

近年の設備投資動向と本格回復への課題

—— 投資行動を生み出す企業活力の復活に向けて ——

調査統計局

■ 要 旨 ■

1. 最近の設備投資動向をみると、2001年に大幅な減少となった後、2002年には輸出、企業収益の増加を反映して下げ止まりから持ち直しへと向かった。今後、海外経済の回復がより明確になっていくことを前提にすれば、輸出や生産の増勢も次第に強まり、そのもとで設備投資は回復傾向を辿ると展望することができる。この点、短観により大企業の設備投資計画を年度ベースでみると、2002年度はかなりの減少であったが、2003年度は製造業で小幅ながら増加に転じるなど、全体として名目金額ベースで横這い圏内まで回復する計画になっている。業種別には、液晶や電子デバイスなどで能力増強投資の動きもみられる電気機械が下げ止まり、鉄鋼・化学などが増加に転ずる計画となっている。
2. しかし、企業収益の改善を反映したキャッシュフローの増加に比べると、設備投資の回復力は弱い。その背景としては、これまでの収益改善がリストラ効果にも支えられたものであることや、需要の先行き不透明感が強いことなどが挙げられる。さらに、キャッシュフローとの対比でみた設備投資の弱さが、足許だけの現象ではなく、90年代以降、次第に明確化してきた特徴であることを踏まえると、構造的な要因が設備投資を制約する方向で作用してきた面が大きいと考えられる。
3. そうした構造的な要因の第1は、産業構造の調整圧力である。90年代以降、グローバル化と情報化が進展する中で、日本企業は東アジアを中心とした海外での設備投資を増加させ、生産拠点の拡充を進めてきた。これが、少なくとも製造業に関する限り、国内設備投資の抑制要因の一つになってきたと考えられる。
4. 第2に、日本の企業システムが持つ硬直性である。よく指摘されるように、伝統的な日本の企業システムには、①雇用の流動性が低い、②外資系企業や新規企業の参入が不活発、③株主による企業統治（＝コーポレート・ガバナンス）が弱い、などの特徴がある。こうした企業システムは、企業の枠を超えるダイナミックな資源の再配分には適しておらず、90年代

以降における変化の速い経営環境のもとでは、十分な対応力を発揮できなかったものと考えられる。

5. 第3に、資産価格の下落である。90年代初頭のバブル崩壊により急落した地価や株価は、上述した産業構造調整圧力に対する日本経済の適応不全をも反映しつつ、その後も下落を続けた。企業の保有する資産の価値が下落すると、負債は名目金額で固定されているため、企業のバランスシートは悪化する。この問題は、バブル期に債務を取り入れて資産を積み上げた非製造業、とりわけ非製造業中小企業に強く現れ、債務の返済不能に至るケースが増加した。さらに、多額の債務を取り込まなかった企業でも、保有資産の価値低下は含み益の減少などの形でバランスシートの悪化要因となり、製造業大企業も含め広い範囲にわたってリスクテイク能力が低下したとみられる。こうした資産デフレの問題に比べれば、一般物価の緩やかな下落が、それ自体として設備投資の抑制に作用してきたかどうかは、それほど明確ではない。

6. 第4に、金融仲介機能の低下である。資産デフレによって生じた企業のバランスシート悪化は、多額の不良債権処理を通じて、金融機関のバランスシート悪化へと波及した。そのことが今度は、企業金融や金融システムの安定性に対する信頼を低下させ、企業のリスクテイクをさらに慎重化させる要因として働いてきた。とりわけ、企業金融が危機的な様相を呈した97~98年の経験は、企業に財務リストラの必要性を改めて認識させる背景となった可能性が高い。また、不良債権問題と一応区別される論点として、不動産担保金融に替わる金融仲介モデルが十分に育ってこなかったために、金融面から企業のリスクテイクを支える力が弱いものにとどまってきたという点もある。一方で、低成長の慢性化は、優良な貸出機会の減少や株価下落などを通じて、金融機関のバランスシートに追加的な負荷を加えてきた。こうした金融と実体経済の悪循環に対して、金融政策も、名目金利のゼロ制約により、有効性が低下したと考えられる。

7. 第5に、期待成長率の低下である。実体経済と金融仲介機能がともに弱まり、現実に低成長が続いたことで、90年代以降、企業の期待成長率は低下トレンドを辿った。これが企業の設備投資を抑制し、実体経済をさらに弱めるという形で、ここでも悪循環が働いてきた面があったと考えられる。

8. こうした低成長の悪循環からの出口は、結局のところ構造改革によって、企業システムの柔軟性を高めることや、金融仲介機能を再構築することに、求めざるをえないと思われる。実際、これまでの取り組みの成果もあって、近年はM&Aや企業再編が従来に比べて活発化するなど、企業の枠を超えた資源再配分に活発化の兆しも出てきている。例えば、過剰設備

の集約という観点から再編を進めてきた鉄鋼などの素材産業では、東アジア経済の成長という追い風もあって、設備投資が上向きつつある。事業の「選択と集中」を進めている電機業界でも、国内での汎用品生産に見切りをつける一方、世界的な需要拡大が見込める高付加価値の電子デバイスなどに戦略分野を絞り込み、事業統合等を基礎にしながら設備投資を積極化させつつある。ただ、こうした動きは経済全体からみれば一部にとどまっており、中小企業も含めたマクロ的な拡大均衡へとつながっていくまでには、なお相当の時間がかかるとみられる。

9. 今後の産業構造の基本的な方向性は、①製造業における技術集約化の進展と、②製造業や建設業から第3次産業への雇用シフトであると考えられる。90年代の米国でも、大まかにみれば、製造業における全要素生産性の上昇、サービス業等の雇用拡大、金融や通信などIT関連非製造業の設備投資拡大、という形で生産要素の配分が進み、全体として高い経済成長が続いた。日本には日本固有の最適な産業構造や資源配分があるとみるべきであろうが、その具体的な姿は、市場メカニズムのもとで企業が収益最大化を目指す結果として、発見されていくものであると考えられる。
10. したがって、経済全体としての最適な資源配分を促していくためには、株式・社債市場の機能向上はもとより、不動産や貸出債権などなるべく広範囲の資産や事業について、市場価格が発見されやすい環境を整備していくことが一つのポイントである。そうした市場原理が働くことで、不採算事業の見極めや、資産価値を高める経営努力が、促進されることが考えられる。もとより、市場が万能とは限らないし、市場が未整備な部分については、様々な工夫でそれを補っていかざるをえない。このほど本格的に活動を開始した産業再生機構も、企業再生ビジネスの発展を促すことなどを通じて、構造改革加速の一つの突破口となる可能性がある。機能度の高い金融資本市場を構築していくことなど、日本の産業を再活性化させる取り組みは、目先の景気拡大に直ちにはつながりにくい地道なプロセスであるが、着実に進めていくことが重要である。

1. 最近の設備投資動向

最近の設備投資動向を実質GDPベースで見ると（図表1の太実線、以下図表については本文末を参照）、99年から2000年にかけてIT（＝情報技術）ブームなどからかなり増加した後、2001年中は急速に落ち込み、2002年には企業収益の回復を反映して持ち直しへと向かった。これを名目GDPベースでみても（図表1の細実線）^{（注1）}、下げ止まってきている。また、代表的な先行指標の動きをみると（図表2）、いずれも振れを伴っているが、建築着工床面積は下げ止まっており、機械受注は持ち直し基調にある。

また、2003年3月調査の企業短期経済観測調査（短観）により、年度ベースで大企業の設備投資計画をみると（図表3（1））^{（注2）}、2002年度は、全産業で－8.7%とかなりの減少で着地した見込みである。しかし、2003年度については、非製造業でなお減少が続くが、製造業では小幅ながら増加に転じる計画となっており、全体では－0.8%と横這い圏内までマイナス幅が縮小する計画になっている^{（注3）}。製造業の内訳をみると（図表3（2））、2001年度、2002年度と大幅な減少となった電気機械が、液晶や電子デ

バイスなどで能力増強投資の動きもみられることから、全体として下げ止まる計画である。鉄鋼・化学でも、2002年度の大幅なマイナスから、2003年度は維持補修やIT関連を中心に、小幅の増加に転ずる計画である。また、それ以外の製造業にも、ある程度広く増加の動きがみられている。

以上のような様々な指標からみて、設備投資は現状、緩やかな持ち直しの過程にあるとみられる。その基本的な背景は、企業収益の改善にあると考えられる。実際、短観で経常利益の動向および見通しを確認すると（図表4）、製造業大企業の2002年度は前年を約3割上回る大幅増益で着地した見込みであり、2003年度もさらに1割程度の増益が予想されている。他のセクターでも、非製造業中小企業の回復テンポがかなり緩やかではあるが、全般にわたって2002年度に続いて、2003年度も増益が予想されている。

ただし、こうした企業収益ひいてはキャッシュフローの改善状況と比較すれば、足許における設備投資の持ち直しはかなり緩やかなものにとどまっている。すなわち、法人企業統計を用いて、設備投資（名目ベース）とキャッシュフローの概算値を比較してみると（図表5）^{（注4）}、98

（注1）機械類の技術革新等を反映して、設備投資デフレーターは継続的な下落傾向にある。しかも、2001年以降の設備投資デフレーターは、機械の機能向上をよりきめ細かく物価の下落に反映させる2000年基準の企業物価指数を基に作られているため、年率－3～4%というかなりのテンポで下落している。このため、近年は、実質設備投資と名目設備投資の動きにかなりの乖離が生じている。以下で扱う多くの設備投資関連指標が名目ベースであることも考え、図表1には実質、名目双方のグラフを掲げてある。

（注2）中小企業の場合、年度開始前の段階では、とりあえず設備投資の計画はなしと回答する企業が多く、例年3月調査の短観における中小企業の設備投資計画は、大幅なマイナスになるというバイアスがある。そのため、ここでは大企業だけでみているが、中小企業のうちでも製造業に関しては、3月時点の当初計画としては2003年度のマイナス幅が小さい。

（注3）脚注1で述べたように、最近の設備投資デフレーターが年率－3～4%で下落していることを踏まえると、この2003年度設備投資計画は、実質ベースでは増加と考えることができる。

（注4）単純化のために法人税率を5割程度とみなし、 $\text{キャッシュフロー} = \text{減価償却費} + \text{経常利益} \times 1/2$ として計算している。

年頃からキャッシュフローと設備投資の乖離が目立ち始め、最近についても、キャッシュフローに比べて設備投資の立ち上がりが遅れている。これを、セクター別にみると（図表6）、IT関連の製造業では、その他の製造業や非製造業に比べればキャッシュフローと設備投資の乖離は総じて小さいが、それでも最近の状況を見ると、キャッシュフローがはっきりとした回復基調にあるのに対して、設備投資は漸く下げ止まったかどうかという段階にある。この間、IT関連以外の製造業では90年代中頃から、また非製造業でもここ数年、設備投資がキャッシュフローを大幅に下回る状態が続いている。さらに、先ほどの2003年度の収益計画や設備投資計画を前提にすれば、2003年度は、キャッシュフローと設備投資の格差が一段と拡大することになる。

こうした企業行動とは対照的に、最近の家計部門が所得の割に底固い消費行動を示してきた。まず所得面からみると、上述した企業収益の増加が、雇用や賃金の圧縮を伴うものであったために、2001年以降、雇用者所得はかなりのテンポで減少を続けた（図表7）。このため、労働分配率は2001年後半から2002年にかけて、大幅に低下した（図表8）。しかし、支出面をみると両部門の強弱が逆であり、上述の通り設備投資は2001年度がマイナス、2002年度にほぼ下げ止まったのに対し、個人消費は両年度を通じて経済成長率全体の押し上げに寄与してきた（図表9）。

このように、最近の日本経済は、収益の増えていた企業部門で投資が切り詰められてきたに

もかわらず、所得の減少を余儀なくされていた家計部門がそれなりに底固い消費行動を続けたために、経済が全体として縮小均衡に陥ることを回避できてきたという面がある。所得との対比でみて個人消費が底固さを示してきた理由を絞り切るのは難しいが、やや長い目でみれば所得と消費の乖離は続かないと考えられるため、先行き家計の消費性向がさらに高まることは期待しにくくなってきているとみておくのが自然であろう^{（注5）}。そうしたもとの、企業の設備投資が依然としてキャッシュフロー対比で力強いものにならないとすると、日本経済の自律的な回復がはっきりしてくるまでには、かなりの時間がかかる可能性が高い。

キャッシュフローに比べて設備投資の回復が遅れている背景を考えると、一つには、需要に対する期待が十分に高まっておらず、むしろ先行きの不透明感が強い点があると考えられる。製造業大企業の売上高経常利益率について、2002年度の改善幅を要因分解してみると（図表10）、「人件費要因」や「固定費要因等」がプラスに寄与していることに現れているように、収益の増加がリストラや合理化の効果に支えられてきた面もかなり大きかったことがわかる。また、2003年度については引き続き増益が予想されているとは言え、海外経済の先行きなどを巡る不透明感が強く、現時点での2003年度見通しにはかなりの不確実性がある。このような足許の状況からみて、キャッシュフローが潤沢であっても、それを直ちに設備投資に回すことに、企業は慎重にならざるをえないものと考えられ

（注5）日本銀行調査統計局の経済点描 2003-01「個人消費は底割れしない？」（峯嶋愛子、2003年2月）は、所得減少の割には個人消費が底固く推移してきた理由としていくつかの仮説を挙げたうえで、誤差修正モデルを用いて、2002年の個人消費が所得との長期的なバランスに見合った水準よりも高過ぎた分、先行きの消費性向には低下圧力が働く可能性を論じている。

る。

ただし、先ほど述べたように、キャッシュフローとの対比でみた設備投資の弱さは、足許に限った一時的なものではなく、90年代以降、傾向的に強まってきた特徴である（図表5）。確かに、IT関連の製造業の場合には、キャッシュフローに対して設備投資にタイムラグが存在するだけで、長い目でみれば概ねキャッシュフロー見合いで投資が行われてきているとみることもできなくはない（図表6）。しかし、これはむしろ、日本経済の中で相対的にみれば成長機会が豊富と考えられる業種においてすら、長年にわたり高々キャッシュフローの範囲内でしか設備投資が行われてこなかった、と解釈すべきであろう。こうした現象は、日本の設備投資に、構造的な抑制要因が働いてきたことを示唆するものである。そうした構造要因が今なお作用しているとすれば、仮に今後、海外経済に関する不透明感が薄れたとしても、設備投資の強い回復力が生まれてくる可能性は小さいと考えられる。以下では、こうした構造的な設備投資の抑制要因を中心に議論を進めてみたい。

2. 設備投資の長期低迷

GDPベース実質設備投資の伸び率を長期的にみると（図表11）、90年代以降といえども、循環変動に沿って一時的には高い伸びを示した局面もみられる。しかし、高い伸びは長続きせず、不況期の落ち込みは大きかったことから、91年から2002年までの平均伸び率をとるとゼロであった。その前のバブル期を含む10年間で年率8.4%、さらにその前の石油ショック後の不況を含む10年間でも年率4.5%で伸びたことを考えると、最近10年あまりの設備投資の弱さは際立っていると言わざるをえない。こうした90年

代以降における設備投資の長期低迷には、①東アジア諸国の台頭などによる産業構造の調整圧力、②日本の企業システムが持つ硬直性、③資産価格の下落、④金融仲介機能の低下、⑤期待成長率の低下、といった種々の構造的な抑制要因が働いてきたと考えられる。これらのうちいくつかの要因は相互に影響し合って悪循環を形成するなど、複合的な形で経済に作用しているため、以下では必要に応じて各要因相互の関係に言及しながら、順に述べていくこととしたい。

2-1 産業構造の調整圧力

冷戦が終結し、地球規模での市場経済化、すなわち経済のグローバル化が進んだことは、90年代以降の日本企業にとって大きな環境変化であった。80年代に経済発展の基礎がかなりできていた東アジア諸国は、90年代前半には生産力が飛躍的に高まり、「アジアの奇跡」と呼ばれる経済成長を遂げた。90年代後半には、通貨危機に陥り高度成長がいったん途切れるが、巨大な労働力と市場を擁する中国を新たな核としながら、東アジアは再び活力を取り戻した。また、90年代以降の世界経済は、ITとその応用技術の目覚ましい発展によって特徴付けられる。これが東アジアの生産力拡大と結びついて、日本と東アジア諸国の間には、情報関連の機器や部品をはじめとして重層的な分業構造が形成されてきた。

この点は、日本の貿易構造の変化に端的に現れている（図表12）。すなわち、輸入額全体のうち東アジアからの輸入額の割合をみると、90年の27%から2002年の41%へと大きく高まっている。また、輸入を財別にみても、資本財・部品と情報関連の割合が、90年代以降かなり上昇している。貿易構造にみられるこうした変化と並行して、日本の製造業による海外生産拠点

も拡大傾向を辿った。90年度には4%台に過ぎなかった製造業の海外生産比率が、2002年度には14~15%程度にまで達した見込みである(図表13(1))。また、設備投資のうち海外で行う設備投資の比率も、90年代前半に上昇し、いったんアジア通貨危機の影響等から上昇が一服した時期もみられたが、その後は中国への進出加速を主たる背景に再び上昇している。この結果、2001年度や2002年度のように国内の設備投資が減少した年でも、海外設備投資は増加を維持した(図表13(2))。

以上を踏まえると、日本の国内設備投資が90年代以降長期にわたって低迷してきた理由の一つは、少なくとも製造業に関する限り、東アジア諸国、とりわけこの2~3年は中国を中心に、海外への生産シフトが進行したためと考えられる。しかし、経済のグローバル化は、本来、国際分業の高度化を通じて関係諸国全体に経済的なメリットをもたらすものであり、新興工業国への生産シフトが先進国の「産業空洞化」を自動的にもたらすわけではない。先進国サイドで市場の調整メカニズムが円滑に働くならば、国内生産から海外生産へのシフトが起きても、残った生産資源を再構成して付加価値の高い製品やサービスを生み出す方向で、むしろ国内でも新たな設備投資ニーズを生み出す力になるはずである。言い換えれば、グローバル化や情報化から生じる産業構造の調整圧力が、90年代以降の日本に設備投資の長期低迷をもたらした真の原因は、そうした調整圧力を新規産業の成長エネルギーへと転化する企業部門の対応力が、十分ではなかったことにあると考えられる。

2-2 日本の企業システムが持つ硬直性

そこで次に、資源の再配分機能という観点か

らみた日本の企業システムの硬直性について述べる。グローバル化や情報化を背景に変化のスピードが速い経済においては、企業の枠を超えた大胆な資源の再配分が必要となる局面が多いと考えられる。しかし、よく指摘されるように、①雇用の流動性が低い、②外資や新規企業の参入が不活発、③株主による企業統治(コーポレート・ガバナンス)が弱い、といった特徴を持つ日本の企業システムは、そのようなダイナミックな資源配分を迅速に進めるには適さない面が大きいと考えられる。

第1に、雇用の流動性が低い。日本の雇用慣行は、いわゆる終身雇用と年功賃金によって特徴づけられてきた。少なくとも大企業を中心とする正規社員に関しては、年功賃金プラス退職金(ないし退職年金)という「暗黙の賃金後払いシステム」が採られてきたために、労働者は、とりわけ中高年層ほど、同一企業に留まり続けることにメリットがあり、企業側も解雇や大幅な賃下げには踏み切りにくいとされている。それでも、こうした雇用慣行は、右肩上がりの時代には、長期的な観点からの人材育成に資する一方、景気の循環変動に対しては賞与の増減や新卒採用抑制で人件費のコントロールもできていた。

しかし、産業構造の調整圧力への対応が大きな課題となった90年代以降の経営環境のもとでは、こうした雇用慣行の持つ硬直性というネガティブな側面が目立ってきた。この問題は早くから認識され、企業も十数年来、パートや人材派遣の活用、能力給の導入など、雇用制度の見直しを行ってきた。近年は、年功賃金の根幹をなす定期昇給についても、漸進的な見直しが進められつつある。しかし、終身雇用が長く社会に根をおろしてきたために、転職や人材再

教育を円滑に実現する外部労働市場の発達には立ち遅れてきた。また、90年代以降、経営環境が一変したことへの認識は次第に浸透しつつも、年功賃金に込められた「暗黙の賃金後払い契約」を途中で破棄することが生む軋轢の大きさなどから、大胆なリストラや賃金体系の抜本的な改革は、可能な限り先延ばしにされてきた。それらの結果として雇用の流動性は今なお十分に高まったとは言えず、この問題は、後述する不良債権問題においても、その処理を迅速に進めることが難しい理由の一つとなるなど、様々な面から資源配分の適正化を遅らせてきたと考えられる。

第2に、外資流入や創業などによる新規参入が不活発である。日本の対内直接投資、すなわち海外から日本への直接投資をみると、徐々に環境が整備されたこともあって90年代末頃からかなり増加している（図表14(1)）。しかし、その規模は最近でも年間1兆円程度、すなわちGDPの0.2%程度であり、諸外国と比較して著しく低い水準にとどまっている（図表14(2)）。外資の参入が産業の活性化に資するという意味では、99年の大手自動車メーカーへの外資の経営参画が好例であり、短期間で経営の立て直しが進んだばかりでなく、業界全体の活力を高め、下請けや素材業界にもリストラ・再編のモメンタムが及んだと言われている。ただ、対内直接投資が全体として低水準であるため、上記のようなインパクトのある事例は少なく、産業活性化への刺激は総じて乏しい状態が続いている。

