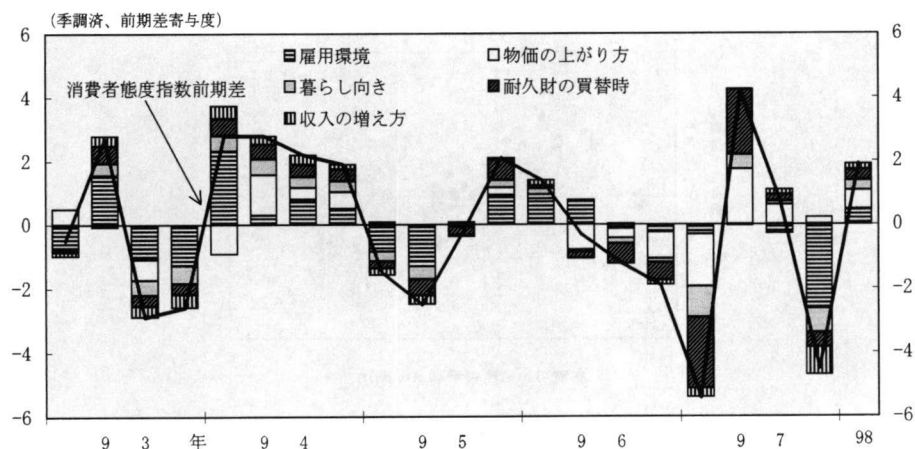


(2) 消費者態度指数・日経消費予測指数



(注) 調査月は毎年3・6・9・12月。

(3) 消費者態度指数の内訳



(資料) 経済企画庁「消費動向調査」、日経産業消費研究所「日経消費予測指数」、総務庁「家計調査報告」

なお、前述の「生活意識に関するアンケート調査」では、支出態度D.I.（1年前と比べて支出を「増やした」－「減らした」）が－35と、前回97年3月調査の－17比大幅に悪化した（注10）。支出を減らしている理由（複数回答可）は、将来の仕事や収入に対する不安（61%）、税制や医療保険制度改革に伴う負担増（49%）、年金や社会保険給付に対する不安（48%）の順となった。また、支出態度と支出削減理由について、職業別、年齢別にやや詳しくみると（後掲図表17）、職業別には、97年度において経営破綻の目立った金融保険以外にも幅広い業種（特に非製造業）にわたって支出を減らしている。その理由をみると、金融保険では、将来の仕事・収入に対する不安と並んで、不景気やリストラによる足元の収入減を挙げているが、公務員を除く他の職業においても、将来に対する不安から、支出態度が抑制的となっている。また、年齢別に支出を減らした理由をみると、40代までは、もっぱら将来の仕事・収入に対する不安（ただし、40代の場合、他の年齢層に比較して足元の収入減のウェイトが高い）、60歳以上は、これに加え、年金・社会給付に対する不安や足元の税制・医療保険制度改革に伴う負担増を挙げている。このように、97年度の消費マインド後退には、消費税率引き上げ、医療保険制度改革の実施や年金制度改革を巡る議論の高まりなどが、将来的な家計の負担増を連想させ、予備的貯蓄動機を高めたことも寄与していると考えられる。

次に、家計部門のもう一つの支出項目である

住宅投資についてみると、新設住宅着工戸数は（後掲図表18上）、96年10～12月（季節調整済年率換算で168万戸）をピークに減少傾向を辿り、97年7月に85年9月以来の低水準（同124万戸）となった後も、年率130万戸前後と低調に推移した。

新設住宅着工の中身を利用関係別にみると、特に持家と貸家の減少が大きい。持家については、これまで、金利や公庫の借入限度額などから算出した資金調達可能額と住宅価格との対関係ではほぼ規定されてきた。ところが、これを示す持家取得能力指数と持家着工戸数を比較してみると（後掲図表18中）、97年度は、比較的良好な取得環境にもかかわらず着工戸数が激減している。96年度着工分のうち駆け込み需要によるものがかなり含まれていたことは事実であるが、97年度における住宅投資低迷の背景には、足元の支払い能力には表れない将来所得に対する不安の高まりが影響していると考えられる。さらに、バブル期に分譲マンションを購入した世帯が買い替え期に差し掛かってきているが、そうした世帯ではかなりのキャピタルロスを抱え、持家への住み替えが困難なケースも多いとみられる（後掲図表18下）。一方、貸家についても、低金利下において投資環境としては比較的良好であるが、金融機関の貸出姿勢慎重化が投資に対し抑制的に影響した可能性がある。

以上のように、97年度における家計の支出については、所得要因に加えてかつてなくマインド要因が影響したとみられることが特徴的であ

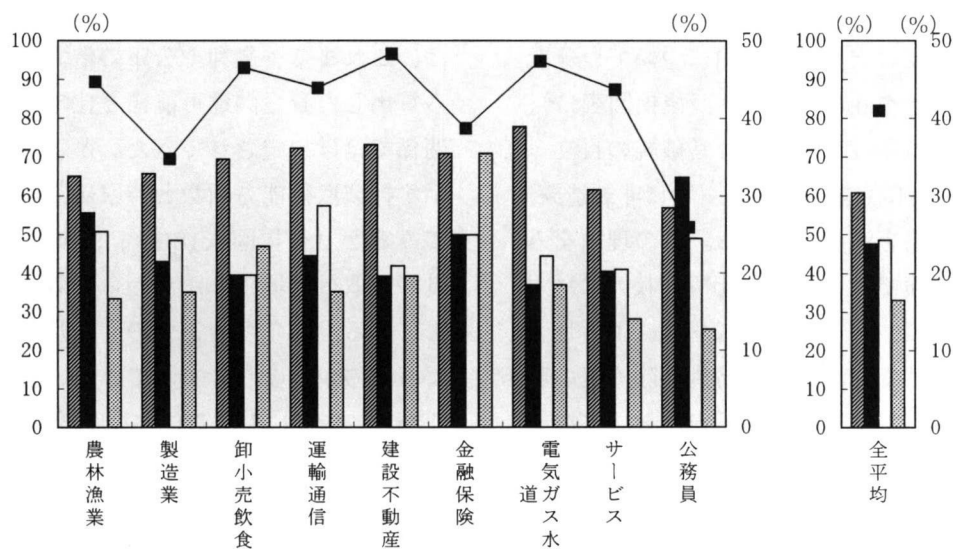
（注10）「収入」に関する項目との関係を見ると、1年前に比べて収入が「増えた」層において支出を「増やしている」割合が大きく低下をみたこと（33%→15%）や、1年前に比べて収入が「変わらない」層において支出を「減らしている」割合がかなり増加したこと（23%→31%）が目立っており、現実の所得減少に見舞われていなくても、将来に対する不安から追加的な貯蓄（これは「予備的貯蓄」<precautionary saving>と呼ばれる）を行ったことが窺われる。

(図表 17)

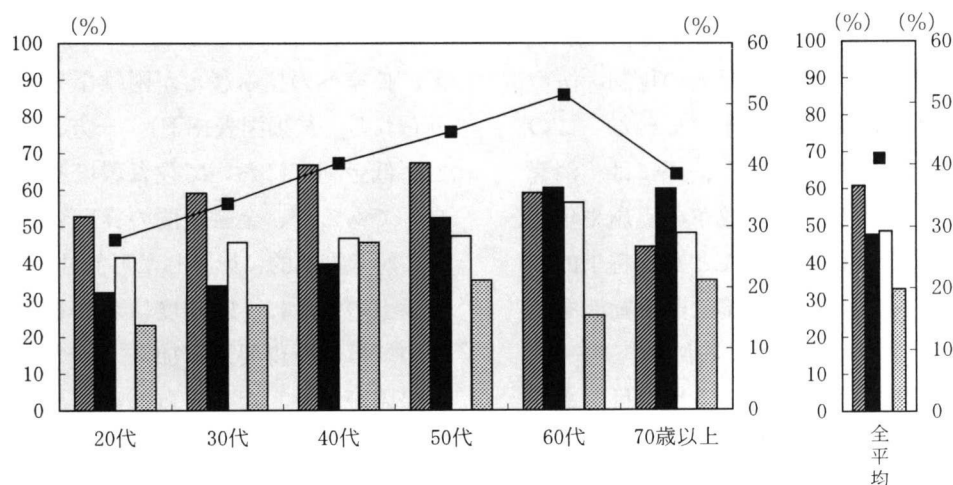
支出削減理由

- 将来の仕事や収入に対する不安 (左目盛)
- 将来の年金や社会保険給付の減少懸念 (左目盛)
- 税制や医療保険制度改革に伴う負担増 (左目盛)
- 不景気やリストラによる収入減 (左目盛)
- 支出を減らしている人の割合 (右目盛)

(1) 職業別



(2) 年齢別

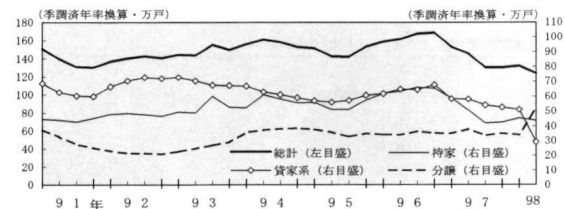


(注) 各職業・年代における各回答者数の割合 (%)。支出削減理由は複数回答可。
 (資料) 日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」

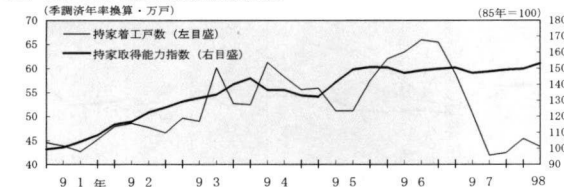
(図表 18)

住宅着工

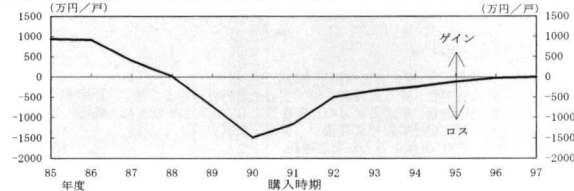
(1) 住宅着工戸数



(2) 持家着工戸数と持家取得能力指数



(3) 97年度時点における購入時期別キャピタルロス(ゲイン)の試算



(導出方法) マンションの平均床面積はほぼ20坪であることから、坪単価に20を乗じ、モデルケースとした。

各年度のキャピタルロス(ゲイン)

= 97年度のマンション坪単価×20 - 各年度のマンション坪単価×20

(注) 98/2Qは、98/4月の値。

(資料) 建設省「建設統計月報」、日本高層住宅協会「高層住宅供給動向調査」等。

る。98年3月には、家計調査ベースの消費性向が再び上昇したが、耐久消費財や住宅着工の動き等からみても、家計のマインドが回復したとは言いがたい。これまでも、例えば阪神・淡路大震災の直後のように、一時的にマインドが萎縮する局面はあったが、97年度のように長期にわたって支出態度が慎重化するのとは異例であり、将来の所得・支出環境に対する不確実性が高まったか、一時的にせよ「期待」が下振れた可能性がある(消費者の将来所得に対する期待形成と消費行動の関係については、後掲BOX3参照)。

(5) 97年度の景気低迷の背景－構造調整圧力の評価

以上みたように、96年度の景気回復を支えた生産、所得、支出を巡る前向きの循環は、97年度入り後は徐々に減衰し、景気は全体として停滞色を強めていった。96年度の後半における民間需要の盛り上がりには、耐久消費財や住宅を中心に、消費税率引き上げ前の駆け込み需要がかなり含まれていたものとみられ、97年度入り後その反動減が生じた。このことは、96年度における最終需要の実勢が、表面の数字ほどには高まっていなかった可能性を示唆している。こうした下で、さらに、97年度には、家計支出の長期にわたる低迷がみられた。家計支出低迷の背景については、97年度においてとられた幾つかの財政面での措置が実質可処分所得の減少をもたらしたことに加え、秋以降、金融機関を含む企業の経営破綻が相次ぐ中で、家計が、将来の雇用・所得環境に対する不透明感を強めたことが挙げられる。こうした家計支出の低迷は、国内最終需要の伸び悩みや在庫調整の深刻化(注11)に伴う企業収益の悪化を通じて、企業マインドや投資行動に影響を与えた。バブル崩壊以前においては、内需が一時的に停滞した折には、(特に製造業の場合)企業サイドの輸出態度の積極化が内需の低迷を補ったり、(特に非製造業の場合)金融緩和に伴うキャッシュ・フローの改善や金融機関の貸出態度の積極化が企業の資金繰りや設備投資を支えたりする現象がみられた。この点、今回は、ASEAN諸国や韓国を中心にアジア経済の変調がみられたことや、株価の低迷や信用リスクに対する警戒感の高まりなど

(注11) 在庫調整が深刻化した背景の一つとして、企業の先行きの需要に対する期待が実勢に比べやや強く、消費税率引き上げ後の4月以降、暫く高めの生産水準を維持したことも挙げられよう。

によって企業の資金調達面での制約が強まったことなどが、企業経営に影響を与えた。さらに、企業の生産活動の停滞や収益の悪化は、家計の雇用・所得環境を一層厳しくした。

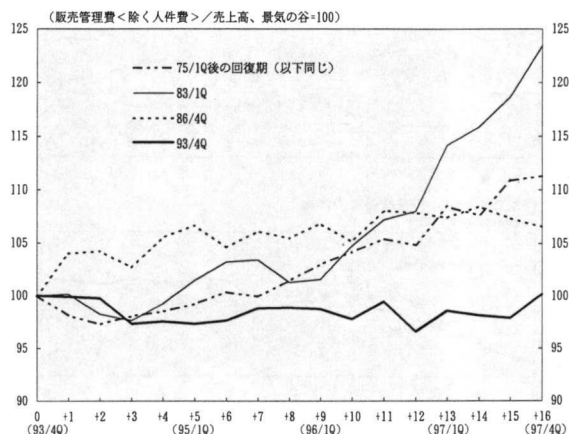
以上が、97年度において、景気が停滞色を強めることとなったプロセスであるが、各種の追加的なショックに対し経済全体が脆弱であった基本的な背景として、なお根強い構造調整圧力の存在が挙げられよう。こうした調整圧力が残る下では、96年度までみられた、「製造業・大企業を中心とした企業収益の好転が非製造業や中小企業へ波及する」というメカニズムには、景気の自律回復力の基盤を形成するという点で自ずから限界があったと考えられる。この構造調整圧力の評価という点に関しては、以下のような諸点を指摘できる。

第1に、グローバルな規模での競争圧力が高まる下で、製造業を中心にみられる企業行動の変化である。マクロ的にみたわが国の生産や輸出入構造は、着実に資本・技術集約的な方向に進んでおり、海外との水平分業にも相応の進展がみられる。しかし、ミクロ的にみた場合、経営効率や資本効率は、国際（先進国）比較すると見劣りする面が少なくなく、経費支出や国内での再投資に依然慎重あるいは選別的と考えられる。例えば、景気回復局面における製造業・大企業の販売管理費対売上高比率の推移を比較してみると（図表19）、今次局面では、一貫してほぼ同じ水準で推移している。企業の経営効率や資本効率の向上は、長い目でみれば経済にプラスであるが、これまでのところ、製造業・大企業の収益増加の他セクターへの波及効果に制約をもたらす要因となっている。

第2に、非製造業部門で求められている生産性向上に向けた調整圧力である。わが国非製造

（図表19）

製造業・大企業からの波及需要



- （注）1. 大企業とは、資本金10億円以上の企業を指す。
 2. 販売管理費（除く人件費）は「主要企業経営分析」を用いて人件費のうち販売管理費に属する部分の比率を算出し、その比率を法人企業統計季報の人件費に掛けて販売管理費から控除した試算値。
 3. ○内は93/4Qを谷とした四半期。

（資料）大蔵省「法人企業統計季報」、日本銀行「主要企業経営分析」

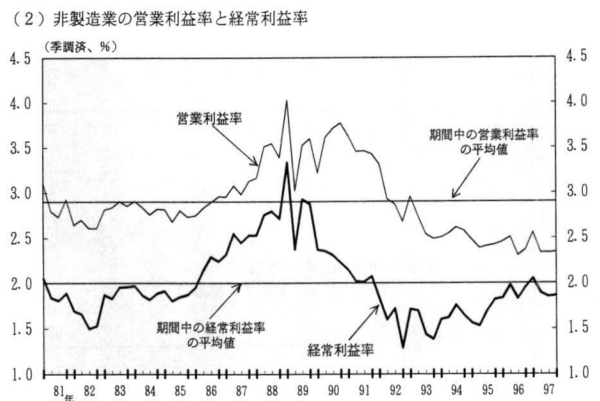
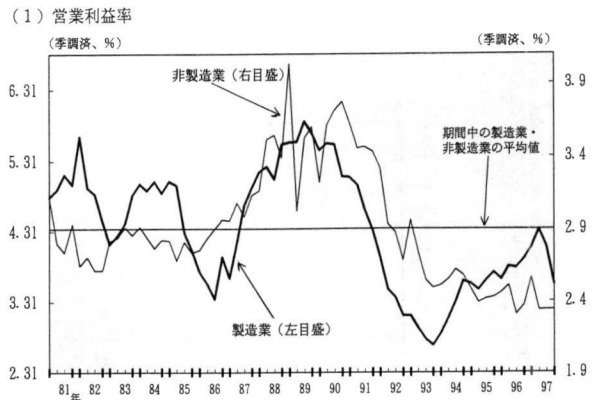
業では、非貿易財中心であり、また規制業種が多いという事情もあって、これまで製造業に比べ生産性の上昇において大きく遅れをとってきた（国民経済計算を用いた非製造業の生産性分析については、後掲BOX4参照）。それにもかかわらず、バブル期までは、経済のサービス化に伴う産業構造の変化の中で、いわば右肩上がりに需要が拡大してきたため、生産性改善の遅れを価格に転嫁する形で、売上げ、収益を伸ばすことが可能であった。しかし、バブル崩壊以降は、経済成長の減速により、右肩上がりの神話が崩れただけでなく、①上記のようなグローバルな競争の下で、製造業などの需要家が安易な価格引き上げを容認しなくなったほか、②消費者も、次第に内外価格差などに敏感になってきたことから、マージン圧縮やサービス価格の引き下げを求める圧力が強まっている。さらに、

(図表20)

企業収益

規制緩和の進展に加え、情報通信技術の発達が生産製造業においても競争を激化する方向に作用しているとみられ、これらが複合する形で非製造業の収益環境を厳しいものとしている。その結果、製造業、非製造業別に売上高営業利益率の推移をみると(図表20上)、93年末以降の景気回復局面において、製造業の営業利益率が着実に回復しているのに対し、非製造業の営業利益率は、むしろ低下傾向にある。この間、非製造業の経常利益率は、緩やかに改善しており(図表20下)、このことは、非製造業の収益改善がもっぱら金利低下による営業外収益の改善に依存していることを示している。こうした収益体質の下で、非製造業部門全体としては、過去に比べて支出や投資に前向きな動きが生じにくい状況にある。

第3は、同じく非製造業を中心にみられるバランス・シート調整圧力の残存である。先に、非製造業に関して需要の右肩上がりを指摘したが、これに加えて担保となる不動産価格の右肩上がりが、必ずしも収益力の芳しくない企業であっても、比較的容易に資金を調達し、事業を拡大することを可能にしてきたと考えられる。しかし、この点についても、バブル崩壊の結果、不動産業はもとより、建設、卸・小売といった多くの業種で、中小企業を中心に、債務過多や実質的な自己資本の毀損が生じており、現在も支出活動に制約を受ける企業がなお少なくないとみられる。純債務残高対キャッシュ・フロー比率を業種別、規模別で比較すると(後掲図表21)、製造業・中堅中小企業が概ねバブル以前



(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

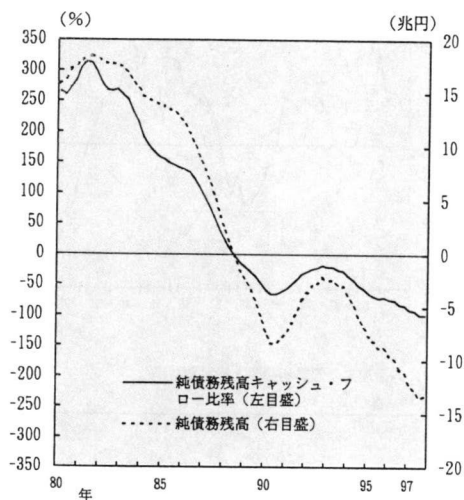
の水準に回復しているのに対し、非製造業・中堅中小企業の場合、不動産を除いたベースでも、なお高い水準にある。前述のように、非製造業のキャッシュ・フロー改善のかなりの部分が金利低下に負っていることを考えると、こうしたセクターにおける債務負担の大きさは、潜在的にはなお大きいとみるべきである(注12)。後

(注12) ただし、バランス・シート問題の特徴は、マクロ・ベースの統計では見えにくいところにある。ミクロ調査によれば、債務の大きさにはかなりの偏りがあり、マクロ統計でみた諸比率は、比較的少数の債務過多の企業に引きずられる傾向がある。

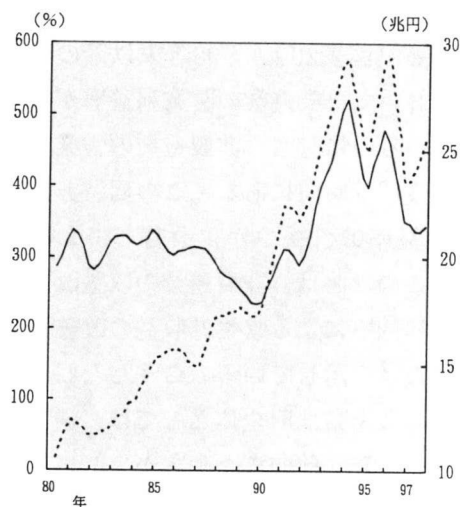
(図表 2 1)

純債務残高／キャッシュ・フロー比率

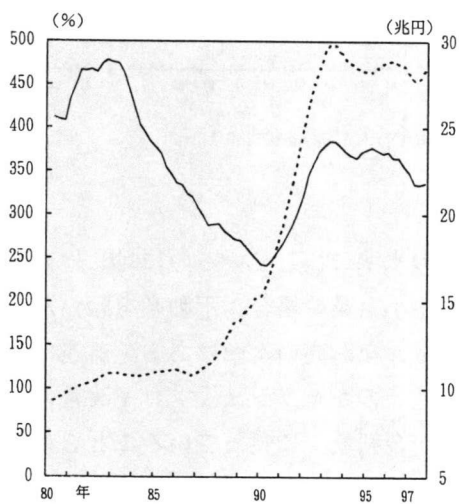
(1) 製造業・大企業



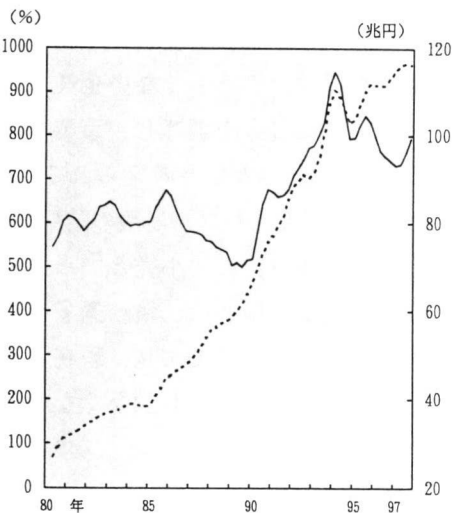
(2) 製造業・中堅中小企業



(3) 非製造業・大企業
(除く不動産・電力・運輸通信)



(4) 非製造業・中堅中小企業
(除く不動産)



(注) 1. データは四半期、季調済後方3期移動平均値。

2. 純債務 = (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)

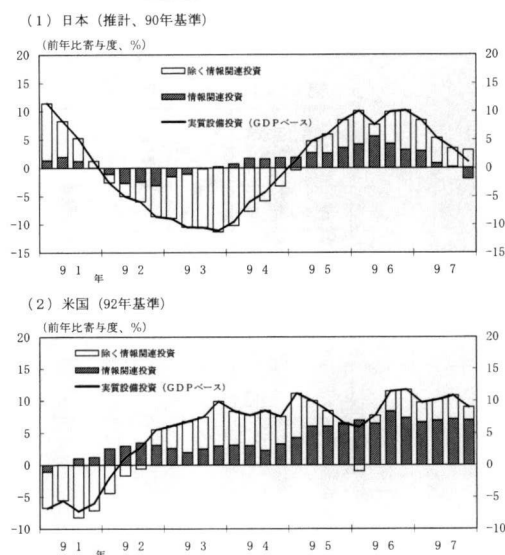
(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

(図表 2 2)

に第4章では、金融機関の融資姿勢の慎重化について述べるが、この点に関しても、株安等に伴う金融機関サイドの自己資本面の制約に加え、こうした企業サイドでのバランス・シート問題の残存が底流に影響していることを見逃すことはできない。

第4が、いわゆるリーディング産業、すなわち、大規模な能力増強や雇用拡大を刺激するような需要拡大業種の不在ないし産業構造調整の不十分さである。90年代半ば、わが国においても情報通信産業が、世界的な情報化の波や国内の規制緩和を受けて成長し、半導体等部品、コンピュータ、移動体通信関連機器といった財の生産やソフトウェア、インターネット関連等情報サービスの急速な拡大がみられた。しかし、97年度は、情報通信分野に関する国内需要が盛り上がり欠けた。試みに、米国と同様な定義で、わが国の情報関連投資を推計してみると(図表22)、95、96年度の2年間は、設備投資全体の伸びに対する情報関連投資の寄与が5割程度に達したが、97年度は、移動体通信でのインフラ整備の一服という要因もあって、一転して減少傾向を辿った。これは、米国において情報化投資が長期にわたって設備投資全体を押し上げている姿と、かなり様相を異にしている。また、労働生産性の変化と雇用のシェアの変化を散布図にプロットすると(後掲図表23)、93年から96年にかけての景気回復局面では、第1象限にある業種が、過去の景気回復期と比べかなり少ないうえ、建設業のように第2象限にも点が存在する、すなわち生産性の伸びがマイナスの産業に相対的に雇用がシフトする現象がみられている。すなわち、生産性の伸びを高めつつ雇用を吸収するようリーディング産業が見えないだけでなく、雇用面での調整圧力を高

情報関連投資(実質)



(注)

わが国の情報関連投資については、米国における情報関連投資(Information Processing and Related equipment)の定義と同様の品目分類(情報関連機器、コンピュータ及び周辺装置、事務用機器、科学・光学装置)により、下記の手順により作成した。

- (1) 80-85-90年連続産業連関表(90年基準)において、上記の分類に合致する品目を選定し、当該品目の国内(民間)総固定資本形成額(生産者価格)の合計額をベンチマーク年(90年)における情報関連投資額とする。
- (2) 通産省生産動向統計調査、大蔵省「外国貿易概況」、電子工業輸出入実績表の月次データから、上記の分類に合致する品目をそれぞれ選定し、内需・生産・輸入・輸出の考え方により、月次および四半期の情報関連内需データを作成。
- (3) 上記(1)で求めたベンチマーク年の情報関連投資額に、(2)で求めた四半期毎の情報関連内需データの伸び率を乗じることにより、各期の情報関連投資額を算出。
- (4) 実質ベースの情報関連投資を算出するに当たっては、国内GDPの当該品目を90年産業連関表ウェイトで合成した「情報関連投資デレータ」を用いた。

めつつある産業が存在することが示唆されており、少なくとも雇用面からみる限り、わが国における産業構造転換のプロセスはまだ進捗途上にあると言わざるを得ない。

以上のように、97年度の景気低迷の背景には、家計支出の低迷という最終需要面での要因に加え、底流にある根強い構造調整圧力が、前向きの力の波及を阻むかたちで作用したことが挙げられる。

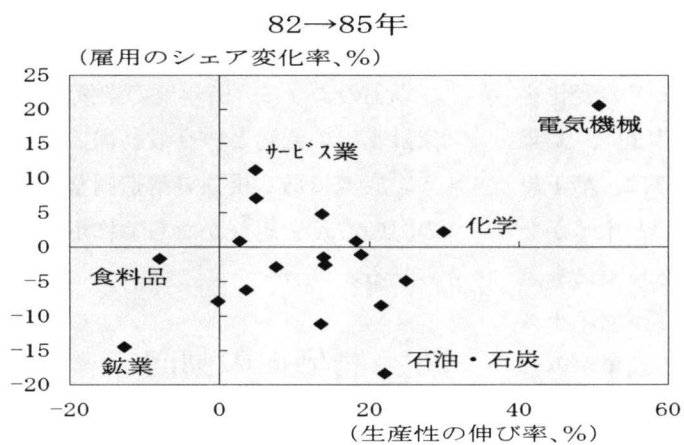
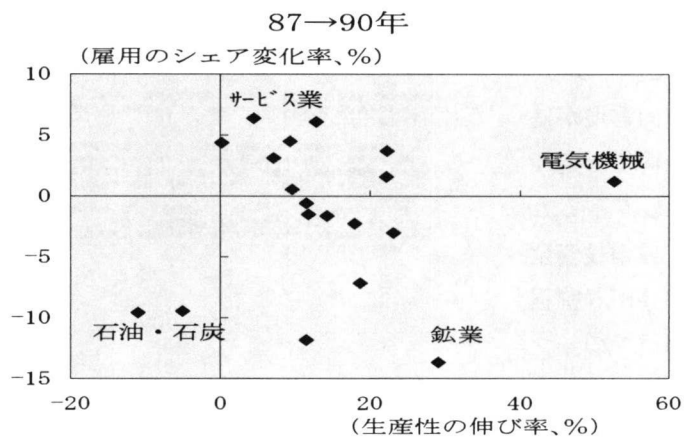
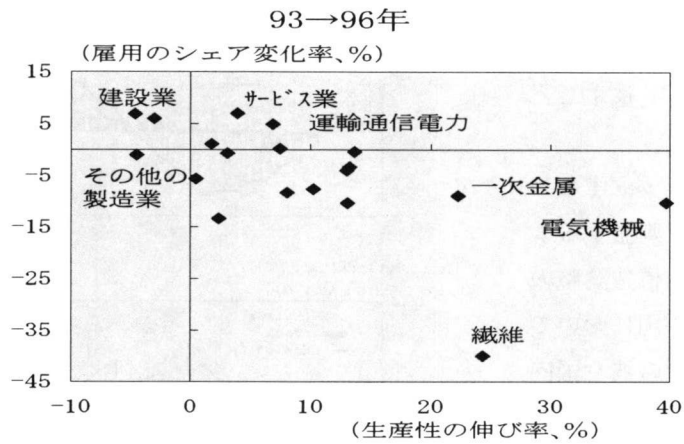
3. 物価面の動向