新規企業の出現についてみても、企業の開業率は90年代前半まで低下傾向を辿り、その後も低水準にとどまっている（図表15(1)）。こうした開業率の水準を諸外国と比較してみると、米国はもとより、ほとんどの欧州諸国よりも、

日本は格段に低い（図表15(2)）。こうした創業の少なさも、ひとたび余剰となった資本や労働を結びつけ直して新たな価値を創造していく力が、企業システム全体として生まれにくいことを示している。一般に、創業からの経過年数が少ない企業ほど、従業員の増加率、企業としての成長率が高い（図表16）。そうした若い企業あまり増えないということであるとすると、既存の企業や産業に負の調整圧力がかかるときに、経済全体として少ない痛みで資源の再配分を実現していくことは難しい。

第3に、日本の企業システムにおいては、株主による企業統治が弱い。株主の観点からみた収益率としてよく用いられる株主資本利益率(ROE)をみると、製造業、非製造業を問わず90年代以降はつきりとした低下傾向を辿り、近年は低水準で推移している（図表17）。日本経済がいかに様々な調整圧力に晒されてきたとは言え、これだけ長期にわたってROEが低迷を続けてきた事実は、やや長期的にみても、株主の利益がそれほど強く意識されてこなかった可能性を示唆している。その背景の一つは、高度成長期にメインバンク制や株式の持ち合い構造が定着し、投資家の評価を通じて企業に経営変革を促すという株式市場の機能が、十分に発達してこなかったためと考えられる。こうした意味での株式市場の未発達、外資等による買収が少なく、従業員や取引先との長期的関係が優先される、といった日本の企業システムが持つ他の特徴と、密接に関連している。大掛かりなリストラや、M&Aなど企業の枠を超えた資源の再配分は、それが株価の最大化に資する場合でも実行されにくい、というバイアスが存在してきたと考えられる。

もとより、以上のような伝統的な日本の企業

システムは、80年代まではそのメリットが強調されることの方が多かった。それが90年代以降、「長期的視点に立った経営」というよりも「問題先送りの経営」としての側面を強めてきたのは、やはり2-1で述べたように、グローバル化や情報化により企業経営を取り巻く環境の変化が速くなったことによる面が大きいと考えられる。それと同時に、資本市場が未成熟であっても、かつては含み益をバッファードとした経営や不動産を担保とした金融が、積極的な企業行動を支えてきたという面がある。言うまでもなく、そういう形でのリスクテイクを成り立たせていた前提は資産価格の上昇トレンドであり、その前提が失われたことが、日本の企業システムを機能不全に陥れたもう一つの重要な背景であったと考えられる。しかも、80年代後半にいったん過大な期待が蔓延したために、成熟経済への局面移行はバブルの崩壊というハードな形で訪れ、企業のリスクテイク能力に大きな損傷を与えることとなった。以下ではこの点をやや詳しくみていきたい。

2-3 資産価格の下落

地価と株価は、90年代以降、低迷状態が続いている（図表18）。きっかけは90年代初頭におけるバブル崩壊であり、資産価格の下落幅は90年代前半にとくに大きかった。もっとも、バブル崩壊からかなりの年月が経過したにもかかわらず、地価は下げ止まるに至っておらず、むしろ地方都市では近年下落テンポが速まっているところもある。株価も、90年から92年にかけて急落した後、波動を描きながらも次第に底値が

切り下がり、2002年以降はしばしばバブル後最安値を更新する局面がみられた。このような事実からみて、過去10年以上にわたる資産価格の低迷は、バブル崩壊の直接的な影響だけでなく、既に述べた産業構造の調整圧力やそれに対する企業の適応力の弱さなどから、追加的な影響を受けてきた面も大きいと考えられる。

こうした資産価格の下落は、企業のバランスシートに多大な影響を与えてきた。バブル期には、多くの企業が債務を取り入れて設備投資や資産の取得を活発化させたため、バブル崩壊を契機に資産価値が下落すると、名目金額が固定されている債務が高止まり、バランスシートの悪化を余儀なくされることとなった（図表19）。こうしたバランスシートの悪化は、バブル期に資産と債務を両建てで膨らませた度合いの大きかった非製造業に、主としてはっきりと現れた。とくに非製造業の中小企業では、金融機関の追加融資などもあってバブル崩壊後もしばらくの間債務が増え続け^{（注6）}、その後結局債務の返済に目途が立たなくなるケースが多く発生した。これが金融機関のサイドからみれば不良債権となり、後述する金融仲介機能の低下にも大きく影響した。

こうしたことから、不良債権との関係では、非製造業、とりわけ非製造業中小企業のバランスシートが問題の中心になるが、企業のリスクテイクへの影響という観点からみると、問題の裾野はもう少し広い。すなわち、製造業でも、とりわけ大企業はもともと多額の土地や株式を保有しており、バブル崩壊に伴う資産価格低下は、債務返済の困難化という問題を直ちに引き

（注6）バブル崩壊後における金融機関の追加融資については、日本銀行調査統計局ワーキングペーパーシリーズ「いわゆる『追い貸し』について」（小林慶一郎・才田友美・関根敏隆、2002年2月）が、理論、実証両面から詳しい分析を行っている。

起こしたわけではないにせよ、含み益の減少という形で実質資産を目減りさせた。一方で、フローの収益が伸び悩んだこともあって債務の圧縮がなかなか進まなかったため、結局、製造業大企業のバランスシートも悪化傾向を辿り続けた。ちなみに、上場企業を対象にした2002年1月時点における内閣府のアンケート調査によれば、製造業、非製造業のいずれにおいても、約半数の企業が債務水準は過剰との認識を持っており、そのうち過半の企業が債務は2割以上過剰と答えている(図表20)。こうしたことが一因となって、キャッシュフローが増加しても債務の返済が優先されて設備投資の増加につなぐりにくい(図表5)、という状況が企業部門全体として観察されてきたものと考えられる^(注7)。

以上のように資産デフレが企業のリスクテイク行動を制約してきたとみられるもとで、近年は一般物価も緩やかな下落が続けている。GDPデフレーターは、90年代半ば以降、消費税が引き上げられた97年度を除き、最近まで下落が続けている。消費者物価(全国、除く生鮮食品)も、前年比1%未満の緩やかなペースではあるが、98~99年頃から最近まではほぼ一貫して下落している。ただ、こうした一般物価の緩やかなデフレが、それ自体として設備投資を制約する原因となってきたかについては、資産デフレの影響ほど明らかではない。

この点を簡単に整理しておくと、一般物価の

デフレが設備投資に悪影響を与えうるルートとしては、①物価が下落しても名目賃金が下方硬直的であることから生じる企業収益の減少、②実質金利の上昇、の2つがよく指摘される。しかし、1点目の名目賃金については、97年以降減少する局面が目立っていることを踏まえると、下方硬直性が強いとは言い難い。賃金と雇用者数の掛け算で決まる雇用者所得をみても、97年以降は総じて減少傾向にあり(図表7)、「労働コストを削減しにくいためにデフレが企業収益を圧迫する」といった現象は、少なくともはつきりとした形ではみられていない。もう少し直接的に、GDPデフレーターの下落が、ユニット・レーバー・コスト(=生産物1単位当たりの労働コスト)とユニット・プロフィット等(=生産物1単位当たりの企業収益等)のいずれによって生じているのかを要因分解してみると(図表21)、局面によって両者の寄与割合は異なっているが、全体としてユニット・レーバー・コストの低下もかなり大きく、物価下落の影響が一方的に企業収益に皺寄せされてきたわけではないことがわかる^(注8)。

2点目の実質金利については、資本財価格の下落率が技術進歩の影響もあって拡大してきているために、名目金利が低くても、設備投資を行おうとする企業にとっての実質金利はかなり上昇してきているのではないかと、ということが論点になりうる。しかし、理論的に「設備投資

(注7) 2003年3月期は、経常利益が改善したにもかかわらず、株価の下落で最終利益が圧縮された企業が多くみられた。キャッシュフローないしその企業が本来持つ収益力という観点からみれば、保有株式の価格下落による最終利益の圧縮は、設備投資に直接影響を与えないと考えることもできる。しかし、企業のバランスシート悪化がリスクテイクを萎縮させるという側面に注目すれば、保有株式から生じる新たな損失は、先行き株価が反発して損を取り戻せるという期待が持てない限り、バランスシートの追加的な圧迫要因となって企業行動を一段と慎重にさせる可能性がある。

(注8) 2003年1~3月のGDPデフレーターは前年比-3.3%と大幅なマイナスとなったが、これは、公務員賞与(期末手当)の削減が政府消費デフレーター的大幅なマイナスとしてカウントされたことなど、一時的な要因による面が大きい。

を行おうとする企業にとっての実質金利」に最も近い概念と考えられるのは、名目金利から資本財価格の変化率を引いた単純な実質金利ではなく、「資本コスト」である。そこで資本コストを簡便法で計算してみると（図表 22(1)）^{（注9）}、80年代に比べて90年代はかなり低下しているほか、90年代前半に比べて、最近はさらに低下している。要因分解を行ってみると（図表 22(2)）、確かに資本財価格の部分だけを取り上げれば、90年代以降、保有する設備価格の目減りテンポが速まったという意味で、趨勢的に資本コストを押し上げてきた。しかし、設備投資を行う企業にとっての交易条件の部分に着目すると、設備投資を行って産出する製品の一般物価が、設備投資のために投入する資本財の価格ほどは下落してこなかったため、コンスタントに設備投資を有利にする方向、すなわち資本コストを低下させる要因として働いてきた。加えて、名目金利も90年代後半まで低下を続けた。これらを全体としてみると、資本コストの押し下げ要因の方がむしろ優勢であったということである。もちろん、後述するように、90年代末頃には名目金利の低下がほぼ限界に達したため、それ以降、資本コストが下がりにくくなっているという点には注意する必要がある。

2-4 金融仲介機能の低下

以上のように、資本コストの推移からみる限り、一般物価のデフレがそれ自体独立の要因として設備投資に大きな悪影響を与えてきたようには窺われない一方で、資産デフレの影響は、

企業のバランスシートから、不良債権の増大を通じて金融機関のバランスシートにも波及し、全体としてかなり大きな要因として作用してきた可能性が高い。金融機関は、95年以降、平均的にみると、本業の収益であるコア業務純益をはるかに上回る額の不良債権処理を余儀なくされてきた（図表 23）。その結果、金融機関のバランスシートは累積的に悪化し、そのことが今度は、企業金融や金融システムの安定性に対する信頼を低下させることを通じて、企業のリスクテイクをさらに慎重化させたと考えられる。

よく知られているように、日本の金融資本市場は現在でも間接金融中心であり、企業の資金調達の5割近くは銀行借入である（図表 24）。株式や債券によって市場から調達する資金が6割を占め、銀行借入は15%程度に過ぎない米国と比べると、日本における銀行借入のウェイトはかなり大きい。このように、銀行借入に代替する資金調達手段が限られているもとで、銀行の金融仲介機能が低下すれば、広範な企業のリスクテイクに悪影響が及ぶと考えられる。以下その点を、いくつかの分析で確認してみよう。

まず、企業からみた金融機関の貸出姿勢の厳しさを短観の貸出態度判断DIでみると（図表 25）、バブル崩壊でいったん厳しくなった後、95年頃までは金利の大幅な低下にも支えられて、貸出態度はむしろ緩和の方向にあった。しかし、不良債権の処理が本格化し、金利も物理的な下限に接近しつつあった95～96年頃には、貸出態度の緩和方向の動きに一服感が現れ始めた。そして97年になると、大手金融機関、証券会社の

（注9）資本コストの「水準」を厳密に計算することは、税制の扱いなどを含めてかなりの手間がかかるうえ、いくら厳密に計算しようとしても、結局はかなり幅のある推計しかできない。したがってここでは、ある程度ラフな計算ながら、資本コストの時系列的な推移を認識するうえでは十分に有用と思われる方法で分析した。詳細は後掲BOX1を参照。

破綻などを背景に、金融システムが著しく不安定化し、貸出態度は急速に厳格化した。98年には、国際金融市場の収縮という問題が発生し、国内では大手金融機関の破綻が再発する中で、信用リスクがさほど大きくない企業でも年末に向けて資金繰りに懸念が生じるなど、企業金融を取り巻く環境は一時危機的な様相を呈した。企業は、こうした97～98年の危機を経験したことで、なお多額の不良債権を抱える金融システムがいかに脆弱であるかを再認識したとみられる。99年以降、大手金融機関に対する公的資本の投入や、日本銀行による潤沢な流動性供給もあって、貸出態度判断DIはある程度改善したが、97～98年の金融危機以前の水準には戻らず、とりわけ中小企業からみた銀行の貸出態度は現在も厳しい状態が続いている。

ちなみに、銀行の貸出姿勢に対して最も脆弱なセクターと考えられる非製造業中小企業について、貸出態度判断DIの変動要因を分析してみた(図表26)。すなわち、貸出態度判断DIを、銀行の資本制約要因(データは銀行の株式時価総額)、銀行の流動性制約要因(データは銀行の資金調達プレミアムおよび貸出対預金比率)などによって説明する関数を推計し、要因分解を行うと、第1に、97～98年の金融危機時には、銀行の資本制約要因と流動性要因がともに悪化方向に作用し、貸出態度の急速な厳格化をもたらしていたことがわかる。第2に、最近2～3年程度の動きをみると、流動性の面で状況がやや改善していることから、97～98年のような貸出態度の厳格化は避けられているが、銀行の資本制約が依然として厳しいため、流動性の面での改善が貸出態度の好転に結びつきにくい状態が続いている。

こうした銀行の貸出態度が、実際に企業の設備投資に影響を与えてきたかどうかという観点から、設備投資の動きをセクター別に確認すると(図表27)、98年には非製造業中小企業の設備投資が大きく落ち込み、翌年には製造業の設備投資減少に波及している。こうした動きからみると、98～99年における設備投資の減少局面は、金融ショックを一つの重要な起点としたものであった可能性が高いと考えられる。これに対し、2001年から2002年にかけての設備投資の落ち込みは、製造業中心の動きであり、基本的には、ITブームの剥落というショックに対する調整局面であったとみられる。

銀行の貸出態度から設備投資への関係を検証する別のアプローチとして、中小企業の設備投資について簡単な関数を推計してみた。すなわち、「ストック調整要因」(＝前年の設備投資／キャッシュフロー)、「内部資金要因」(＝キャッシュフロー)、という標準的な2要因で設備投資を説明する関数に、第3の「金融機関要因」として貸出態度判断DIを加えた簡単な関数である(図表28)。この関数で、「金融機関要因」が統計的に有意な影響を持つかどうかをみると、ここで結果を示した中小企業に関する限り、製造業も非製造業も、貸出態度判断DIが好転(悪化)すれば設備投資が増加(減少)するという関係が有意に計測され^(注10)、製造業と非製造業を比較すれば非製造業の方がパラメーターも有意性も大きくなる。このように、中小企業、とりわけ非製造業中小企業の設備投資は、金融仲介機能の影響を受けやすい、ということがごく簡単な分析から確かめられる。

ただ、こうした簡単な分析では、逆にやや単純過ぎるという面もある。とくに、先ほど2－

(注10) 被説明変数を大企業の設備投資にすると、パラメーターの符号条件が満たされなくなる。

3では、企業自身のバランスシートの悪化が設備投資に悪影響を与えてきた可能性が高いことを述べたが、そうした作用が実際に存在したのかどうかということと、追加的な影響として金融機関のバランスシートが企業のリスクテイクを制約してきたのかどうかということを、本来は同時に検証したい。この検証は、情報量に限界のある集計データでは難しい。そこで、日本政策投資銀行の企業財務データバンクなどをもとに^(注11)、①個別企業の財務状況、②個別金融機関の財務状況、③どの企業がどの金融機関から多く借り入れているか、といった情報をすべて含むパネルデータを作成し、それを利用して分析した^(注12)。具体的には、約1,100社のサンプルを社債市場にアクセスのある企業群と無い企業群に分けたうえで、自社のバランスシートの悪化(=時価ベースの資産に対する負債比率の上昇)や、借入先金融機関のバランスシートの悪化(=修正自己資本比率の低下)が^(注13)、それぞれの個別企業の設備投資に悪影響を与えてきたかどうかを検証した。これにより、次のような興味深い結果が得られた(図表29)。第1に、自社のバランスシートの悪化が設備投資を減少させるという関係は、社債市場へのアクセスの有無にかかわらず統計的に有意であり、アクセスがある企業と無い企業をあえて比較すれば、社債市場へのアクセスが無く資金調達手段の限られている企業の設備投資の方が、自社のバランスシート状況からより大きな影響を受

ける。第2に、借入先金融機関のバランスシートの悪化は、社債市場へのアクセスがある企業の設備投資には影響しないが、社債市場へのアクセスが無く借入に替わる資金調達手段が乏しい企業の設備投資には制約要因となる。

このように、金融機関のバランスシートについては貸出スタンスの安定性に信頼が置けない結果、資本市場にアクセスできるかどうか企業がにとって重要なポイントになるとすれば、格付けの低い企業はまず財務リストラに専念して格付けの向上に努めることが、合理的な選択となろう。実際、キャッシュフローの使途を格付け別にみると(図表30)、格付けの低い企業ほどキャッシュフローを債務返済へ充当する比率が高く、設備投資へ回す分が圧縮されている。

以上2-3および2-4で述べてきたことからわかるように、資産価格の下落は、企業自身のバランスシートが悪化したことの直接的な影響だけでなく、金融機関のバランスシートの悪化というルートも通じて、企業の設備投資に慢性的な抑制効果を及ぼしてきた可能性が高い。ただ、90年代以降、金融仲介機能が低下してきた背景を、不良債権の増加という側面のみに限定することも適当でない。もともと日本の金融機関の融資は、とりわけ中小企業に対しては不動産担保に依存する面が強かったが、①地価の上昇トレンドが失われたこと、②IT関連など物的担保が乏しい収益機会が増加してきたことなどから、そうした伝統的な金融手法が機能し

(注11) 日本政策投資銀行の企業財務データバンクは、3大証券取引所第1部もしくは第2部、新興市場、のいずれかに上場している企業が対象である。

(注12) 本分析は、日本銀行調査統計局ワーキングペーパーシリーズ「設備投資、金融政策、資産価格——個別企業データを用いた実証分析——」(永幡崇・関根敏隆、2002年5月)からの引用である。使用データと加工方法、分析の前提となる理論的枠組み、推計の方法や結果等についての詳しい説明は、同論文を参照されたい。

(注13) 修正自己資本比率とは、リスク管理債権がすべて焦げ付いた場合の銀行の解散価値を見積もったもので、繰延税金資産も一切資本にカウントしない保守的な自己資本比率である。具体的な定義は図表29の脚注7を参照。

にくくなったという面も大きい。この間、多種多様な投資主体によってリスクをシェアし合う直接金融機能も、十分に育ってきたとは言えない。このように、不良債権問題だけではなく、不動産担保の間接金融に替わる金融仲介モデルの確立が遅れたことも、企業のリスクテイク行動が長期にわたり制約されてきた重要な原因の一つであったと考えられる。

一方で、実体経済の弱さが金融機関のバランスシートにさらなる負担を強いてきたことにも、注意する必要がある。第1に、金融機関からみて収益性の見込める貸出や証券投資の機会が乏しく、フローの収益力を強化しにくい環境が続いてきた。第2に、経済の長期停滞を反映した株価の低迷は、株式保有から生じる損失の拡大を通じて、金融機関のバランスシートに追加的な負荷を加えてきた。すなわち、実体経済の弱さが金融機関のバランスシートを一段と弱体化させ、それがまた企業のリスクテイクを制約する、という悪循環が働いてきた可能性が高いと考えられる。

このような悪循環に対しては、本来であれば金融緩和による金利の引き下げが一つの処方箋になりうる。市場金利が低下すれば、金融機関は、貸出マージンを維持ないし拡大させつつ、貸出金利を引き下げて企業の借入需要を刺激することが可能になるからである。しかし、各種金利をみると（図表31）、銀行間の翌日物取引にかかるオーバーナイト・コールレートは、90年代中頃には1%を下回り、99年以降は一時期を除きほぼゼロで推移してきた。3か月物金利も、97～98年の金融危機時などを除き、概ね上記オーバーナイト金利に沿って推移してきた。

長期金利も、90年代末には1%台という低水準が定着した。このように、各種の金利は、ゼロ以下には下がらないという制約があるために、90年代後半には低下テンポがおのずと制約され、90年代末の時点では、とりわけ短期金利は、ほぼ下限と考えられる水準に接近した。そのため、2001年以降の日本銀行によるいわゆる量的緩和政策も、流動性不安を防止し金融システムの安定を保つという点では有効であったが、金利面から企業や金融機関のリスクテイクに刺激を与える効果は、限定的とならざるをえなかったと考えられる。

2-5 期待成長率の低下

実体経済と金融仲介機能がともに弱まり、現実に低成長が続いたことで、90年代以降、企業の期待成長率も低下傾向を辿ってきた。内閣府のアンケート調査をみると、先行き3年間のマクロ経済に関する企業の期待成長率は、最近では0.6～0.7%にまで低下してきている（図表32の太実線）^{（注14）}。1章では近年の設備投資がキャッシュフロー対比で大きく落ち込んでいることをみたが（図表5）、設備投資のキャッシュフローに対する比率をとってその推移をみると、上記期待成長率の趨勢的な低下とほぼ重なり合うことがわかる（図表32の細実線）。このように、近年、キャッシュフローが回復しても設備投資がなかなか回復しない背景について、期待成長率の低さという切り口で捉えることも可能である。