(1) 概観

わが国の物価は(後掲図表24)、97年度入り後、消費税率引き上げが各種物価指数を押し上

(図表 2 3)

業種別生産性と雇用

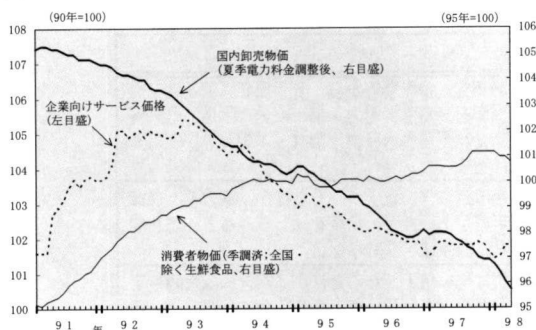


(注) 生産性は就業者一人あたり実質GDP。
(資料) 経済企画庁「国民経済計算年報」

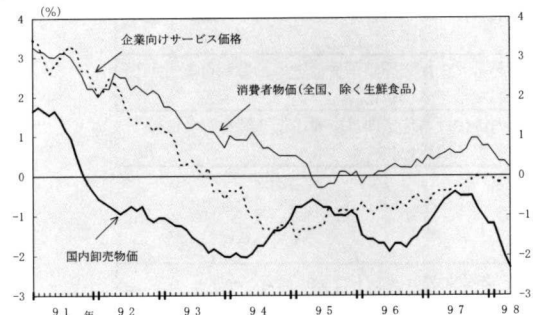
(図表24)

物 価

(1) 水準



(2) 前年比



(注) 1. 97/4月以降は、消費税率引き上げを調整したベース（課税品目のすべてについてフル転嫁されたと仮定して試算）。

2. (1)の消費者物価は、95年基準の季節調整系列と90年基準の季節調整系列とを、95年1月でリンクさせたもの。

(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」

げたが（注13）、その影響を除いてみると、総じて安定した動きとなった。しかし、年度後半にかけては、内外市場における需給の緩和から、卸売物価を中心に再び軟調な展開となった（以下、消費税率引き上げ要因を除いたベースで記述す

る）。まず、国内卸売物価は、夏場以降、内需の低迷やアジア経済の変調に伴う内外素材市況の悪化から、下落した。この間、企業向けサービス価格は、概ね横這い圏内で推移した（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25、26）。消費者物価（全国、除く生鮮食品）は、97年度前半は上昇幅が幾分拡大したが、年度後半には国内卸売物価の下落を反映した商品価格の軟化から、上昇率をやや低下させており、最近では、医療保険制度改革の影響を除いてみると、前年比はゼロ近傍となっている。

指数別、財別にやや詳しくみると、卸売物価（注14）のうち輸入物価は（後掲図表27上）、97年度当初は、原油市況の反落などを主因に下落した。年後半は、木材、非鉄金属等原油以外の国際市況が下落したため、契約通貨ベースは引き続き軟化した。為替円安（対米ドル）から、円ベースではむしろ強含んだ。しかし、年末から98年入り後は、アジア経済の変調を受けて、原油を含む国際商品市況が大幅に下落したため、円ベースの輸入物価も再び軟化した。国内卸売物価は（後掲図表27下）、97年前半は、技術革新等を背景とした電気機器等機械類の下落圧力が引き続き根強い一方、既往の円安・原油高の影響などから、全体ではほぼ横這い圏内で推移した。しかし夏場以降は、公共投資や住宅投資の減少を反映して鉄鋼、建材等建設関連財が軟

(注13) 課税品目のすべてに消費税率がフル転嫁されたと仮定した場合、消費税率の2ポイント引き上げにより、国内卸売物価は1.94%、企業向けサービス価格は1.76%、消費者物価（全国、除く生鮮食品）は1.43%、それぞれ上昇する（日本銀行調査統計局試算）。

(注14) 日本銀行では、97年度中、卸売物価指数について、90年基準から95年基準へ更新する基準改定（5年毎の「基準時」および「ウェイト算定年次」の更新）を行い、97年12月上旬分から実施した。その際、近年のわが国の経済・貿易構造の変化に対応し、指数精度の向上を図るべく、採用品目の見直し、充実化を図った（詳しくは、「卸売物価指数の平成7年基準改定について」＜日本銀行月報97年12月号＞参照）。

(図表 25)

97年度における卸売物価の主な動き

(国内卸売物価)

(前年比、%)

	96年度	97年度	主 な 動 き
総 平 均	-1.5	1.0	消費税率引上げ(97/4月、3→5%)の影響等から、6年振りに前年比プラスに転化。もともと、伸び率をみると、電力・都市ガス・水道、鉄鋼等が上昇したが、電気機器、食料用農畜水産物、製材・木製品等が下落したことから、低めの伸びに止まった。
電力・都市ガス・水道	-0.9	4.2	上水道が一部自治体の料金改定に伴い値上がりしたほか、電力も、98/2月には料金改定による値下げがあったが、年度を通じてみると、燃料費調整制度による値上げから、前年比プラスに転化。
鉄 鋼	-1.7	2.7	厚板が造船向け需要の堅調に伴い値上がりしたほか、熱延広幅帯鋼も年度前半における製造業の需要堅調を背景に値上がりしたことから、前年比プラスに転化。
電 気 機 器	-8.1	-3.4	集積回路の国際的な需給緩和による下落に加え、技術革新や販売競争激化を背景とした電子計算機本体、ルームエアコン等の値下がりから続落。
食料用農畜水産物	0.6	-2.0	米が豊作に伴う供給増加から、また鶏卵が消費低迷の影響から値下がりしたことを主因に、前年比マイナスに転化。
製 材 ・ 木 製 品	3.5	-1.8	製材、普通合板等が、国内における住宅向け需要の低迷等を背景に値下がりしたため、前年比マイナスに転化。

(輸 出 物 価)

(前年比、%)

	96年度	97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	3.6	1.5	契約通貨ベースでは、電気機器、輸送用機器等の下落から続落
契約通貨ベース	-6.5	-3.5	したが、円ベースでは為替円安を反映して上昇。
電 気 機 器	-0.5	-0.3	集積回路の国際的な需給緩和による下落や、現地での販売競争
契約通貨ベース	-11.2	-6.6	激化に伴うブラウン管の値下がり等から続落。
輸 送 用 機 器	10.1	2.6	乗用車が、為替円安を背景に値下がりしたことから続落。
契約通貨ベース	-2.5	-2.0	
化 学 製 品	-3.1	1.4	テレフタル酸が東南アジアにおける合成繊維の需給緩和を反映して
契約通貨ベース	-14.8	-5.3	値下がりしたこと等から続落。

(輸 入 物 価)

(前年比、%)

	96年度	97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	12.3	2.4	契約通貨ベースでは、石油・石炭・天然ガス、木材・同製品等が
契約通貨ベース	-0.3	-3.6	下落したことから続落。円ベースでは、為替円安を反映して上昇。
石油・石炭・天然ガス	34.7	-1.1	原油が、OPEC等の増産と東南アジアにおける需要減少による
契約通貨ベース	15.5	-9.1	原油市況安を反映して下落したため、前年比マイナスに転化。
木 材 ・ 同 製 品	14.6	-7.6	丸太、合板等が、わが国における住宅需要の低迷等に伴い値下がり
契約通貨ベース	-0.7	-14.7	したため、大幅に下落。
機 械 器 具	5.8	2.4	集積回路、電子計算機本体等が、わが国における販売競争激化や
契約通貨ベース	-3.8	-1.7	技術革新を背景に値下がりしたことから続落。

(注) 97年度の国内卸売物価前年比は消費税率引き上げ分を含む。なお、課税品目のすべてに消費税がフル課税されたと仮定すると、消費税率引き上げにより国内卸売物価は1.94%上昇する(日本銀行調査統計局試算)。

(資料) 日本銀行「卸売物価指数」

(図表 26)

97年度における企業向けサービス価格の主な動き

	96年度	97年度	主 な 動 き
総 平 均	-0.7	1.6	消費税率引上げ(97/4月、3→5%)の影響等から、5年振りに前年比プラスに転化。リース・レンタルが前年比マイナス幅を大幅に縮小したほか、不動産賃貸、情報サービスが前年比プラスに転化。
リース・レンタル	-5.4	-1.1	①リースにおいて、リース料率が下げ止まり傾向にあったほか、物件価格の下落も前年に比べ小幅に止まったことに加え、②レンタルにおいても、土木建設機械レンタルの下落幅が前年に比べ小幅化したことから、全体でも前年比マイナス幅が縮小。
不 動 産	-1.9	1.4	事務所賃貸において、オフィスビル需給が優良物件を中心に緩やかな改善をみたことから、前年比プラスに転化。
諸 サ ー ビ ス	0.3	2.5	自動車修理や土木建築サービスにおいて、人件費等諸コスト高を転嫁した値上げがみられたこと等から、前年比プラス幅が拡大。
情 報 サ ー ビ ス	-0.1	2.6	ソフトウェア開発が、西暦2000年対応やLAN開発等、企業の旺盛な情報化投資を反映して値上がりしたことから、前年比プラスに転化。
広 告	1.4	2.8	その他広告(新聞広告)において、値上げ改定がみられたこと等から、前年比プラス幅が拡大。この間、放送広告(テレビCM)は、年度後半にかけて広告出稿が盛り上がり欠いたことから、前年比プラス幅が縮小した。
運 輸	0.3	1.7	航空旅客輸送(国際航空旅客)が需要堅調や燃料費の上昇を背景に値上がりしたこと等から、前年比プラス幅が拡大。この間、外洋貨物輸送では、定期航路が競争激化から値下がりしたほか、為替の円安幅が前年に比べ小幅に止まったこと等から、前年比プラス幅が縮小。
通 信	-1.9	-0.5	郵便における料金引き下げや自動車・携帯電話における競争激化を背景とした値下げから、2年連続の前年比マイナスとなった。

(注) 97年度の前年比は消費税率引き上げ分を含む。なお、課税品目のすべてに消費税がフル課税されたと仮定すると、消費税率引き上げにより企業向けサービス価格は1.76%上昇する(日本銀行調査統計局試算)。

(資料) 日本銀行「企業向けサービス価格指数」

化したほか、アジア経済の変調を背景に石油関連製品、非鉄金属なども下落に転じた。この間、輸出物価は、契約通貨ベースでは、電気機器が技術革新や欧米での販売競争激化を反映して下落したほか、金属、化学製品なども東南アジアの需要減退により軟化傾向を辿った。もっとも、円ベースでみると、概ね為替変動に沿った動きをしており、対米ドル円安を反映して年央から98年初まで上昇した後、やや下落した。

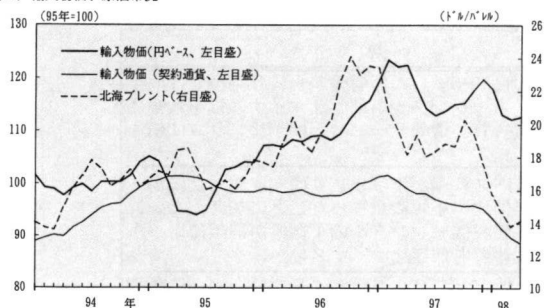
一方、企業向けサービス価格は(後掲図表28上)、前年比下落幅が緩やかに縮小しており、このところ前年比横這い近傍で推移している。内

訳をみると、一般サービス(情報サービス、広告、人材派遣、建物維持等)は、既往の企業収益の回復や情報化投資の活発化から、97年度入り後は小幅ながら上昇した。リース・レンタルは、コンピュータ等物件価格の下落は続いたものの、金利の下げ止まりから、下落幅が緩やかに縮小した。不動産賃貸も、オフィス・ビルの需給改善から、97年末には概ね下げ止まっている。もっとも、98年1～3月には、外洋貨物輸送や通信関連の値下がりから、再び小幅のマイナスとなるなど、企業向けサービス価格が全体として上昇に転じていく状況にはない。

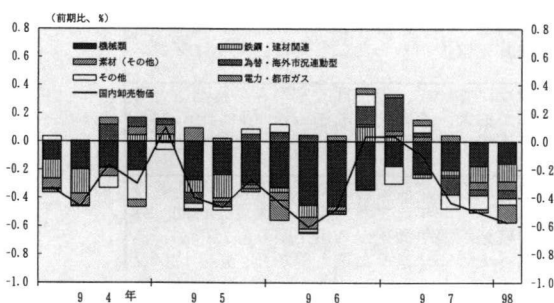
(図表 27)

輸入物価と卸売物価

(1) 輸入物価、原油市況



(2) 国内卸売物価 (夏季電力料金、消費税調整後)



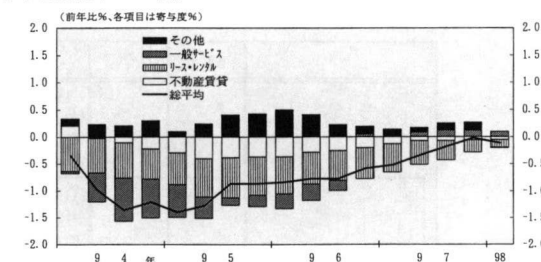
- (注) 1. 為替・海外市況連動型: 石油・石炭製品、非鉄金属
 2. 鉄鋼・建材関連: 鉄鋼、金属製品、窯業・土石製品、製材・木製品、ガラス類
 3. 機械類: 電気機器、一般機器、輸送用機器、精密機器
 4. 素材(その他): 化学製品、プラスチック製品、繊維製品、紙・紙・同製品
 5. その他: 加工食品、その他工業製品、食料用農畜産物、非食料農畜産物、鉱産物、水産
 6. 97/4月以降は消費税引き上げの影響を除くベース(課税品目のすべてについてフル転嫁された
 と仮定して試算)。

(資料) 日本銀行「卸売物価指数」「経済統計月報」

(図表 28)

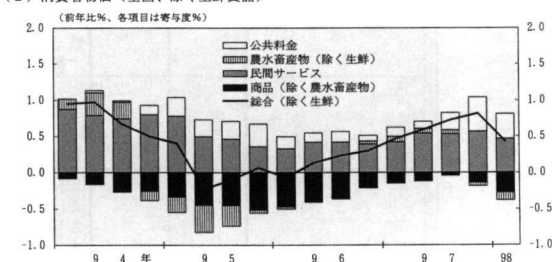
企業向けサービス価格と消費者物価

(1) 企業向けサービス価格



- (注) 1. 一般サービスは、金融・保険、運輸、情報サービス、通信、広告、建物・土木、労働者派遣、機械修理等(「その他」に含まれる品目を除く)。
 2. 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、下水道)②海外要因(外洋貨物、国際航空貨物、国際航空旅客)。
 3. 97/4月以降は消費税引き上げの影響を除くベース(課税品目のすべてについてフル転嫁された
 と仮定して試算)。

(2) 消費者物価 (全国、除く生鮮食品)



- (注) 97/4月以降は消費税引き上げの影響を除くベース(課税品目のすべてについてフル転嫁された
 と仮定して試算)。

(資料) 日本銀行「企業向けサービス価格指数」、総務庁「消費者物価指数」

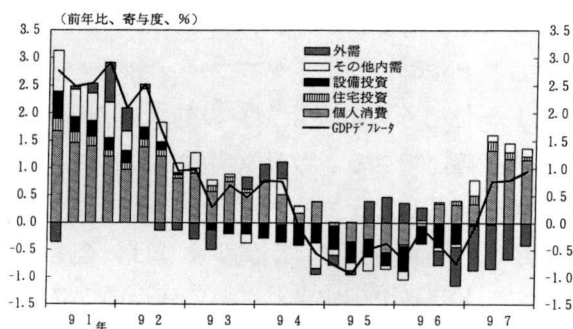
療保険制度改革の要因を除いた基調的な上昇率は、ほぼゼロ近傍となっている。

なお、97年中のGDPデフレーターは、前年をやや上回って推移した。支出面からやや詳しくみると(図表29)、個人消費、住宅など内需関連のデフレーターは、97年度入り後、消費税率引き上げの影響から一旦伸び率が高まったが、その後は、徐々に伸び率が低下した。一方、輸入物価のプラス幅縮小を主因に外需デフレータのマイナス幅が縮小したことから、GDPデフレーター全体では、前年比上昇幅がやや拡大した。

(注15) 医療保険制度の改正に伴い、被保険者の自己負担比率が1割から2割に引き上げられたことなどにより、消費者物価全体で0.4%程度の押し上げ寄与があった。

(図表 2 9)

GDPデフレーター



(資料) 経済企画庁「国民所得統計」

(2) 背景

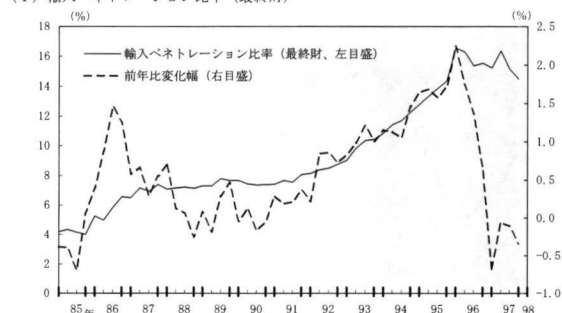
以上のように、97年度の物価は、総じて安定していたものの、内需の低迷と海外市況の下落から、年度後半は、物価の下落圧力がやや強まった。そこで、97年度の物価を巡る環境について、前回物価下落が著しかった94、95年の局面と比較してみる。

94、95年当時は、アジア諸国の工業化と累積的な円高に伴う輸入品の価格競争力の高まりから、最終財を中心に輸入ペネトレーション比率（国内需要に占める輸入のシェア）が、急速に高まり（図表30上）、輸入品との競合から、国内の最終財価格全般に強い低下圧力が加かった。この点、今回は、為替相場が、全体としてみれば、94、95年に比べかなりの円安水準となっており（前掲図表3下）、この面から、輸入ペネトレーション比率が上昇する状況にはなかった。ちなみに、卸売物価について、素原材料、中間財、最終財という需要段階別に国内品と輸入品の相

(図表 3 0)

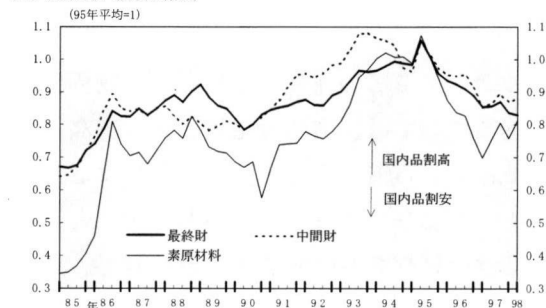
輸入面からの物価への影響

(1) 輸入ペネトレーション比率（最終財）



(注) 輸入ペネトレーション比率 = 輸入 / (国内向け出荷 + 輸入) × 100

(2) 対比価（需要段階別）



(注) 対比価 = 国内品価格 / 輸入品価格

(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」、日本銀行「卸売物価指数」

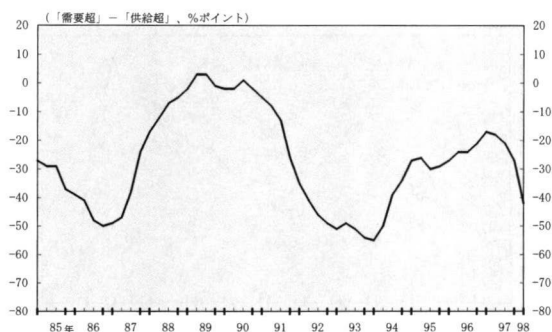
対比価（国内品価格／輸入品価格）の動きをみると（図表30下）、95年当時に比べ、いずれの財においても国内品の割高感が薄れてきている（注16）。一方、短観の製品需給判断D.I.をみると（後掲図表31）、97年度はかなり「供給超」に振れており、国内の需給ギャップが拡大したことを示している。97年度の需給ギャップ拡大は、もっぱら国内最終需要の停滞と在庫の調整によるものであり、この面から物価に下落圧力が加わった。

(注16) 厳密には、棲み分けが進んで、輸入品と国内品の中身が異なる品目も多いので、こうした比較で「割安化」「割高化」を単純に論じることはできないが、為替相場やこれまでの国内物価の落ち着きを考えると、94、95年当時に比べ、97年度は、内外価格差要因からの輸入のインセンティブが小さかったことは間違いない。

(図表 31)

製品需給判断D. I. (主要企業・製造業)

<短観ベース>



(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

この間、アジアの通貨・金融危機の物価面への影響については、97年度中は、アジア諸国の景気減速による海外素材市況の下落による影響に止まっており、これはむしろわが国にとって交易条件の好転を意味する。これに対し、最終財輸入が増加すれば、競合する国内品に下落圧力を及ぼし、企業収益の圧迫要因となる。しかし、アジア通貨の下落幅の大きさに比べると、アジアからの輸入品価格の下落幅は総じて小さく、わが国内需の停滞とも相俟って、輸入はむしろ減少気味で推移している。これには、通貨安に伴う輸入インフレの発生などから、輸出価格を引き下げにくかった現地の事情があるものと思われる（後掲BOX 1 参照）。

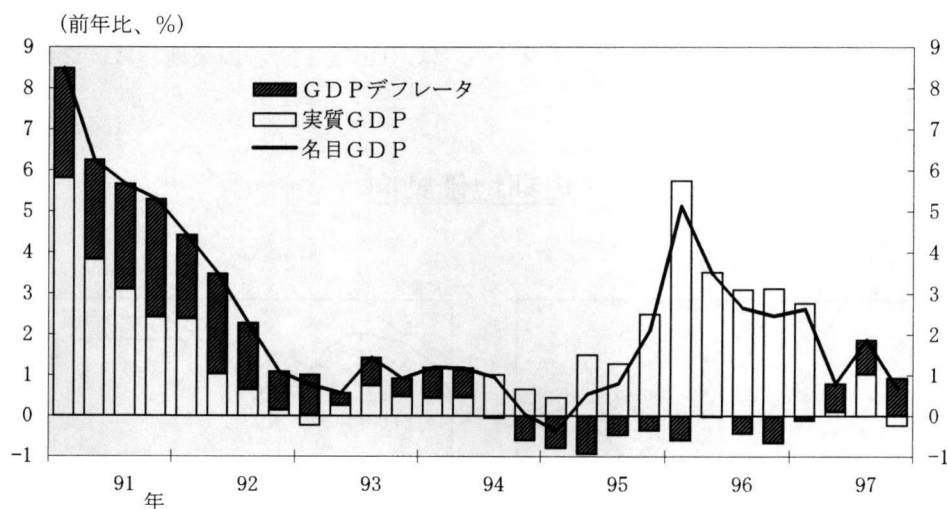
以上のように、97年度後半においては、主に内需の停滞を主因に物価低下圧力がやや強まった。物価の持続的な下落が、実質賃金の上昇や実質債務負担の増加などを通じて、企業収益を圧迫すれば、その支出活動の抑制を通じて需要が減少し、さらなるデフレ圧力に繋がることになる（＝いわゆるデフレ・スパイラル、デフレ・スパイラルについては後掲BOX 5 参照）。

そこで、SNA（国民経済計算）統計ベースで、97年度入り後の物価と需要の状況について、改めて確認しておく。一般に、デフレ・スパイラルのリスクが高まっているかどうかについては、名目GDPやユニット・プロフィット（＝実質GDP単位当りの営業余剰）の動きによって、ある程度確認できる。数量（実質GDP）の減少と価格（GDPデフレーター）の下落によって名目所得（名目GDP）が減少すれば、企業にとって、名目値で固定されている賃金の支払いや債務返済に支障を来し、将来の支出の抑制に繋がる。また、実質GDPの減少とGDPデフレータの低下が生じた場合、雇用者所得は短期的には硬直的であるため、ユニット・レーバ・コスト（＝実質GDP単位当りの雇用者所得）が上昇する反面、ユニット・プロフィットは低下し（同時に労働分配率＝国民所得に占める雇用者所得の割合＞が上昇する）、企業収益が圧迫される結果、企業の支出抑制や雇用の削減に繋がる。97年度入り後の名目GDPの動きをみると（図表32上）、実質成長率とGDPデフレーターがともに低い伸びに止まったことから、名目GDPの伸びがかなり低下した。他方で、GDPデフレータの動きを分配面からみると（図表32下）、ユニット・レーバ・コストの上昇がみられている。ユニット・プロフィットについては、国民所得統計の確報化まで計数的には明らかなでないが、GDPデフレーターとユニット・レーバ・コストの動きからみて、97年度入り後は低下し、労働分配率が上昇した可能性が高い。このことは、企業収益が圧迫される傾向にあることを意味しており、物価の下落が投資や雇用面など今後の企業活動に与える影響を注視していく必要性が生じたといえよう。

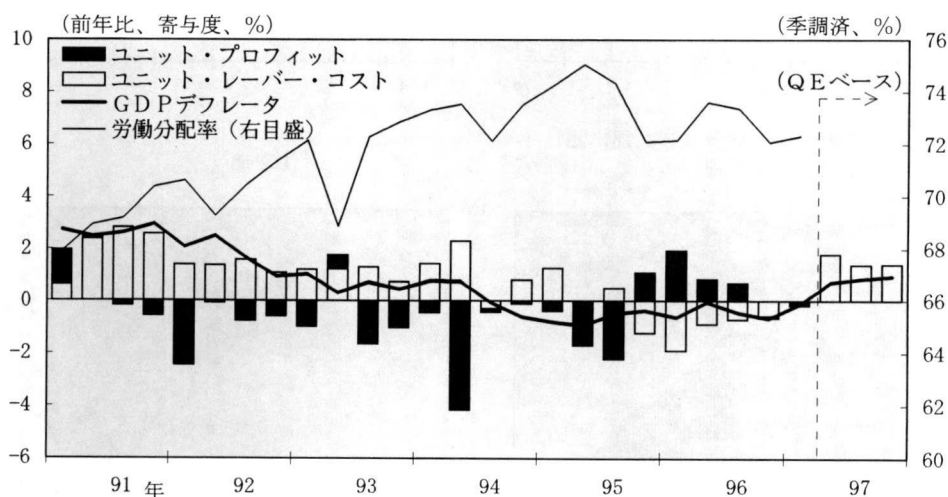
(図表 3 2)

GDPデフレーターと労働分配率

(1) 名目GDPの寄与度分解



(2) 労働分配率の推移



- (注) 1. 労働分配率＝雇用者所得／(雇用者所得＋営業余剰)
 名目GDP＝雇用者所得＋営業余剰
 ＝(単位当りの雇用者所得×ユニット・レーバー・コスト)＋単位当りの営業余剰×ユニット・プロフィット
 ×実質GDP
2. SNA上の営業余剰は、法人・個人企業の営業利益にほぼ相当。
3. 97/2Q以降のユニット・レーバー・コストはQEベース (QEベースの雇用者所得は「国民」概念であり、GDPの対象である「国内」概念とは定義が若干異なるが、両者の計数は殆ど等しい)。
4. 営業余剰については、97/2Q以降未公表。

(資料) 経済企画庁「国民所得統計」

(3) 地価動向

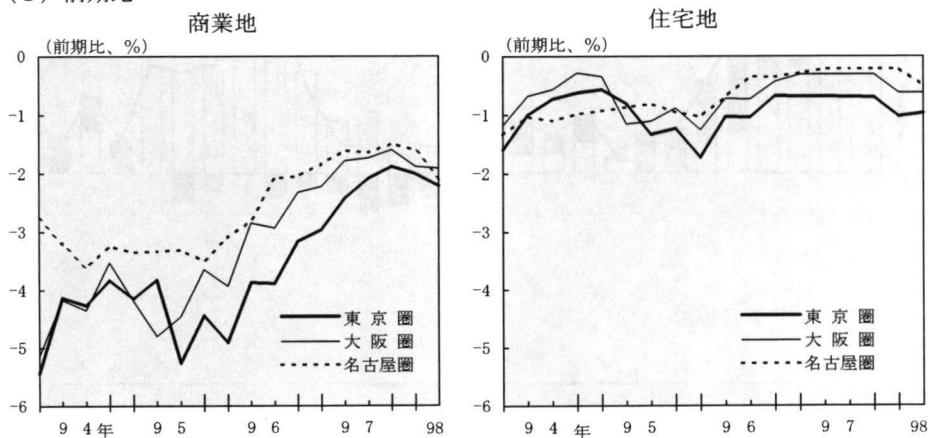
地価の動向をみると(図表33上)、96年から97年度前半にかけて、商業地は、大規模開発が可能な優良地の地価が下げ止まる一方、小規模で商業的利用価値の乏しい土地は下落を続けるなど、二極化を明確にしつつ、全体として下落

率は着実に縮小をみた。また、住宅地も、ほぼ下げ止まった。しかし、最近では、経済活動が全般に停滞する中で、商業地、住宅地とも再び幾分軟化傾向を強めつつあるように窺われる。因みに、国土庁の「短期地価動向調査」によれば(図表33下)、商業地では、これまで減少基調

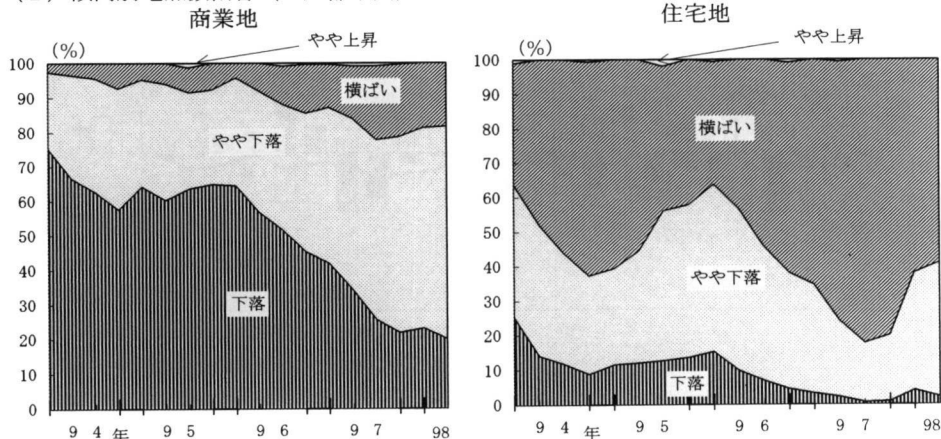
(図表 3 3)

短期地価動向

(1) 前期比



(2) 傾向別地点数割合 (3大都市圏)



「やや上昇」は前期比変動率+1～+3%、「横ばい」は同-1%～+1%、「やや下落」は同-3%～-1%、「下落」は同-3%未満。

(注) 1. 98/4月は速報値。

2. 「四半期別地価動向指数」は、国土庁が実施している「短期地価動向調査(1、4、7、10各月1日時点の調査)」をもとに土地総合研究所が算出しているもの。

(資料) 土地総合研究所「四半期別地価動向指数」、国土庁「短期地価動向調査」

にあった「下落」および「やや下落」地点が再び増加に転じ、「やや上昇」地点が消滅した。住宅地についても、「横這い」地点が大幅に減少している。

商業地の地価を巡る環境をみると（図表34）、ここ数年、新規オフィスの供給抑制に加え、企業収益の回復や情報化に伴うオフィス需要の高まりなどから、空室率が低下し、97年前半にかけては、賃料の下げ止まり傾向がみられた。しかし、ミクロ情報によれば、97年末以降は、一部の優良物件については継続賃料の引き上げが行われているが、全体としては、国内景気の低迷を背景に、オフィスビル需給の改善が足踏みしている。こうした中、値頃感の台頭やビッグ・バンに伴う収益機会拡大への期待から、海外の投資家や金融機関による国内不動産や不動

産担保付き債権購入の動きが一部にみられ始めている。一方、住宅地については、持家建設の低迷に加え、マンション開発業者が、マンション在庫の積み上がりや銀行の融資スタンスの厳格化もあって用地取得に慎重になったことから、需給が再び緩和した。

4. 金融面の動向

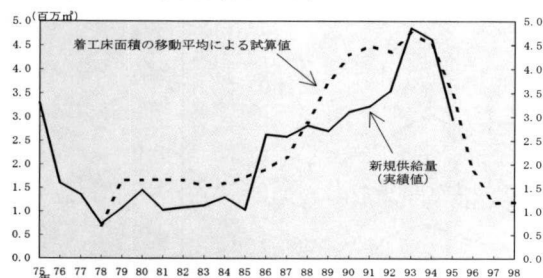
（1）概観

金融政策については、97年度において、金融緩和基調が維持された。すなわち、日本銀行は、公定歩合を95年9月の引き下げ以来の水準である年利0.5%に据え置いた。また、金融調節の運営にあたっては、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水準をやや下回って推移するよう促す）を維持した。この間、金融市場では、97年11月、都市銀行や4大証券会社の一角を含む金融機関の経営破綻が相次いだことから、信用リスクや流動性リスクに対するプレミアム拡大、高止まりという現象がみられた。これに対し、日本銀行は、短期金融市場に対し潤沢な資金供給を行い、その結果、公的資金導入を含む金融システム安定化策の具体化などと相俟って、年度末にかけて、金融市場は徐々に落ち着きを取り戻した。もっとも、このような金融システムや金融市場の動揺は、民間経済主体の資金調達・運用行動への影響を通じて、量的金融指標に攪乱的な動きをもたらすとともに、マクロ的な金融緩和の下でのミクロ的な資金偏在をもたらした。また、第1章で述べたように、家計、企業の支出マインドや金融機関の貸出態度の慎重化などを通じて、实体经济にも下押し圧力となって働いた。

（図表34）

オフィス・スペースのストック調整

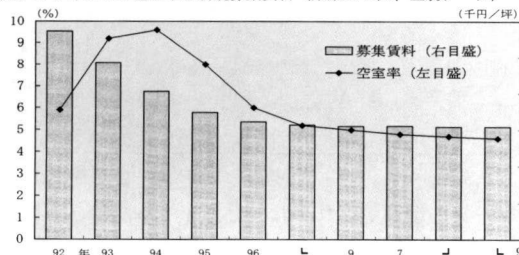
（1）新規オフィス供給動向（東京23区）



（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×新規着工床面積（-2）＋0.57×新規着工床面積（-3）

（2）オフィスビル空室率と新規募集賃料（東京23区、生駒データ）



（注）92～96年の空室率は各年末時点の計数。

（資料）東京都「東京の土地1996」、三井不動産「不動産関連統計集」、生駒データサービス

(2) 金融市場の動向

(97年春から夏にかけての市場金利、株価の一時的上昇とその後の低下)

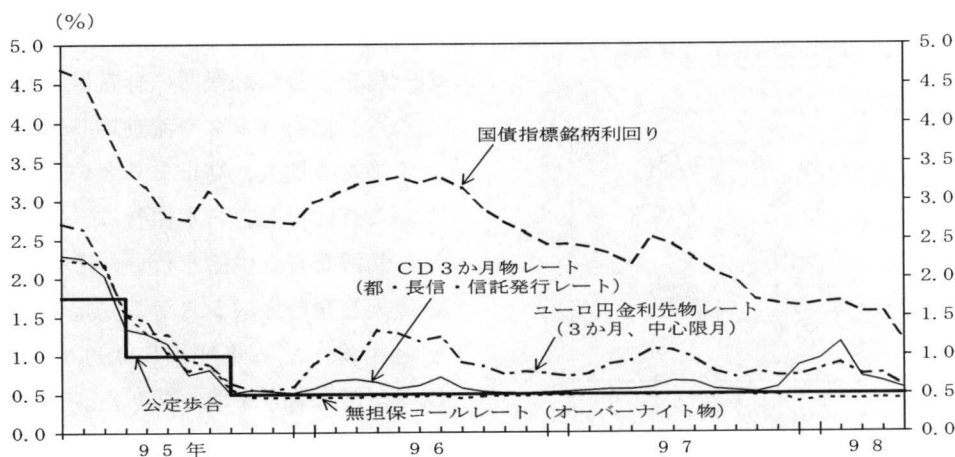
97年春先以降の各種市場金利の動きをみると、ターム物金利（CDレート＜3か月物＞）が、5月にかけて小幅上昇したほか、96年央以降はほぼ一貫して低下していた国債長期金利（指標銘柄）も、4月初の2.1%前後から5月下旬の2.6%台へと上昇した（図表35）。長期国債（10年最長期物）の流通利回りを、「短期ゾーン」（足許～2年先）、「中期ゾーン」（2年先～6年先）、「長期ゾーン」（6年先～10年先）の3つの期間に分解してみると（注17）（図表36）、この時期の

長期金利の上昇は、主に短期ゾーン金利の上昇によってもたらされたことが分かる。また、半年～1年程度先の金利予想を反映するユーロ円金利先物金利（3か月物、中心限月）も、同時期に大幅に上昇した。この時期は、4月の消費税率引き上げの影響がそれ程大きくないとの見方や、97年度の企業収益についても好調を持続するとの予想が強く、市場が、半年～1年後の間での政策金利引き上げを予想していたことを示唆している。

また、株価（日経平均株価）は、97年初から概ね18,000円前後で推移した後、5月上旬には20,000円台を回復した（図表37）。96年半ばから

（図表35）

市場金利



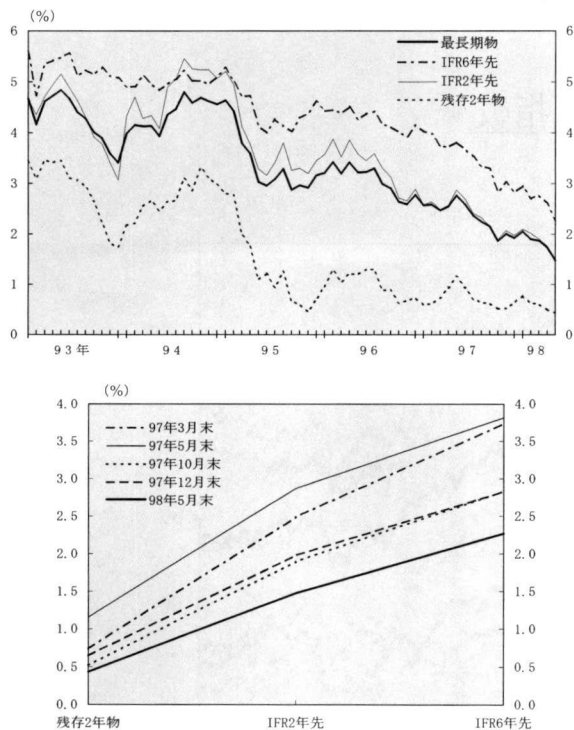
（注） 月中平均値（公定歩合は月末値）。
ただし、CD 3か月物レートは月末値を含む週間レート。98年5月の値は5月18日～22日の週間レート。

（資料） 日本銀行「経済統計月報」

（注17） 短期ゾーン＝残存2年物利回り、中期ゾーン＝インプライド・フォワード・レート（以下、IFR）2年先スタート4年物、長期ゾーン＝IFR 6年先スタート4年物。3つのゾーンの金利がそれぞれ何を意味するかは、市場での期待形成のあり方に依存するが、一般に、短期ゾーン金利は、当面の金融政策運営に対する期待によって影響を受ける度合いが大きいもの、長期ゾーン金利は長期的な名目成長期待を反映する部分が多いもの、中期ゾーン金利はその中間に位置するもの、と解釈される。

(図表 3 6)

国債10年物（最長期物）利回りの分解

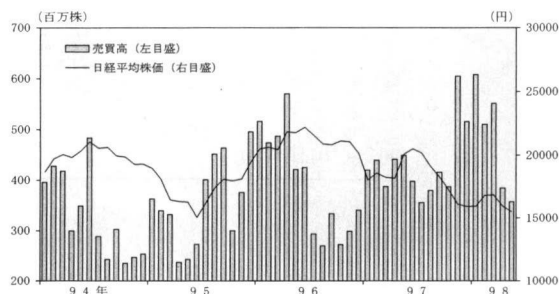


(注) 1. 利回りは複利ベースの月末値。
2. IFR2年先・・2年先スタートの4年物インフラ・フォワード・レート
IFR6年先・・6年先スタートの4年物インフラ・フォワード・レート

(資料) 東京証券取引所「東証統計月報」等

(図表 3 7)

株価の推移



(注) 売買高、日経平均株価は月中平均値。

(資料) 日本経済新聞社「日本経済新聞」、東京証券取引所「東証統計月報」

また、9月には、国債指標銘柄利回り（終値）が、1%台に低下した。この時期の市場の動きの背景には、①夏場に至っても景気回復のテンポが極めて緩慢であることや、②7～8月にかけてゼネコンなど複数の上場企業の倒産があり、企業のデフォルト・リスクが改めて意識されたこと、などがあったとみられる（注18）。

（11月以降の金融機関破綻を背景とした、リスク・プレミアムの急拡大）

11月に至り、三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券、徳陽シティ銀行と大手を含む銀行や証券会社が相次いで破綻すると、信用リスクに対する市場の認識が、一気に高まった。民間部門の負債にかかるターム物金利や社債利回りが、リスク・プレミアムの拡大を反映して上昇する一方、安全資産である国債の利回りは低下した。株価についても、景気に対する慎重な見方や先

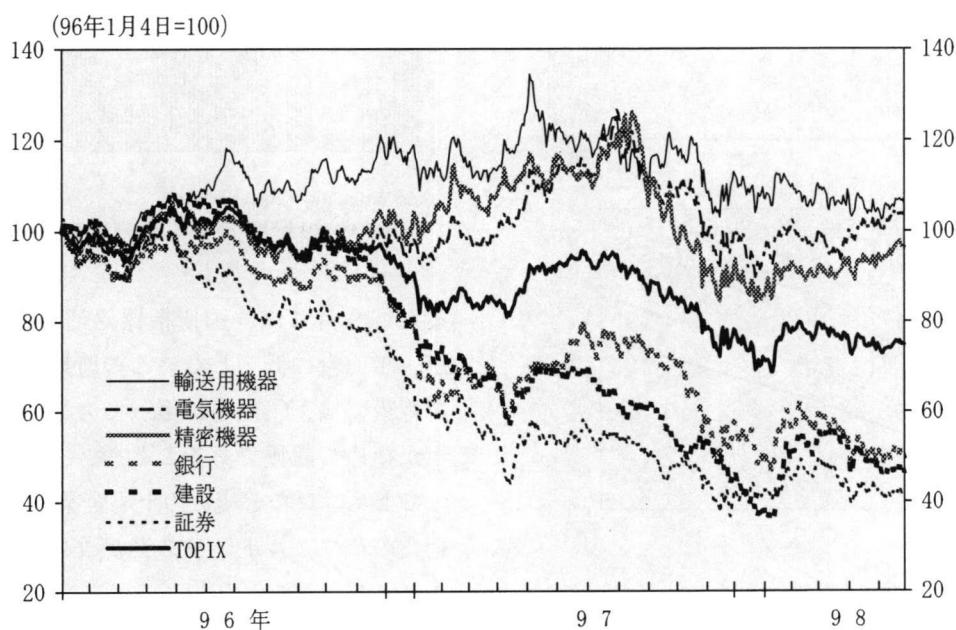
株価の業種による2極分化が進行する中で、ほぼ一貫して下落していた銀行株も、一部行での経営再建発表などが好感される形で、回復した（後掲図表38）。

もっとも、市場における景況感は、その後夏場にかけて後退した。5月に一時1.27%をつけたユーロ円金利先物（中心限月）が7月に1%台を割り込んだほか、株価（日経平均株価・終値）も6月下旬にピークをつけた後、反落した。

（注18）長期国債の流通利回りを短・中・長期のゾーン別に分解してみると（図表36）、97年夏にかけては、各ゾーンの金利とも一様に低下しており、当面の金融政策の観測から中長期的な成長期待まで、幅広く期待が後退したことを示唆している。

(図表 38)

業種別株価指数



- (注) 1. 数値は1996年1月4日=100として試算。直近の値は5月末現在の数値。
 2. 東証1部上場銘柄の時価発行総額に占めるウェイトは、輸送用機器 10.2%、電気機器 14.9%、精密機器0.8%、銀行 15.8%、建設 2.8%、証券 1.8% (98年3月末現在)。

(参考) 業種別騰落率 (%)

	96/3月末-97/3月末	97/3月末-98/3月末	97/3月末-98/1/12	98/1/12-98/3月末
TOPIX	-16.1	-8.1	-18.4	12.6
輸送用機器	9.1	-5.2	-7.1	2.0
電気	2.2	-1.9	-6.3	4.7
精密機器	7.6	-13.1	-20.8	9.7
銀行	-31.4	-16.3	-29.6	18.9
建設	-34.6	-19.5	-45.9	48.8
証券	-45.5	-18.1	-25.5	10.0

(資料) 東京証券取引所「東証統計月報」等

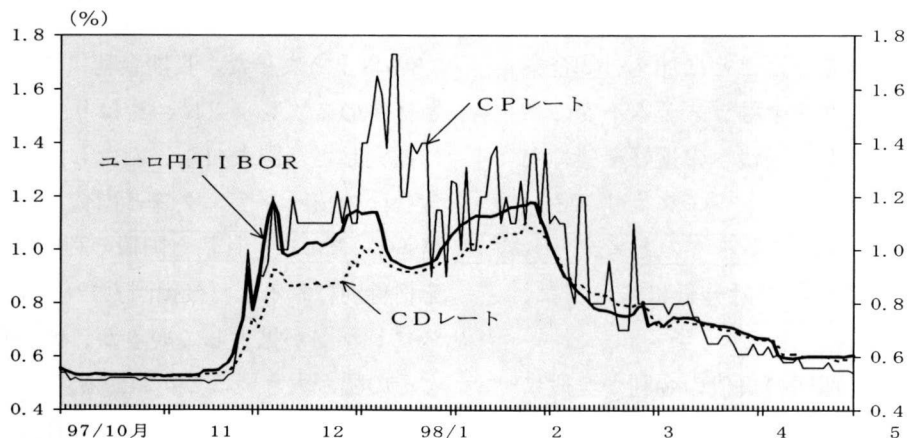
行き不透明感の強まりなどから、一段と下落した。また、この時期には、97年央からのアジア諸国の為替・株価の下落が一段と深刻さを増しており（前掲図表4）、アジア要因も長期金利や株価の低下にある程度寄与したとみられる。以下、この時期の市場金利、株価の動きについて、やや詳しくみる。

まず、無担保コールレート（オーバーナイト物、加重平均値）は、運用サイドの信用リスクに対する認識と調達サイドの資金アベイラビリティに対する不安の高まりから、11月中旬から下旬にかけて、一旦公定歩合を上回る水準（ピーク0.6%台）まで上昇した。ターム物の市場金利であるCDレート、ユーロ円TIBOR（ともに3か月物）は（図表39）、11月初め頃まで、0.5%強の水準で比較的安定的に推移していたが、11月中旬以降急速に上昇し、12月初には、

CDが0.9%強、ユーロ円が1%を超える水準となった（企業が発行するCPのレート＜3か月物＞は、さらに大きく跳ね上がった）。また、この間、平均レートの上昇に加えて、インターバンク市場における銀行間レート格差の拡大という動きもみられた。すなわち、ターム物金利（ユーロ円TIBOR＜3か月物＞）における個別行（リファレンス先）の動きをみると（後掲図表40）、銀行間のレート格差が、11月半ばまでは狭い範囲に止まっていたが、以降は大きく開いた。このほか、邦銀の米ドル建て資金調達コストも、銀行間である程度のばらつきを伴いながら、全般に上昇、高止まりし、しかも、外銀との格差がかつてない程拡大した。このように、邦銀ゆえのプレミアムを要求される現象は、「ジャパン・プレミアム」と呼ばれるものである（詳しくは、後掲BOX6参照）。

（図表39）

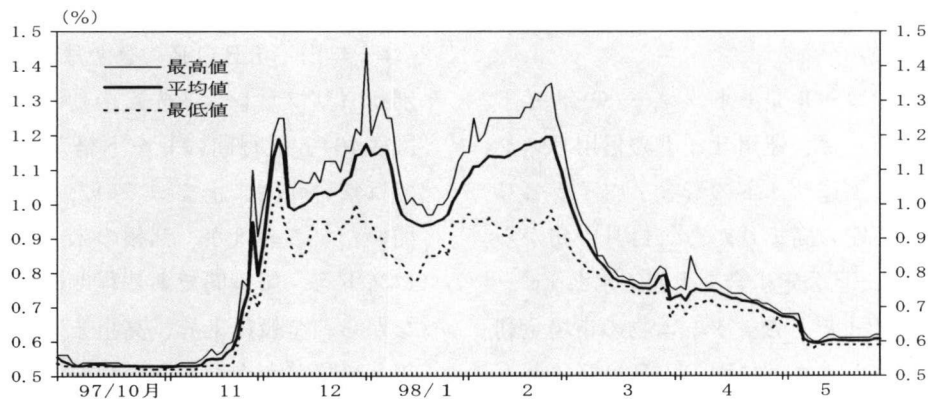
ターム物金利（3か月物）



（注）直近は5月末時点。

（資料）日本経済新聞社「日本経済新聞」等

ユーロ円TIBOR 3か月物におけるレート格差



(注) 1. 直近は5月末時点。
 2. 平均値：(98/2月まで) QUICKのリファレンス先邦銀(15先)の単純平均値。
 (98/3月から) 全国銀行協会のリファレンス先邦銀(16先)の単純平均値。
 最高値・最低値：(98/2月まで) QUICKのリファレンス先邦銀の中の最高および最低値。
 (98/3月から) 全国銀行協会のリファレンス先邦銀の中の最高および最低値。

(資料) 日本経済新聞社「日本経済新聞」等

この間、長期金利のうち、国債指標銘柄利回りは、秋口以降も低下を続けた。これは、①発表された実体経済指標などから、景気に対する一段慎重な見方が強まったことに加え、②企業のデフォルト・リスクや金融システム不安の高まりが、安全資産である国債への選好を強めたこと（いわゆるフライト・トゥ・クオリティ＝「質への逃避」の動き）によるものと考えられる（長期国債金利の関数推計分析については、後掲BOX 7参照）。

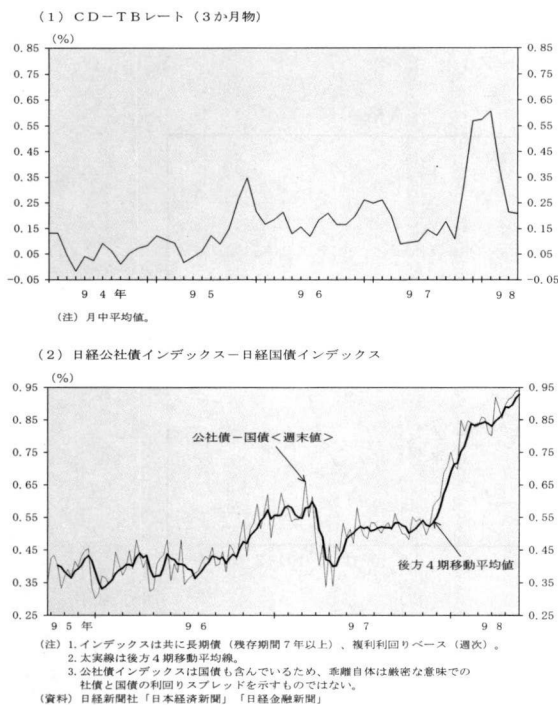
このように、民間部門の負債の金利が全般に上昇する一方、国債金利は低下したことから、両者のスプレッドは拡大した。すなわち、短期

金利のスプレッドである、CDとTB（ともに3か月物）のレート格差は（図表41上）、97年春以来0.1%台で推移していたが、12月には0.5%以上となった。長期金利についても、国債と社債のスプレッドは、やはり11月以降、顕著に拡大した（図表41下、ただし図表は、国債を含む公社債インデックスと国債インデックスの格差）。さらに、社債と国債の利回りスプレッドを格付別にみると（後掲図表42）、全ての格付でスプレッドが拡大しているが、低格付の銘柄ほどその幅が大きいことがわかる。

こうした中、株価（日経平均株価）は、12月から98年初にかけて大幅に下落し、1月12日に

(図表41)

民間負債と国債の利回りスプレッド

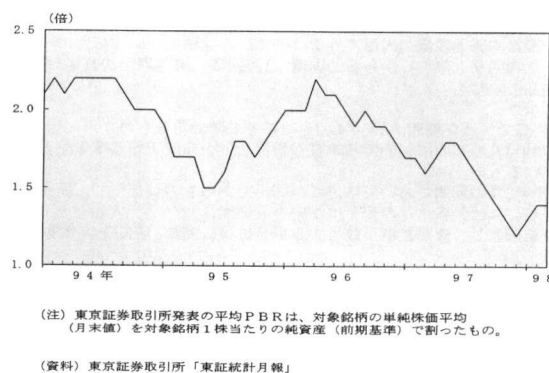


は、終値ベースで14,664円と、95年7月以来の低い水準となった(注19)。この時期の市場参加者のリスク認識の高まりは、投資対象の選別強化の動きを通じて、株価の2極分化をさらに進行させた。業種別の株価推移をみると(前掲図表38)、96年度中、輸送用機器、電機、精密などの製造業加工業種が強含みで推移する一方、銀行、建設、証券などバブルの後遺症を引きずる業種では3～4割方下落し、対照的な動きとなった(注20)。その後、98年初にかけての下落局面では、各業種とも下落するなかで、不調業種の下落率が好調業種と比較して幾分大きく、業種による2極分化が引き続き拡大した。さらに、上記の不調業種である「銀行株」、「建設株」、「証券・その他金融株」について、銘柄毎(東証1部上場)の騰落率の分布状況を見ると(後掲図表43)、96年度中と比較して、97年度入り後

(注19) 株価を評価する尺度には様々なものがあるが、その一つであるPBR(株価純資産倍率=株価を1株当たりの純資産で割ったもの)を取り上げてみると、東証1部の平均PBRは12月末には1.2と、近年にない低い水準となっている(注19の図表)。個別銘柄をみると、日経平均が97年度中最低値を記録した1月12日時点で、PBRが1を割り込んでいる(=株価が簿価ベースでみた一株当たりの企業の解散価値を割り込んでいる)ものは、建設:東証1部上場109銘柄中93銘柄、銀行:同94銘柄中33銘柄、証券・その他金融:同47銘柄中27銘柄と数多くみられ(各業種とも、値つかずの銘柄等を除く)、この時期の特に不調業種の場合、不良債権問題を背景に、企業のバランス・シートに対する市場の懸念が極めて強かったことが窺われる。

(注19の図表)

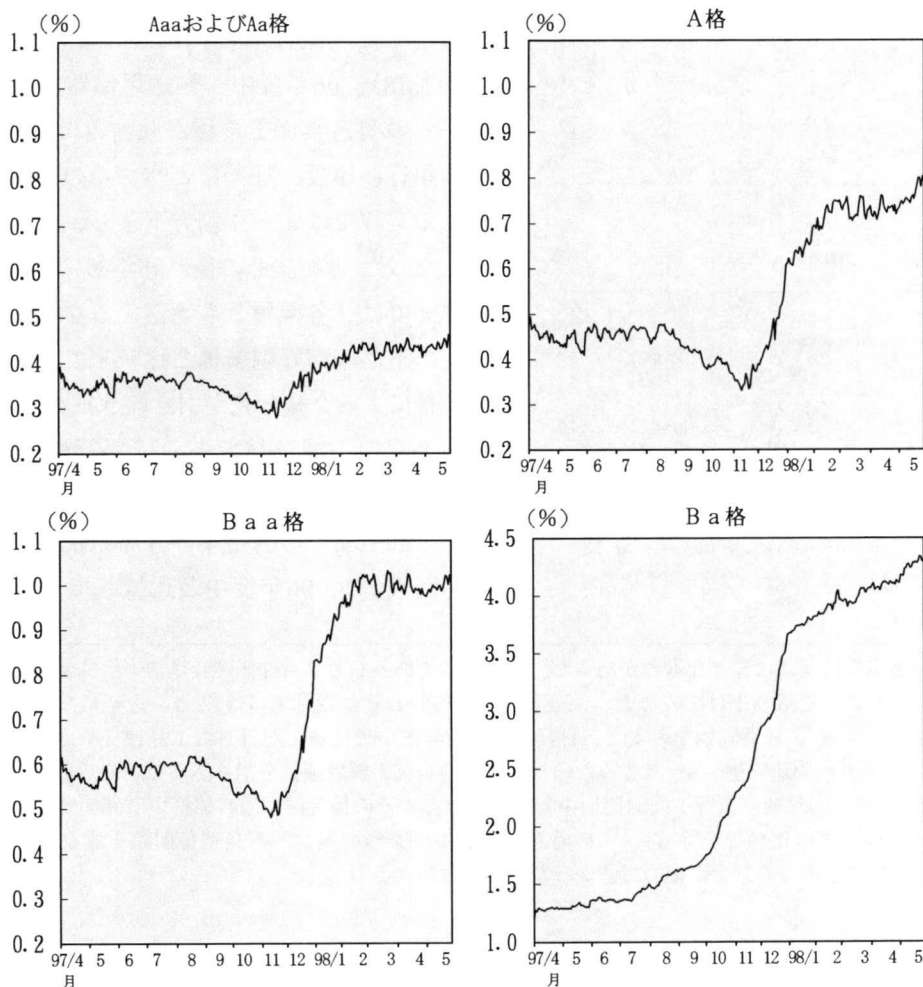
平均PBR (東証1部)



(注20) 詳しくは、「1996年度の金融および経済の動向」(日本銀行月報97年6月号)参照。

(図表 4 2)

社債と国債の利回りスプレッド (残存約3年、複利ベース)



(注) 1. 直近は5月末時点。

2. 以下の基準を満たす普通社債（円建て外債は除く）の銘柄について格付け（Moody's社による）別に単純平均した利回り（複利）から普通国債（137回債、償還期限2001年3月20日）の利回り（複利）を差し引いたもの。