上記のようなアンケート調査に基づく方法のほかに、実際の設備投資動向から、その背後にあると考えられるおおよその期待成長率を逆算

（注14）図表には掲げていないが同調査では先行き5年間の期待成長率も尋ねており、それも2003年の調査では1.0%と低水準になっている。

することもできる。そのためには、中期的な期待成長率と資本ストックの伸び率との間に、ある種の安定的な関係が存在するはずであることなど、いくつかの前提を置く必要がある。そうした諸前提に基づきつつ、その時々の資本ストック、期待成長率、設備投資の間にどのような関係が存在すると考えられるかをみたのが、いわゆる資本ストック循環図である(図表 33) (注 15)。これをみると、90 年代入り後、時計回りに描かれる循環の位置が急速に左方へとシフトしたことが確認できる。すなわち、バブル期の大きな循環は 4～5 % の期待成長率、その前の 80 年代前半の循環も 3 % 程度の期待成長率と整合的であった。しかし、大きく左方にシフトした 98 年以降の設備投資循環は、企業の期待成長率が 1 % ないしそれを下回る程度まで低下していることを強く示唆しており、先ほどのアンケート調査の結果と概ね一致している (注 16)。

ところで、こうした期待成長率の低下には、人口の頭打ちや高齢化といった人口動態的な要因も考えられる。仮にそれが主たる要因であるとする、今後人口が減少に転じ一段と高齢化が進むもとは、期待成長率の回復は望み難いということにもなりうる。しかし、経済成長率を生産年齢人口(＝15～64 歳人口)一人当たりでみても(図表 34)、やはり最近 10 年間はそれ以前に比べてかなり低下している。つまり、90 年代以降の経済成長率の低下は、人口動態的な要因というよりは、結局のところ、これまで述

べてきた様々な経済構造的な要因に根ざす部分が大きく、実際に低成長が続いてきたことで期待成長率も低下してきたとみるのが妥当と考えられる。

3. 企業再編の動きと今後の産業構造

3-1 徐々に広がりつつある企業再編の動き

2 章では、90 年代以降の設備投資が長期的に停滞してきたことの背景には、様々な要因が考えられることを述べ、それらのいくつかが相互に強め合って悪循環を形成してきた可能性が高いことを述べた。これら諸要因の中には、それ自体を最初に変えることが難しいものもある。例えば、中期的な期待成長率は、現実の成長率がある程度継続的に上昇しないと、なかなか上昇しないと考えられる。また、一般に資産価格は、それ自体を直接人為的に上昇させることには限界があり、例えば株価であれば、企業の成長力を高めることや、投資家に魅力のある市場整備を進めていくという取り組み以外に、持続的に有効性を持つ「株価対策」は考えにくい。

これらを踏まえると、低成長の悪循環からの出口は、結局のところ、2-2 や 2-4 で述べた長期停滞要因を変えていくこと、すなわち企業システムの柔軟性を高めることや、金融仲介機能を再構築することに、求めざるをえないと考えられる。それが構造改革であり、資源の再配分機能を高めるように、経済、金融を取り巻く様々な側面で市場志向の環境整備を進める作

(注 15) 図表 33 に関するより詳しい解説は後掲 BOX 2 を参照。

(注 16) 長期停滞の中でも設備投資が循環的な回復を示す局面はおのずから存在し、上記ストック循環図によれば、2003 年度はそのような局面に該当する。すなわち、この図の考え方によれば、2003 年度の設備投資は、「2002 年度末の設備投資/資本ストック」を表す垂直線と、期待成長率を表す双曲線の交点で決まるのが自然、ということになるため、中期的な期待成長率が 1 % を下回ったままでも、2003 年度の設備投資が前年比プラスに転じることはある程度もってもらい。しかし逆の見方をすれば、2003 年度の設備投資が多少プラスになったとしても、そのことだけを以て企業の期待成長率に上向きの兆しが出てきたとは言えないことに、注意する必要がある。

業である。構造改革がそのような性格のものである以上、その観察可能な成果は、①企業の統合や再編の活発化、②新規参入の増大、③過剰な債務、設備、人員——すなわち効率的に利用されていない生産資源——の縮小、④そして最終的に企業の中期的な収益率および経済成長率の上昇、⑤ないしはそうした将来を先取りする株価の上昇、といった形で現れてくるはずであると考えられる。

このうち、①の企業再編については、これまでに実施されてきた環境整備の成果もあって、それなりの変化が現れてきているように思われる。例えばM&Aの件数をみると（図表35）、99年から2000年にかけて急速に増加し、その後も高水準で推移している。しかもその内訳をみると、80年代末のバブル期には日本企業による外国企業の買収等が過半を占めていたのに対し、近年におけるM&Aの増加に寄与しているのは圧倒的に日本企業同士の案件である。こうしたM&A増加の背景としては、生き残りや収益力回復に向けて、M&Aが重要な選択肢として位置づけられるようになってきたという企業の意識変化に加えて、M&Aを行いやすくするための会計・法制度の整備が、97年頃から段階的に進められてきたことの効果が大きいとみられる（図表36）。とりわけ、99年10月の商法改正で認められるようになった株式交換制度は、資金調達コストの節約などを通じて、M&Aの促進に大きな効果があったと言われている。

主要産業の動きをみても、①過剰設備の集約、②選択と集中、③淘汰圧力が強まる中での吸収合併など、それぞれの業界に特徴的な動きを伴いながら、再編がある程度進んできている。第1の過剰設備の集約という特徴が色濃くみられるのは、素材産業である。鉄鋼、石油、セメン

ト、化学、紙パなどの業種では、90年代以降、内需の低迷や国際競争の激化を背景に、慢性的な低稼働率と製品採算の悪化を余儀なくされてきた。それがここ数年でかなり集約度が高まり、上位2～3社の市場シェアが大幅に上昇するなど、過当競争の状態に変化が生じてきているように窺われる（図表37）。このように価格の立て直しが進めやすい体制がある程度整ってきた中で、中国を中心とする東アジアの経済成長も追い風となって、2002年度には素材の市況が好転し、収益が改善した。収益の改善を背景に、2003年度の設備投資計画をみても、鉄鋼や化学などで増加計画に転じている（図表3参照）。

2番目に挙げた「選択と集中」を主眼とした再編は、典型的には電機業界でみられる（図表38）。電機業界では、パソコンなどIT関連を含めて東アジアの生産力拡大が続く中で、戦略部門を絞り込んで経営資源を選択的かつ集中的に投下していくことが必要、という認識が一段と強まっている。そうした認識のもと、日本の企業が主として狙いを定めている市場は、デジタル家電やカメラ付き携帯電話など、世界的に需要が拡大期にあり、かつ日本企業が比較優位を維持している分野である。そうした分野向けの用途が拡大しているシステムLSIやフラッシュメモリーなど、付加価値の高い電子部品については、戦略的な強化分野との位置づけが明確になってきており、研究開発や設備投資の資金捻出やリスク分担の観点から、事業統合や包括提携が進められている。一方、汎用性の高いDRAMについては、既に多くの企業が撤退しているが、そうした業界再編で生き残ったメーカーに関しては、やはり上述したデジタル家電等の市場拡大を見据えた積極的な投資に踏み切る動きがある。この間、大型液晶についても、

アジアとの競争が激しい中で各社の戦略に相違があり、海外にライセンスを供与して事実上撤退する企業から、国内生産の強化分野と位置づけて今後2～3年で大型の設備投資を積極化させる企業まで、棲み分けの動きが次第に明確になってきている。

3番目の淘汰圧力が強まる中での吸収合併は、例えば、市場が成熟し競争が激しさを増す小売業界で多くの事例がみられている（図表39）。すなわち、小売業では、①消費者の選別的な購買姿勢の強まり、②90年代半ば頃から加速した規制緩和、③中国など東アジアからの輸入品の流入、④大手外資参入の動きなどを背景に、近年競争が激しさを増している。そうした環境への対応として、新規出店によるスケールメリットの追及、頻繁な店舗改装による顧客の繋ぎ止め、IT投資による物流や在庫管理の効率化、といった経営戦略が重要性を増してきているが、そうした投資負担に耐える資金力の乏しい企業や、激しい競争の中で経営破綻に追い込まれる企業も少なくない。このため、独力での経営強化を諦めた先が大手の傘下に入る、地方スーパー同士で連合を組む、体力のある先が破綻企業の店舗や経営資源の有効活用を図る、といった形で再編事例が数多く出てきている。

このほか、2002年秋に政府が打ち出した金融再生プログラムにより、産業再生と関連付けて不良債権処理を加速する方向性が改めて明確にされたことも、業種を問わず、不振企業の関わる再編が増加する一因となっている。

以上のように、様々な形で産業の再編が進んできているが、これらはまだ「変化の兆し」であり、資源の再配分がダイナミックに展開され始めたとするのは尚早と考えられる。設備の集約・廃棄など、非効率な生産資源を排除する動

きも道半ばである。例えば短観のDIで、全体としての設備や雇用の過剰感をみると（図表40）、2001年のピークからみれば循環的には縮小しつつあるが、90年代以降の構造的な過剰水準からなお脱却したとは言い難い。金融機能の回復はなお立ち遅れており、リスクテイクの動きが広範に出てくる兆しは窺われない。こうした状況を踏まえると、資源再配分の適正化が進み中小企業も含めたマクロ的な拡大均衡へとつながっていくまでには、なお相当の時間がかかるとみておくべきであろう。

3-2 産業構造の変化の方向性

今後、資源の再配分が進んでいく結果として、具体的にどのような産業で雇用が創出され、設備投資が活発化していくのかについては、あくまでも市場メカニズムの中で選択されていくものであり、予め明確なシナリオは描き難い。ただ、大まかに言えば、成熟段階にあり高齢化の進む先進国経済として、日本の産業構造の基本的な方向性は以下の2点に集約できる。

第1に、製造業における高付加価値化、技術集約化の進展である。中国をはじめとする東アジア諸国の高い成長が続き、グローバル化の一段の進展が変わらぬ流れとみられる以上、今後も生産拠点の海外移転や、輸入品の流入拡大が続くことはほぼ確実である。そうした中で、日本の製造業が高い収益力を維持し、経済全体の成長に寄与していくためには、例えば情報、環境、エネルギー、医療など、先進的な技術に対するニーズが世界的に強まると見込まれる分野を中心に、技術力を維持ないし向上させ、商品化する企業力を高めることがポイントになる。日本が技術立国として生き延びるための施策として、産学の連携や人材の育成、知的所有権を

巡る制度の整備など、様々な取り組みの重要性が指摘されている。なかでも、潜在的な高収益事業へのチャレンジが活発に行われる企業システムと、それを支える金融資本市場の強化は、必要不可欠の条件であると考えられる。

産業構造変化の2つ目の方向性は、製造業や建設業から第3次産業への雇用シフトである。上記のように、製造業に期待される価値創造の源泉は技術集約化、高付加価値化であり、その成果は主として、熟練労働者の賃金上昇や海外分も含めた企業収益の増大、株価の上昇という形でマクロの所得形成に還元されると考えられる。この間、生産拠点の成長は今後も海外拠点が中心となるため、製造業における国内雇用者数の伸びは、たとえ日本経済が活力を取り戻しても多くは期待できない。また、建設業については、国・地方の財政状況からみて公共投資の削減が続くとみられるうえ、2006年をピークに人口が減少に転じ住宅建設も伸びないと考えられるもとでは、需要自体の長期縮小が予想される（図表41）。他方、サービス産業については、女性の社会進出、高齢化、ライフスタイルの多様化を背景に、医療、教育、娯楽、家事支援など、各種の家計向けサービスに対する需要が増大する可能性が高い。また、本稿でその重要性を繰り返し述べてきた柔軟な企業システムへの変革自体が、アウトソーシングの拡大などを通じて、各種の企業向けサービス需要を拡大させると考えられる。ちなみに、近年におけるアウトソーシングの状況を米国と比較すると（図表42）、情報系や総務系などを中心に、アウトソーシングによって資源配分の効率化を図る余地がかなり残っているように窺われる。さらに、M&A、企業再生、創業などを活発化させていくニーズを考えれば、そのインフラとなる金融、

法務、会計など知識集約型第3次産業に、大きなビジネス機会が存在する。一口に第3次産業といっても、以上のように異なる様々な業種が含まれるが、その性格上、労働を資本で代替することが難しい業種が少なくない。したがって、これら第3次産業が社会的なニーズに応える形で実際に成長していけば、その雇用吸収力により、製造業や建設業からの雇用シフトが進んでいくと考えられる。

以上のような産業構造の変化が設備投資にどのような影響を与えるかについては、様々な可能性が考えられる。例えば、製造業では、研究開発に多額の資金を要することに着目すれば、設備投資が伸びるセクターと考えることもできる反面、製造工程については、素材や半導体など資本集約度の高い業種も含めて、日本国内での拡充は限定的なものにとどまるとも考えられる。また、非製造業では、労働集約度が高い小売やサービス分野は、設備投資の誘発力が弱いと考えられる一方で、金融などの情報集約的な産業を中心にIT投資が活発化していく可能性もある。通信等のインフラ関連でどの程度投資需要が生まれるかは、技術の発展や社会的なニーズ次第という面もある。

この点、実際に高い経済成長を実現した90年代の米国を一例として振り返ってみると、①製造業の高付加価値化、②雇用の第3次産業シフト、という上述の変化がはっきりと進んだ中で、③設備投資面では、IT革命の波に乗った金融や通信が牽引力となった。米国の実質GDPと雇用者数を製造業、非製造業別にみると（図表43）、製造業では、90年代の比較的早い段階から高い経済成長が実現し、90年代を通じて高成長が維持されたが、その間に雇用者数はほとんど増加しなかった。つまり、製造業の高成長は、

雇用者一人当たりが生み出す付加価値の増大、言い換えれば労働生産性の上昇によって、主として達成された。一方、非製造業については、90年代の後半になると労働生産性の上昇が観察されるが、90年代を通じて高い雇用吸収力を示したことが大きな特徴であろう。

90年代後半における非製造業の動きについては、個別業種に分けてみると、さらにいくつかの興味深い事実が得られる。すなわち、90年代後半における非製造業の高い成長率には、サービス、金融・不動産、卸売、小売、公益サービス（通信等）、といった幅広い業種がほぼ万遍なく寄与しているが、業種によって雇用の吸収力はかなり異なっている（図表44）。雇用の吸収に圧倒的に寄与したのはサービスであり、次いで小売、建設であった。言い換えれば、残る金融・不動産や公益サービス（通信等）などが、製造業と同様、労働生産性の上昇によって高い成長を実現した形になっている。実は、これら金融・不動産や公益サービス（通信等）が、米国の設備投資拡大にも最も大きく寄与しており（図表45(1))、資本集約度の引き上げによって、労働生産性の上昇が実現された業種である。この間、製造業については、先ほどみたようにきわめて高い成長率を長い期間にわたって実現したにもかかわらず、雇用の投入も設備投資への寄与も限定的であった。

つまり、90年代後半の米国は、やや単純化して言えば、①主として資本の投入によって高い成長を実現した金融や通信などのIT関連非製造業、②主として労働力の投入によって高い成長を実現したサービスや小売、③資本も労働も節約しながら技術進歩（＝全要素生産性）によって高い成長を続けた製造業、といったいくつかの動きが併存する形で、資源の再配分が進行し

た。このうち、①については事後的にみれば過大投資となった部分も少なくないとみられるが、グローバルな競争圧力の高まりと労働市場のタイト化という90年代後半の経営環境のもとで、少なくとも定性的には理に適った方向で、資源配分のダイナミズムが働いたとみることは可能であろう。

ちなみに、90年代後半における日本の設備投資は（図表45(2))、全体として低い伸びの中で、業種別には製造業とサービスが増加に寄与した形になっている。今後日本の成長力が高まるとした場合に、米国の90年代後半のように金融、通信が主導する形で設備投資が活発化していくのか、あるいは製造業がより中心的な役割を果たす形になるのかなどについて、現時点で言えることは少ない。前述した産業構造の大きな2つの方向性を前提としても、その中で日本固有の比較優位があり、日本固有の適正な資源配分があると考えられるからである。

4. 結びに代えて

—— 市場規律の働く企業統治の重要性 ——

そうした日本固有の適正な資源配分は、結局のところ、市場に規律付けられた企業の収益拡大努力の中から、模索され発見されていくものである。市場規律を機能させるために重要な一つのステップは、様々なビジネス機会の期待収益率やリスクに関する情報をできる限り多くの人々で共有し、なるべく広範囲の資産や事業について、市場価格が発見されていく環境を整備していくことであると考えられる。

実際、不動産や売掛債権など、様々な資産について、このところ流動化の気運が高まっている。例えば、不動産の証券化市場が育ちつつあるのも、近年における法制的整備をきっかけに、

次第にノウハウが蓄積されてきたことによる面が大きい（図表 46）。また、不良債権処理を進める過程で、当初は外資を中心に、その後は日本勢を中心に、いくつかの企業再生ファンドが組成されるようになってきたことも、意義ある変化である。このほど本格的に活動を開始した産業再生機構が、ディール・アレンジャーとして機能することにより、民間の企業再生ビジネスを一段と活発化させていけば、構造改革を加速させる突破口の一つとなることも考えられる。

固定資産の流動化は、単に資産保有のリスクを他の投資家に移転するという機能だけではなく、その過程で厳しい市場の評価に晒されることを通じて、投資対象の価値自体を高めるよう関係者の努力を促す効果がある。不動産であれば物件の魅力を高めること、不振企業であれば徹底したリストラやビジネスモデルの模索、などがそれに当たる。株式持ち合いの解消も、広い意味では固定資産の流動化であり、株主による企業統治が高まっていくための条件の一つであると考えられる。産業の基盤となり、新規ビ

ジネスの担い手となりうる中小企業についても、その活性化の一つの鍵は、可能な限り市場ベースで信用リスクを評価していくことの中に見出しようと考えられる。近年、「中小企業信用リスク情報データベース（CRD）」など、中小企業の財務データを共通のインフラとして整備する試みが進んでおり、今後はそうしたインフラを基に、中小企業向け貸付の流通市場が育っていくことが期待される。流通市場で価格が付くようになれば、適正なプライシングによる新規融資が成立しやすくなり、中小企業金融の円滑化に資する。借入企業自身も情報開示を通じて市場と対峙することとなるため、ポジティブに評価される企業経営へのインセンティブが強まり、価値創造力のある企業システムへの道が拓けてくるものと考えられる。

機能度の高い金融資本市場を作り、日本の企業を再活性化させる取り組みは、短期間に大きな成果を期待することは現実的でないが、着実に前進させていくことに大きな意義がある。

[BOX 1]

資本コストについて

資本コストについては、最適な資本ストック量を求める議論を展開した Jorgenson の考え方が広く知られている。正確には、資本の使用者費用（User Cost of Capital）と呼ばれ、ある価格で設備を購入し一定期間使用したときにかかる実質的な費用を表す。こうした実質的な費用は、①設備を保有することに伴う金利費用、②保有期間後に設備を売却するときのキャピタル・ロス、③保有期間の間に生じる設備の減耗、といった名目費用を、④一般物価で実質化することによって求められる。具体的に式で表すと、

$$\text{資本コスト} = P_k / P \times (i - \dot{P}_k + \delta)$$

P_k : 資本財価格、 P : 一般物価、 i : 名目金利、 δ : 資本減耗率

である。すなわち、資本コストが上昇するのは、①名目金利（ i ）が上昇するとき、②資本財価格の下落率（ $-\dot{P}_k$ ）が拡大してより大きなキャピタル・ロスを被るようになるとき、③IT化の進展等によって資本減耗率（ δ ）が高まるとき、④一般物価との対比でみて資本財価格（ P_k/P ）が割高になるとき（＝投資をする企業の交易条件が悪化するとき）、である。

過去 20 年程度における資本コストの推移をみると（図表 22）、本文でも述べているように、上記②、③が資本コストの上昇要因として働く一方、①、④が低下要因として働き、総じて低下要因の方が優勢であった。ただし、この資本コストは、物価指数と同様にある基準時点からの相対的な大小として表現される概念であるため、上記のように時系列的な比較はできるが、絶対水準は一意的に求まらないことに注意が必要である。以下その点を説明する。

例えば、最近の資本コストが何%になるのか、上の式に具体的な数値を当てはめることを試みるとしよう。名目金利（ i ）は 10 年物長期国債利回りで 1%未満、資本財価格の下落率（ $-\dot{P}_k$ ）は設備投資デフレーターの間年下落率でみて 3～4%程度、資本減耗率（ δ ）は国民経済計算（SNA）における非金融法人の純固定資産と資本減耗から約 11%、という数字を用いよう。これら 3 つを足しあげて資本コストの（ $i - \dot{P}_k + \delta$ ）の部分进行計算すると、約 15%になる。

問題は、資本財の相対価格（ P_k/P ）の部分である。 P_k は設備投資デフレーター、 P はGDPデフレーターを当てはめればよいと考えられるが、そもそも各種デフレーターの水準は基準年次に依存するため、 P_k/P の値は一つには決まらない。現行GDP統計の通り 95 年を基準時点と考えれば（すなわち 95 年時点で $P_k/P = 1$ であったと仮定すれば）、最近の P_k/P は約 0.92 となり、資本コストは約 14%となる（ $0.92 \times 15\%$ ）。しかし、例えば 80 年を基準時点に採ると、最近の P_k/P は約 0.72 となり、資本コストは約 11%となる（ $0.72 \times 15\%$ ）。このように、ここで計算している資本コストの絶対水準は、いつを基準時点と考えるかによって変わってしまう。このため図表 22 では、資本コストの水準を巡って無用な誤解が生じるのを避ける観点から、95 年=100 とした指数で表現している。