<銘柄の選択基準>

①98年3月末時点で、残存期間が2年半以上、3年半未満であるもの。

②97年4月～98年3月の期間において日本証券業協会「公社債店頭基準気配表」に継続して利回りが掲載されているもの。

③97年4月～98年3月の期間において格付けが同一であるもの（ただし、同一格付け内での変更<例：Aa2→Aa3>は、格付けの変更はないと看做す）。

④1社につき1銘柄とし、複数銘柄が該当する場合には、98年3月末時点で残存期間が最も3年に近いもの。

3. 上記基準に該当する普通社債の銘柄数

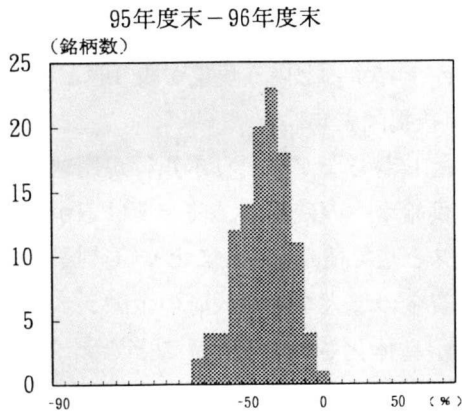
AaaおよびAa格:12銘柄、A格:12銘柄、Baa格:30銘柄、Ba格:11銘柄（計65銘柄）

(資料) 日本証券業協会「公社債店頭基準気配表」、東京証券取引所「東証統計月報」等

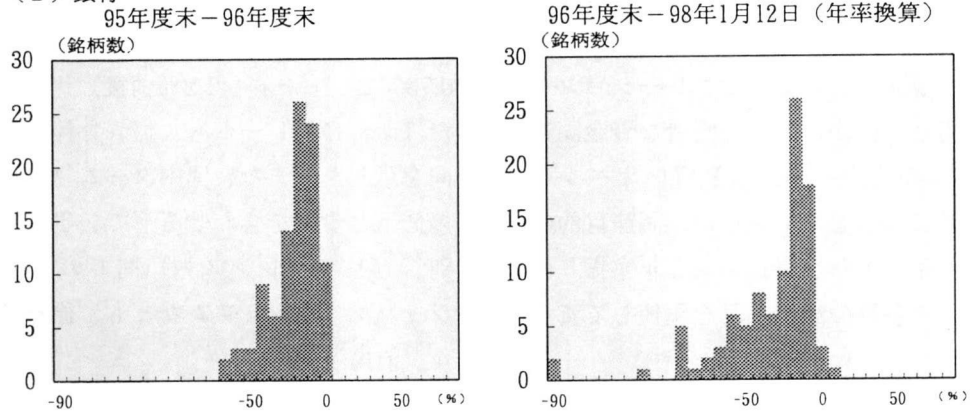
(図表 4 3)

銘柄別騰落率のヒストグラム

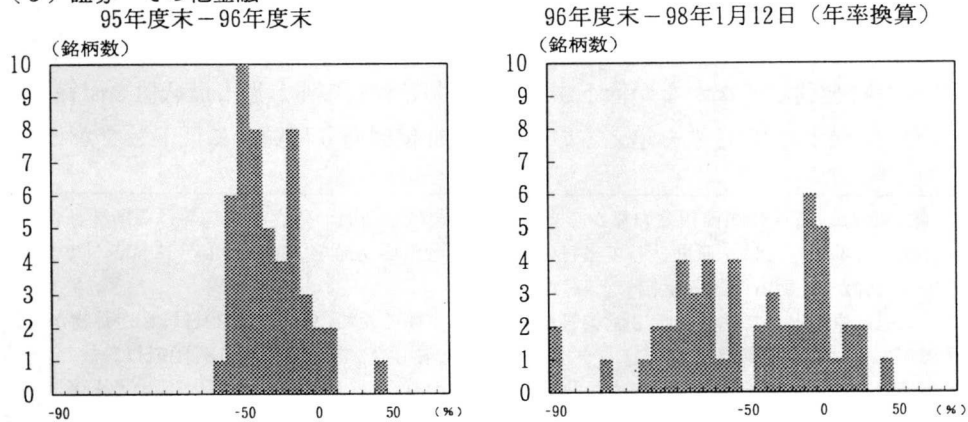
(1) 建設



(2) 銀行



(3) 証券・その他金融



(注) 横軸の目盛は指数目盛。

(資料) 日本経済新聞社「日本経済新聞」

本年1月までは、騰落率の分散が大きく（山が低く、裾野が広い）、同じ業種内であっても、銘柄によって株価変動の散らばりが大きくなったことがわかる。

（11月以降の日本銀行の調節スタンスと年明け後のターム物金利の低下）

以上のような短期市場金利の跳ね上がり等に対応するため、日本銀行は、潤沢な資金供給を行い、安定的な市場金利の形成に努めた。すなわち、11月下旬以降、日々の「朝方の積み上幅」^{（注21）}（図表44上）を1兆円以上、日によっては3兆円を超える水準まで拡大することで、市場に対して潤沢な資金供給を行う姿勢を明確に示した。また、資金供給に当たっては（図表44下）、11月下旬に新たに導入したレポ・オペレーションを積極的に活用したほか、企業の円滑な資金調達に資することも期待して、CP買いオペレーションを大幅に拡大した。さらに、調節目的の貸出を、11月中、95年7月以来約2年半振りに実行するなど、各種の調節手段を駆使して資金供給に努めた。

こうした措置により、無担保コールレート（オーバーナイト物、加重平均値）は、11月末には落ち着きを取り戻した。しかし、CD（3か月物）などのターム物金利は、なかなか低下する気配になかった。とくに、3月末を越えるいわ

ゆる「期越え」の資金については、期末資金のアベイラビリティに対する不安（＝流動性リスク）を背景に、金融機関、企業の調達意欲が例年に比べて強く、異なるタームの取引のそれぞれにおいて、期越えにかかる度に大幅にレートが上昇するという現象が繰り返しみられた^{（注22）}（後掲図表45）。

しかしながら、日本銀行が期越えとなる資金供給オペの残高を、前年をはるかに上回るペースと量で積み上げたことや（後掲図表46）、公的資金の導入を含む政府の金融システム安定化策が具体化された^{（注23）}ことなどを背景として、ターム物金利は、2月下旬以降ようやく低下し始めた。すなわち、ユーロ円TIBOR（3か月物）は（前掲図表39）、98年3月末時点で0.73%と、ピーク（1.2%前後）比大きく低下したほか、CPレートも、振れを伴いつつ低下傾向を示した。また、国内ターム物の平均レートの低下と歩調を合わせる形で、TIBORの個別行（リファレンス先）間でのレート格差やジャパン・プレミアムなども、徐々に縮小をみた（前掲図表40）。

一方、長期国債金利は、追加景気対策に対する期待という金利上昇要因があったものの、足元の实体经济指標の弱さなどを背景に、3月下旬には1.49%と過去最低値を記録した。この間、社債利回りは顕著に低下しなかったため、社債

（注21）「積み上幅」とは、日々の準備預金の額から当該準備預金積み期間の残存期間における所要準備額の日次平均を差し引いた額。日本銀行では、原則として当日の主要な金融市場調節を午前9時20分に発表しており、この結果算出される積み上幅が、「朝方の積み上幅」と呼ばれる。

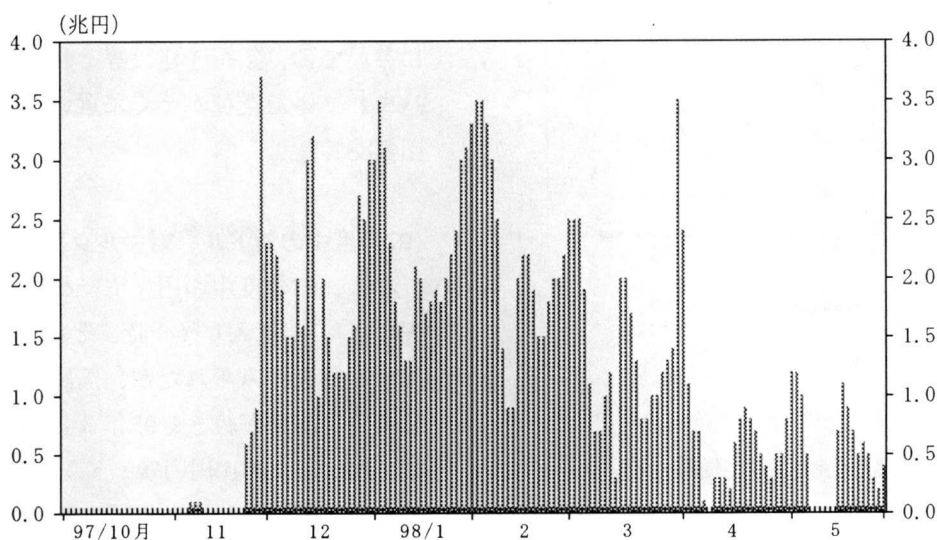
（注22）ユーロ円取引は原則として約定日の2営業日後にスタートするため、98年1月29日に2か月物が、また、2月26日に1か月物が、それぞれ期越えとなり、レートが大幅に上昇した。また、97年12月29日には、年末要因の剥落から1、2か月物レートが低下する中で3か月物が上昇しており、やはり期越え要因が働いたと考えられる。

（注23）金融機関の破綻処理に備えた預金保険機構の財源強化や金融機関の自己資本充実のための措置につき、最大30兆円の公的資金を活用できるとする金融システム安定化関連2法が、98年2月に成立し、3月末までに、金融危機管理審査委員会による承認の議決および閣議による承認を経て、金融機関の優先株や劣後債務の引受け（約1.8兆円）が実施された。

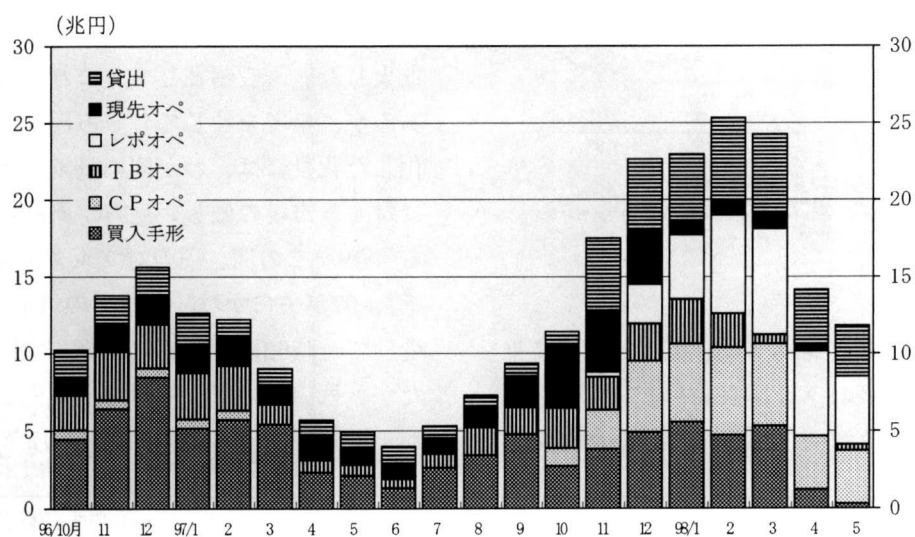
(図表 4 4)

金融調節

(1) 朝方の積み上幅 (97年10月～98年5月末)



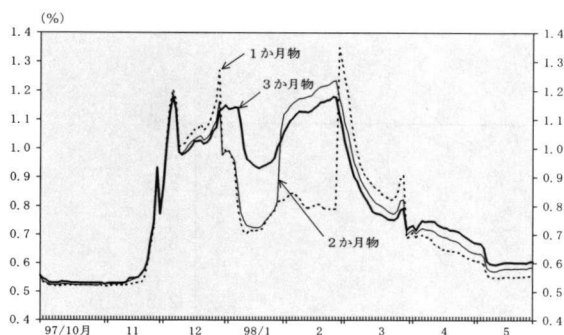
(2) 資金供給動向(末残)



(資料) 日本銀行金融市場局、日本銀行「経済統計月報」

(図表45)

ターム別ユーロ円TIBOR

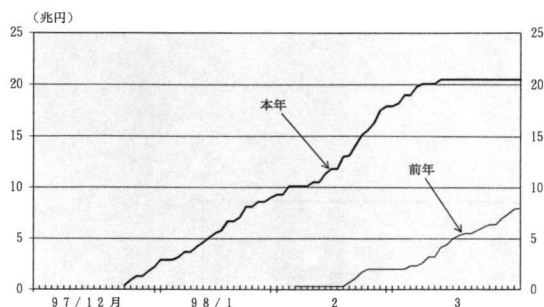


(注) 直近は5月末時点。

(資料) 日本経済新聞社「日本経済新聞」

(図表46)

期越え資金供給オペ残高



(注) 1. 本年分は、3/31時点でオフー済みものを含む。

2. 前年の日付は1年前の同日に読み替える。

3. ここでいう資金供給オペとは旧日銀法25条貸出を除く貸出、買入手形およびTB、

レポ、現先、CPの各オペの合計。

(資料) 日本銀行金融市場局

と国債の利回りスプレッドは、拡大したまま推移した（前掲図表41下、図表42）。このことは、市場の信用リスクに対する警戒感がなお完全に

払拭されたわけではないことを示している。

この間、株価（日経平均株価）は、1月中旬以降、政府・与党の景気・株価対策に対する期待や思惑、金融システム安定化策の具体化などを背景に、振れを伴いつつも反発に転じ、3月末時点では、16,527円となった。この反発局面においては、銀行、建設等それまで大きく売り込まれていた業種がとくに買い戻された（前掲図表38参考）。

(97年度中の対ドル、対マルク為替相場の動向)

次に、97年度中の円・ドル相場をみると（図表47上）、年度入り後一時、それまでの円安を修正する動きがみられたが、達観すれば年度を通じて円安基調が続き、98年3月末には、前年度末に比べおよそ10円円安・ドル高の1ドル133円となった。この間、米国の長期国債金利は、インフレ懸念の後退などを背景にわが国の長期国債金利以上に低下したため、97年春以降、日米の長期金利差が幾分縮小したほか、第2章でみたように、経常収支の黒字は97年度において拡大した。一般論として、これらは円高要因であるが、年度を通じてむしろ円・ドル相場が軟化した背景には、わが国の景気や金融システムに対する市場の厳しい見方があったと考えられる（注24）。この間、円の対マルク相場は（図表47下）、97年央にかけ、マルクの対ドル安（注25）を受けて一時62円／マルク前後まで円高が進行したが、秋口以降は、円の対ドル売り圧力が勝る形で、円安マルク高が進み、97年3月末には

(注24) 因みに、東証1部株式売買高に占める外人比率は、90年度の10%から、97年度は29%にまで高まった。こうした金融市場のグローバル化に伴って、為替相場が、経常収支等実物面での動きに加えて、金融面での動きを反映する割合が高まる傾向にあるとも考えられる。

(注25) 97年夏場にかけてマルクが対ドルで軟化した背景としては、当時、欧州通貨統合（EMU）への参加基準が緩められることにより、単一通貨「ユーロ」が弱いもの、いわゆるソフト・ユーロになるとの思惑が市場で強まったことや、米国景気の良い調から、米独成長率格差が認識されたことがあげられる。

72円／マルク台まで下落した。

(98年度入り後の金融・為替市場の動向)

98年度入り後、最近までの市場動向をみると、政府による総合経済対策が発表されるなど、景気の先行きに関する明るい材料がみられたものの、弱めの実体経済指標の発表や、企業収益の下方修正が相次いだことなどを受けて、長短金利、株価とも低下地合いにある。すなわち、5月には、ユーロ円金利先物（中心限月）が、一時0.6%を割り込んだほか、長期金利（国債指標銘柄）は、1.2%台まで低下し、過去最低水準を更新した。また、株価は15,000円台で総じて軟調に推移しており、市場の景況感が引き続き弱いものに止まっていることが窺われる。この間、ジャパン・プレミアムや国債と社債の利回リス

プレッドは目立って縮小しておらず、信用リスクに対する市場の警戒感はい依然根強いことが窺われる。円・ドル相場は、4月中一時120円台を回復したが、5月には140円近くまで円安が進行した。

(3) 量的金融指標の動向

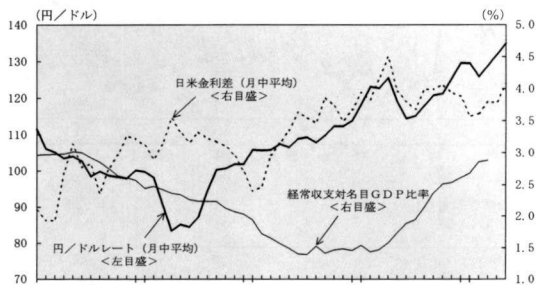
(97年度前半の動き)

まず、国内非金融部門（法人企業、家計）の資金調達動向をみると（図表48）、97年初から夏頃にかけて、前年比1%前後の低い伸びで推移した後、秋口からはさらに伸び率を低めた。内訳をみると、民間金融機関の貸出は、企業サイドの資金需要低迷と、収益性やリスクに着目した金融機関の慎重な貸出姿勢とが相俟って、96年中伸び率が大きく低下した後、97年入り後も、低調に推移した。一方、政府系金融機関の貸出は、ウェイトの大きい住宅金融公庫の動きを受けて、春先までは伸び率が上昇し、その後は緩やかに低下した。この間、資本市場での資

(図表47)

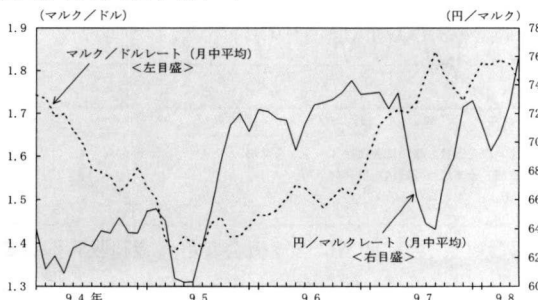
為替相場動向

(1) 円／ドルレート



(注) 1. 日米金利差は10年物長期金利の差（米・T-note10年物一日・10年物最長期国債）。
2. 円／ドルレート、日米金利差は月平均値。
3. 経常収支対名目GDP比率（経常収支黒字幅を正値と見做す）は後方6か月移動平均値。

(2) 円／マルク、マルク／ドルレート

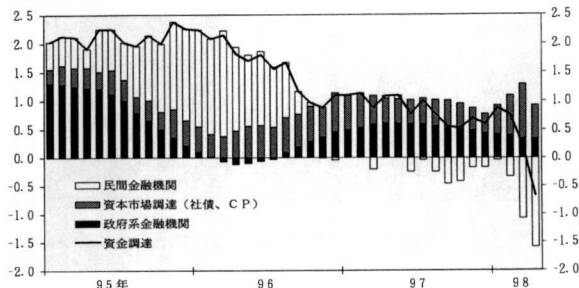


(注) 円／マルク、マルク／ドルレートは月平均値。
(資料) 日本銀行「経済統計月報」、FRB「Federal Reserve Bulletin」等

(図表48)

資金調達とその内訳

(前年比、%)



(注) 1. 民間金融機関は、全銀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）、生保、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貸出残高の合計。
2. 政府系金融機関は、日本開発銀行、国民金融公庫、住宅金融公庫、中小企業金融公庫の貸出残高の合計。
3. 資本市場調達は、普通社債、転換社債、新株引受権付社債の現存額（国内起債分）と国内CP発行残高の合計。
4. 全銀5業態は平残。それ以外は全て末残。
5. 直近の計数が未公表な場合は、前年比横ばいで接続。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」「貸出・資金吸収動向等」

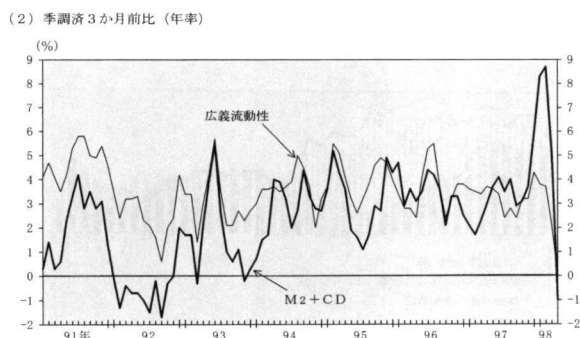
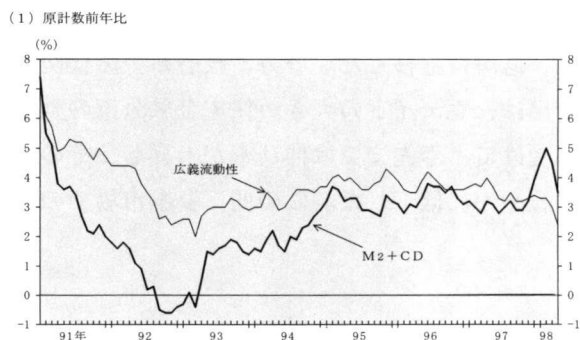
金調達、資金需要の低迷に加え、転換社債等のエクイティ・ファイナンスが株価の低迷から困難であったため、概ね低調に推移した。

以上のような資金調達動向の下で、代表的なマネーサプライ指標である $M_2 + CD$ の伸び率は（図表49上）、秋口までは前年比3%近傍で安定的に推移した。また、足元の動きをより敏感に表す季節調整済3か月前比（年率）でみても（図表49下）、月によって多少の振れはあるものの、3%水準を中心に上下1%程度の狭いレンジ内に収まった。一方、 $M_2 + CD$ に投資信託、貸付信託、郵便貯金などの金融資産を加えた広

義流動性の伸び率（前年比）は、年初の3%台後半から、年後半には3%台前半へと、幾分低下した。これは、資金調達全体の伸び率が年後半低下傾向を辿ったことにほぼ対応した動きとみることができる。このように、広義流動性の伸びが小幅低下するなかで、 $M_2 + CD$ の伸びが総じて安定した背景としては、貸付信託、金融債といった $M_2 + CD$ 外の金融資産から銀行預金への資金シフトを挙げることができる。この間、 M_1 や現金通貨は（図表50）、97年秋口まで伸び率を低めたが、 $M_2 + CD$ や広義流動性に比べると高めの状態が続いた（注26）。

（図表49）

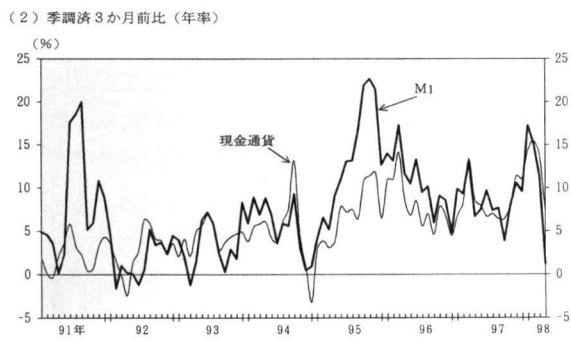
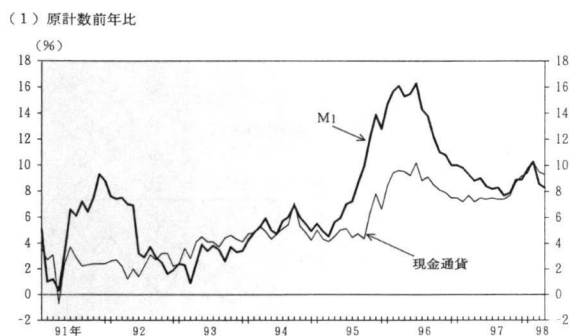
$M_2 + CD$ 、広義流動性（平残）



（資料）日本銀行「経済統計月報」

（図表50）

M_1 、現金通貨（平残）



（注）現金通貨の季節調整にはX-11を使用。

（資料）日本銀行「経済統計月報」等

（注26） M_1 や現金通貨等狭義マネーサプライは、95年から96年前半にかけ、金利低下に伴う機会費用（金利収入機会を失うことに伴う損失）の低下などから、 $M_2 + CD$ 等広義の指標に比べて高い伸びを示した。96年後半からは、こうした要因の一巡とともに、伸び率を低下させたが、広義マネーサプライに比べてなお高めの伸びを続けた。

このような97年秋口までの量的金融指標の動きを総じてみれば、様々な構造調整圧力が続くなかで、民間部門における自律回復力に弾みが見つからないまま、97年度入り後減速過程に入ってしまった実体経済の状況に、概ね見合った動きを示していたと言えよう。こうした実体経済と金融面の関係は、資金循環勘定による資金フローの動向からも事後的に確認することができる。法人企業部門の資金過不足（対名目GDP比率、季節調整済）は、97年1～3月+5.4%→4～6月+1.7%→7～9月+3.2%といずれも資金余剰（＝貯蓄超過）となり、企業が、総じて設備投資をキャッシュ・フロー（営業余剰＋減価償却費）の範囲内に留める抑制的なスタンスを継続し、この間資金需要が低迷したことが読みとれる（97年中の資金フローの動きについては、後掲BOX8参照）。

（11月以降の動き）

その後、11月以降は、相次ぐ金融機関の経営破綻を契機に、市場参加者のみならず、企業、家計の間でも信用リスクや流動性リスクに対する認識が高まり、資金調達・運用行動に変化がみられた。また、民間金融機関は、株価下落等による自己資本面からの制約が強まり、年度末に向けてリスク・アセットを大幅に削減する姿勢を鮮明にしていた。これらを背景に、各種量的金融指標には攪乱的な動きがみられた。

まず、国内非金融部門（法人企業、家計）の資金調達面をみると（前掲図表48）、先行きの流動性確保に懸念を強めた大企業が、普通社債やCPの発行等により資金を前倒しに調達したため、11月以降、資金調達全体の伸び率は一時的に上昇した。しかし、年度末には、民間金融機関の貸出が、貸出債権の償却や流動化の影響もあって大幅に減少したことから、資金調達全体でも

伸び率は低下した。一方、運用面においても、投資信託を解約して金融機関に預金として預けたり、預金とせずに手元の現金を増加させるといった資金シフトの動きがみられた。もっとも、こうした動きは、年明け後、徐々に沈静化した。

こうした状況下、 $M_2 + CD$ の伸び率をみると（図表49）、11月以降、急速に高まり、98年2月には、前年比で91年以来約7年ぶりの5%台、季調済3か月前比（年率）では8%台後半をつけた。この間、広義流動性の伸び率には大きな変動はみられなかった。一方、 M_1 、現金通貨の伸び率も大幅に上昇した（図表50）。この時期の $M_2 + CD$ の高い伸びについては、 $M_2 + CD$ 外の金融資産からの資金流入に加え、資本市場やCP市場で前倒しに調達された資金が法人預金として積み上がったことも寄与したとみられる。その後、3月に入ると、 $M_2 + CD$ の伸び率は、資金調達の伸び率低下や $M_2 + CD$ 外金融資産からの資金流入一段落から、幾分低下し、4月には、前年比が再び3%台に戻った。また、広義流動性の伸び率も、3月、4月は低下した。

このように、11月以降の量的金融指標は、信用リスクや流動性リスクに対する懸念の高まりを背景に、大きく攪乱された。以下、この間の事情について、金融資産間の資金シフト、民間金融機関の貸出姿勢、企業金融の3つの側面からやや詳しくみる。

（金融資産間の資金シフト）

まず、各種金融資産の間では、投資信託、貸付信託、金融債などから、預金、郵便貯金あるいは現金などへの資金シフトが生じた。

投資信託の動きをみると（後掲図表51上）、11月、12月とMMFの解約が増加した。これは、大手証券会社の破綻をきっかけとする家計の安

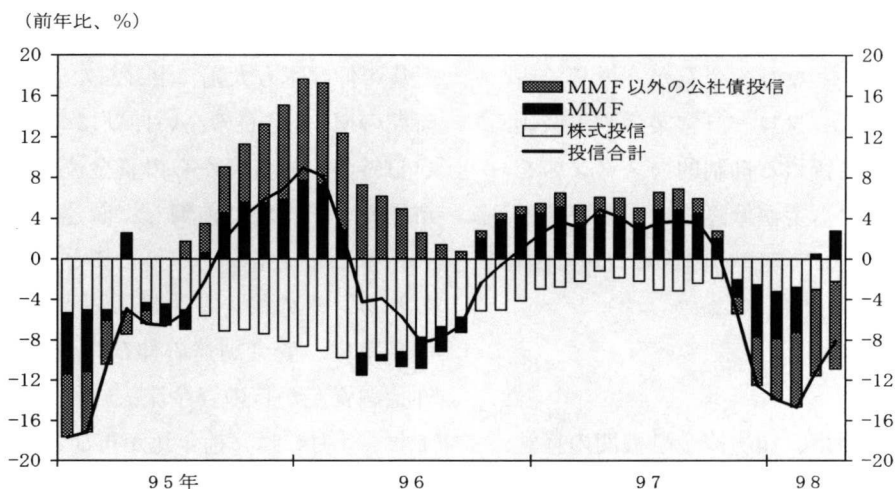
全資産への逃避や、企業の手元流動性確保の動きが主因と考えられるが、そのほか、(2)の金融市場の動向で述べたような短期市場金利の上昇に伴う、CDや大口定期預金等競合商品とのレート格差拡大も影響したとみられる。また、

MMF以外の公社債投信でも、利食い売りの動きやアジア関連債券を組み込んだファンドの元本割れなどから、残高が減少した。貸付信託、金融債は(図表51下)、過去の高利回り商品の大量償還等により、97年初から資金の流出が続い

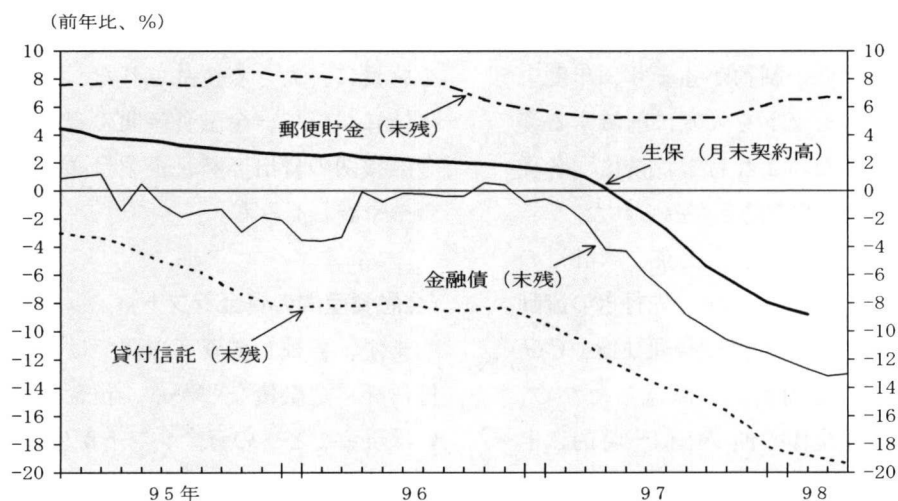
(図表51)

金融資産間の資金シフト

(1) 投資信託 (元本、末残)



(2) 貸付信託、金融債、生保、郵貯



(資料) 日本銀行「経済統計月報」「貸出・資金吸収動向等」

ていたが、11月以降、これに中途解約の動きが加わった。生命保険の契約残高も、中堅生保の破綻が生じた4月以降減少しており、秋以降も、個人資産の流出が続いた。一方、郵便貯金は、こうした金融商品からの資金流入が加わって、11月以降伸びを高めた。

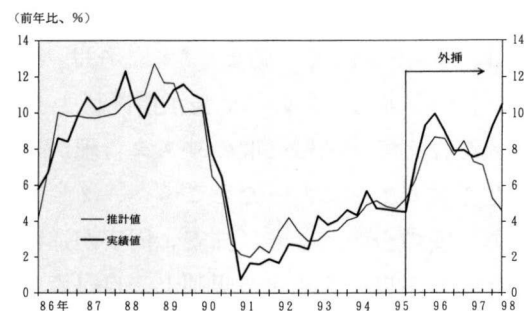
さらに、 $M_2 + CD$ を構成する金融資産のうち預金についても、預金者が信用リスクの観点から選好を強めた結果、業態間や同一業態の中で増減率の格差が拡大した(図表52)。また、銀行券発行残高の伸び率をみると、年初来、前年比8%程度の伸びであったが、11月以降はこれが10%超の水準となった。ここで、過去における銀行券需要の動きと、最近の銀行券発行増大の関係を考えるために、銀行券発行残高の関数推計を試みた。結果をみると(図表53)、過去の銀行券需要の動きは、銀行券保有の機会費用である預金金利と、取引需要を示す個人消費や資産取引の動向によって概ね説明し得るものであった。実際、95年末から96年前半にかけてみられた伸び率上昇については、95年9月の公定歩合引き下げに伴う金利全般の低下や、個人消費、資産取引の持ち直しといった要因によって、

かなりの程度説明することができる。しかし、97年秋以降の局面では、個人消費や資産取引が低迷しているほか、金利の追加的な低下もみられないため、関数推計上は伸び率がかなり低下しており、実績と正反対となっている。したがって、今回の増加テンポの高まりについては、家計や企業の信用リスク回避や流動性選好という、これまでの銀行券の動きにはあまり寄与していなかった要因が大きく作用したものとみられる。しかしながら、以上のような資金シフトの動きは、先にみた金融市場の動向と同じく、年明け後は、徐々に落ち着きを取り戻した。

なお、マネタリー・ベース(現金通貨+金融機関の日本銀行預け金・手元現金)は(後掲図表54上)、先述した現金通貨の高い伸びから、 $M_2 + CD$ を上回る増加率を示した。この結果、信用乗数は一貫して低下傾向を辿った(後掲図表54下)。

(図表53)

日本銀行券の伸びの関数推計



推計式

$$\Delta \text{日銀券発行高} \, t = 0.587 * \Delta \text{全国百貨店売上高} \, t + 0.010 * \Delta \text{東証1部株式売買代金} \, t \\ (16.1) \quad (2.5) \\ -509 * \log(1 + \text{預金通貨金利}/100) \, t - 1 + 7.74 \\ (-11.2) \quad (25.0)$$

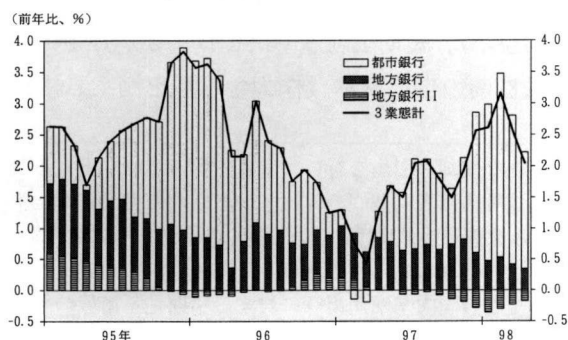
Δ : 前年比、()内はt値

$R^2: 0.92$ $D.W.: 1.00$ $S.E.: 1.05$ 計測期間: 86/1Q~95/2Q

- (注) 1. 全国百貨店売上高の前年比は店舗調整後(87/1Q以前は店舗調整前で接続)。
2. 全国百貨店売上高の前年比と株式売買代金は後方3期移動平均。
3. 預金通貨金利は、預金通貨対象金融資産の金利をそれぞれの残高で加重平均したもの。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」等

金融機関業態別の預金



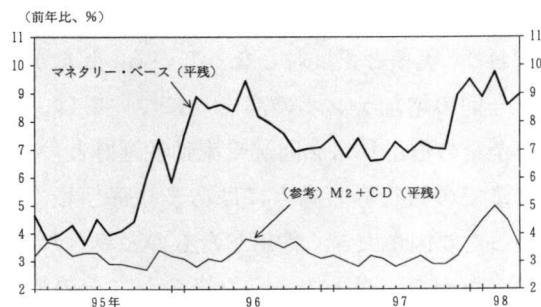
(注) 実質預金+CDの平残。

(資料) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」

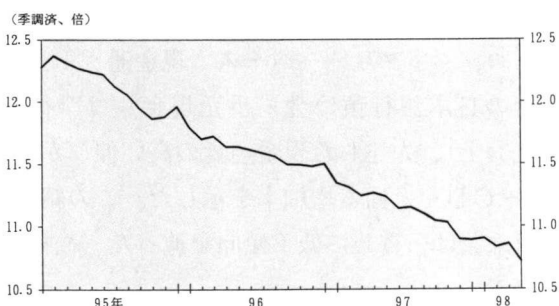
(図表54)

マネタリー・ベース、信用乗数

(1) マネタリー・ベース



(2) 信用乗数 (= M2 + CD / マネタリー・ベース)



(注) マネタリー・ベースは、準備預金の準備率調整後。直近は準備率調整前を接続。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」

(民間金融機関の貸出姿勢)

次に民間金融機関の貸出姿勢をみると、11月以降は、抑制色がとくに強まった。これは、①もともと、98年4月からの早期是正措置制度(注27)の導入を控えて、金融機関のリスク管理が一段と強化される方向にあったところへ、②金融システム不安の台頭とともに株安・円安が進行したこと、③自己資本比率規制上、自己資本面

での制約が厳しくなったことや、③一部の金融機関では、預金吸収やインターバンク市場での資金調達面での懸念を強めたこと、などが加わったためである。こうした状況下、97年度下期の貸出計画を絞りこむ先が多くみられた。実際の民間金融機関貸出の動きを計数面からみると(図表55上)、1月頃までは、全体として明確な減少を示していないが、多額の貸出債権償却・流動化の動きもあって、3月以降、全国銀行5業態計(都銀、長信、信託、地銀、地銀Ⅱ)では、貸出がかなり減少した。もともと、年度末にかけて、株価が幾分戻したことや、公的資金導入が図られたことなどから(注28)、一頃懸念されたような大規模な貸出削減は回避された。この間、中小企業金融公庫、国民金融公庫や生保等の貸出の伸び率が上昇しており(図表55下)、これらが、民間金融機関取引先から滲み出した資金需要の受け皿になったことが窺われる。

このように、97年度のとくに下期には、金融機関の貸出活動において、自己資本面での制約が加わったと考えられる。金融機関の貸出に対して、自己資本要因がどの程度影響しているかを抽出することは非常に難しいが、前述したように、最近、短観による金融機関貸出態度判断D.I.が急速に悪化している(前掲図表12下)。そこで、全国短観ベースの貸出態度判断D.I.の動きについて、借り手企業の財務内容(売上高経常利益率)、短期金利水準(CD<3か月物>)、金融機関の自己資本(株式含み益を勘案し修正

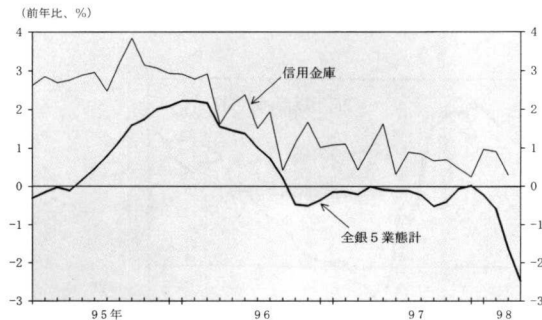
(注27) 金融機関が、自らの責任において企業会計原則等に基づき適正な償却・引当を行い、資産内容の実態を出来る限り客観的に反映した財務諸表を作成することを前提として、当該財務諸表に基づき算出・公表された自己資本比率の状況に応じて、行政当局が金融機関自身の経営改善の取り組みを適時促す制度。なお、多くの金融機関において、98年3月期決算で、自己算定結果を踏まえた多額の償却・引当が行われる見込みである。

(注28) このほか、いわゆる「貸し渋り」対策として、自己資本比率規制の国内基準適用行に対する早期是正措置の平成11年3月末までの弾力的運用や、上場株式評価法の原価法・低価法の選択制導入、自己資本比率算定における土地再評価益の補完的項目への算入容認などが発表された。

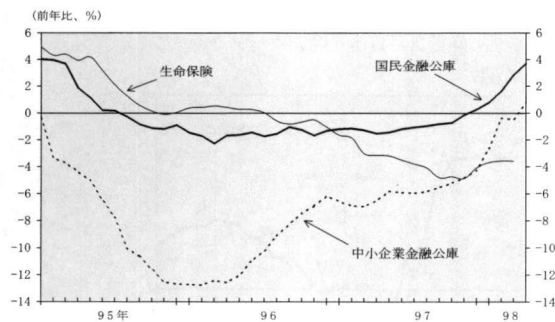
(図表 5 5)

金融機関の貸出

(1) 預金取扱金融機関の貸出残高



(2) その他金融機関の貸出残高



(資料) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」「経済統計月報」

した自己資本比率)を説明変数とする関数を推計してみた(後掲図表56)。試みに、前2者を用いて95年までの期間を推計したもので96年以降外挿すると、実績値を大きく上回る結果となった。次に金融機関の修正自己資本比率を説明変数に加えると、96年以降の説明力がかなり向上し、この結果からは、企業からみた貸出態度判断D.I.に対する金融機関の自己資本面の影響が、最近強まってきたことが見てとれる。したがって、金融機関の自己資本を巡る状況が97年度下期に一段と厳しさを増したことを考えると、この時期における金融機関サイドの要因が貸出

に与えた負の影響が決して無視できないものであったと推測される。

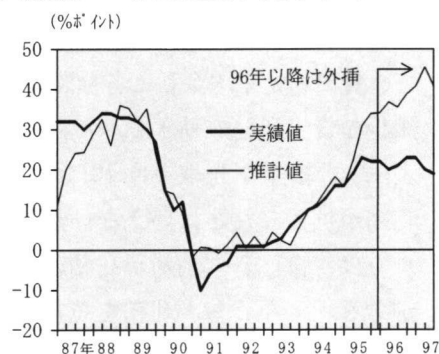
一方、企業からみた金融機関の貸出態度判断には、量的制約のほかに、貸出金利の引き上げ要請が含まれている可能性もある。これについて、貸出約定平均金利と各種調達金利を用いて、銀行の貸出利鞘の動きをみてみた(注29)(後掲図表57)。結論を先取りすれば、①全体として、利鞘が拡大したとはいえないが、②ミクロレベルでは、自己資本制約が利鞘に影響した可能性がある。すなわち、利鞘を規定する一方の要素である貸出金利は、97年11月以降、スプレッド貸出について上昇の兆しもみられたが、ウェイトの大きい短期プライムレートが据え置かれたことなどから、全体として、月々の振れはあるものの、目立って上昇していない。一方、銀行の平均調達コスト(推計)は、ターム物を中心とした市場金利の上昇から、11月以降若干強含んでいる。もとより、①企業サイドは、実際の借入金利が上昇するに至らないまでも、金融機関から金利引き上げ要請を受けただけで、貸出態度が厳しくなったと受け止める可能性があり、また、②貸出約定平均金利は、信用リスクの低い大企業向け貸出のウェイトが高まると、全体に押し下げ効果が働くという性質をもつことを踏まえると、この結果から金融機関の融資姿勢に変化がなかったという結論を導くことはできない。しかし、少なくともマクロ統計を事後的にみる限り、金融機関の貸出利鞘が一方的に拡大したという様子は窺われない。

そこで次に、各金融機関の公表決算データを用いて、ミクロ面からの貸出利鞘の分析を試みた(パネル分析)。結果は(後掲図表58)、バブ

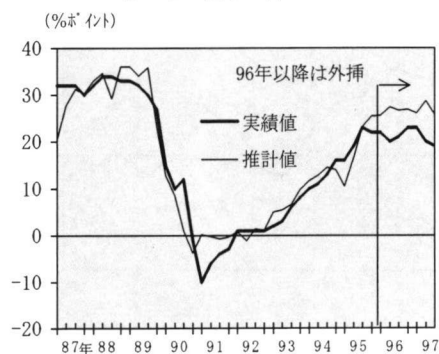
(注29) 実際の貸出利鞘は、金利スワップ収支による分を勘案する必要があり、これは、簡便法である。

貸出態度判断D. I. 関数の推計

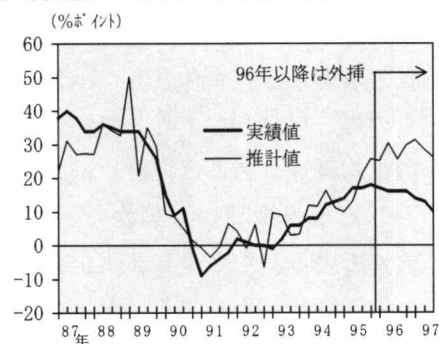
(1) 製造業 <修正自己資本を含まないケース>



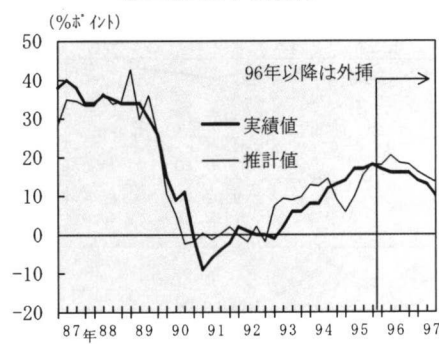
<修正自己資本を含むケース>



(2) 非製造業 <修正自己資本を含まないケース>



<修正自己資本を含むケース>



(注) 修正自己資本比率 = (資本勘定+株式含み益+貸倒引当金-債権償却特別勘定) / (総資産残高-債権償却特別勘定)。

97年度の計数は、貸借対照表上の科目は中間期末の計数を使用、損益計算書上の科目は中間期の計数を2倍にして使用。半期データの線型補完により四半期データを作成。

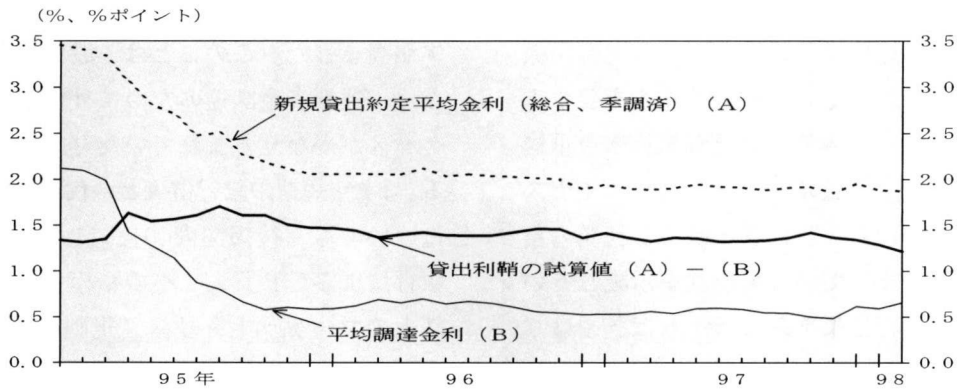
		金融機関の修正自己資本比率を 含まない推計結果 (推計期間: 87:1Q~95:4Q)			金融機関の修正自己資本比率を 含む推計結果 (推計期間: 87:1Q~95:4Q)			
被説明変数		定数項	売上高 経常 利益率	CD金利 (3M)	定数項	売上高 経常 利益率	CD金利 (3M)	修正 自己資本 比率
全国 短期 観	製造業	-9.15 (-2.45)	14.12 (11.38)	-6.62 (-10.10)	-16.54 (-5.69)	8.23 (6.21)	-5.53 (-11.16)	2.94 (6.21)
		adjR ² = 0.81 D.W. = 0.59			adjR ² = 0.91 D.W. = 1.13			
	非製造業	-26.38 (-5.17)	29.92 (11.08)	-4.72 (-7.33)	-27.04 (-6.83)	13.24 (3.28)	-4.05 (-7.83)	3.38 (4.83)
		adjR ² = 0.80 D.W. = 1.66			adjR ² = 0.88 D.W. = 1.14			

() 内はt値。

(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、全国銀行協会連合会「全国銀行財務諸表分析」「全国銀行
中間財務諸表分析」、大蔵省「法人企業統計季報」等

(図表 5 7)

全国銀行の貸出利鞘の試算



(注) 貸出利鞘の試算に当たっては、以下のような銀行にとっての各種調達金利を、銀行の負債勘定に計上されている残高で加重平均することにより、平均調達金利を作成。

- ・ 普通預金金利
- ・ 貯蓄預金金利
- ・ 自由金利定期預金の平均利率 (新規受入ベース)
- ・ CD新発平均レート
- ・ 利金債5年物の応募者利回り
- ・ 無担コール (O/N物) レート

(資料) 日本銀行「経済統計月報」

(図表 5 8)

貸出利鞘のパネル分析

推計式 (パネル分析、Fixed Effect Model)

$$\text{MARGIN}_{it} = \alpha_i + \beta * \text{CAPITAL}_{it} + \gamma * \text{DUMMY}_{it}$$

MARGIN: 貸出利鞘 = 貸出金利息 / (貸出金残高 - 公表不良債権残高)
- 預金利息 / 預金残高 - 営業経費 / 総資産残高

CAPITAL: 修正自己資本比率 = (資本勘定 + 上場有価証券評価損益
+ 貸倒引当金) / 総資産残高

DUMMY: 96-7年度のみに追加的にかかる CAPITAL

推計結果

(カッコ内は t 値)

	β	γ	Adjusted R^2	S.E.
92～97年度	-0.031 (-2.722)	-0.016 (-7.164)	0.627	0.188

(注) 1. 公表不良債権 = 破綻先債権 + 延滞債権 + 金利減免等債権。

2. 97年度の計数は、貸借対照表上の科目は中間期末の計数を使用、損益計算書上の科目は中間期の計数を2倍にして使用。

3. 対象は都銀、地銀、地銀Ⅱの128行。

(資料) 全国銀行協会連合会「全国銀行財務諸表分析」、「全国銀行中間財務諸表分析」

ル崩壊後の92-97年度において、修正自己資本比率が低い銀行ほど貸出利鞘が高いという負の相関関係が一応検出された。これには、利鞘の厚い中小企業向け貸出の比率が高い業態では相対的に自己資本比率が低い、という事実も関係しているとみられ、その解釈には注意を要するが、96-97年度にのみ修正自己資本比率を重複して加えたダミー変数のパラメータもマイナスに有意となっており、自己資本制約と利鞘の負の関係が最近高まっている可能性を示唆している。こうした分析結果を基に考えれば、やはり金融機関の自己資本制約の強まりを背景として、97年度下期において貸出金利に上昇圧力が加わった可能性があり、このことが企業マインドにも影響したと考えられる。

(企業金融)

企業金融面をみると、金融システム不安発生から、一般に信用リスクや流動性リスクに対する警戒感が高まる下で、一部の企業は、調達コストの上昇を甘受しても、資金を前倒しに調達しようとした。これは、先行きの金融機関の貸出姿勢の一段慎重化の可能性を含め、不測の事態に備えた「予備的動機」に基づくものと考えられる。

このような動きは、銀行借入の代替手段であ

る資本市場での資金調達面でとくに現れた。普通社債の発行状況をみると(図表59上)、年明け以降、発行が急増しており、その期間別内訳をみると(図表59下左)、5年未満の短期物のシェアが高まった。このことは、設備投資資金ではなく、運転資金調達のために社債が発行されたケースがかなり含まれていた可能性を示している。また、短期の銀行借入との代替性が高いCPについても(後掲図表60)、11月末からの日本銀行によるCP買入オペの積極化や、BIS規制上のマーケット・リスク規制の導入(注30)を受けた銀行の引受姿勢の前傾化もあって、12月以降発行残高が急伸した(注31)。

こうした資本市場等からの調達増加もあって、企業の資金調達全体が急速に収縮するという事態は回避されている。もっとも、上述のいわゆる「借り急ぎ」あるいは「借り溜め」の動きは、あくまで資本市場での調達が可能な優良大企業を中心であった。新規発行が増加した社債市場においても、投資家の信用選別姿勢の強まりから、格付が低い企業の調達が事実上ストップしている(図表59下右)。このように、ミクロでみれば企業間の資金偏在が強まったと考えられ、とくに、資本市場へのアクセスに乏しい中小企業の場合、業況悪化先では資金繰りがかなり窮屈化したとみられる。短観による中小企業の資

(注30) 95年12月にバーゼル銀行監督委員会が決定したマーケット・リスク規制では、トレーディング勘定に計上された商品は信用リスク規制から除外されたうえ、マーケット・リスク量相当の自己資本を賦課されることとなった。このうち、CPを含む優良債については、結果として相対的に低いリスク・ウェイトが適用されることとなる算定式が用いられることとなった。同規制を受け、わが国では大蔵省告示が97年末に改正され、98年1月1日から適用されている。

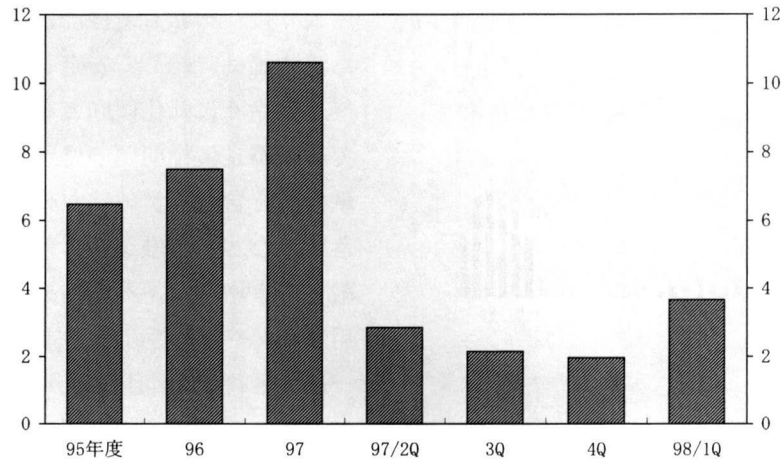
(注31) 流動性の確保に向かった企業行動は、銀行貸出の面でも、大企業貸出のウェイトが相対的に大きい都銀の貸出のなかで、一時的な資金需要に応えるために利用される当座貸越の残高がこの時期に突出して伸びたという現象に現れた(都銀の当座貸越の前年比伸び率、97年10月末+1.3%→98年1月末+10.2%)。

(図表59)

普通社債

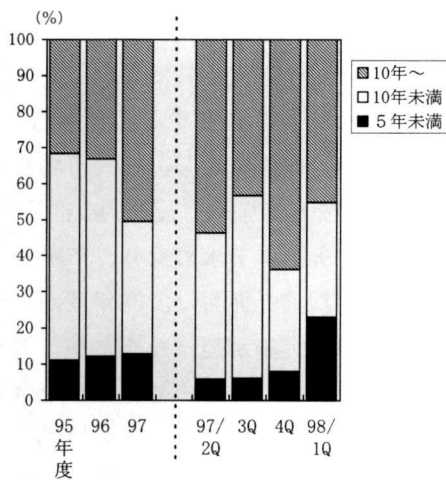
(1) 発行額

(兆円)



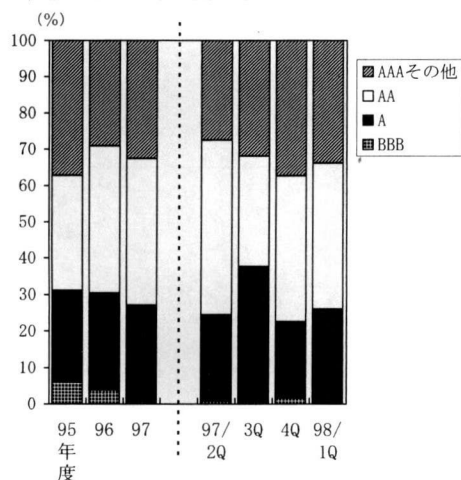
(注) 私募債、海外起債分を含む。

(2) 年限別の発行額内訳



(注) 国内起債分のみ。

(3) 格付別の発行額内訳



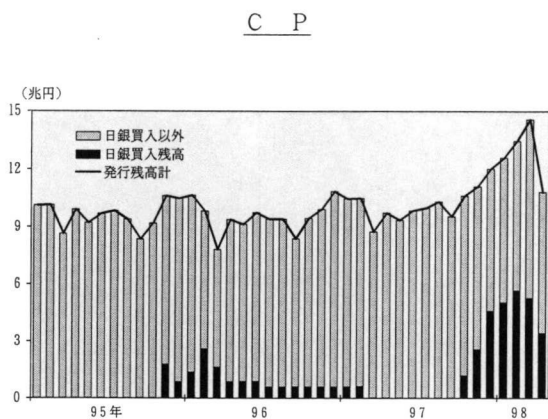
(注) 国内起債分のみ。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」、公社債引受協会「公社債月報」等

金繰り判断D.I. (「楽である」－「苦しい」) をみると (後掲図表61上)、97年末から急速に悪化しており、資金調達環境の厳しさが、景気の

低迷とともに、年度後半の企業倒産が増加した要因の一つとなった可能性もある (後掲図表61下)。

(図表 60)



(注) 末残ベース。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」

5. 日本経済の課題

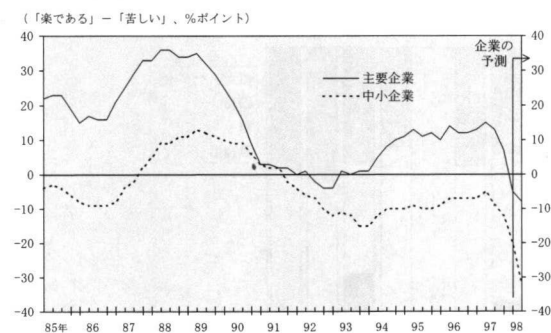
これまでみたように、97年度の日本経済は、非常に困難な局面を迎えた。96年度において自律回復力を高めたとみられていた景気は、97年度入り後、一転して停滞色を強める展開となった。物価は、総じて安定していたものの、年度後半は徐々に軟化傾向となった。一方、金融面では、不良債権問題の処理が長引く中、大手金融機関を含む経営破綻が相次いだり、株価が下落するなど、金融システムを巡る環境が一段と厳しさを増した。その結果、金融市場では、信用リスクや流動性リスクに対する懸念が高まり、一部の金利に上昇圧力がかった。

97年度の経済を振り返った時、特徴点として指摘できるのが、金融面の实体经济への影響の大きさである。わが国経済は、バブル崩壊後、大きな構造調整圧力にさらされてきた。これに対する各経済主体による取り組みは着実になされてきたものの、不良債権問題にみられるように、調整が先送りされてきた部分や遅れている部分がおお多く存在することも否定できない。こうした二面性に対し、株式市場を中心に金融市場は選別色を強め、後進的な部分に対しては、高いプレミアムを求めたり、市場からの退出を迫る形で調整を促した。98年度からの金融ビッグ・バンの実施が迫ったことが、こうした動きに拍車をかけた。その結果生じた金融システムの動揺は、家計のマインドを慎重化させた。過去にも、景気の展開などによって家計のマインドが振れることはしばしばあったが、97年度には、これまでになく広範かつ長期にわたって下振れ、景気に対し強い下押し圧力となって働いた。また、自己資本面の制約の強まりなどに伴う金融機関の貸出態度の慎重化が、企業の投資・支出に影響を与えた。

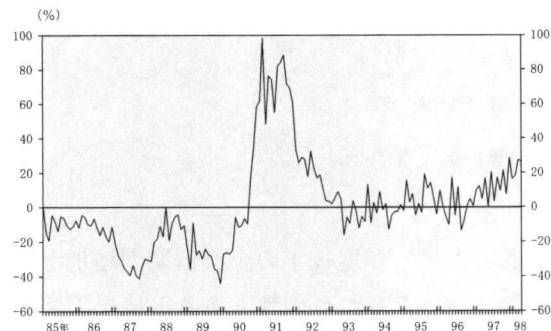
(図表 61)