[BOX 2]

資本ストック循環と期待成長率

設備投資が行われると、その分資本ストックは増加する。しかし同時に、資本ストックは除却される分だけ減少する。すなわち、資本ストックの純増分 (ΔK)、設備投資 (I)、除却率 (δ) の間には、

$$\Delta K = I - \delta K_{-1} \quad \dots (1)$$

という関係が必ず成り立っている。一方、GDPを生み出すためには資本ストックが必要であるが、経済発展に伴って労働が資本で代替されていく、すなわち「資本深化 (capital deepening)」が進むとすると、資本ストック (K) をGDP (Y) で割った資本係数 (K/Y) は上方トレンドを持つことになる。そこで、この資本係数のトレンド変化率を一定 ($=\gamma$) と仮定すると、資本ストックの蓄積テンポ ($\Delta K/K_{-1}$) は、中期的な期待成長率 (y^*) よりも γ 分だけ速くしなければならないことになる。すなわち、

$$\Delta K/K_{-1} = \gamma + y^* \quad \dots (2)$$

(1)式の両辺を K_{-1} で割り、(2)式と比較すると、

$$I/K_{-1} = \delta + \gamma + y^*$$

左辺の分母分子に I_{-1} を掛けると、

$$(I/I_{-1}) \cdot (I/K)_{-1} = \delta + \gamma + y^* \quad \dots (3)$$

という関係が得られる。これは $x y = z$ の形の式であるので、右辺を決めれば、設備投資の増加率 (I/I_{-1}) と前期末の設備投資/資本ストック ($(I/K)_{-1}$) の間に双曲線を描くことができる。

そこで、右辺の数値をどう決めるかであるが、まず資本の除却率 (δ) については、過去の実績に基づき 4.3%とした (BOX 2 図表(1))。資本係数のトレンド変化率 (γ) については、もともと上記(2)式が「稼働率 100%で一定」を前提とした考え方であることを考慮し、実際に観察される資本係数の変動から稼働率の変動に伴う部分を関数推計により取り除くという調整を行ったうえで、調整後の資本係数のトレンドを求めて年率 2.3%とした (BOX 2 図表(2))。残る中期的な期待成長率 (y^*) に様々な値を与え、それぞれに対応する双曲線を描いたのが、図表 33 の複数の点線である。

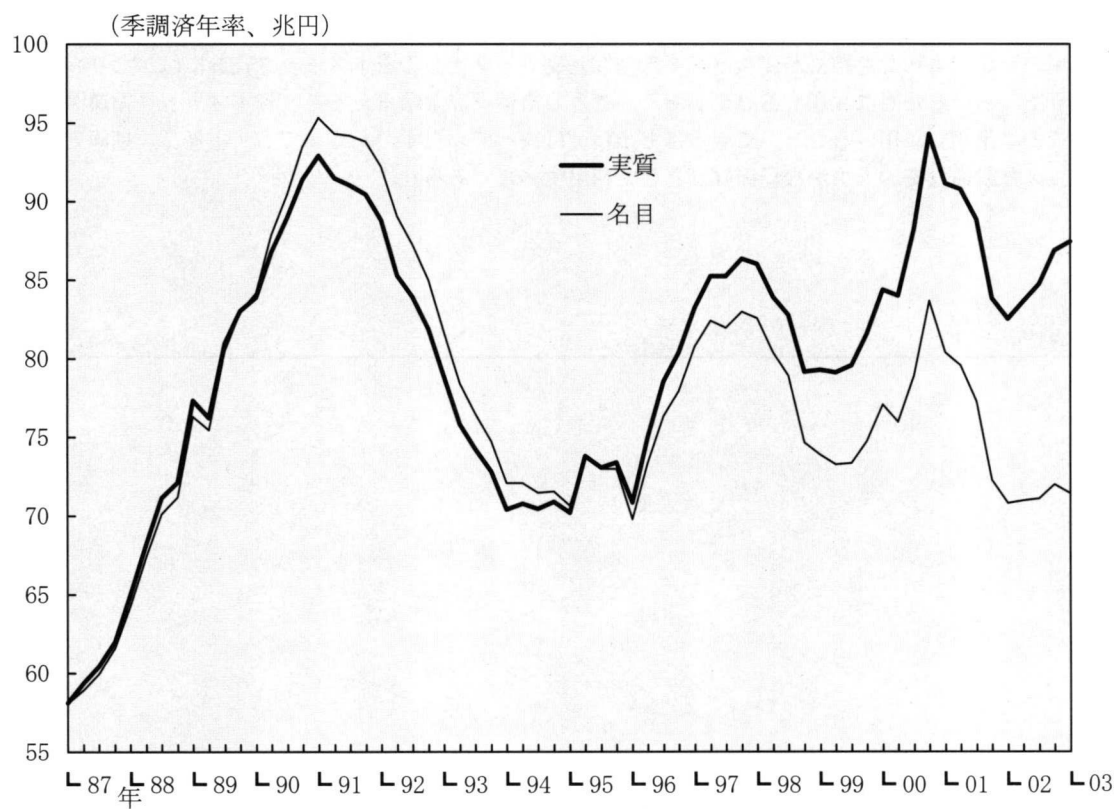
資本ストック循環図をみると、実際の設備投資は、その時々の中期的な期待成長率と整合的な領域で、数年単位で循環している。言い換えれば、各年の設備投資に、①期待成長率という「中期的な要因」と、②循環的な調整圧力という「短期的な要因」、の双方が影響している様子を図から読み取ることができる。例えば、2003 年度の設備投資の増加率は、図表 33 の「2002 年度末の設備投資/資本ストック」と表示されている垂直線上において、期待成長率に対応する双曲線——図表 33 には期待成長率 1%ポイント毎に

双曲線が描かれているが、その間にも無数の双曲線が存在 —— との交点で概ね決まる、と読むことができる。

ただし、①図表 33 から容易にわかるように期待成長率が 0 %か 1 %かの違いだけでも 2003 年度の設備投資のイメージにはかなりの差が出てくる、②資本の除却率や資本係数のトレンド変化率にどのような数値を用いるかによっても結果が変わってくる、③基礎データである資本ストック統計にはかなりの誤差がありうる、といった点に注意する必要がある。こうした留意点を踏まえると、資本ストック循環図は、設備投資の「予測」に用いることができるほどの精度は持っておらず、あくまでも、中期、短期両方の視点を踏まえた設備投資の大まかな局面評価として利用すべきであろう。

(図表 1)

設備投資 (GDP ベース)

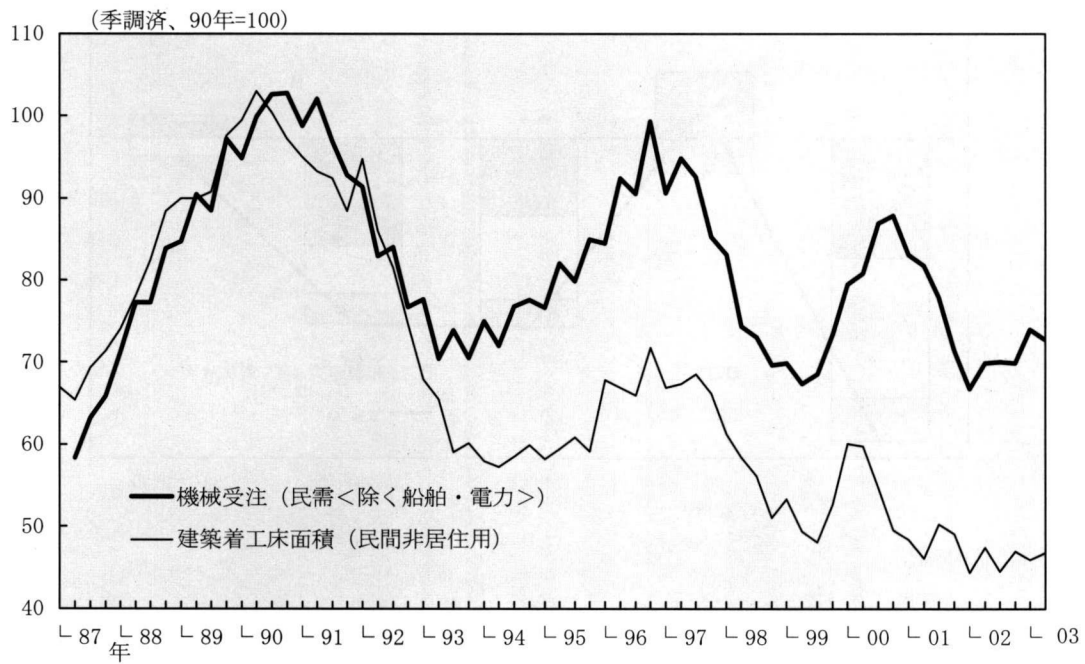


(注) 94/1Q～99/4Q は「参考系列」を用いた。

(資料) 「国民経済計算」

(図表2)

設備投資の先行指標



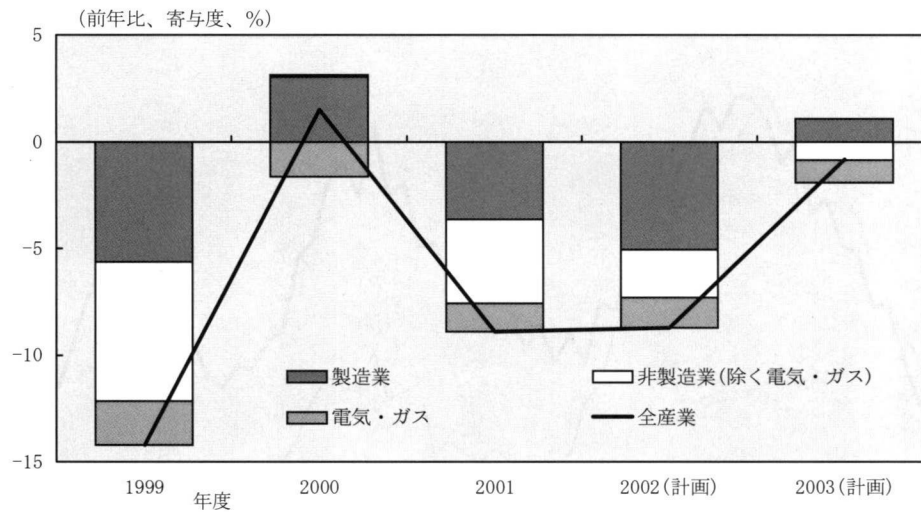
(注) 2003/2Q は4月の値。

(資料) 内閣府「機械受注統計」、国土交通省「建築着工統計」

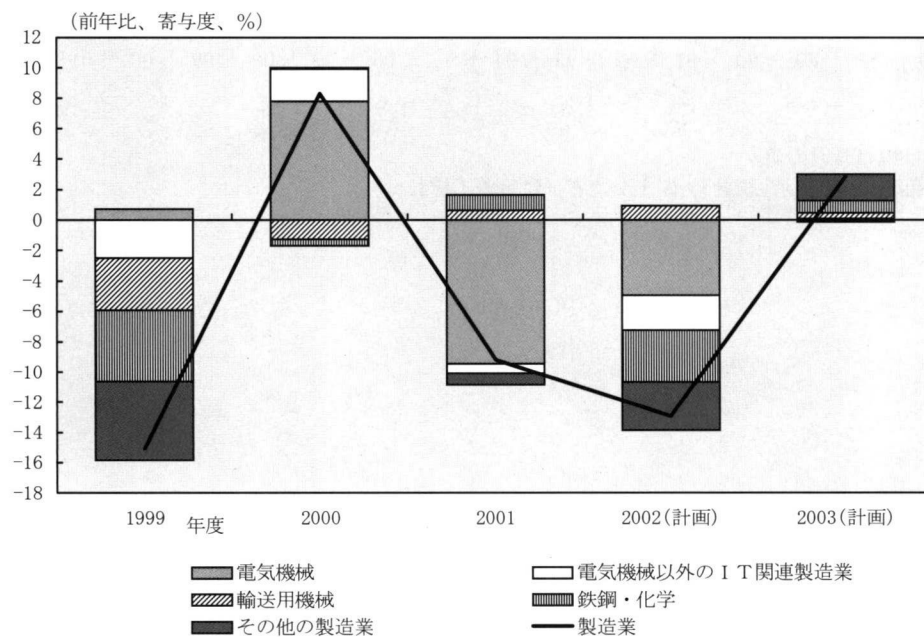
(図表 3)

年度別の設備投資動向 (短観大企業)

(1) 全産業の内訳



(2) 製造業の内訳



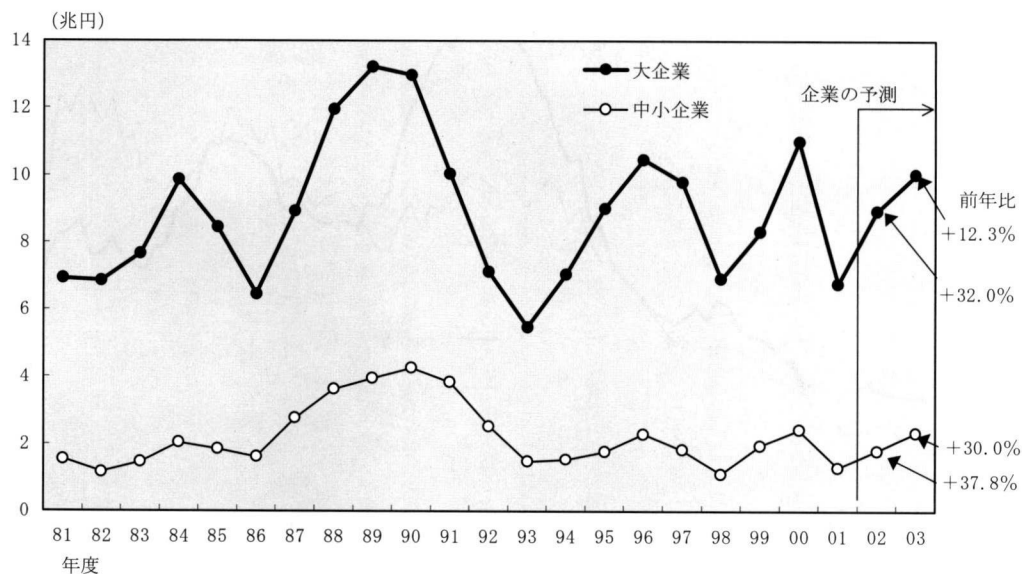
(注) 1. 「電気機械以外の I T 関連製造業」は、非鉄金属、一般機械、精密機械の合計。
 2. 2002・2003 年度の計画は、2003 年 3 月時点のもの。

(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

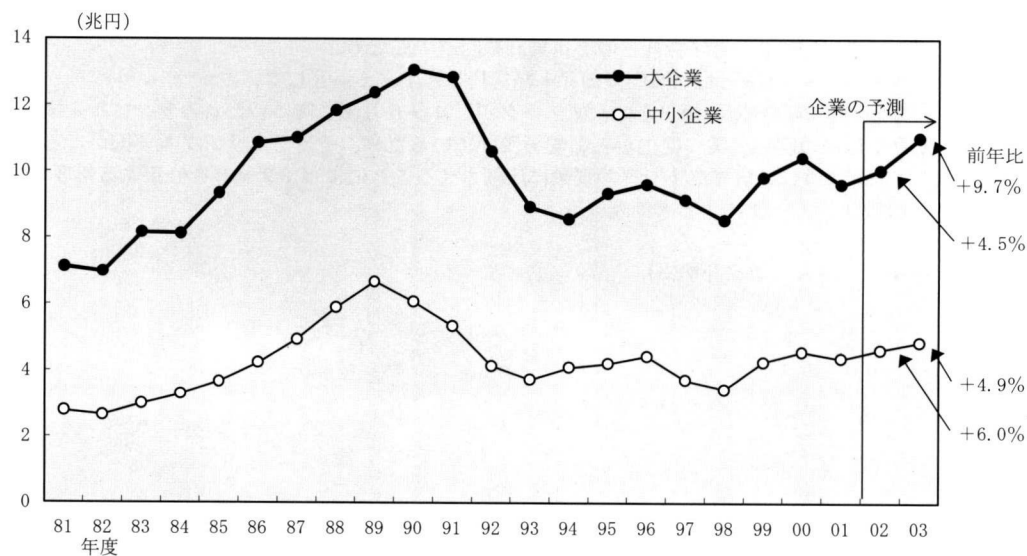
(図表 4)

経常利益

(1) 製造業



(2) 非製造業

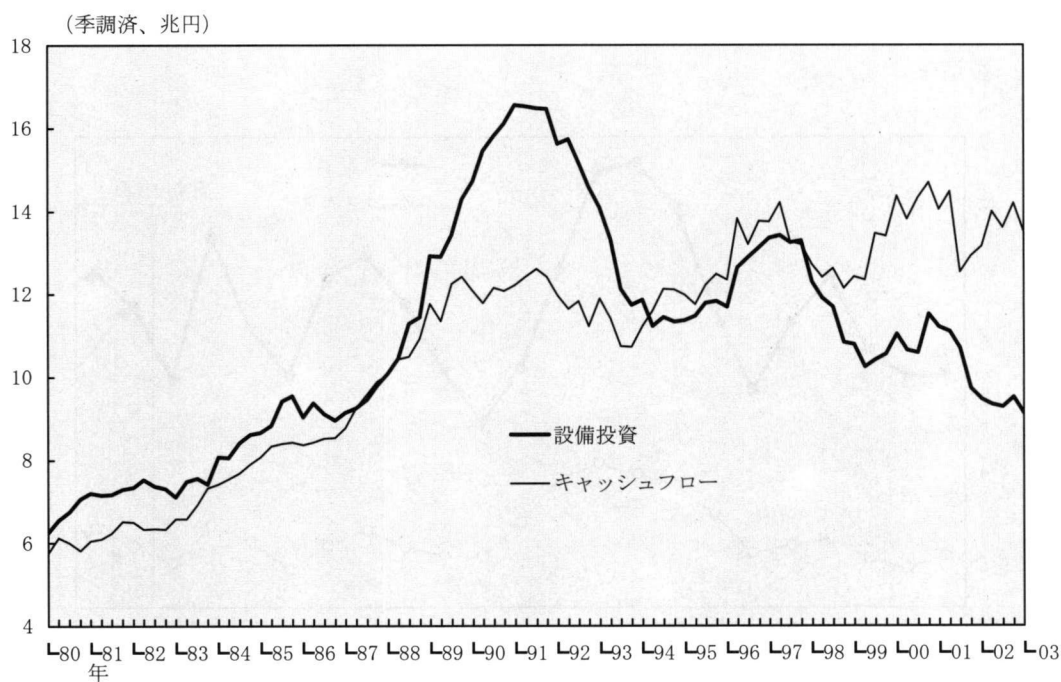


(注) 97年度以前については、前年比の計数を用いて遡及した。

(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

(図表 5)

キャッシュフローと設備投資



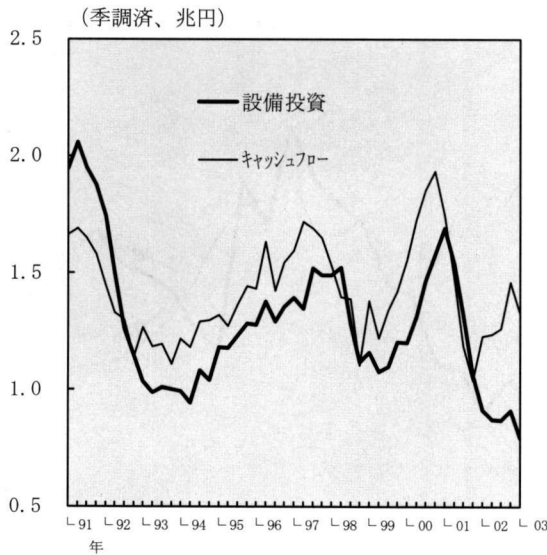
- (注) 1. 全産業全規模。ただし、他サービス大企業を除いている。これは、他サービス大企業に含まれる持ち株会社と子会社との2重集計を回避するため。
2. キャッシュフローは、 $(\text{減価償却費} + \text{経常利益} \times 1/2)$ として算出。
3. 断層修正済み。断層修正とは、原データが、4～6月調査時に行われるサンプル企業の変更や毎期の回答企業の変化から影響を受けているため、そうしたサンプル要因がなるべく出ないように、資本ストックの変動に比例させることによってデータを修正する処理。
4. 計数は、X-11による季節調整値。

(資料) 財務省「法人企業統計季報」

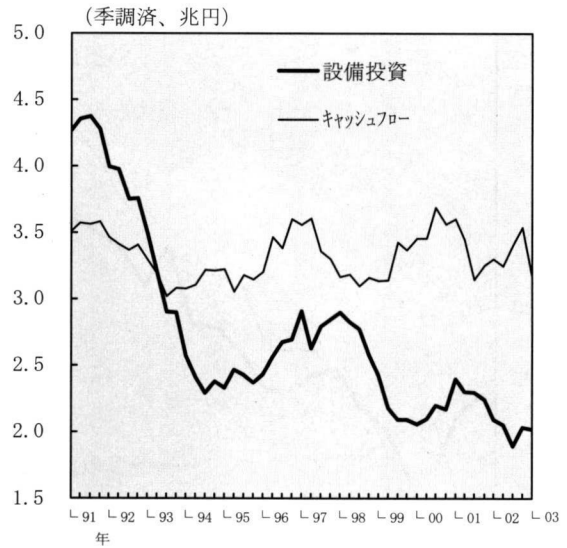
(図表 6)