企業の資金繰り・倒産

(1) 資金繰り判断D、I。



(2) 銀行取引停止処分件数前年比



(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」、全国銀行協会連合会「全国取引停止処分者の状況」

1年前に発表した「1996年度の金融および経済の動向」（日本銀行月報97年6月号）では、96年度に景気回復力が徐々に底固さを増したとしながらも、必ずしも民間部門におけるコンフィデンスが高まっているとは言い難いと指摘した。そのような下で、97年度には、いわゆるフィスカル・ドラッグに加え、金融システム不安やアジア通貨・金融危機の発生など、様々なショックが日本経済に加わり、93年末以来の景気回復が途切れた。この経済主体のコンフィデンスの回復という点についてみると、現時点においては、さらに厳しい状況にあると言わざるを得ない。経済企画庁の「企業行動に関するアンケート調査報告書」（98年1月実施）における企業の今後3年間の実質成長率見通しをみると（後掲図表62上）、引き続き低下傾向を辿っており、企業の期待成長率の下振れが自己実現的に成長率の低下をもたらしている側面があると考えられる（注32）。第2章でも触れた日本銀行の「生活意識に関するアンケート調査」（98年3月実施、日本銀行調査月報当月号掲載）によると、消費者の54%が日本経済の成長率が今後低下するとみており、その理由として、第1に少子化・高齢化（55%、3つまでの複数回答可、以下同じ）、第2に財政問題の深刻化（51%）、第3に金融システム問題（40%）を挙げている。このほか、金融市場においても、長期国債金利の「長期ゾーン」（6年先～10年先）金利や株価に関する「イールド・スプレッド」が一貫して低下するといった、期待成長率の低下ないし将来に対するリスクの高まりを示す動き（注33）が

みられている（前掲図表35、後掲図表63）。

このように民間部門のコンフィデンスの回復がみられない背景には、金融機関の不良債権問題に象徴されるように、バブル崩壊の後遺症を未だに克服し切れていないという事情に加え、グローバルな規模での競争の激化や国内における少子化・高齢化の進展という日本経済が直面する大きな構造変化に対し、現行の経済社会システムでは十分に対応できないのではないかという不安ないし、今後の方向性が見えてこないことに伴う不確実性の高まりがあると考えられる。

以上を踏まえ、今後わが国経済が持続的な成長経路に復するうえで必要と思われる点について、幾つか指摘しておきたい。

まず、喫緊の課題として、需要の減少によるデフレ・スパイラルを回避することである。この点、政府によって特別減税を含む大型の経済対策が打ち出されたところであり、今後、その速やかな実行と効果の顕現が期待される。

第2に、バブル崩壊に伴い発生した様々な問題の処理を一刻も早く終え、わが国金融システムの再構築と機能向上を図ることである。金融システムや金融機関が持つ、資金の仲介、リスクの分散や転換、情報の生産などの諸機能は、わが国経済の回復と持続的な成長にとって、必要不可欠な要素である。97年度において、金融機関の破綻処理に備えた預金保険機構の財源強化や金融機関の自己資本充実のための措置につき、公的資金を活用できる仕組みを盛り込んだ立法がなされ、わが国金融システムの安定化に

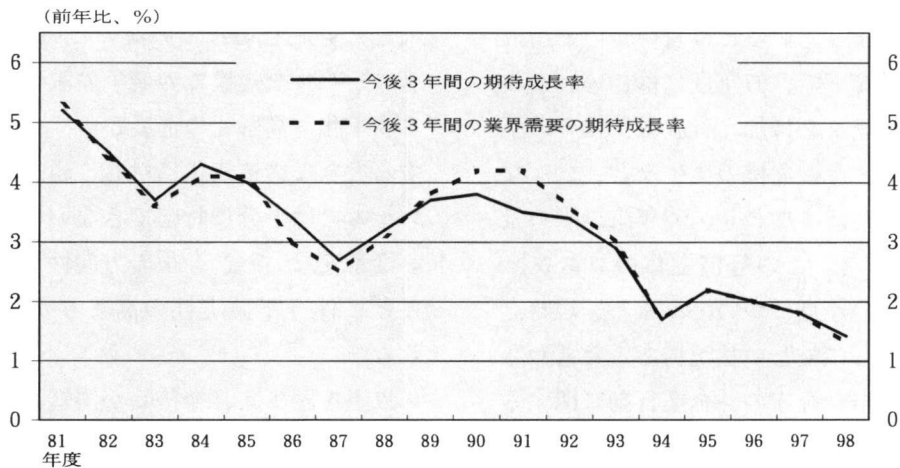
（注32）業種別にみても（後掲図表62下）、昨年は5%以上とかなり高かった通信の期待成長率が本年は3%台に低下するなど、おしなべて見通しを下方修正している。

（注33）株価の収益還元モデル（＝配当割当モデル）において、イールド・スプレッド（長期金利－株式益回り）は、名目収益の期待成長率－リスク・プレミアムを表す。

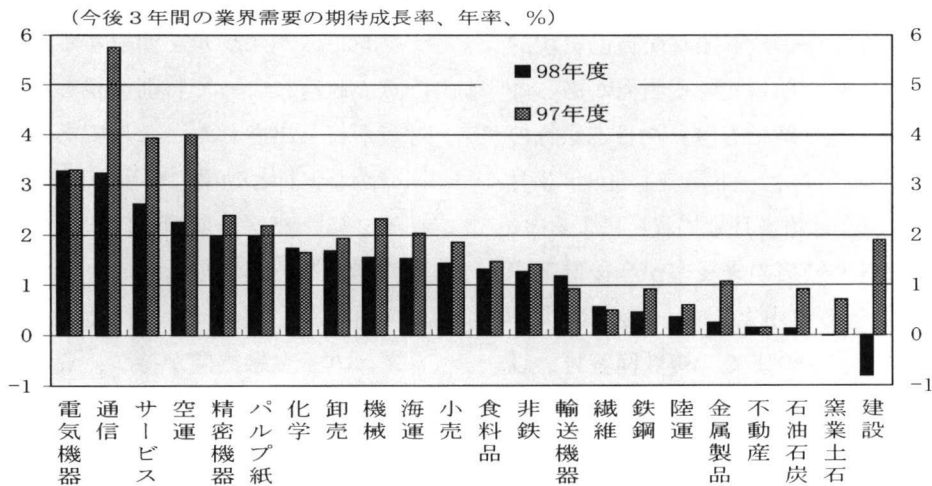
(図表 6 2)

期 待 成 長 率

(1) 期待成長率



(2) 業種別の変化 (97年度→98年度)



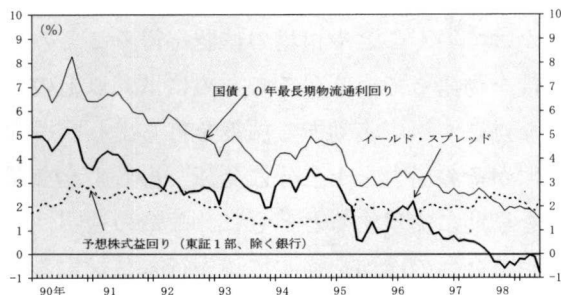
(資料) 経済企画庁「企業行動に関するアンケート調査報告書」

向けた制度整備の点で大きな前進をみた。また、今般の総合経済対策を含め、不動産や債権の流動化に向けて様々な措置が取られようとしている。一方、98年4月の新外為法施行を嚆矢に、日本版ビッグ・バンの下で、金融分野におけるグローバルな規模での競争が激化しつつある。

こうした状況の下で、わが国金融機関は、できるだけ早期に不良債権問題を克服するとともに、経営資源の再配分によって、企業や家計のニーズに適合した金融サービスを効率的に提供していくことが求められている。同時に、間接金融の効率化のみでなく、資本市場の活用によるリ

(図表 6-3)

イールド・スプレッドの推移



(注) 1. イールド・スプレッド = 国債利回り - 予想株式益回り

2. 予想株式益回り = $1 / \text{予想 P/E}$

3. 標準的な「配当割引モデル」のフレーム・ワークを用いた場合、イールド・スプレッドは、以下の式変形により、収益の名目期待成長率 - リスク・プレミアムとして表現することができる。

すなわち、現在の株価(P)は、今期の1株当たり予想収益(e)、収益の名目期待成長率(g)、長期金利(r)、リスク・プレミアム(p)を用いて、

$$P = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{e(1+g)^{t-1}}{(1+r+p)^t} = \frac{e}{r+p-g} \quad \text{と、書ける。}$$

ここで、 e/P が予想株式益利回りであるので、
イールド・スプレッド = $r - e/P = r - g - p$ となる。

(資料) 日本経済新聞社「日本経済新聞」、大和総研「大和投資資料」

スク・キャピタルの供給拡大など、直接金融の機能を強化することによって、マクロ的な資金の最適配分を促す必要がある。そのためにも企業会計、情報開示、金融税制、決済システムなどの基盤整備を早急に進めていかななくてはならない。なお、ビッグ・バンによる金融市場の活性化には、新規参入の拡大やニュー・ビジネスの台頭などを通じた、産業としての金融業の発達というプラス効果があることにも着目する必要がある。

第3に、規制改革や税制の見直しなどによって、経済構造改革を着実に推進することである。各種経済規制の緩和・撤廃は、需要機会の創出や産業間、企業間での資源の移動を通じて、長い目でみれば、生産性の向上や成長率の高まりをもたらすものである(注34)。また、投資に対するリターンの向上や資本の適正配分に資する方

(注34) 因みに、先進国における対内外直接投資の状況をみると(注34の図表)、わが国の場合、フロー、ストックのいずれの面でも大幅な流出超であるのが目立つ。これには、経常収支黒字の裏返しとしての資本の流出という基本的背景があるが、「直接投資」におけるこうしたインバランスは、わが国の経済が、他の先進国に比べて、リスクやコストに見合ったリターンを得にくい状況にあることにも一因があるのではないかと考えられる。

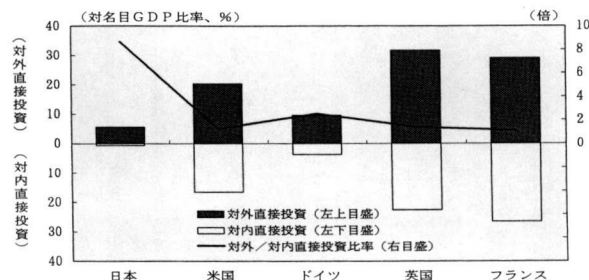
(注 3 4 の図表)

直接投資の国際比較

(1) フローベース (91～96年の累計)

	対外直接投資 (A)	対内直接投資 (B)	対外/対内直接投資比率 (A/B)
日本	1,269	53	23.9
米国	3,958	2,791	1.4
ドイツ	1,421	191	7.4
英国	1,844	1,119	1.6
フランス	1,439	1,182	1.2

(2) ストックベース (96年末残高)



向での税制の見直し^(注35)は、経済全体にもプラスの効果が期待できる。これらは、ミクロ企業レベルにおける資本効率の向上を図る動きを支援することにも繋がる。同時に、例えば労働市場の流動化を促すように既存の制度の見直しを進めるなど、経営資源の移動を前提として各種システムの再構築を図ることが必要である。また、女性や高齢者の活用、人材開発など、企業レベルを含めた経済活性化に向けた努力も求められる。

第4に、家計の間で根強い将来負担に対する懸念を和らげることである。そのためには、引き続き公共部門の効率化を図るとともに、社会

保障システム改革の方向について、できるだけ早期に国民的合意を形成することが必要である。

97年度の日本経済における様々な経験は、経済政策運営において、経済主体の期待形成に働きかけていくことや市場の信認を得ることの重要性を物語っている。このためには、以上のような点について実効ある施策を打ち出し、民間部門がその活力を十二分に発揮し得るような環境を早期に実現するとともに、政策の透明性向上や整合性の確保を通じて、先行きに対する不確実性を減らしていく不断の努力が求められているといえよう。

(注35) 4月に決定された総合経済対策では、「法人課税については、今後3年のうちにできるだけ早く、国・地方を合わせた総合的な税率を国際的な水準にするよう、検討を行う」こととされた。法人課税に限らず、所得課税、土地税制、金融税制など、税制全般について、経済の活性化とグローバル・スタンダード化の両面から、抜本的な検討が必要である。

【BOX 1】

アジア金融・経済危機の影響

97年7月、タイの通貨バーツが事実上大幅に切り下げられたことを契機に、ASEAN諸国や韓国において、為替レート的大幅な切り下げと金融・経済危機の発生がみられた。80年代後半からの東アジア諸国の急速な工業化と経済発展の結果、アジア経済の世界経済に与える影響及び両者の間の相互連関は非常に強まっている。ここでは、最近のアジア経済の変調が、日本経済に与えた影響について、①輸出入、②物価、③企業経営、という三つの面から整理する。

(輸出入を通じた影響)

わが国の貿易に占めるASEAN4か国(タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン)及び韓国のウェイトは(後掲BOX1の図表1上)、金額ベースで2割弱に達する(97年中、輸出で17.6%、輸入で16.3%)。97年度における日本のASEAN4か国、韓国向け輸出の動きをみると(後掲BOX1の図表1下)、各国の国内需要の落ち込みや外貨制約などから、自動車関連財、鉄鋼等中間財に加え、ウェイトの高い資本財・部品も大きく減少した。これに対し、情報関連財は減少幅が小さい。情報関連財は国際分業が進んだ製品であり、欧米を含む世界全体の需要がアジア諸国の生産に影響を与えることや、ASEAN諸国の場合、外貨制約が比較的少ない外資系企業による生産が多いためと考えられる。一方、輸入の動きをみると、一般論としては、各国通貨の減価は、価格競争力の向上を通じて対日輸出圧力の高まりをもたらすと考えられるが、実際には、97年度中、大方の財で日本の輸入は減少した。これは、わが国の内需の低迷に加え、現地の外貨制約による部品等の輸入困難化や輸入インフレの発生が、これらの国の対日輸出余力や価格競争力に影響しているためと考えられる。企業のなかには、安価になったアジア製部品類の調達拡大を図る動きも一部にみられたが、97年度中は、これも限界的なものに止まった。

(物価面への影響)

次に、物価面では、現地通貨の減価に伴うアジアからの輸入価格下落や、アジア経済の減速に伴う国際商品市況の軟化は、わが国の物価に低下圧力をもたらすこととなる。97年度中、後者については、原油価格を始め、素材市況の軟化が国内卸売物価の下落幅を拡大する方向に作用したが、これは、わが国にとっては交易条件の好転を意味するものである。一方、前者について、アジアからのドル建て輸入価格の推移をみると(後掲BOX1の図表2)、為替レートの下落幅に比べ、輸入価格の下落幅ははるかに小さく、実際、アジアからの輸入は、わが国の内需低迷もあって、むしろ減少傾向にある。これについては、タイムラグによる価格改定の遅れに加え、①アジア製品に使用されている輸入部品が為替減価によって値上がりしている、②各国の物価全般が上昇している、など、現地での輸入インフレの影響が考えられる。したがって、95年央にかけての円高時にみられたように、最終財価格を含めたわが国の物価全般に対し強い低下圧力がかかるといった事態は、これまでのところ生じていない。

(企業経営面への影響)

第3に、アジアの金融・経済危機は、アジアに進出しているわが国企業の収益に対し、為替差損の発生や現地債権の不良化などを通じて、影響を与えている。また、これまでアジア地域の成長を前提に進められていた企業の海外戦略も一部に見直しを迫られている。後者の点について言えば、わが国の製造業は、93年度以降、累積的な円高進展の下で、生産拠点をアジアに設ける動きを加速化させたが、97年度は、アジア経済の変調に加え、為替相場が、対アジア通貨以外を含めて全体としてみれば、93～95年当時に比べかなりの円安水準にあることなどから、下期入り後、アジア向け直接投資は伸び悩んだ(後掲BOX1の図表3上)。現地法人の再投資についても、現地需要向け主体のところでは、売上げ減少から計画を見直す動きがみられた(注1)。もっとも、一方で、半導体部品、電機等を中心に、現地通貨安のメリットを生かし、欧米等向けの再輸出拠点としてASEAN諸国を見直す動きもみられ始めており、企業のアジア重視の姿勢そのものは、今後とも維持されていくと考えられる。

一方、アジア経済の拡大や本邦企業のアジア進出を睨んで、近年、金融機関もアジアでの業務を拡大させてきた。BISの国際与信統計で、97年末のBIS加盟国銀行のアジア向け与信残高をみる

(注1) 通産省の「企業動向調査」によると、調査対象製造業の海外現地法人の有形固定資産取得は、アジアの場合、97年4-6月-12.1%、7-9月-18.2%、10-12月-4.2%(いずれも前期比)と、減少した。

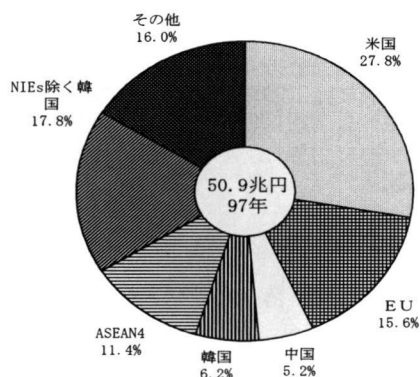
と（後掲BOX 1の図表3下）、邦銀のシェアは30%と、国別では最大で（地域別には、欧州銀行が最大）、相手国別にみても、タイ（56%）、インドネシア（38%）、韓国（22%）などでトップとなっている。昨年来、各国の通貨・金融情勢が混乱する中、これらの国々の対外債務の返済困難化が問題となっており、98年3月に、韓国金融機関向け短期債権（218億ドル）が1～3年の韓国政府保証付き中長期債権に切り替えられたほか、インドネシア向け債権についても、民間債務の返済繰り延べについて、交渉が進められている。こうした状況下、リスクの小さい日系企業向けの与信が比較的多い邦銀でも、今後、不良債権の増加を通じて、ある程度収益面への影響が免れないとみられる。

（BOX 1の図表1）

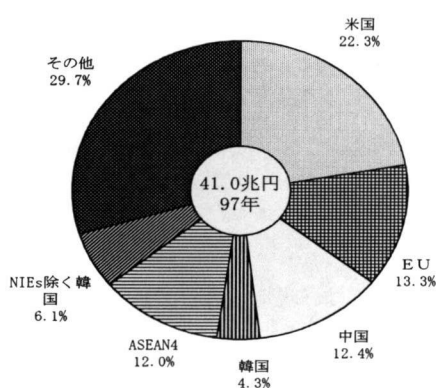
アジアとの貿易

（1）相手国別輸出入

日本からの輸出

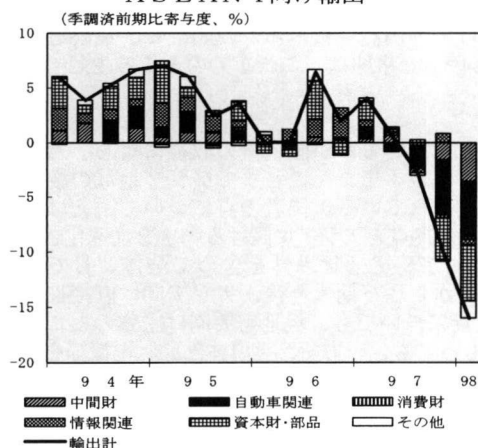


日本の輸入

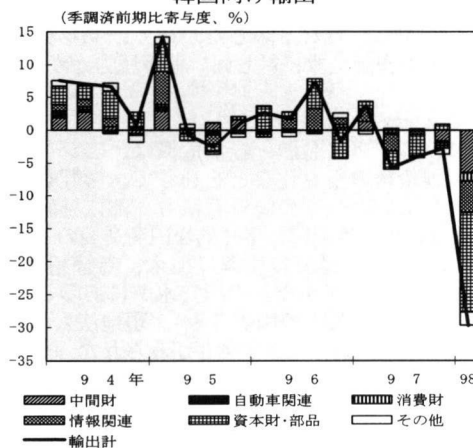


（2）日本からアジアへの輸出

ASEAN 4 向け輸出



韓国向け輸出

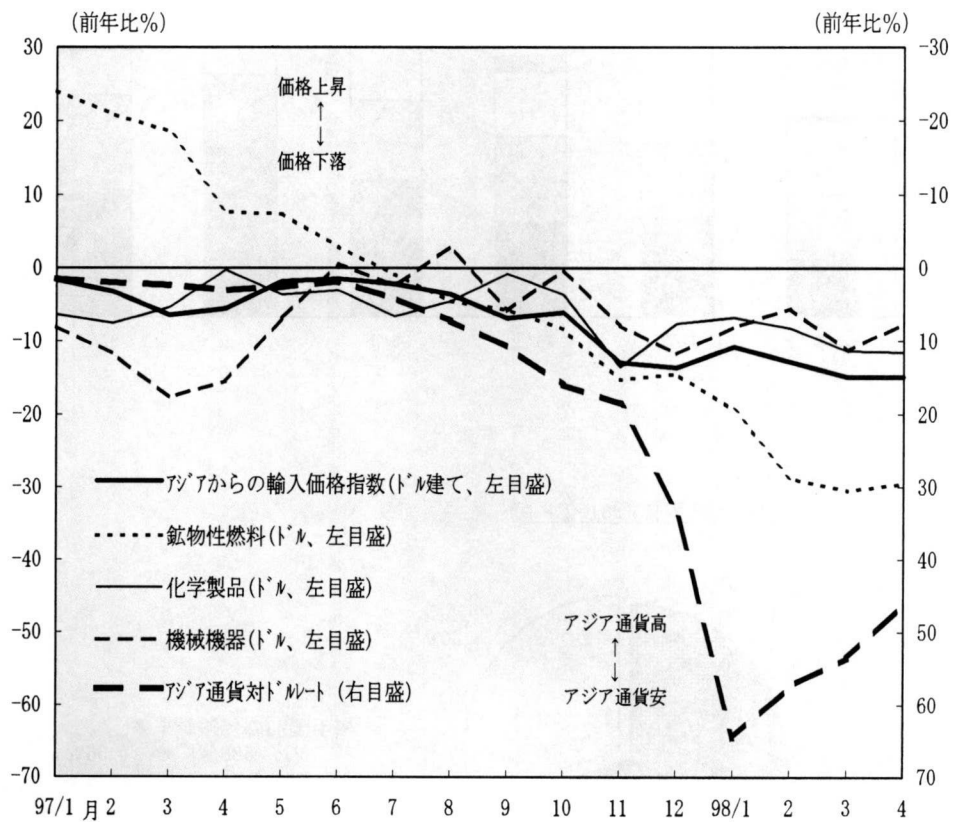


（注）1. ASEAN 4はタイ、マレーシア、インドネシア、フィリピンの4国。
2. 季節調整はX-11による。

（資料）大蔵省「外国貿易概況」、日本銀行「卸売物価指数」

(BOX 1 の図表 2)

アジアからの通関ベース輸入価格指数

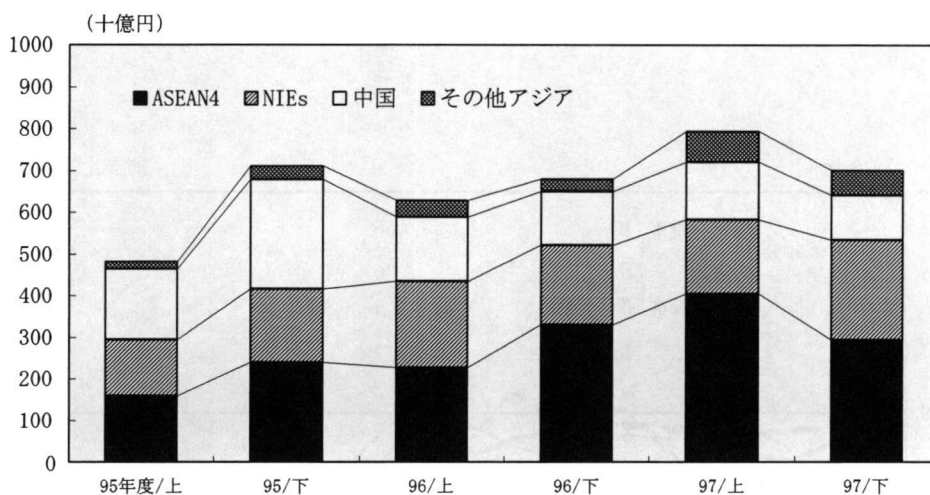


(注) 「アジア通貨」は、97年通関輸入ウェイトで各国通貨を加重平均して算出。為替レートは、東京三菱銀行対顧客為替相場を使用。

(BOX 1 の図表 3)

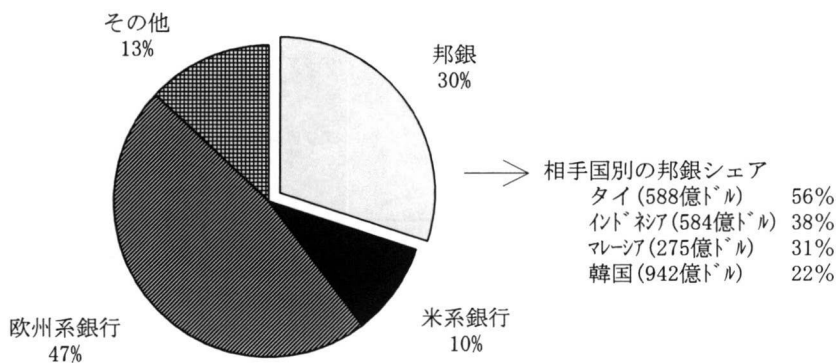
アジア向け直接投資と与信

(1) 日本からの直接投資額



(2) アジア向け与信

1997年12月末 (3810億ﾄﾞﾙ)



(注) アジア向け与信には、オフショアとして分類されている香港、シンガポール向けは含まれない。

(資料) 大蔵省「対外及び対内直接投資状況」、
BIS "The maturity, sectoral and nationality distribution of international bank lending,
Second Half 1997" May.1998

【BOX 2】

不確実性と設備投資

企業の設備投資は、期待成長率すなわち将来の需要見込みに依存する割合が大きい、これが明確に下方修正されなくても、先行きに対する不透明感が強まることによって投資決定が先送りされる傾向がある。これは、初期投資を回収するのに長期間を要するため、設備投資を実施した後に投資条件が不利な方向に変化した場合、「サンク・コスト」(回収不可能な支出)が発生するためである。ここでは、株式市況から抽出した不確実性の代理変数、期待成長率、リスク・テイク能力の代理変数、設備投資額の4変数からなるVAR<Vector Autoregressive>モデルを用いて、将来に対する不確実性の増大が設備投資に及ぼすインパクトについて計測を試みた。

(変数の内訳)

- ①不確実性：株価が企業の期待成長率を反映するという配当割引モデルに基づき、株価のボラティリティが企業の成長率予測の不確からしさを示すと仮定する。ここでは、株価変化率(日経平均月次変化率)と株式投資収益率(東証1部株式投資収益率)の自己回帰モデルによる予測値の条件付き分散(注2)を、不確実性の代理変数として利用した(後掲BOX 2の図表1)。
- ②期待成長率：経済企画庁「企業行動に関するアンケート調査報告」による先行き3年間のわが国経済の実質経済成長率見通しを使用。
- ③債務負担能力：企業がリスク・テイクするかどうかの判断は、投資が失敗した場合に企業が体力的にもつかどうか、すなわち企業のバランス・シート状態に依存すると考える。
計測方法=(長期借入金残高+社債残高)÷保有土地時価評価額
- ④設備投資：GDPベース設備投資前年比

まず、不確実性の設備投資に対する先行性をGranger因果性テスト(注3)で確認すると、不確実性の増大が設備投資の変化に対して有意な先行関係を持つことが確認された。次に、不確実性にプラスのショックを与えた場合のインパルス応答関数(注4)をみると(後掲BOX 2の図表2左)、不確実性の増大は、債務負担の増大とともに、設備投資に対してマイナスのインパクトを及ぼしており、また、

(注2)「符号は分からないが、大きい変化の後には大きい変化が続き、小さな変化の後には小さい変化が続く」という金融市況時系列の独特な特徴を組み込むため、1期先予測の条件付き分散が、過去の予測誤差に依存するGARCH (Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedasticity、一般化条件付き分散不均一型自己回帰)モデルを使用した。すなわち、ここで使用しているGARCH (1, 1)モデルでは、株価変化率(株式投資収益率)を、

$$y_{t+1} = c + \phi_0 y_t + \varepsilon_{t+1}$$

y_t : t期の株価変化率、株式投資収益率、 ε_t : 予測誤差

のように自己回帰モデルによって定式化した場合、その分散(h_{t+1})が以下のような条件付き分散で表される。

$\varepsilon_{t+1} | I_t \sim N(0, h_{t+1})$: 平均0、分散 h_{t+1} の標準正規分布。 I_t はt期に利用可能な情報集合

$$h_{t+1} = \text{Var}[\varepsilon_{t+1}] = E_t[\varepsilon_{t+1}^2] = \alpha_0 + \alpha_1 \varepsilon_t^2 + \beta_1 h_t$$

(注3) Grangerの因果関係とは、ある変数の最適予測を行う時に、他の経済変数に関する過去の情報が、予測誤差の減少に貢献するか否かを因果関係の判断基準にしたもの。不確実性から設備投資への影響は、Grangerの因果性の意味で有意である(p-valueが0.05未満、後掲BOX 2の図表2参照)。

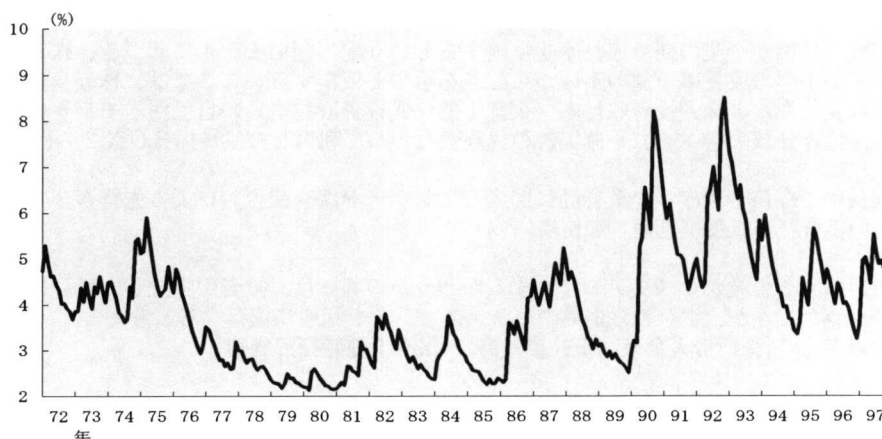
(注4) インパルス応答関数とは、ある変数にショックが加わった時に、それに関連する他の経済変数にどのようなショックの影響が波及していくかを表したものの。

その影響は、ショックが発生してから1～2年後に最も強く現れることがわかる。さらに、設備投資の分散分解（注5）をみると（BOX 2の図表2右）、設備投資の変動の3～4割が不確実性の増大によって説明されるとの結果が得られる。これらの結果について、不確実性の代理変数として、株価変化率と株式投資収益率を用いた場合とで変わりはない（注6）。

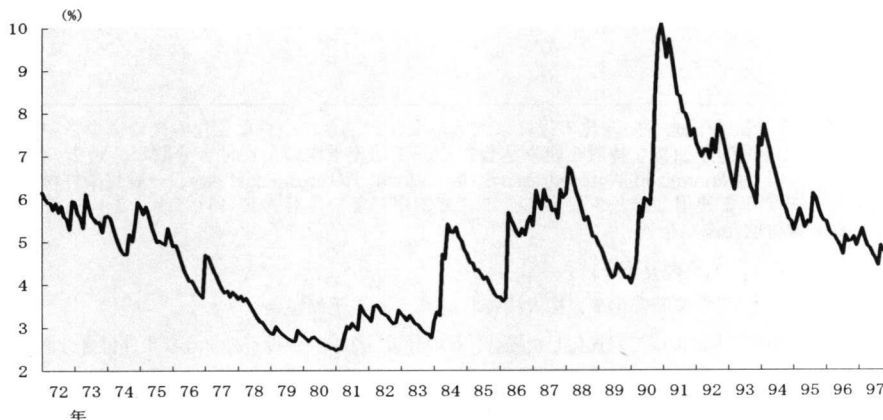
（BOX 2の図表1）

株価等から算出された不確実性

（1）GARCHモデルで推計した日経平均月次変化率の条件付き不均一分散



（2）GARCHモデルで推計した東証1部株式投資収益率の条件付き不均一分散



（資料）日本証券経済研究所「株式投資収益率'96」東証第一部株式投資収益率等

（注5）分散分解とは、ある変数の変動をその原因となったイノベーション毎に振り分けたもの。

（注6）なお、本稿では、将来の企業収益に対する不確実性の強まりが企業マインドを通じて設備投資決定に与える影響についてみたものであるが、企業の設備投資が、資本の限界生産力と資本コストによって決まると考える投資の新古典派モデルの枠組みの下では、企業収益に対する不確実性の高まりは、リスク・プレミアムの増加による資本コストの上昇を通じて、設備投資にマイナスの影響を及ぼすこととなる。

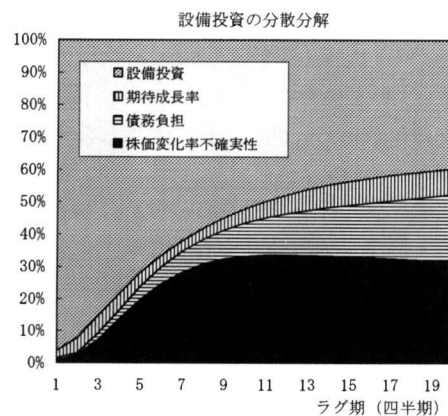
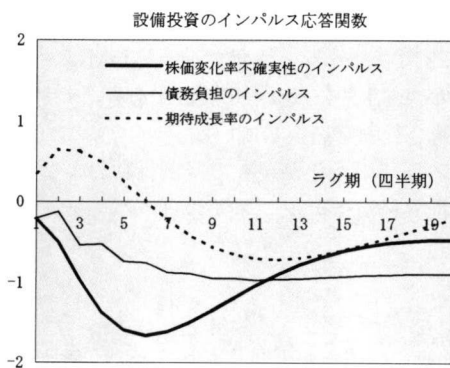
(BOX 2 の図表 2)

不確実性の変化が設備投資に与える影響

—VARモデルを用いたインパルス反応関数（各ショックに対する設備投資の反応）と分散分解の推計結果—

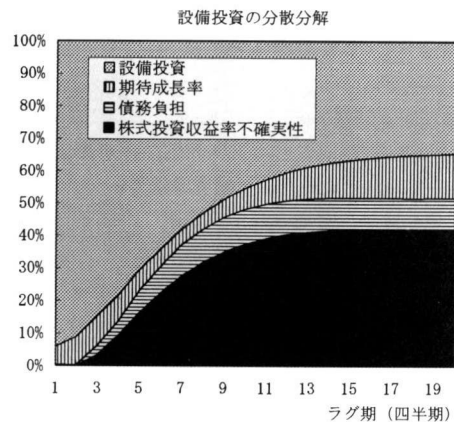
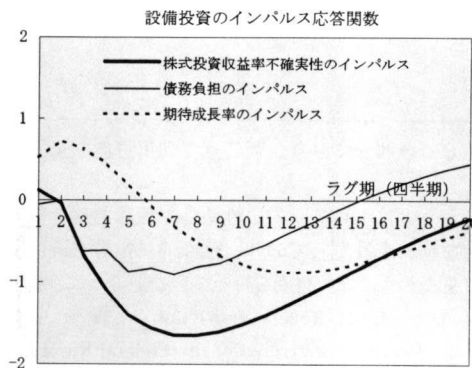
(1) 不確実性＝日経平均変化率の条件付き分散

Granger因果性テスト
不確実性→設備投資 p-value=0.04



(2) 不確実性＝株式投資収益率の条件付き分散

Granger因果性テスト
不確実性→設備投資 p-value=0.00



(注) モデルの推計期間：1981/1Q～1997/2Q、ラグ次数2期（S B I Cより選択）

(資料) 経済企画庁「国民経済計算」、大蔵省「法人企業統計季報」

【BOX 3】

消費者の期待形成の変化と消費行動 —フォワード・ルッキング・モデル（FLM）によるシミュレーション—

民間経済主体の経済行動に、期待インフレ率や期待成長率といった期待変数が影響することは広く知られているが、このような期待変数は実際には観察できない変数であるため、その変化を考慮した分析は困難である。

ここでは、ひとつの試みとして、将来の所得、金利、為替レート等に対する民間経済主体の期待を組み込んだ上で、これらに関して合理的期待形成（注7）の仮定を採用したフォワード・ルッキング・モデル（注8）（Forward Looking Model；以下FLM）を用いた分析を紹介する。FLMは、通常のマクロ計量モデルと異なり、先行きに対する期待を明示的かつ内生的に扱う点に特徴がある。モデル内で、各経済主体は経済の動向を完全に予見したうえで、最適な行動を選択している。

以下では、家計の消費行動を例にとり、将来に対する期待の変化が現在の経済行動およびマクロ経済に与える影響を分析する（この分析には、FRBの世界経済モデル（注9）の日本パートに、日本銀行調査統計局で若干の修正を施したモデルを用いた）。

（恒常所得仮説）

家計が異時点間を通して効用の最大化を図る場合、一般には消費が平準化されるという考え方を「恒常所得仮説（Permanent-Income Hypothesis）」と呼ぶ。この仮説のエッセンスは、「家計は現在から遠い将来にわたる所得の流列を予想し、これを各期にできる限り均等に支出すべく行動している」という考え方である。恒常所得仮説では、所得は、家計が将来にわたって永続的に続くと思予想する部分（恒常所得）と、一時的な変化であると認識する部分（一時所得）とに分けられる。さらに、合理的な家計は、将来にわたる消費をできるだけ平準化することによって効用の最大化を図るべく、恒常所得をベースに各期の消費水準を決定するとする（注10）。

（注7）合理的期待形成とは、各経済主体が経済構造を正しく理解しており、現時点で利用可能な全ての情報を用いて期待形成を行うという考え方。

（注8）FLMは、期待の変化や長期にわたるシミュレーションに不可欠な安定性条件や理論的整合性を重視している反面、一部の方程式のパラメーターに理論的な制約を設定しており、意図的に推計を避けている。このため、定量的な特性については、通常のマクロ計量モデルほどの精度を持っていないことに注意が必要。

（注9）FRBの世界経済モデルについては、Andrew T. Levin, John H. Rogers, and Ralph W. Tryon, A Guide to FRB/GLOBAL (International Finance Discussion papers, Board of Governors of the Federal Reserve System, 1997, no. 588) を参照のこと。

（注10）もっとも、全ての消費者が恒常所得に基づいて消費を決めると考えるのは非現実的である。FLMの消費関数では、そうした合理的な消費者以外に、今期の可処分所得によって消費が規定される流動性制約型の消費者も存在すると想定している。両者の構成比率は、当期の消費水準の前期差を当期の可処分所得の前期差により回帰することで別途推計し、約1：2とした。なお、日本銀行の「生活意識に関するアンケート調査」（98年3月実施、日本銀行調査月報当月号掲載）によれば、支出に影響を与える要因として、将来所得に対する不安を掲げる人が過半を占めた（54%、但し複数回答可）。年齢別には、年齢が高くなるほど将来所得の影響が強まっている。若年層は、むしろ現在所得を第1の要因に掲げ、年齢の低い階層では流動性制約が強いことを示している（後掲BOX3の図表2）。

(FLMを用いた消費者の期待形成変化の影響のシミュレーション)

ここで、「生産年齢人口の減少に伴う潜在成長率の低下期待の発生」という仮想例を用いて、将来所得が持続的に低下すると家計が予想した場合の影響について考える。

97年1月に公表された「日本の将来推計人口」(厚生省人口問題研究所)によると、わが国における高齢化は予想以上に進行しており、2050年における総人口に占める生産年齢人口の割合は、旧推計に比べ約5%下振れるとされた(後掲BOX3の図表1上)。このような生産年齢人口割合の低下は、将来の潜在的な供給力(潜在GDP)の低下をもたらし、一人当たりの恒常所得を減少させると予想した家計は、現在から支出を切りつめるかもしれない。

この点に関して、かなり非現実的な仮定ではあるが、一つの思考実験として、上記推計の発表された97年初の時点で、人々の将来人口に対する見方が旧推計から新推計へと一斉に切り替わったと想定してみよう。また、その場合、人々の生涯所得(=恒常所得)に関する期待も、旧推計に基づくものから新推計に基づくものへと下方修正されたとする。この期待の変化が個人消費やGDPに与える影響を、FLMを用いて試算してみた(注11)。ただし、こうした将来に対する期待の変化が実際に現時点での消費にどれだけの影響を及ぼすかは、人々が将来の消費にどの程度重きを置くかによって変わってくる。すなわち、消費者が今日の消費を重視するのであれば、今日の所得が変化しない以上、先行き所得の期待の変化が今日の消費に大きな影響を及ぼすことはない。一方、消費者が将来の消費を重視するのであれば、今日の消費を節約して、先行きの消費の減少を避けようとすると考えられる。この点、FLMの試算上、2つの異なる割引率(注12)を使用してみた。結果は(後掲BOX3の図表1下)、将来における潜在GDPの低下は現在の消費の削減を通じて、GDPをかなり押し下げることとなり、そのインパクトは、割引率が大い(現在の消費を重視する)ケースより、割引率が小さい(将来消費を重視する)ケースの方が、大きいこととなった。

以上の説明は、あくまで仮設例に基づくものであり、また用いたモデル自体、経済の現実の動きをフォローすると言うより、そこに働くロジックを示すために開発中のものであるということを踏まえると、この試算の「定量的」結果に信頼を置くことはできない。しかし、消費者が将来の所得を考慮に入れて行動する場合、高齢化や年金負担の問題などが人々の視野に入ってくると、そうした将来の見方の変化が、現在の消費にも影響を及ぼすことは、十分考えられる。

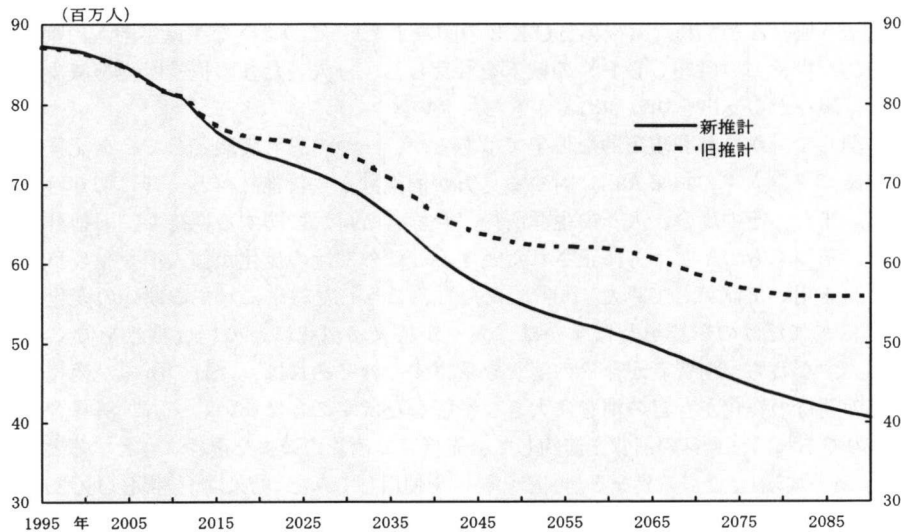
(注11) このシミュレーションは、あくまで高齢化を契機として人々の恒常所得が変化し、現在の消費を切り詰めた場合の影響についてであり、高齢化が将来の所得にいかなる影響をもたらすかについてみたものではない。

(注12) 経済主体が将来の所得を現在の所得に比べて、どの程度、割り引いて評価するかを示す値であり、本来、主観的なものである。家計は、この主観的割引率と市場の実質金利を比較しながら、消費・貯蓄行動を決定している。

(BOX 3の図表1)

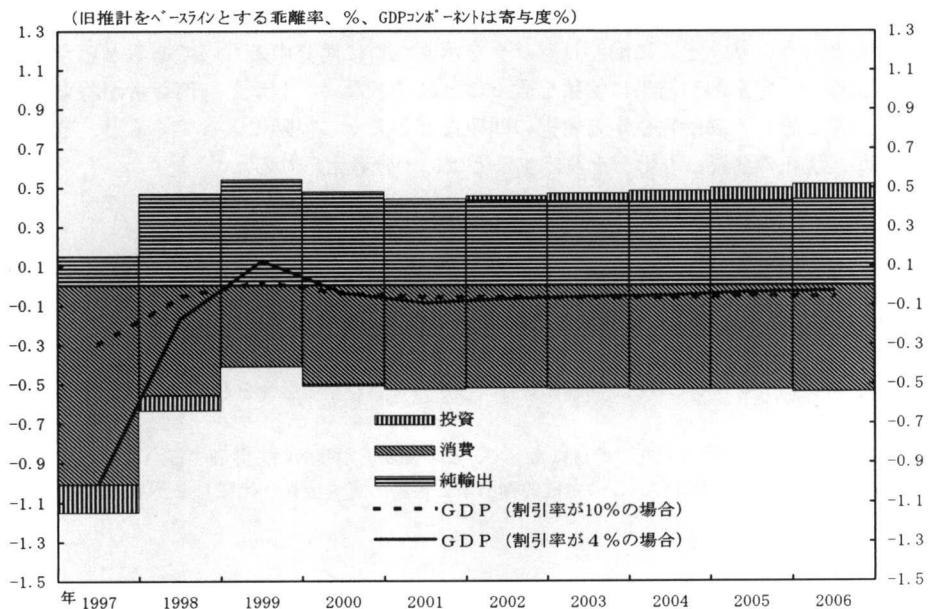
FLMによる期待変化シミュレーション

(1) 生産年齢人口(15歳～65歳)の先行き



(注) 新推計、旧推計ともに中位推計。

(2) GDPの変化

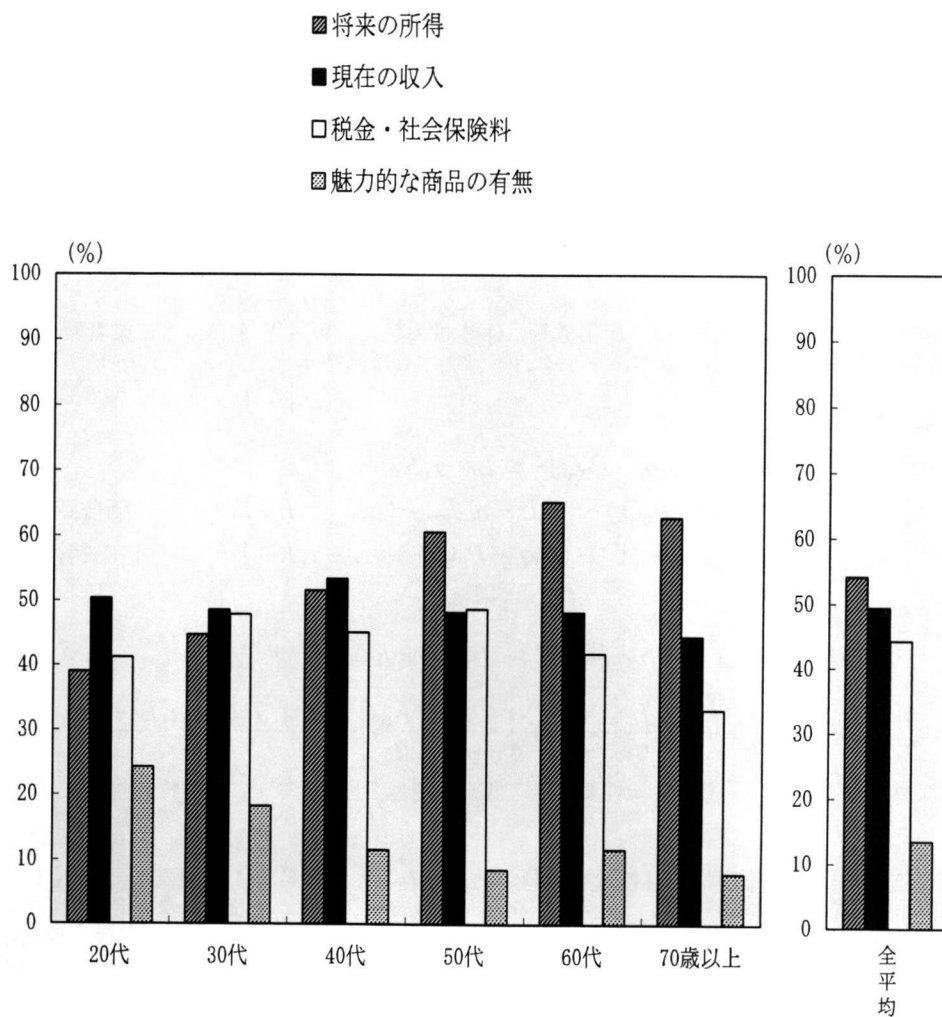


(注) 寄与度分解は割引率が4%のケース。

(資料) 厚生省人口問題研究所「日本の将来推計人口」

(BOX 3の図表2)

支出変化をもたらす要因



(注) 各年代における各回答者数の割合 (%)。回答は2項目まで複数回答可。

(資料) 日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」

【BOX 4】

非製造業の生産性分析

従来、産業の生産性の分析は、分析の前提となるPQ分解（数量と価格）を行うためのデフレータに関するデータの制約から、製造業に限られることが多かった。ここでは、国民経済計算年報の経済活動別デフレータを利用し、中長期的（70～96年）な製造業と非製造業の生産性比較を試みた。

（分析の手法）

国民経済計算において、企業会計上の企業収益に相当する営業余剰（名目）の変動を、以下のような方法で、まず価格要因（＝相対比価要因）と実質営業余剰の変動とに分解し、さらに実質営業余剰の変動を、産出数量要因と生産性要因（原単位要因、労働生産性要因、資本生産性要因の合計）に分解してみた。これにより、生産性向上の収益に対する寄与をみることができる。ここでは、75年を基準年（ t_0 ）とし、雇用者所得は75年の一人当たり賃金を、固定資本減耗は75年の減価償却率を基準にして、実質化した（注13）。なお、図表では、75年からの累積的变化を示している。

〔記号〕

p_t ：産出価格、 P_t ：投入価格、 q_t ：産出数量、 Q_t ：投入数量、 W_t ：賃金、 L_t ：就業者数、
 r_t ：資本レンタルコスト、 K_t ：資本ストック、下付文字0は基準年

営業余剰（名目）：

$$\begin{aligned} p_t q_t - P_t Q_t - w_t L_t - r_t K_t - (p_0 q_0 - P_0 Q_0 - w_0 L_0 - r_0 K_0) \\ = [p_t q_t - p_0 q_t - (P_t Q_t - P_0 Q_0) - (w_t L_t - w_0 L_0) - (r_t K_t - r_0 K_0)] & \quad ; \text{価格要因} \\ + [(p_0 q_t - P_0 Q_t - w_0 L_t - r_0 K_t) - (p_0 q_0 - P_0 Q_0 - w_0 L_0 - r_0 K_0)] & \quad ; \text{実質営業余剰} \end{aligned}$$

実質営業余剰変動：

$$\begin{aligned} (p_0 q_t - P_0 Q_t - w_0 L_t - r_0 K_t) - (p_0 q_0 - P_0 Q_0 - w_0 L_0 - r_0 K_0) \\ = -p_0 q_t \left[\frac{P_0}{p_0} \left(\frac{Q_t}{q_t} - \frac{Q_0}{q_0} \right) + \frac{w_0}{p_0} \left(\frac{L_t}{q_t} - \frac{L_0}{q_0} \right) + \frac{r_0}{p_0} \left(\frac{K_t}{q_t} - \frac{K_0}{q_0} \right) \right] + \frac{p_0 q_0 - P_0 Q_0 - w_0 L_0 - r_0 K_0}{q_0} (q_t - q_0) \end{aligned}$$

原単位要因 労働生産性要因 資本生産性要因 産出数量要因

（名目営業余剰）

まず、製造業・非製造業別に名目の営業余剰の動きをみると（BOX 4の図表上）、ともに増加しているが、非製造業の増加幅が大きい。ただし、90年代入り後は、いずれも横這いないし減少している。名目営業余剰の変動を価格要因と実質営業余剰の変動に分解してみると、製造業では価格要因がマイナスに寄与している一方、非製造業では逆に大きくプラスに寄与しており、さらに非製造業の場合、これまでの名目収益改善の約半分は価格要因によるものであることがわかる。

（実質営業余剰）

次に、実質営業余剰についてみると（BOX 4の図表下）、全体としては、製造業、非製造業とも同程度に増加している。しかし、その内訳をみると、製造業では生産性要因がかなり寄与している一方、非製造業では、もっぱら産出数量要因が寄与していることがわかる。

（まとめ）

このように、過去における非製造業の収益増加は、かなりの部分が価格の上昇（＝相対比価要因）と規模の拡大（＝産出数量の増加）に負っており、製造業におけるような生産性の向上によるプラス

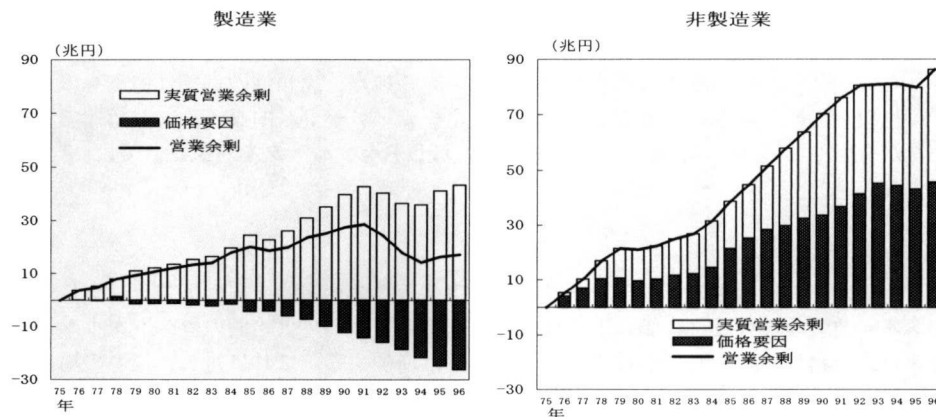
（注13）資本のレンタルコストは、資本財価格×（借入金利－資本財価格の期待変化率＋減価償却率）だが、基準年の75年時点の実質金利をゼロ（借入金利＝資本財価格の期待変化率）と仮定。

寄与（注14）がほとんどみられない。非製造業における価格要因のプラス寄与が大きい点については、製造業と異なり非貿易財が中心であることや、いわゆるサービス化等経済構造の変化によって、非製造業に対する需要が構造的に拡大してきたため、価格引き上げによる収益の拡大が図りやすかったためと考えられる。また、規制業種が多いこともなにかしらか影響している。しかし、90年代入り後のバブル崩壊後は、国内需要の伸びが鈍化する中で、いわゆる流通革命や価格破壊などの動きに示されるように、価格引き上げによる収益の拡大が困難となっており、そうした中で、製造業と同様、生産性の向上による収益の改善が求められている。

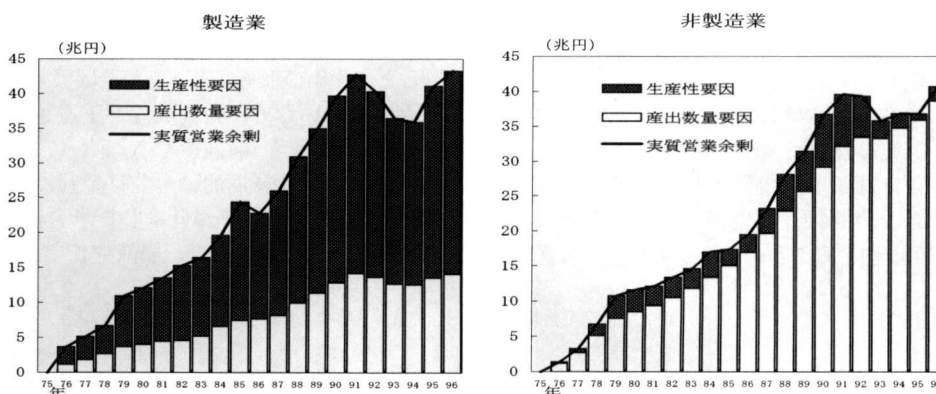
（BOX 4 の図表）

営業余剰の分解 —製造業・非製造業の比較—

（1）名目営業余剰



（2）実質営業余剰の内訳



- （注） 1. ここでの営業余剰には、計算の単純化のために間接税（控除、補助金）も含まれる。
このため、国民所得統計ベースの営業余剰の金額とやや異なっている。
2. 計算方法の詳細はBOX 4 本文を参照。

（資料）経済企画庁「国民所得統計」「民間資本ストック」

（注14）この生産性要因は、原単位要因、労働生産性要因、資本生産性要因の合計であり、概念的には、全要素生産性（Total Factor Productivity）に近い。また、技術革新等による生産効率の向上度合を示すとも考えられる。ただし、原単位要因については、業種内で生産している財の変化（例えば、電気機械における家電製品からコンピュータや半導体等情報通信関連への転換）もこの指標の向上に繋がるため、単に技術革新のみとは言い難い。

【BOX 5】

デフレ・スパイラル

「デフレ」とは、物価が全般的、かつ持続的に下落する現象であり、この「デフレ」が原因となって需要が減少し、それがさらに「デフレ」を招くという、いわば物価下落と需要減少の悪循環を「デフレ・スパイラル」と呼ぶ。ここでは、こうした「デフレ・スパイラル」が発生するメカニズムについて整理する。

（「デフレ」を測る物価指標）

一般に、わが国の物価指標としては、卸売物価（WPI）や消費者物価（CPI）が代表的であるが、スパイラル的な「デフレ」圧力を評価する際には必ずしも適当でない。例えば、原油価格が下落した場合、WPIやCPIも同様に低下するが、これは海外要因によってもたらされたものであり、国内で産出される付加価値の価格変化を示すものではない。この点、速報性の点では劣るものの、WPIやCPIに比較して輸入物価の影響を受けにくい「ホーム・メード」的なインフレ指標であるGDPデフレーターが有用である（注15）。そこで、以下では、GDPデフレーターを対象として、「デフレ」について考察する。

（2種類の「デフレ」）

物価の下落には、供給曲線の下方シフトによって生じる場合と需要曲線の下方シフトによって生じる場合がある。前者の場合は、物価の下落は技術革新などによって供給側のコストダウンによってもたらされるため、物価が下落しても数量（実質所得）は増加する。これに対し、後者の場合は、物価下落と数量（実質所得）の減少が同時に発生する。「デフレ・スパイラル」につながる「デフレ」は、もっぱら後者の数量の減少を伴う場合である。