キャッシュフローと設備投資 (セクター別)

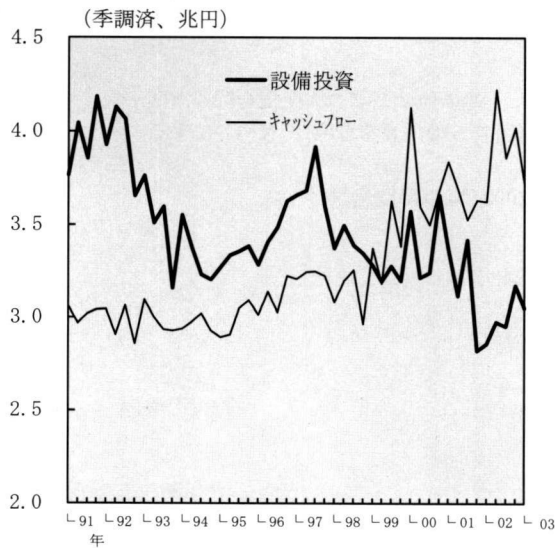
(1) IT関連製造業



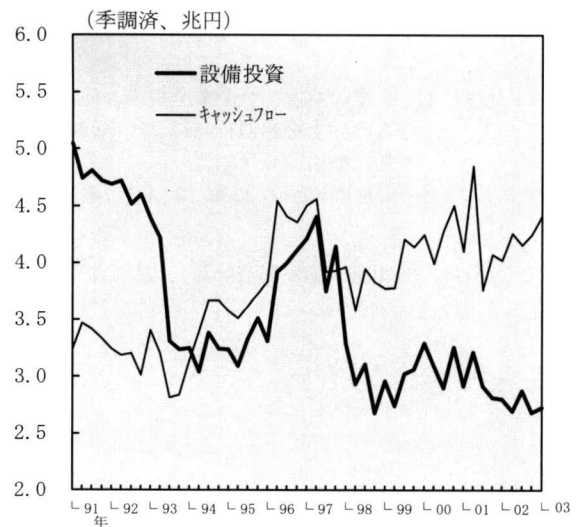
(2) IT関連以外の製造業



(3) 非製造業・大企業



(4) 非製造業・中堅中小企業

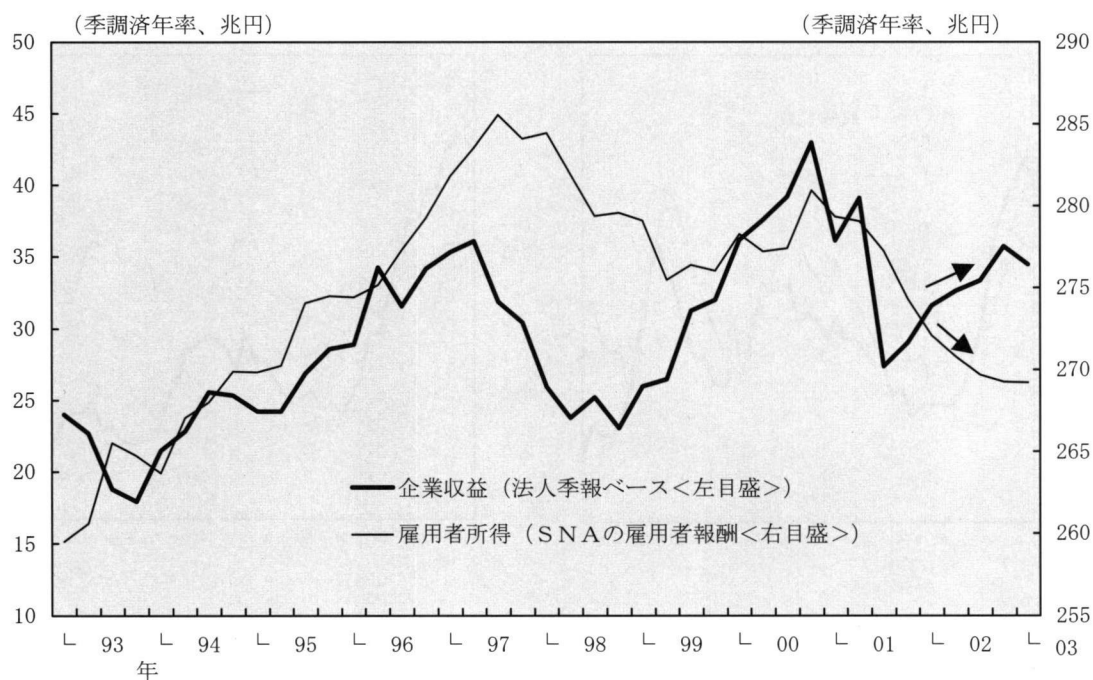


- (注) 1. IT関連製造業は、電気機械、一般機械、精密機械、非鉄金属の合計とした。
 2. 大企業は資本金10億円以上、中堅中小企業は資本金1千万円以上10億円未満。
 3. 非製造業・大企業は、電力・ガス・その他サービスを除く。
 4. キャッシュフローは、(減価償却+経常利益×1/2)として算出。
 5. 断層修正済み(図表5の注3を参照)。

(資料) 財務省「法人企業統計季報」

(図表 7)

企業収益と雇用者所得

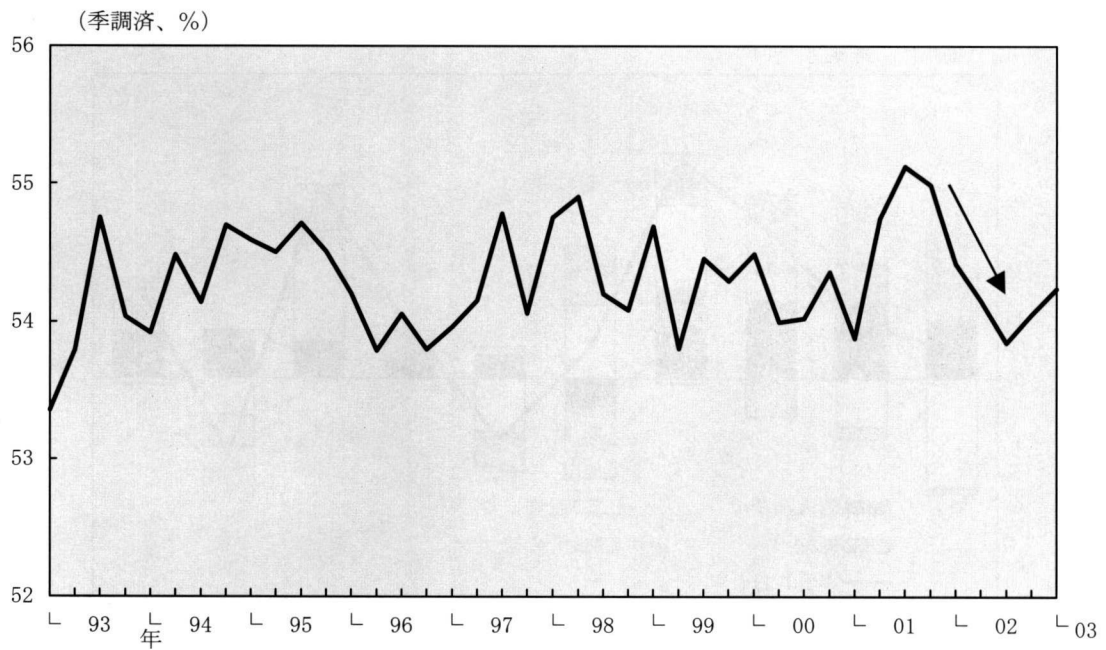


- (注) 1. 企業収益は、全産業全規模の経常利益。但し、その他サービス大企業を除く（図表 5 の注 1 を参照）。計数は、断層修正済み（図表 5 の注 3 を参照）。X-11 による季節調整値。
2. 雇用者報酬の 2002/1Q 以前は確報ベース。2002/2Q 以降は速報ベース。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、財務省「法人企業統計季報」

(図表 8)

労働分配率

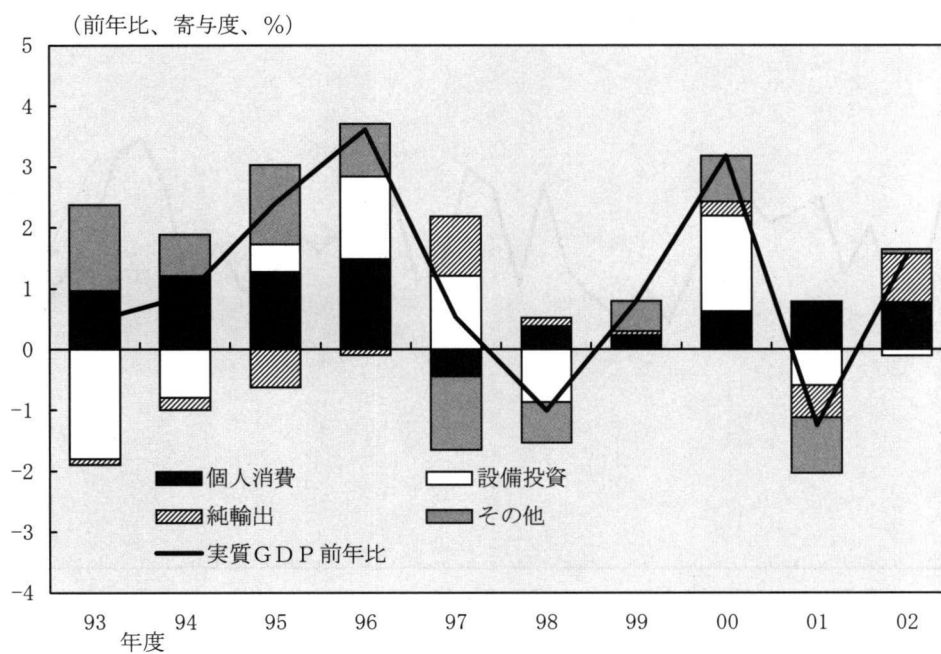


(注) 1. SNAベース。雇用者報酬／名目GDPで算出。
2. 2002/1Q 以前は確報ベース、2002/2Q 以降は速報ベース。

(資料) 内閣府「国民経済計算」

(図表 9)

実質GDP

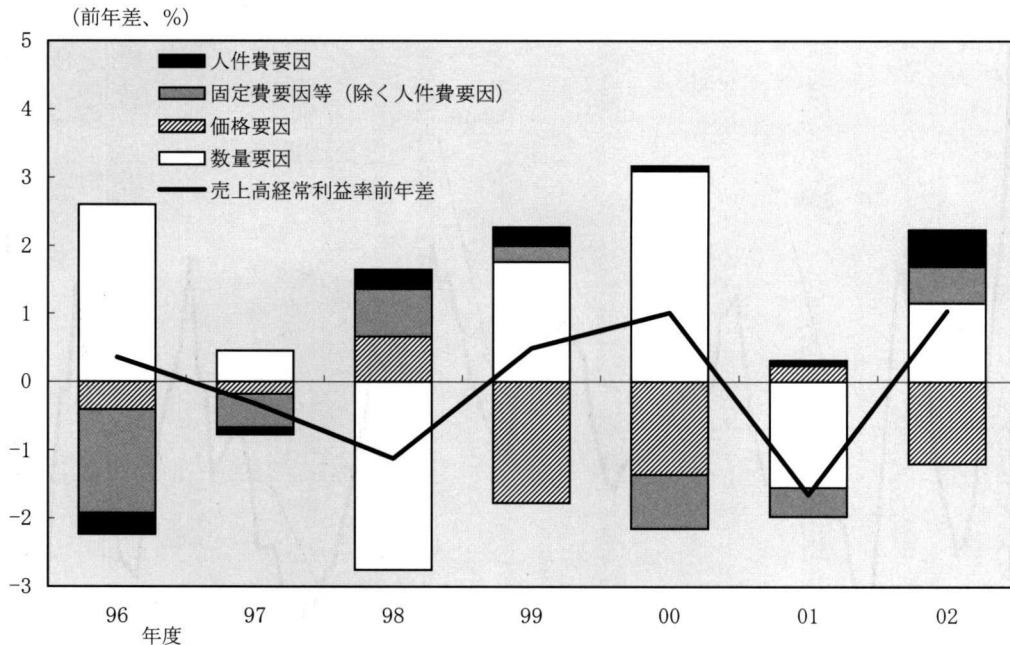


(注) 94/2Q～99/4Q は「参考系列」を用いた。

(資料) 内閣府「国民経済計算」

(図表 10)

企業収益の要因分解 (製造業大企業)



(注) 上記要因分解の手法の概説

1. まず、経常利益を以下の式で定義する。

$$\pi = P_D Q_D + P_E Q_E - P_I Q_I - FC - LC$$

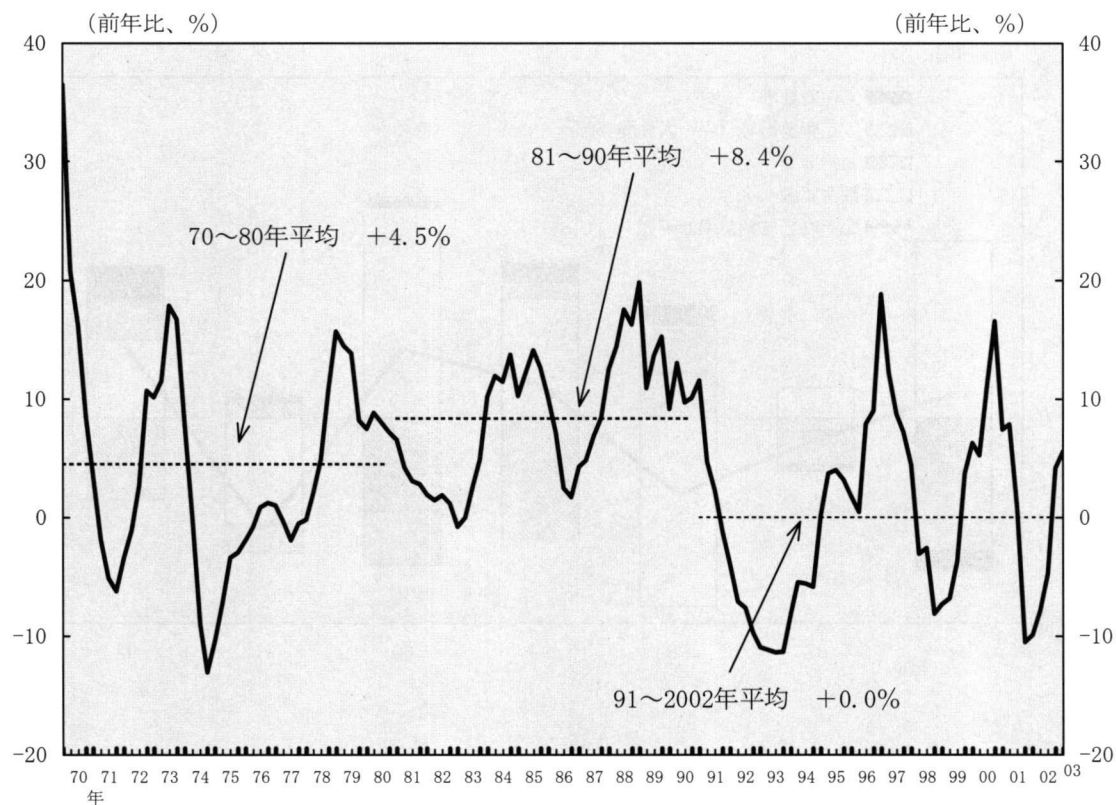
(π : 経常利益、 P_D : 国内産出価格、 Q_D : 国内売上数量、 P_E : 輸出価格、 Q_E : 輸出売上数量、 P_I : 投入価格、 Q_I : 投入数量、 FC : 固定費 (人件費除く)、 LC : 人件費)

2. 売上高経常利益率は、 π / S (S は売上高。 $S = P_D Q_D + P_E Q_E$)であり、この π / S を上記各変数について全微分することによって、売上高経常利益率前年差を各変数の寄与に分解する。
3. 「人件費要因」は上記 LC の変動による寄与に該当し、 LC は法人季報の人件費を用いて算出。「固定費要因等 (除く人件費要因)」は、上記 FC の変動による寄与に該当し、 FC は法人季報の減価償却費、営業外損益、その他費用のうち固定費部分、を合計して算出 (その他費用のうち固定費部分については、日経NEEDSの部門別販管費率を用いて算出した)。
4. 「価格要因」は、上記 P_D 、 P_E 、 P_I の変動による寄与に該当。それぞれ、投入産出価格指数の対応する物価指数を用いた (なお、売上高の国内・輸出の分解は、短観の輸出売上比率によって行った。また、変動費は、費用合計から上記3.で求めた固定費を控除して算出)。
5. 「数量要因」は、上記 Q_D 、 Q_E 、 Q_I の変動による寄与に該当。具体的には、上記要因を除いた残差として算出した。

(資料) 財務省「法人企業統計季報」「外国貿易概況」、経済産業省「鉱工業指数統計」、日本銀行「卸売物価指数」「企業物価指数」「製造業部門別投入・産出物価指数」「企業短期経済観測調査」、日経NEEDS

(図表 11)

長期にみた実質設備投資（GDPベース）



(注) 80/4Q 以前は 68 SNA、81/1Q 以降は 93 SNA の計数を用いた。

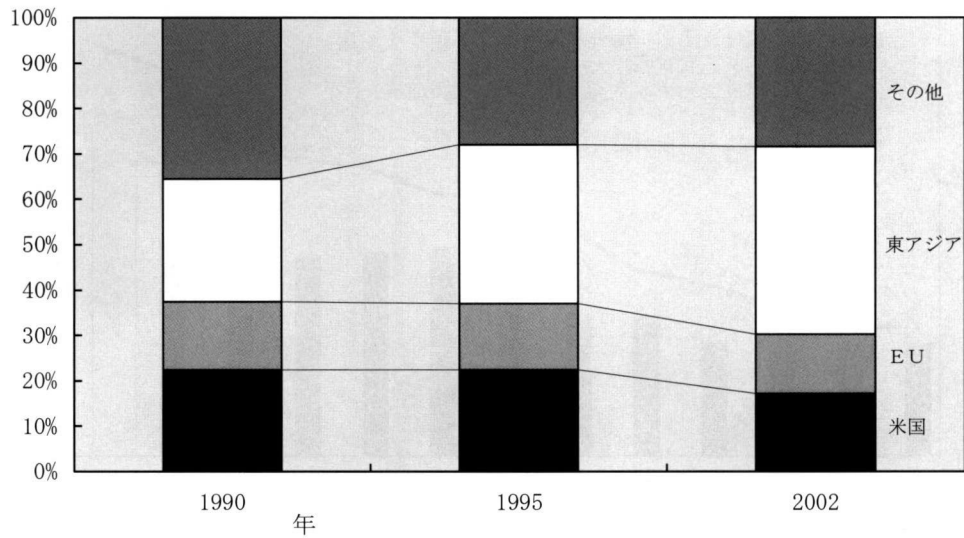
なお、94/1Q~99/4Q は「参考系列」を用いた。

(資料) 内閣府「国民経済計算」

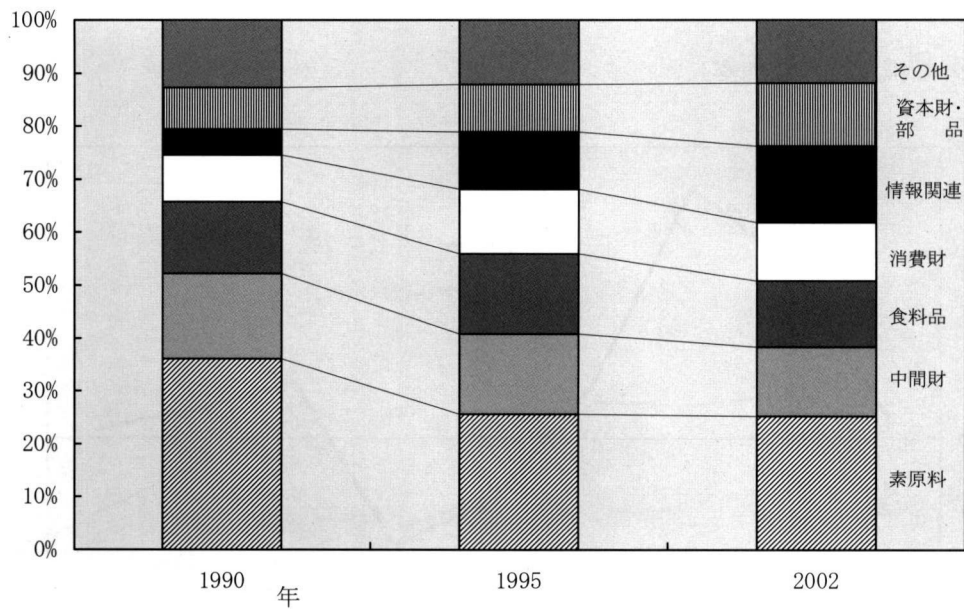
(図表 12)