（「デフレ・スパイラル」の発生理由）

こうした「デフレ」がさらなる需要の減少を引き起こすメカニズムとして、名目賃金や負債といった名目値で固定された契約の存在がある。前者についてみると、物価の下落によって売上げ（名目所得）が減少しても、企業は賃金水準を速やかに調整することが出来ないため、企業収益が圧迫される。その結果、企業の投資や支出が削減されるというルートを通じて需要が一層減少する。次に、後者については、負債は元本、金利とも名目ベースで契約されており、かつ、長期的にも名目金利はゼロ以下には下がらない結果、物価が下落した場合（より正確には期待インフレ率が低下した場合）、企業の実質債務が増加することにより企業倒産の可能性が高まり、それが企業の投資を一層減少させる（注16）。

（注15）概念的には、為替相場や原油価格の変動は、国内で生産された付加価値の価格を示すGDPデフレーターには直接影響しない。しかし、実際には、タイムラグの存在などから、輸入物価の影響が国内財価格に全て反映されるまでの間は、GDPデフレーターも輸入物価の影響を受ける。

（注16）物価の下落は、債務者の負担を増大させる一方、債権者の利益を拡大するため、一見、プラスとマイナスの効果が相殺されるかのようである。しかし、企業倒産が発生すれば、ゴーイング・コンサーンとしての企業価値の喪失という社会的損失を招き、こうした状況が認識されることによって、企業のリスク・テイク能力の低下（→投資抑制）、雇用者の将来期待所得の低下（→消費抑制）、金融機関等の貸出抑制（→信用仲介コストの上昇）の3ルートを通じて、マクロ経済にマイナスの効果を及ぼすと考えられる。

(「デフレ・スパイラル」の判断)

最後に、「デフレ・スパイラル」のリスクが高まっているかどうかは、以下の2つの動きをみることによって、ある程度は確認できる。

①名目GDPの減少

第1に、「デフレ・スパイラル」が発生した場合には、GDPデフレーター（価格）、実質GDP（数量あるいは実質所得）がともに低下ないし減少する。その結果、GDPデフレーターと実質GDPをかけ合わせた名目GDP（名目所得）も必ず減少する。前述の通り、名目所得が減少すれば、名目ベースで契約されている賃金の支払いや債務返済に支障を来し、倒産のリスクが高まるため、企業は将来の支出を抑制するようになる結果、需要は一層減少する。これに対し、技術革新や投入コストの低下など供給曲線の下方シフトによる物価下落が生じている場合には、実質GDP（実質所得）が増加しているため、名目GDPが減少するとは限らない。

②ユニット・プロフィットの減少

第2に、「デフレ・スパイラル」が発生した場合には、ユニット・プロフィットの減少が生じる。GDPデフレーターを所得面からみた場合、概ねユニット・レーバー・コストとユニット・プロフィットの二つに分解できる。すなわち、

$$\text{名目GDP} = \text{雇用者所得} + \text{営業余剰} + (\text{間接税} - \text{補助金}) + \text{固定資本減耗}$$

と分解されることから、両辺を実質GDPで除し、ネット間接税や固定資本減耗を捨象すれば、

$$\begin{aligned} \text{GDPデフレーター} &\equiv \text{ユニット・レーバー・コスト} + \text{ユニット・プロフィット} \\ \text{なお、ユニット・レーバー・コスト} &= \text{雇用者所得} / \text{実質GDP} \\ \text{ユニット・プロフィット} &= \text{営業余剰} / \text{実質GDP} \end{aligned}$$

となる。従って、GDPデフレータの低下と実質GDPの減少が生じる場合、雇用者所得は短期的には硬直的であるため、ユニット・レーバー・コストが上昇し、その分ユニット・プロフィットが低下する（このとき、労働分配率が上昇する）。こうしたユニット・プロフィットの低下（企業にとって利潤率の低下）は、企業の投資削減に繋がる。また、ユニット・レーバー・コストの上昇は、雇用削減圧力を高めることになる。

【BOX 6】

ジャパン・プレミアム

97年11月初めの三洋証券破綻により、コール市場で戦後初のデフォルトが発生したことや、その後の北海道拓殖銀行・山一証券といった都市銀行、大手証券会社の破綻を契機として、海外市場において、邦銀の信用リスクに対する警戒感が急速に強まり、邦銀がドル資金調達をするにあたって、外銀比割高な金利を要求されるという事態が生じた。これがいわゆるジャパン・プレミアムである（注17）、（注18）（BOX 6の図表1上）。プレミアム幅は、98年2月中まで概ね50～100bp（1bp=0.01%）で推移した後、3月に入り縮小したが、97年10月以前と比較するとやや高い水準に止まった。

こうしたジャパン・プレミアムは、95年にも、コスモ信用組合・木津信用組合・兵庫銀行の破綻や邦銀の海外支店における不祥事を契機に発生した（後掲BOX 6の図表2上）。95年の局面と今次局面とを比較してみると、①95年当時はジャパン・プレミアムの最大幅が50bp程度であったのに対し、今回は110bp程度とはるかに大きいこと、②95年当時は3～4か月でプレミアム幅が概ね元の水準に戻ったのに対し、今次局面においては、約6か月経過した98年5月中旬時点でも、元の水準には戻っておらず、かなり長期化していること、などを指摘できる。

さらに、今次局面の特徴点としては、95年当時には円ベースのターム物金利の目立った上昇がみられなかったのに対し、今回は、円ターム物金利もジャパン・プレミアムの拡大とほぼ時を同じくして上昇したことが挙げられる。この点を以下の裁定式を基にしてやや仔細に検討してみる（注19）。

直先スプレッド + 邦銀の円ベース調達コスト ≈ 邦銀のドルベース調達コスト

この裁定式は、円ターム物金利に直先スプレッド（注20）を加えたもの（＝「円投レート」と呼ばれる）が、邦銀のドル調達金利に等しくなるように裁定行動がおきることを意味する。ジャパン・プレミアムとの関連を明らかにするために、上式の両辺から外銀のドルベース調達コストを差し引いて以下のように変形する。

直先スプレッド + 邦銀の円ベース調達コスト - 外銀のドルベース調達コスト ≈ ジャパン・プレミアム

この裁定式によって要素毎に分解したのがBOX 6の図表1中、同後掲図表2中、である。これらの図表と後掲BOX 6の図表2下で明らかなように、95年当時は円ターム物金利（円TIBOR）の上昇・高止まりは比較的短期・小幅に止まっており、もっぱら直先スプレッドの上昇（この間、無リスク資産の金利である国内TB金利は低下）の形でジャパン・プレミアムが拡大した。一方、今次局面では、まず、直先スプレッドが拡大し（国内TB金利は低下）、続いて円ターム物金利も上昇した。12月初旬頃には直先スプレッドは縮小（国内TB金利は上昇）し、概ね元の水準に戻ったが、円ターム物金利は依然として高く、これがジャパン・プレミアムの高さに対応している。

以上みたように、今回のジャパン・プレミアムの発生・高止まりについては、95年当時と同様の直先スプレッドの拡大に加えて、直先スプレッドが縮小した後も、なお円ターム物金利が高止まったことと表裏の関係となっている。すなわち、95年当時はみられなかった国内円市場における信用リスクに対する認識の高まりが、結果的に邦銀の外貨資金調達コストにも反映されていると言えよう。

（注17）ここでは、ジャパン・プレミアムを（ユーロドルTIBOR<3か月物・QUICK発表>）-（ユーロドルLIBOR<3か月物・BBA発表>）で捉えている。ユーロドルTIBORのリファレンス先のほとんどが邦銀（17先のうち15先が邦銀）である一方、ユーロドルLIBORのリファレンス先の多くが外銀（16先のうち13先が外銀）であり、両者の格差が邦銀と外銀の平均的なレート格差を反映すると考えられる。

（注18）こうしたジャパン・プレミアムの拡大には、相次いだ金融機関の破綻以外にも、不良債権等にかかる邦銀の情報開示不足に対する不信感や、アジア通貨・金融危機に伴う邦銀の経営への影響に対する懸念等も寄与していたと考えられる。

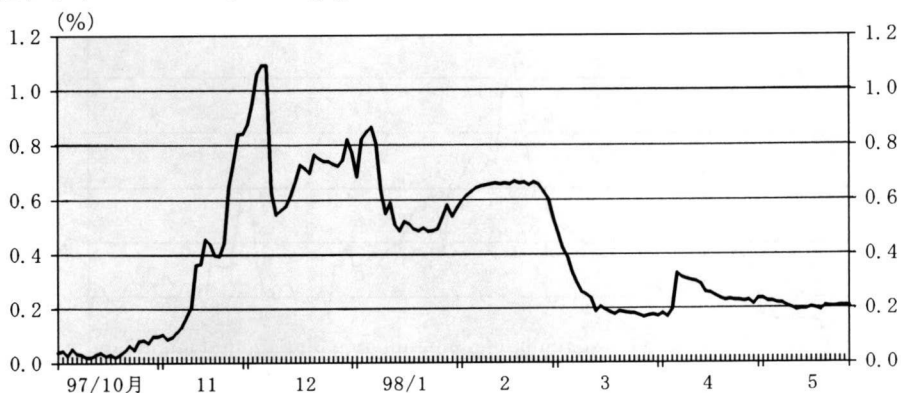
（注19）この裁定式は、必ずしも因果関係を示すものではない点に注意する必要がある。

（注20）直先スプレッドは、為替の直物相場と先物相場との開きを言い、通常、2国間の無リスク資産金利差の動きを反映する。邦銀が海外市場で外貨資金を調達する際、高いプレミアムを求められる、あるいはクレジット・ラインの縮小から、資金手当そのものが窮屈になるといった事態が発生した場合、邦銀は、為替市場での円・外貨スワップ取引により、外貨資金を手当しようとする（＝円投）。

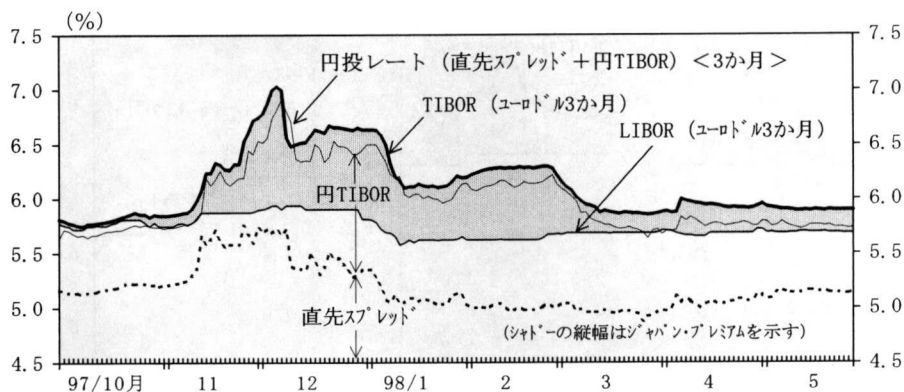
(BOX 6 の図表 1)

ジャパン・プレミアム (今次局面)

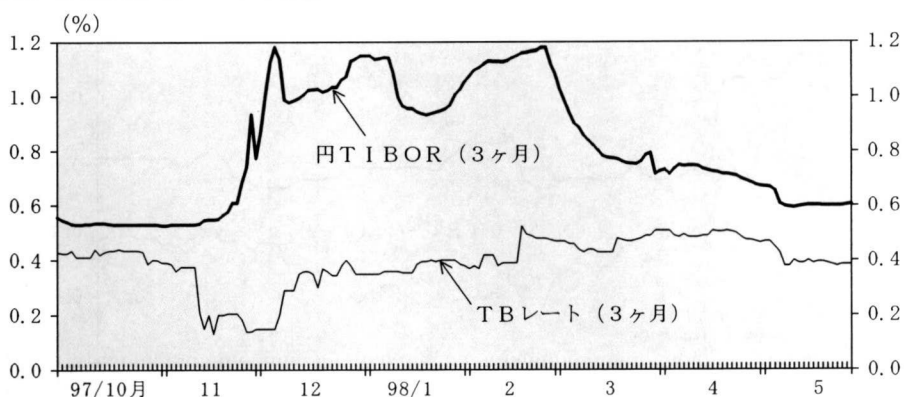
(1) ジャパン・プレミアムの推移



(2) ジャパン・プレミアムの分解



(3) 円TIBOR、TBレートの推移

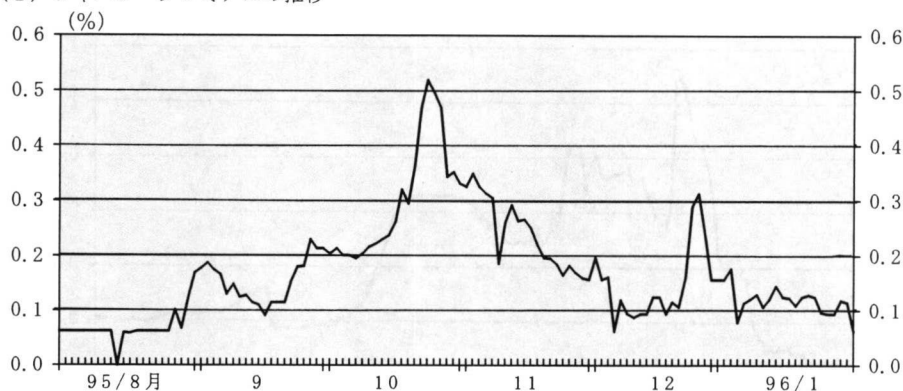


(資料) 日本経済新聞社「日本経済新聞」等

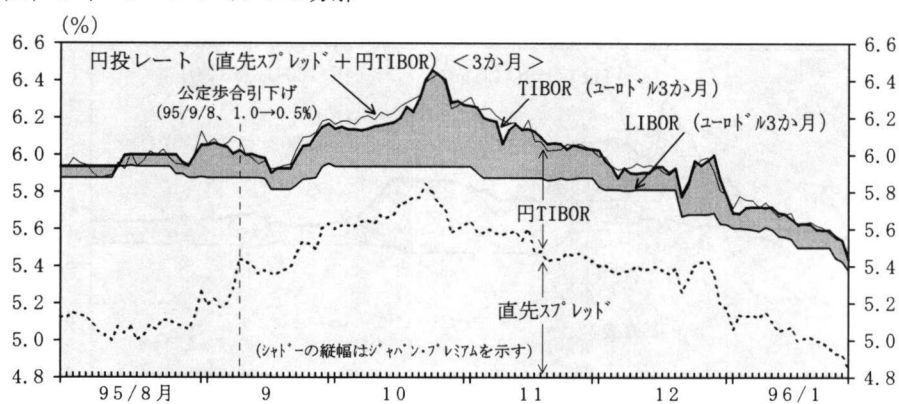
(BOX 6 の図表 2)

ジャパン・プレミアム (95年時局面)

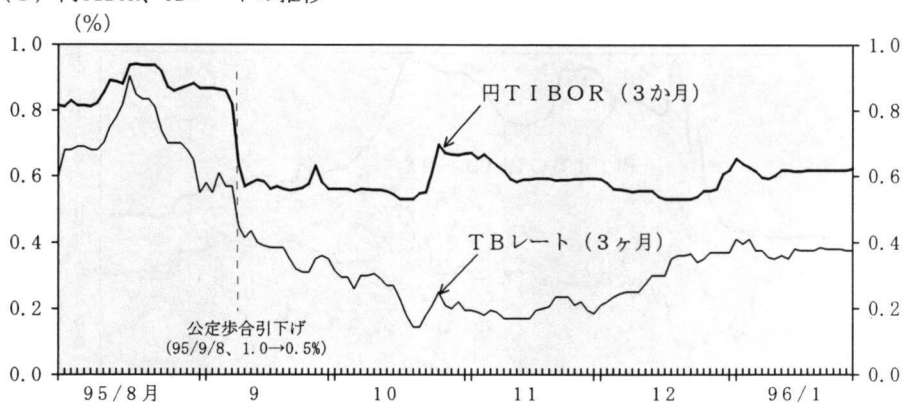
(1) ジャパン・プレミアムの推移



(2) ジャパン・プレミアムの分解



(3) 円TIBOR、TBレートの推移



(資料) 日本経済新聞社「日本経済新聞」等

【BOX 7】

関数推計による長期国債金利低下の分析

97年度においても、90年代入り後の長期金利の低下傾向が継続したが、ここでは、長期金利の低下が、いかなる要因によって定量的にどの程度説明できるのか、分析を試みる。そのために、まず、最長期物国債10年利回りを被説明変数とし、以下の説明変数による回帰分析を行った。

- ①CPIの3年前比（年率）：長期のインフレ率を示し、期待インフレ率の長期的・トレンド的な動向に影響を与えるとみられる。
- ②鉱工業生産前期比（年率）：生産活動＝実体経済動向の方向性を示す。
- ③円ドル相場前期比（年率）：その変化が近い将来のインフレ率や実質成長率に影響を及ぼすと考えられる。
- ④コールレート ：金融政策の代理変数と考えられる。
- ⑤米国実質金利（注21）：海外の実質金利との裁定がある程度働くことを考慮した。

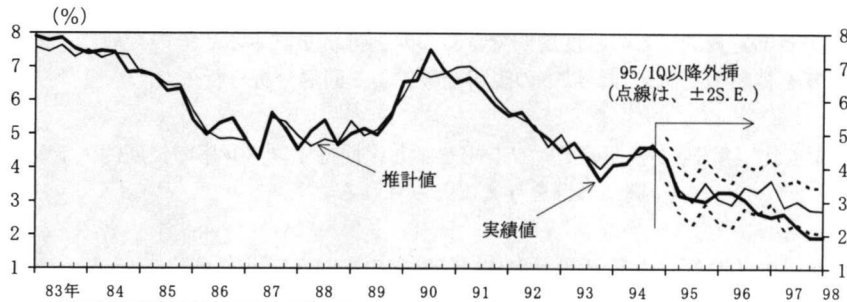
上記の説明変数により83年第1四半期～94年第4四半期までの期間を回帰した結果を用いて、その後の期間を外挿してみると（後掲BOX 7の図表上）、96年半ばまでは概ね推計値と実績値が似通った水準にあるが、97年以降は実績値が推計値を大きく下回り、95%信頼区間の下限近傍で推移している。こうした、過去の平均的な姿でみた以上の最近の長期国債金利の低下は、本文でみたように、企業のデフォルト・リスクや金融システム不安の高まりを背景に民間部門の負債のリスク・プレミアムが上昇し、国債など安全資産に対して「質への逃避」の動きが生じた結果とみることができよう。そこで、この仮説に従って、CD金利（3か月物）からTB金利（3か月物）を差し引いたレート格差を、リスク・プレミアムの代理変数として説明変数に加え、98年第1四半期までの推計を行ったところ、①～⑤の変数に対応する係数は大きく変化しないまま、直近まで良好なフィットを得ることが出来た（後掲BOX 7の図表中）。こうした結果は、「質への逃避」の仮説を計量的にある程度裏付けるものと言えよう。

次に、CD、TBのレート格差を加えた推計結果を基にして、最近の長期国債金利の低下傾向に対して、それぞれの変数がどの程度の寄与度を示しているかを分解してみよう（後掲BOX 7の図表下）。これによれば、90年代の趨勢的な低下については、コールレートや長期的なインフレ率の低下が大きく寄与しているが、97年度の低下は、鉱工業生産の落ち込みの影響が大きく、また、特に年度半ば以降については、CD・TBのレート格差で代理される「質への逃避」要因（係数がマイナスなので、格差が拡大すれば長期国債金利にはマイナスに寄与）の影響が大きいとの解釈が可能である。

（注21）米国実質金利として、ここでは、米国T-Note10年物利回り－米国CPIの3年前比年率を代理変数として用いた。

国債10年物(最長期物)利回りの関数推計

(1) CD、TBのレート格差を加えずに推計



説明変数	CPI 3年前比年率	鉱工業生産 前期比年率	円ドル為替相場 前期比年率	無担保O/N コールレート	米国実質 長期金利
パラメータ (t値)	0.60 (9.27)	0.05 (5.62)	0.005 (1.80)	0.36 (10.53)	0.19 (4.34)

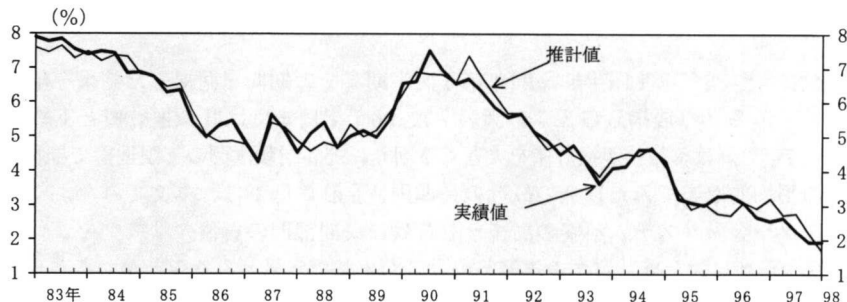
$R^2=0.92$, $S.E.=0.34$, $D.W.=1.89$, 推計期間: 83/1Q~94/4Q

(注) 1. CPI 3年前比年率(消費税率要因を調整したベース)は1期ラグ。

2. 米国実質長期金利は、財務省証券10年物利回り-米国CPI73年前比年率。

3. CD、TB(3ヶ月物)レート格差の90/1Q以前の計数は、90/2Q~94/4Qの平均値(0.13%)で代替。

(2) CD、TBのレート格差を加えて推計

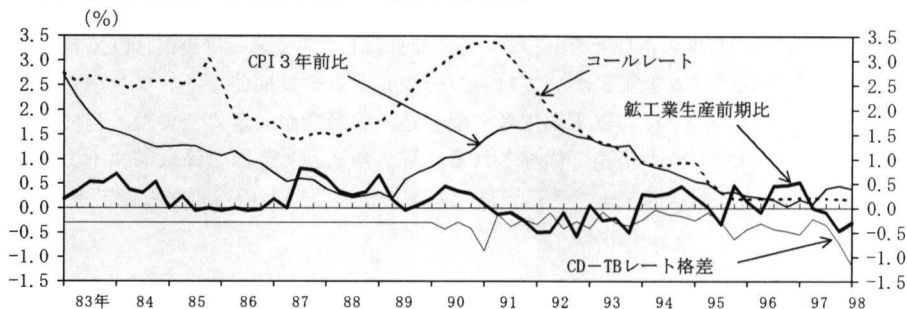


説明変数	CPI 3年前比年率	鉱工業生産 前期比年率	円ドル為替相場 前期比年率	無担保O/N コールレート	米国実質 長期金利	CD、TB(3ヶ月物) レート格差
パラメータ (t値)	0.58 (9.03)	0.05 (6.46)	0.006 (2.43)	0.41 (14.93)	0.17 (4.13)	-2.27 (-3.77)

$R^2=0.96$, $S.E.=0.33$, $D.W.=1.55$, 推計期間: 83/1Q~98/1Q

(注) (1) の注を参照。

(3) 主な説明変数の寄与度((2)の関数を基に算出)



(資料) 東京証券取引所「東証統計月報」、日本銀行「経済統計月報」等

【BOX 8】

1997年の資金循環

「資金循環勘定」とは、わが国の経済主体を、法人企業、個人、公共（中央政府、公団・地方公共団体）、海外（非居住者）、金融の5部門に分類し、経済活動に伴って発生した各部門間の金融取引を体系的にとりまとめた統計である。各部門の金融資産の期中増加額を資金運用、金融負債の期中増加額を資金調達、これら資金運用から資金調達を差し引いた額を「資金過不足」(注22)と呼んでいる。資金過不足は、概念上、実体経済面からみた国民経済計算の各部門の「貯蓄投資差額」(注23)と一致する（資金余剰＝貯蓄超過、資金不足＝投資超過）。このため、資金循環勘定における資金過不足の動きは、企業、家計など各経済主体の投資、消費活動、ひいては企業収益や所得の動きと表裏の関係にある。ここでは、97年中の部門別資金過不足（対名目GDP比率）をみることによって（後掲BOX 8の図表上）、実体経済の動向を金融面から確認する。

まず、法人企業部門は、96年に続き資金余剰となった。企業収益の悪化によるキャッシュ・フローの悪化などから、余剰幅は、前年に比べ縮小したものの、企業が、総じて設備投資をキャッシュ・フロー（営業余剰＋減価償却費）の範囲内にとどめる抑制的なスタンスを継続していることが読みとれる。

公共部門は、引き続き資金不足となったが、その幅は前年よりも幾分縮小した。これは、公共投資の抑制などによる財政赤字の縮小を反映している。海外部門は、前年に比べ、若干ながら資金不足幅が拡大した。これは、主として輸出の増加から、わが国の経常黒字が拡大したことによるものである。

個人部門は、引き続き資金余剰となったが、ここ数年縮小傾向にあった余剰幅は、97年に若干拡大した。これは、消費性向の低下（貯蓄率の上昇）や、家計の固定資本形成の大半を占める住宅投資の減少を反映したものと考えられる。なお、96年末に初めて1,200兆円を突破した個人部門の金融資産残高は、97年末には1,229兆円となった（前年比伸び率+1.7%）。各金融商品の構成比率をみると（後掲BOX 8の図表下）、現金・預貯金が約6割を占めており、90年代入り後一貫して上昇している現預金比率は、引き続き高まった（96年末56.9%→97年末58.8%）。

（注22）より正確には、「資金運用」は金融取引表の資産側の項目のうち「企業間信用」を除く項目の合計であり、「資金調達」は同負債側の項目のうち「外国為替資金証券」、「企業間信用」、「その他」を除く項目の合計である。これに対して、「資金過不足」はそれらを含む全ての項目の差額である。

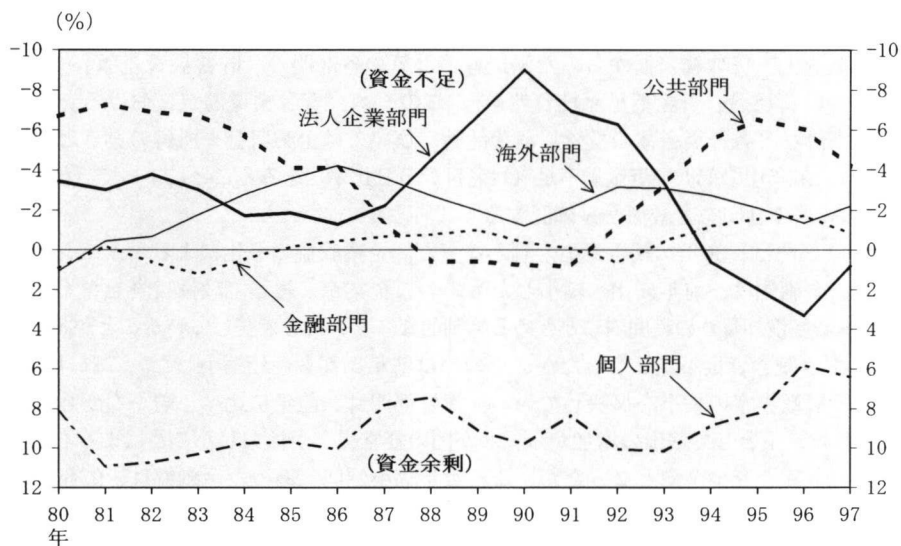
「資金過不足」＝「資金運用」＋「企業間信用」（資産）－「資金調達」－「外国為替資金証券」（負債）－「企業間信用」（同）－「その他」（同）

（注23）①資金循環勘定と国民経済計算では、部門構成（例：〇〇事業団は、資金循環勘定では「法人企業」、国民経済計算では「一般政府」）や取引項目分類の考え方（例：企業年金は、資金循環勘定では「個人」の資産、国民経済計算では「一般政府」の資産）が若干異なること、②金融取引（資金循環勘定）と実体経済（国民経済計算）は、それぞれ推計のもととなる基礎資料が異なること、から、「資金過不足」と「貯蓄投資差額」には乖離が存在する。

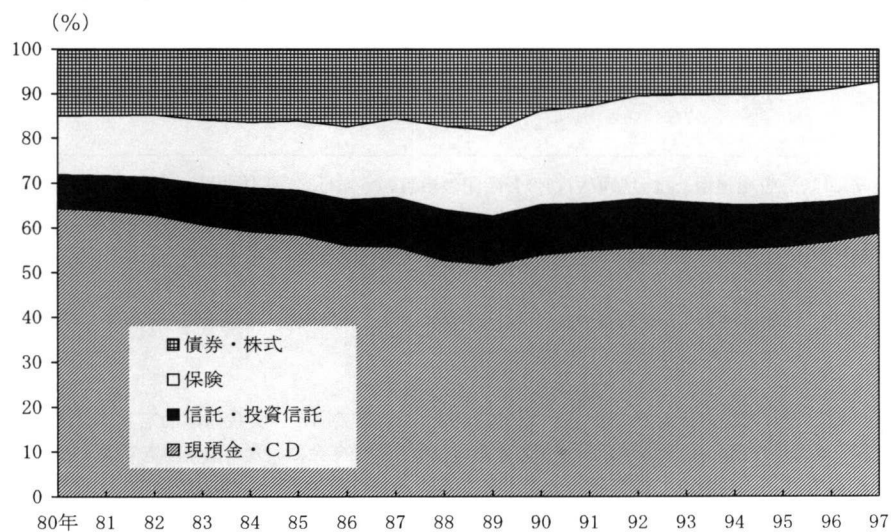
(BOX 8 の図表)

資金循環

(1) 経済部門別にみた資金過不足 (対名目GDP比率)



(2) 個人部門の金融資産残高 (構成比率)



(注) 保険には個人年金保険と企業年金保険を、信託には年金信託を含む。

(資料) 日本銀行「資金循環勘定」、経済企画庁「国民所得統計」