日本の輸入構造

(1) 地域別シェア



(2) 財別シェア



(注) 1. 地域別シェアの東アジアは、NIEs (韓国、台湾、香港、シンガポール)、ASEAN 4 (タイ、マレーシア、フィリピン、インドネシア)、および中国の合計。

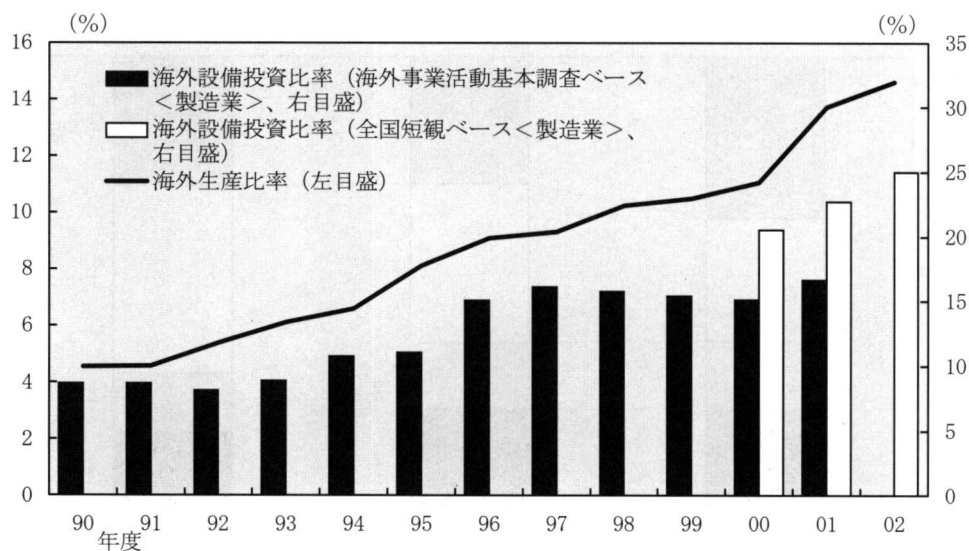
2. 財別シェアにおいて、半導体製造装置は資本財・部品、航空機はその他に含まれている。

(資料) 財務省「外国貿易概況」

(図表 13)

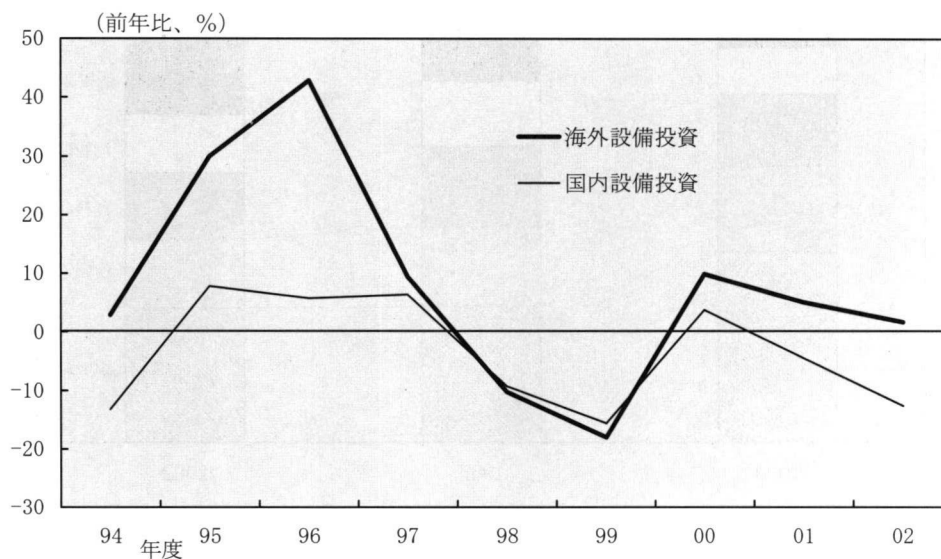
海外生産シフト

(1) 海外生産比率・海外設備投資比率の推移



(注) 1. 海外生産比率は、企業行動に関するアンケート調査ベース。2002年度は2003年1月時点の実績見込み。
2. 海外設備投資比率 (全国短観ベース) の2002年度は2002年12月時点の計画。

(2) 海外設備投資の増加率



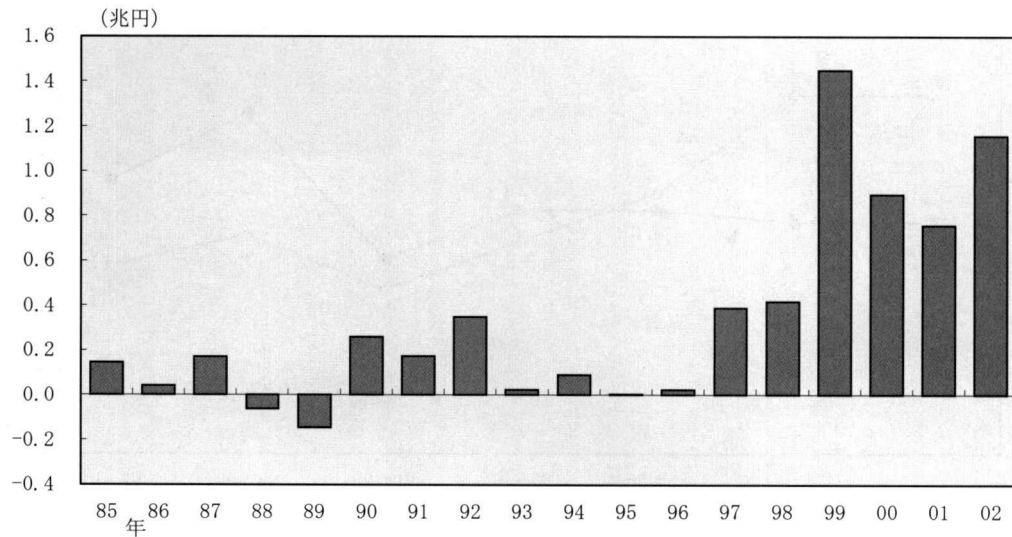
(注) 主要短観ベース。2002年度は2002年12月時点の計画。

(資料) 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」、経済産業省「海外事業活動基本調査」、財務省「法人企業統計年報」、日本銀行「企業短期経済観測調査」

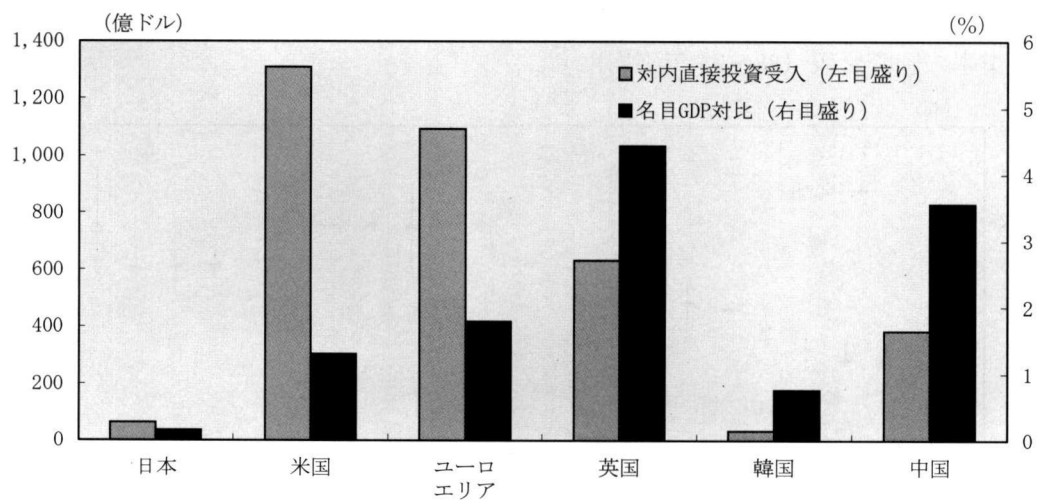
(図表 14)

対内直接投資

(1) 日本への対内直接投資の推移



(2) 対内直接投資受入の国際比較



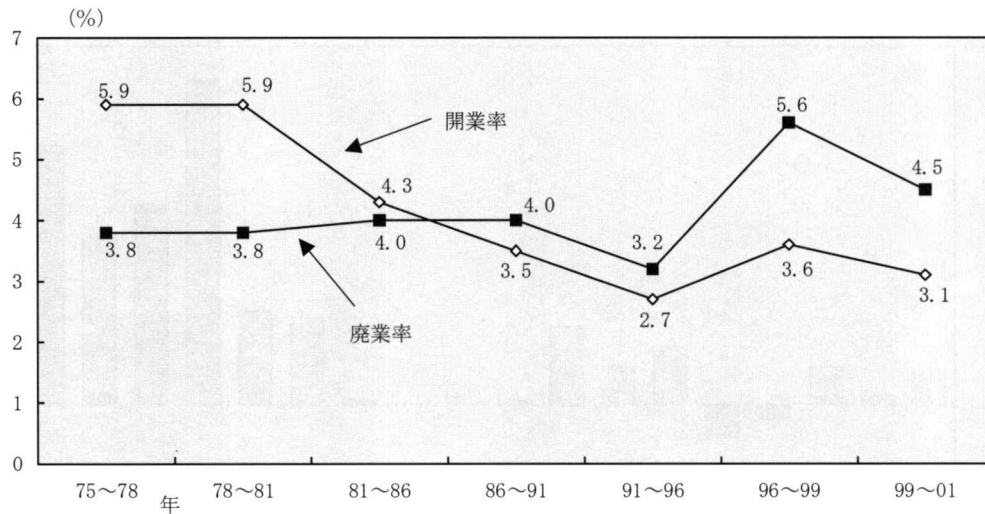
- (注) 1. 対内直接投資の95年以前は旧ベースの国際収支統計による。
 2. (2)の計数は中国を除き2001年、中国は2000年。
 3. ドルへの換算には期中平均為替レートを用いた。
 4. (2)の「ユーロエリア」は、フランス、ドイツ、イタリア、スペイン、ポルトガル、オランダ、ベルギー、ルクセンブルグ、オーストリア、フィンランド、アイルランド、ギリシャ。

(資料) 日本銀行「国際収支月報」、IMF, “International Financial Statistics”

(図表 15)

開業率

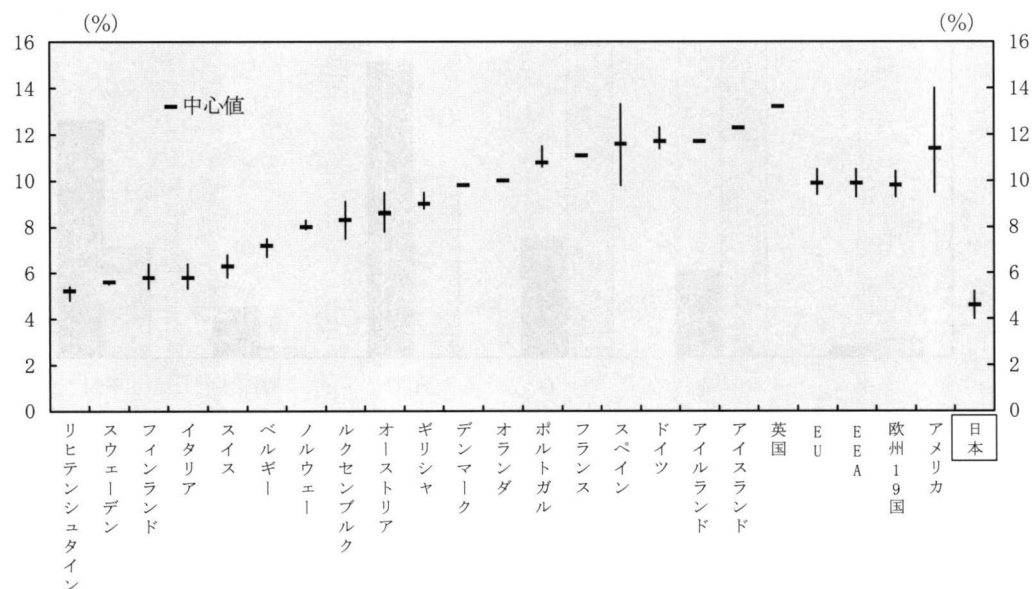
(1) 開廃業率の推移



- (注) 1. 開業率＝各期間中に新設された事業所数の年平均／各期間の期初に存在した事業所数
 廃業率＝各期間中に閉鎖された事業所数の年平均／各期間の期初に存在した事業所数
 2. 事業所を対象としており、支所や工場の開設・閉鎖、移転によるものも含む。

(資料) 中小企業庁「中小企業白書」

(2) 開業率の国際比較 (88～94 年平均)

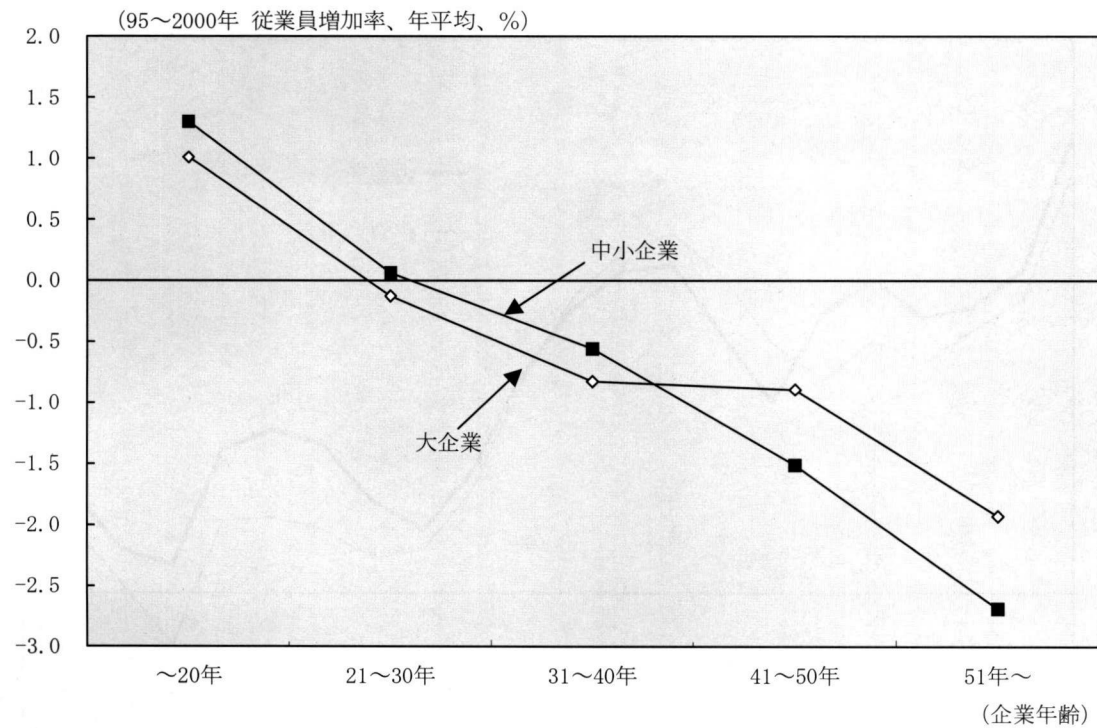


- (注) 計数は「1997年ヨーロッパ中小企業白書」による。各国の開業率は、各国統計に基づいて定義を合わせて推計した値。縦線は推計に伴う誤差を表す。

(資料) 欧州連合「1997年ヨーロッパ中小企業白書」

(図表 16)

企業年齢別の雇用吸収力

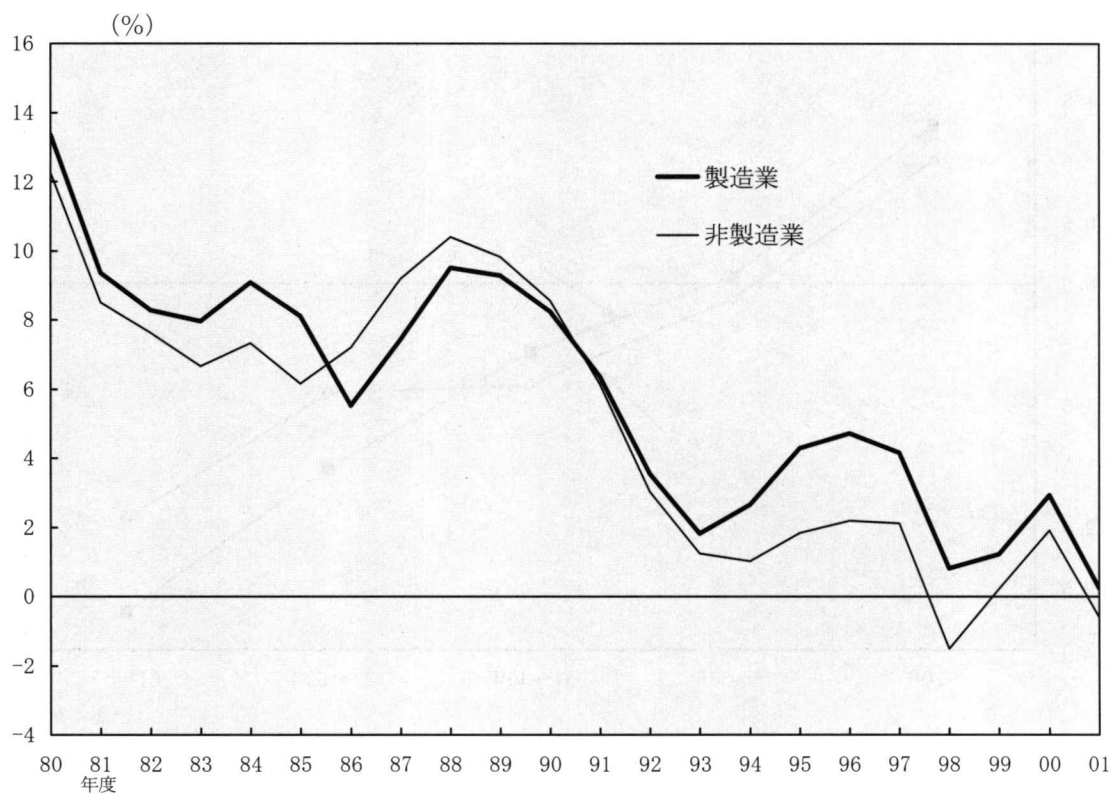


(注) 1. 計数は「2002年版中小企業白書」による。観測期間中に倒産した企業は除いて算出されている。
 2. 企業年齢とは、企業が設立されてからの経過年数。

(資料) 中小企業庁「2002年版中小企業白書」

(図表 17)

株主資本利益率 (ROE)



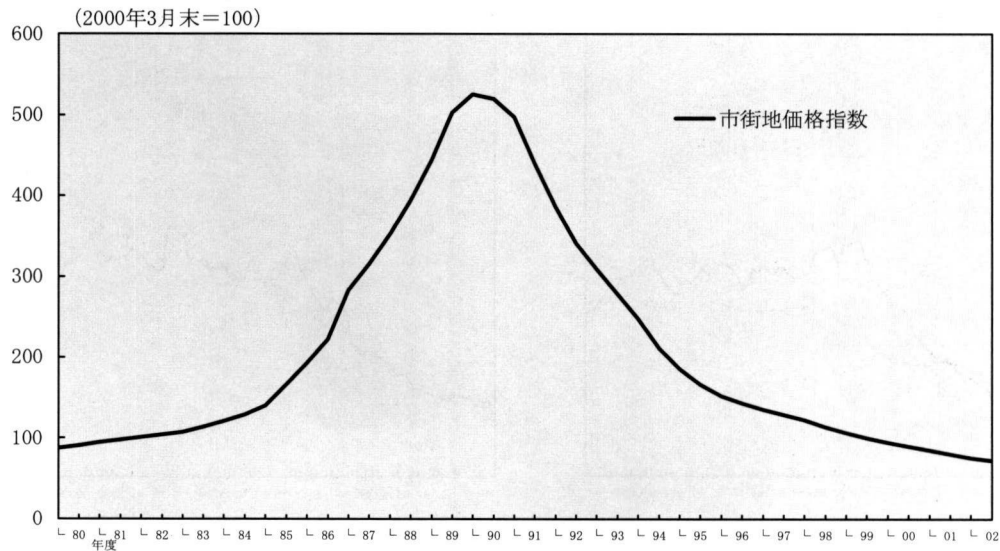
(注) 1. ROE は、税引後当期利益／資本計。資本計は、当期初残高と当期末残高の平均を用いた。
2. 非製造業はその他サービス大企業を除く (図表 5 の注 1 を参照)。

(資料) 財務省「法人企業統計年報」

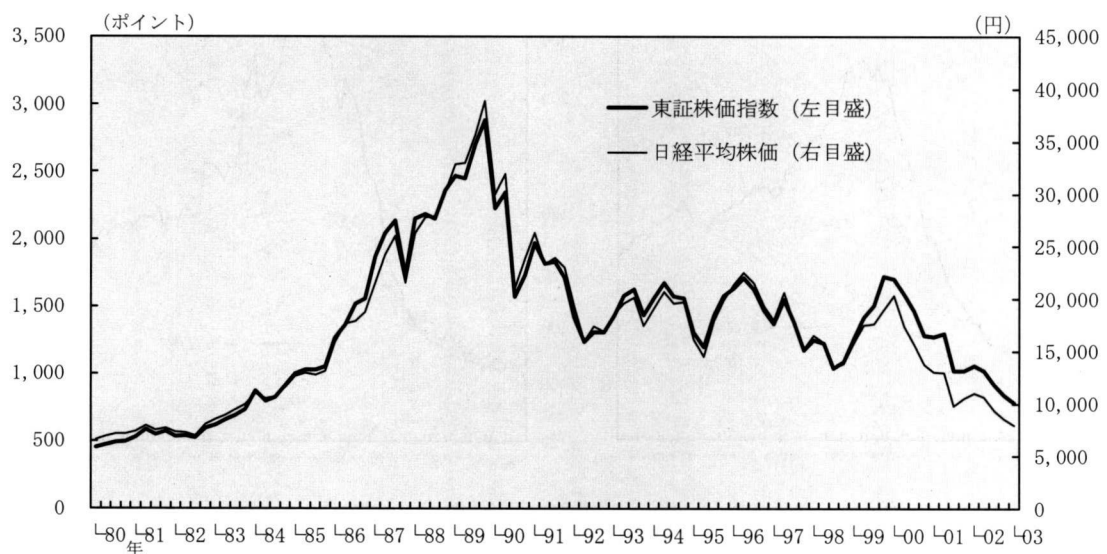
(図表 18)

資産価格

(1) 地価



(2) 株価



(注) 東証株価指数・日経平均株価は四半期末値。
市街地価格指数 (各年度9月、3月末) は6大都市・商業地。

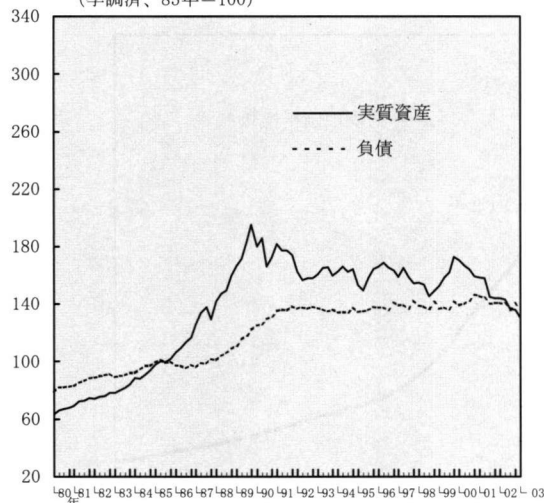
(資料) 東京証券取引所、日本経済新聞社「日本経済新聞」、日本不動産研究所「市街地価格指数」

(図表 19)

資産価値と負債

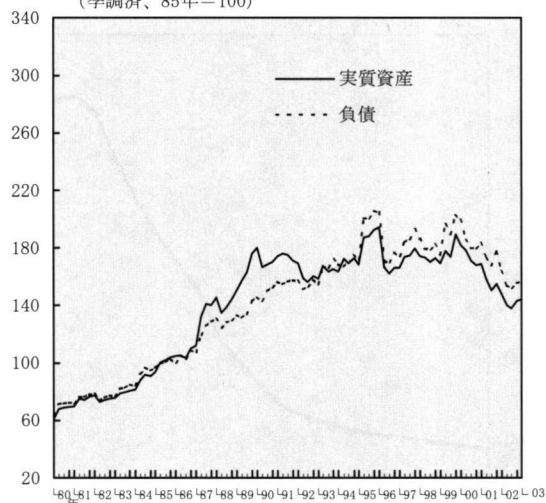
(1) 製造業・大企業

(季調済、85年=100)



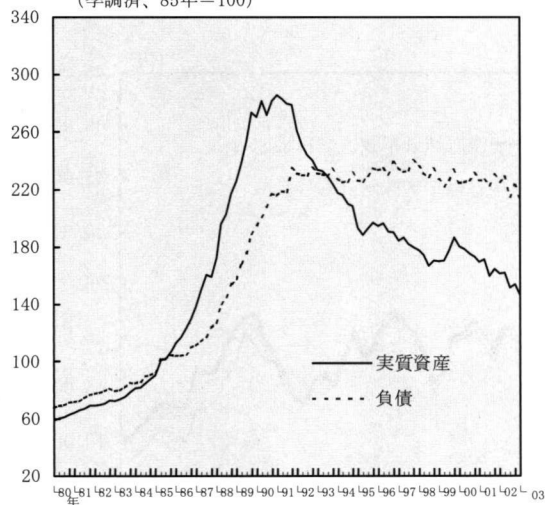
(2) 製造業・中小企業

(季調済、85年=100)



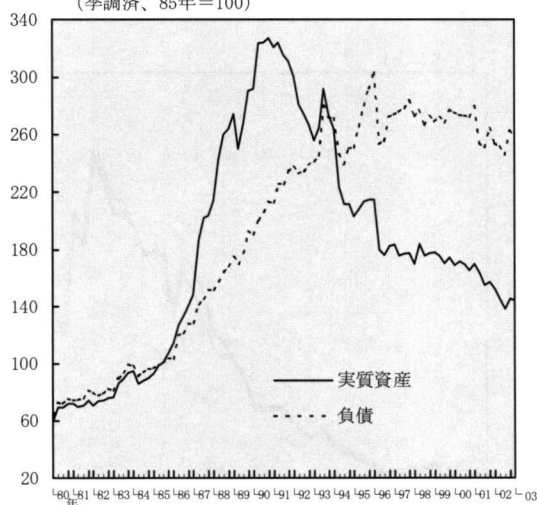
(3) 非製造業・大企業

(季調済、85年=100)



(4) 非製造業・中小企業

(季調済、85年=100)

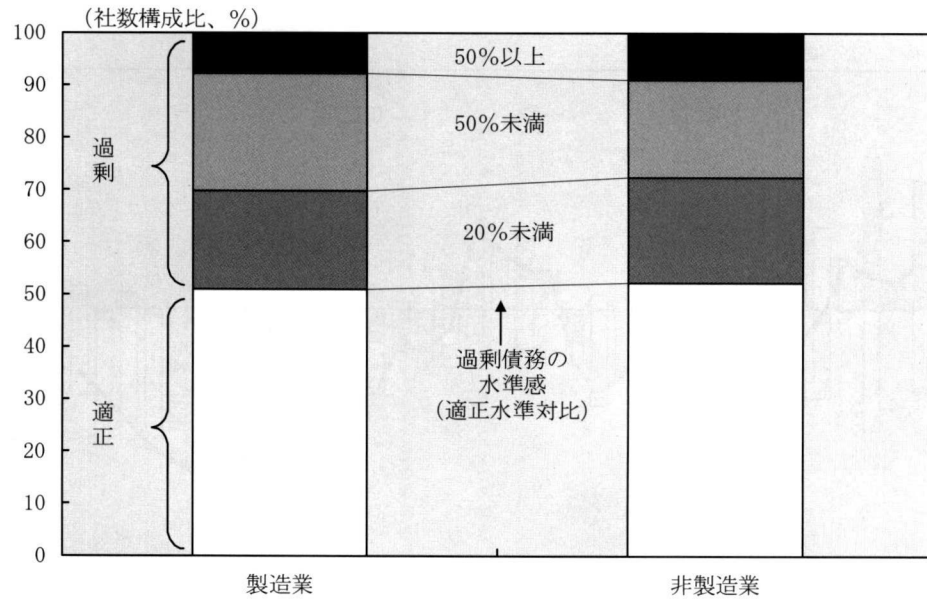


- (注) 1. 実質資産は、土地、株式等の含み損益を調整した時価ベースの資産の推計値。含み損益は、79/4Qの末値をベンチマークとし、市街地価格指数、TOPIXを用いて試算した。
2. 大企業は資本金10億円以上、中小企業は資本金1千万円以上1億円未満。
3. 非製造業は、建設、不動産、卸売、小売、運輸通信、サービスの合計。
4. 一応バブル発生前と考えられる85年を基準として指数化した。

(資料) 財務省「法人企業統計季報」等

(図表 20)

債務水準に関する企業の認識

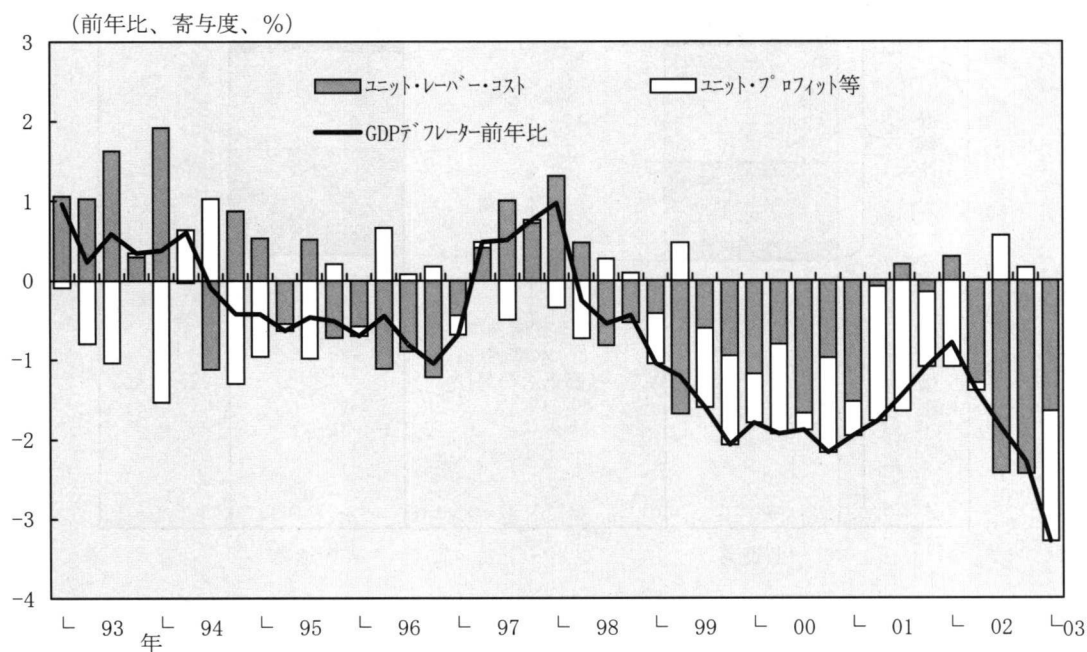


(注) 2002 年 1 月時点調査。回答企業は上場企業 1,153 社。

(資料) 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」

(図表 21)

GDPデフレーター



(注) 1. 上記要因分解の考え方は以下の通り。

まず、名目GDPは、所得分配面に着目すると、

名目GDP＝雇用者報酬＋営業余剰＋固定資本減耗＋間接税－補助金＋統計上の不突合と、定義される。したがって、GDPデフレーター（名目GDP／実質GDP）は、

$$\text{GDPデフレーター} = \frac{\text{雇用者報酬}}{\text{実質GDP}} + \frac{\text{営業余剰以下の項目}}{\text{実質GDP}}$$
 と分解できる。

この右辺第1項を「ユニット・レバー・コスト」、第2項を「ユニット・プロフィット等」として表したのが、上のグラフである。

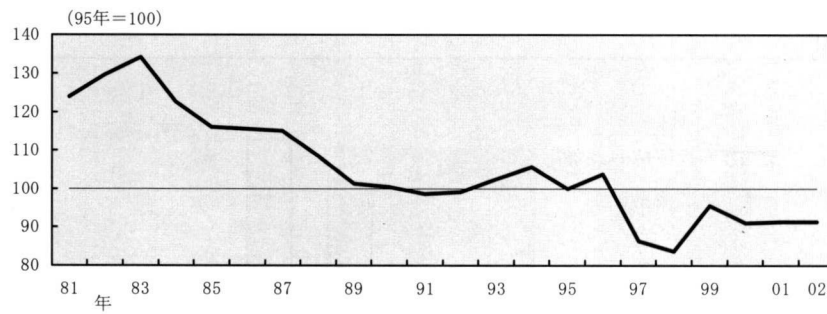
2. 2002/1Q以前は確報ベース、2002/2Q以降は速報ベース。

(資料) 内閣府「国民経済計算」

(図表 22)

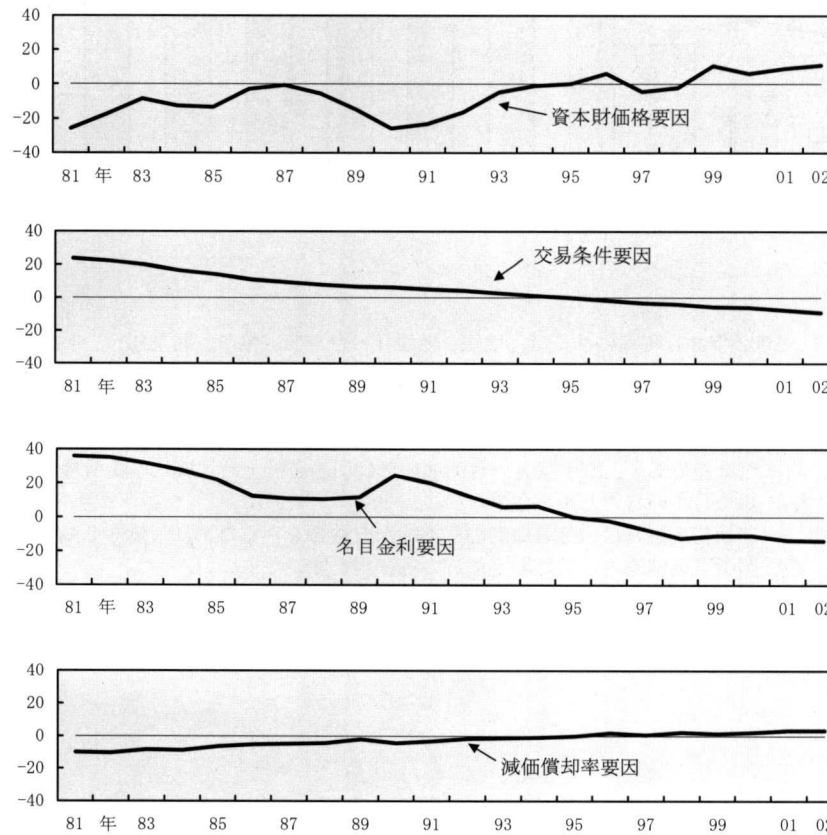
資本コスト

(1) 資本コストの推移



(2) 資本コストの要因分解

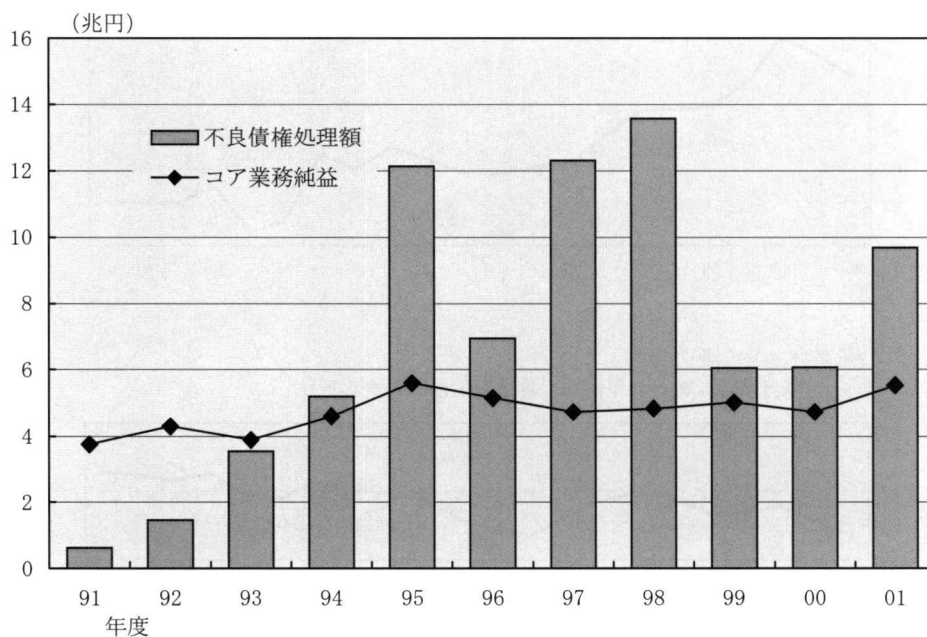
—— 基準時点である95年からの累積変化幅に対する寄与



- (注) 1. 交易条件は、設備デフレーター/GDPデフレーターで計算。
 2. 名目金利は、長期国債(10年物)の新発債利回り。
 3. 減価償却率は、非金融法人のSNAベース純固定資産と資本減耗より計算。2002年は2001年と同水準と仮定。
- (資料) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「金融経済統計月報」

(図表 23)

不良債権

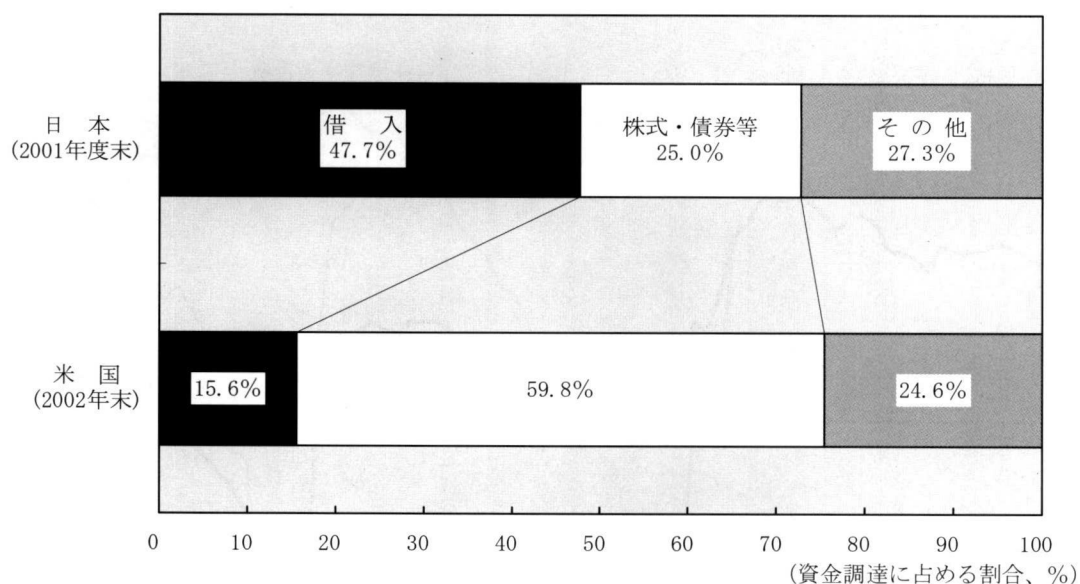


- (注) 1. 2002年3月時点の都長信、地銀、地銀Ⅱの合計値。但し、新生銀行、あおぞら銀行、東京スター銀行、関西さわやか銀行、中部銀行、石川銀行を除く。単体ベース。2001年度は1月14日以前の旧東海銀行分を含む。
2. 不良債権処理額は、貸倒引当金への純繰入額や貸出金償却等、当期に損失処理を行った金額であり、既引当分の目的取崩額は引当金計上時に既に不良債権処理額として認識していることから含まない。
3. コア業務純益とは、金融機関の基本的な収益力をみるために、債券5勘定戻、一般貸倒引当金繰入、信託勘定償却の各影響を除いたもの。

(資料) 日本銀行「全国銀行の平成13年度決算について」

(図表 24)

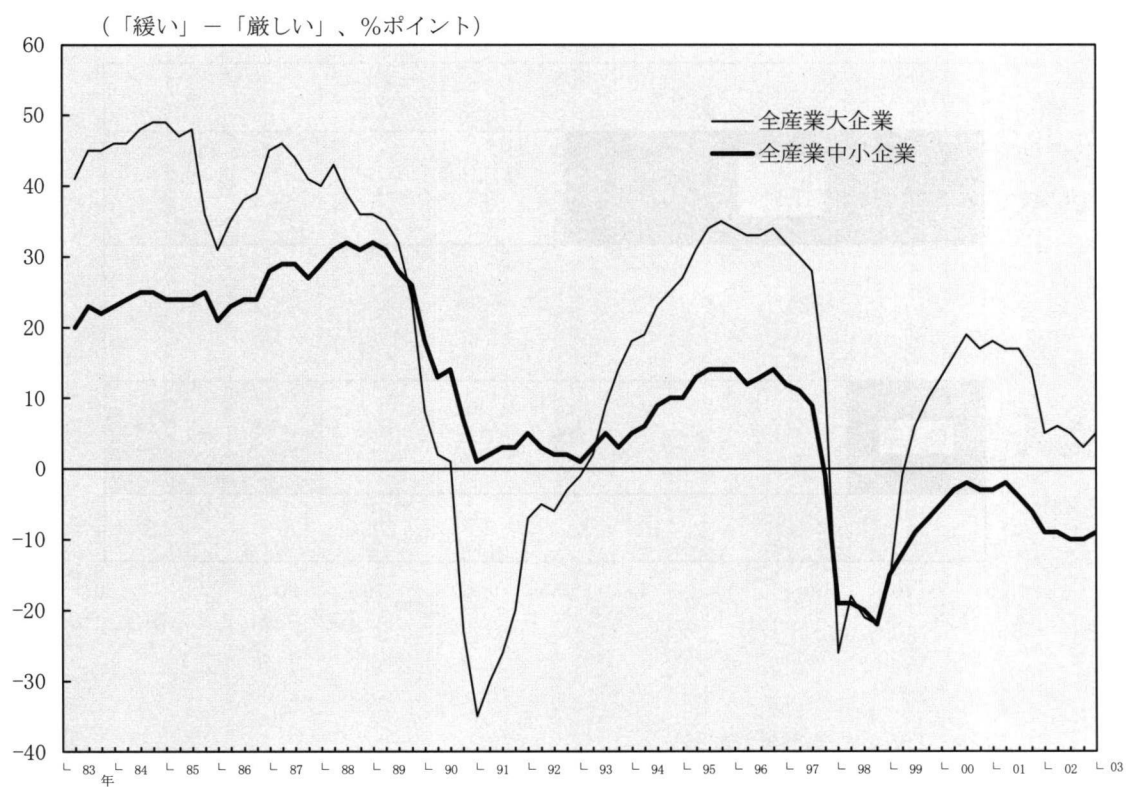
企業の資金調達形態



(資料) 日本銀行「資金循環勘定」、
FRB, “Flow of Funds Accounts of the United States”

(図表 25)

貸出態度判断D I



(注) 大企業 : 常用雇用者数 1,000 人以上の企業が対象。

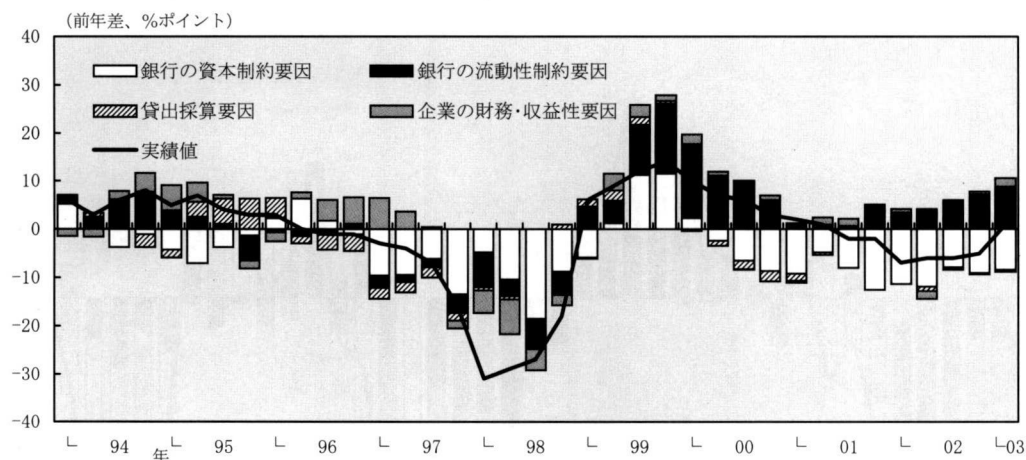
中小企業 : 常用雇用者数が製造業 50～299 人、卸売 20～99 人、小売・サービス・リース 20～49 人、その他非製造業 50～299 人の企業が対象。

(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

(図表 26)

貸出態度の変動要因

(1) 貸出態度判断D I (非製造業中小企業) の要因分解 (前年差)



(2) 各要因の定義

要因	定義
銀行の資本制約要因 (資産の健全性等)	銀行株式時価総額 (東証1部) — 銀行株式時価総額は、短期的には、銀行資産の健全性以外の要因 (流動性リスク等) も表すと考えられる。
銀行の流動性制約要因	調達プレミアム (CD 6ヶ月物金利 - TB 6ヶ月物金利)、都銀の預貸率 但し、預貸率 = (貸出 + 円投等) / (預金 + 金融債) 円投等は海外支店の本支店勘定による調達
貸出採算要因	貸出約定平均金利 (総合・ストック) - コールレート・O/N物
企業の財務・収益性要因	中小非製造業の金融債務 / キャッシュフロー (CF) 比率 但し、金融債務 = 長短借入金 + 社債 + 割引手形 - 運転資金 運転資金 = 売上債権 + 棚卸資産 - 仕入債務 キャッシュフロー = 経常利益 / 2 + 減価償却費

(注) 金融債務 / キャッシュフロー比率、都銀の預貸率は1期前、その他の説明変数は当期。また、銀行株式時価総額のみ対数値で、その他の変数はDI、比率等の水準。(1)の寄与度分解では、分かりやすくするため、前年差で示している。

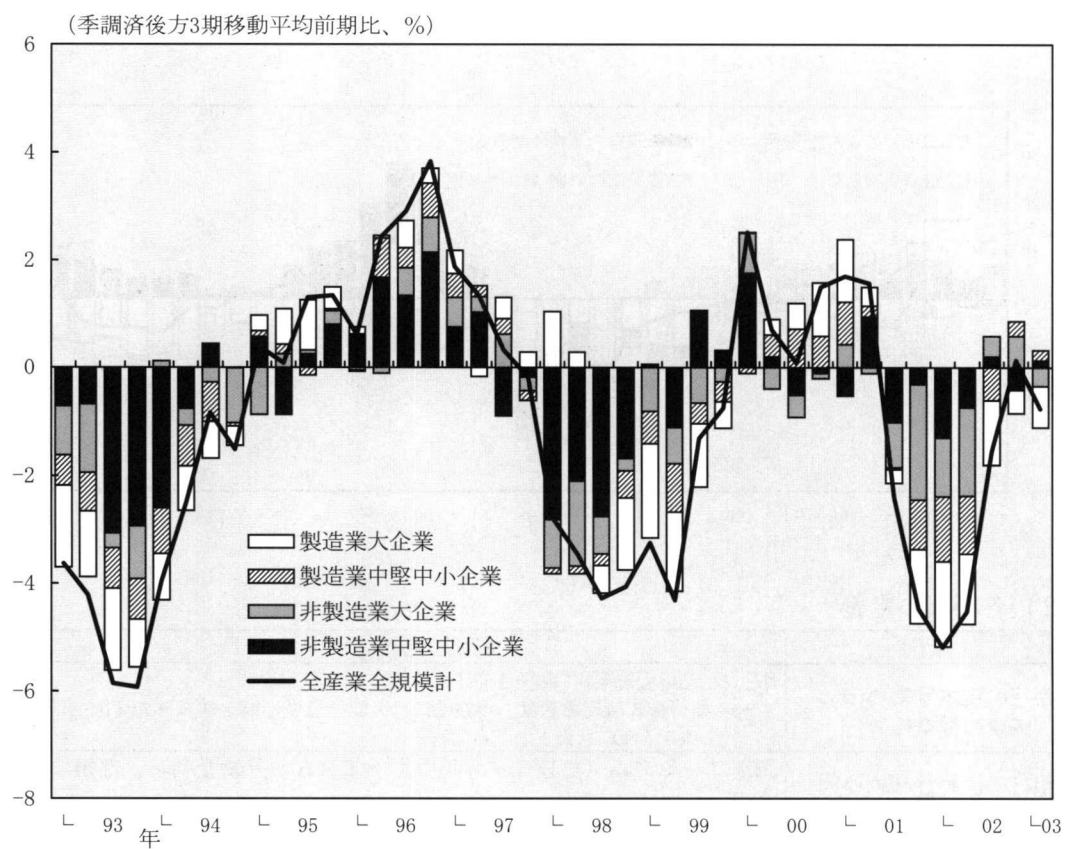
(3) 推計結果

説明変数	定数項	銀行株式時価総額	調達プレミアム	都銀預貸率	貸出採算	債務 / CF 比率
係数	-217.48	30.30	-21.93	-0.81	9.15	-2.18
t 値	-12.49	7.96	-2.01	-3.24	1.93	-3.00

自由度修正済み $R^2 = 0.83$ 、S. E. = 4.44、D. W. = 1.07、サンプル期間 : 93/1Q ~ 2003/1Q

(図表 27)

設備投資のセクター別内訳



(注) 断層修正済み。X-11による季節調整値。全産業全規模計と非製造業大企業は、その他サービス大企業を除く(図表5の注1を参照)。

(資料) 財務省「法人企業統計季報」

(図表 28)

中小企業の設備投資に対する金融面の影響

(1) 推計式

設備投資前年比 = 定数項 + a × スtock調整要因 + b × 内部資金要因 + c × 金融機関要因

(2) 推計結果

説明変数	製造業中小企業		非製造業中小企業	
	係数	t 値	係数	t 値
定数項	19.27	2.84	15.96	2.76
ストック調整要因 (=前年の設備投資/前年のキャッシュフロー)	-28.22	-3.53	-21.56	-3.57
内部資金要因 (=1四半期前のキャッシュフロー前年比)	0.61	5.62	0.38	2.80
金融機関要因 (=1四半期前の貸出態度判断DI)	0.47	3.76	0.63	5.63
サンプル期間	81/3Q~03/1Q		83/3Q~03/1Q	
自由度修正済みR ²	0.54		0.53	

(注) 設備投資、キャッシュフローは、後方2期移動平均した上で前年比等を算出。

(資料) 財務省「法人企業統計季報」、日本銀行「企業短期経済観測調査」

(図表 29)

パネルデータによる設備投資関数

被説明変数：実質設備投資／実質資本ストック₋₁比率

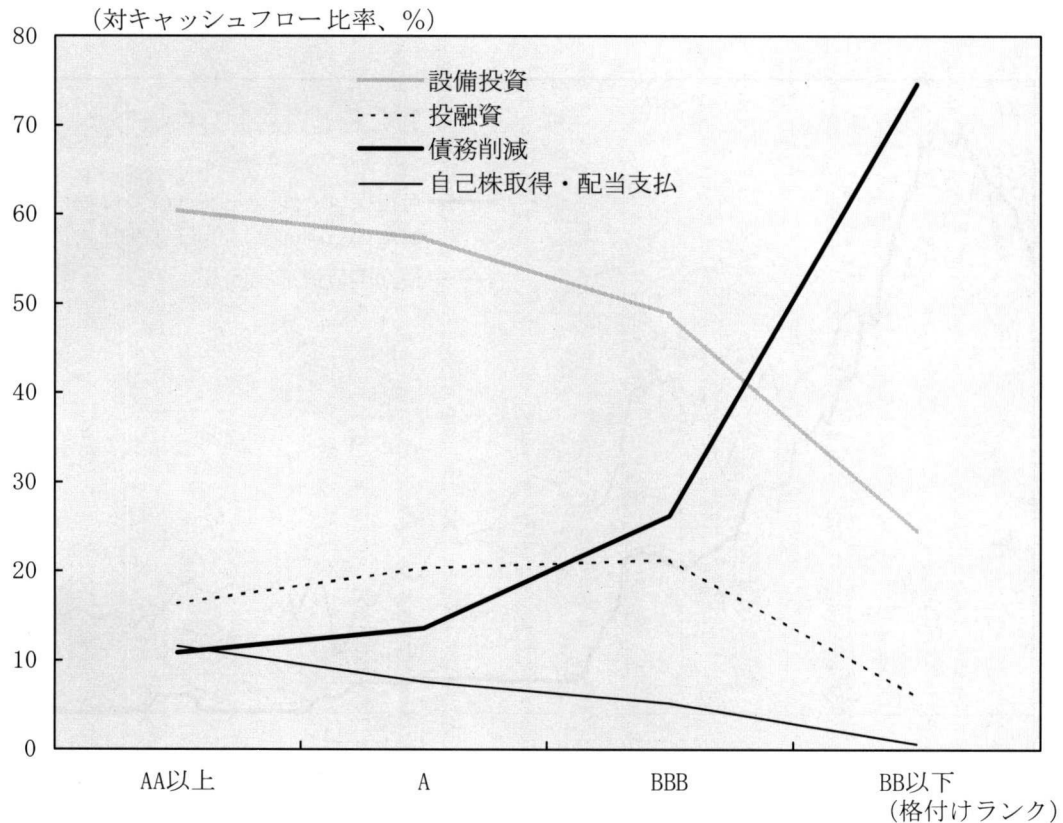
- 推計期間は93～2000年度（年度データ）。
- 上場企業（電力、金融保険を除く全業種）のうち、7年以上連続して財務データが取得可能で、かつ都長信と取引関係のある企業のみをサンプルとしている。
- 推計①は社債市場へのアクセスがある企業、推計②はアクセスが無い企業を、それぞれサンプルとして推計したもの^(注5)。

	推計①	推計②
社債市場へのアクセスの有無	あり	なし
自社のバランスシート ^(注6)	-0.16 (0.05) ***	-0.25 (0.09) ***
借入先銀行のバランスシート ^(注7)	0.07 (0.15)	0.56 (0.26) **
実質売上高（前年差）	0.04 (0.04)	0.03 (0.05)
実質売上高（前年差） ₋₁	0.09 (0.04) **	0.01 (0.04)
(実質資本ストック－実質売上高) ₋₂	-0.08 (0.04) **	-0.07 (0.04) *
実質売上高 ₋₂	-0.002 (0.01)	-0.05 (0.03)
資本コスト ^(注8) （前年差）	-0.06 (0.02) ***	-0.10 (0.03) ***
資本コスト（前年差） ₋₁	-0.07 (0.03) ***	-0.08 (0.03) **
資本コスト ₋₂	-0.07 (0.04) *	-0.11 (0.06)
キャッシュフロー ^(注9) ／名目資本ストック比率 ₋₁	-0.05 (0.07)	0.11 (0.07)
自己ラグ ₋₁	-0.01 (0.04)	0.001 (0.04)
標準偏差	0.086	0.096
サンプル数	6,871	1,617
企業数	856	222

- (注) 1. 本図表は、永幡・関根(2002)の推計結果を、表現を一部変更した上で転載したもの。詳細な推計内容は同論文を参照。
2. 定数項と時間ダミーの計数は掲載省略。
3. ()内の数値は標準偏差。「***」、「**」、「*」は対応するt値がそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを表す。
4. 実質資本ストック、実質売上高、資本コストは、被説明変数の分母に用いた実質資本ストックを除いて、全て対数値。
5. 社債市場へのアクセスの有無は、社債発行実績の有無で分けた。
6. 自社のバランスシートは、負債／時価資産比率₋₁。時価資産は、資産項目のうち在庫、資本ストック（土地を含む）について時価評価したもの。
7. 借入先銀行のバランスシートは、銀行の修正自己資本比率。ここでいう修正自己資本比率とは、（株主自己資本＋有価証券評価損益＋貸倒引当金－リスク管理債権－繰延税金資産）／総資産。
8. 資本コストは、資本ストックの使用に伴うコスト。詳しくは前掲BOX1を参照。
9. キャッシュフローは、税引後当期純損益と有形固定資産当期償却額の合計とした。

(図表 30)

キャッシュフローの使途 (格付け別)



(注) 1. データは2001年度。集計対象は上場企業607社。格付けは格付投資情報センターによるもの。

2. 各計数の定義は以下の通り。

・キャッシュフロー：営業キャッシュフロー + 固定資産・有価証券の売却
+ 現預金の純増減 (取り崩し超：正)

・設備投資：固定資産の購入

・投融資：有価証券の購入 + 貸付の純増減

・債務削減：金融負債 (長短借入金、社債、CP、ファイナンスリース債務) の純減額

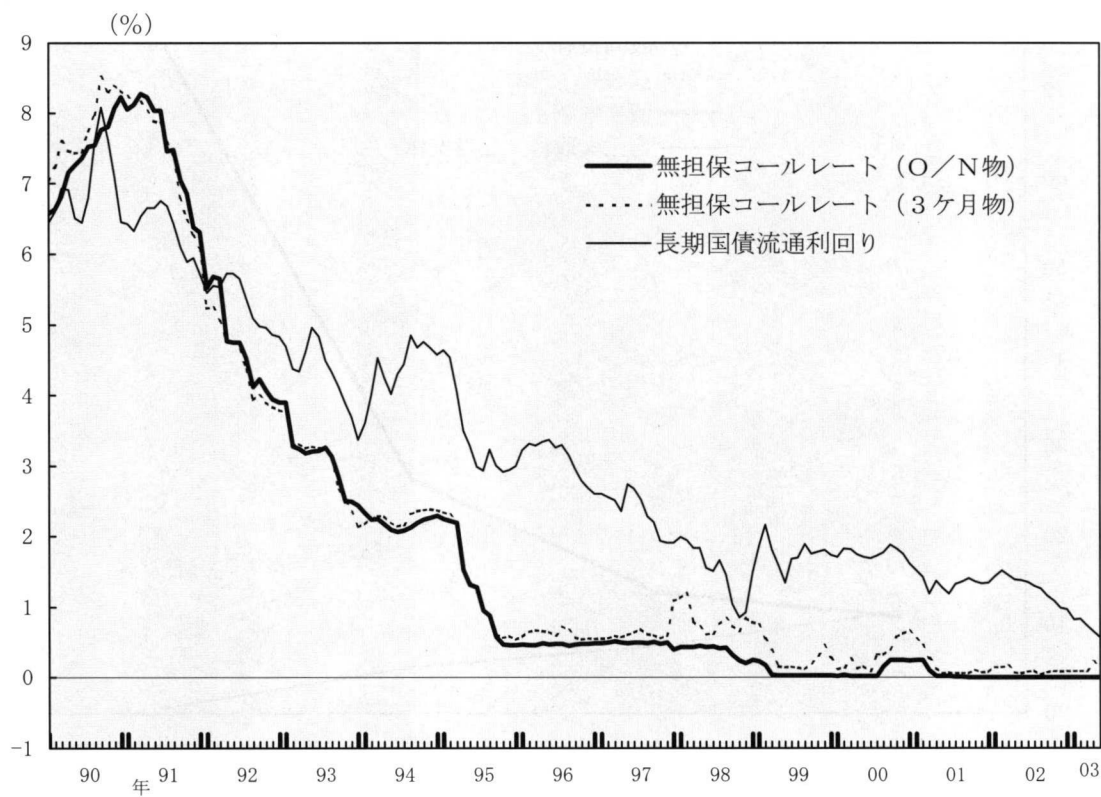
・自己株取得・配当支払：自社株式の取得 + 配当金

なお、この他にもキャッシュフローの使途はあるため、各内訳項目の合計とキャッシュフローは一致しないが、本図表においては、その差は大きくても数%程度。

(資料) 格付投資情報センター、各社決算資料

(図表 31)

名目金利



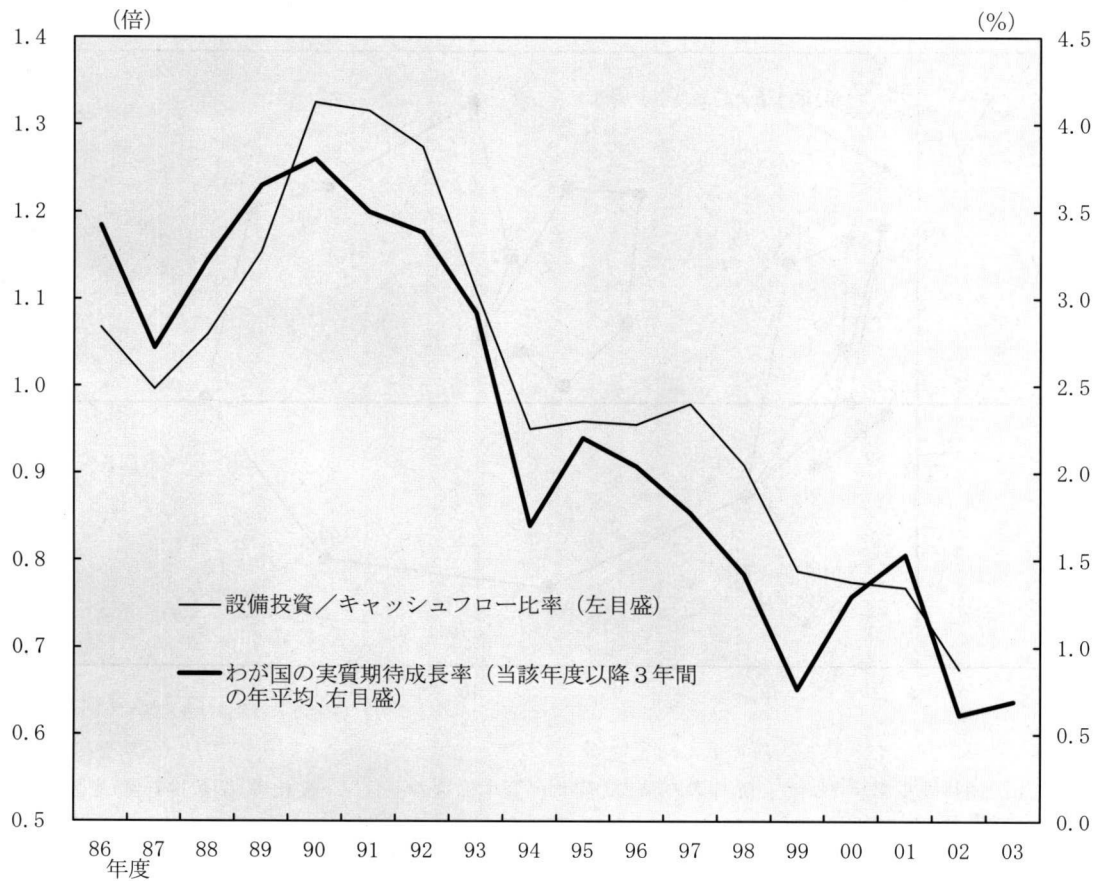
(注) 1. 無担保コールレート (3ヶ月物) は、取引が存在しなかった 2002 年 12 月、2003 年 2 月については前後の月の平均値を示している。

2. 長期国債流通利回りは 10 年新発債。但し、98 年 11 月以前は 10 年最長期物。

(資料) 日本銀行「金融経済月報」

(図表 32)

設備投資と期待成長率

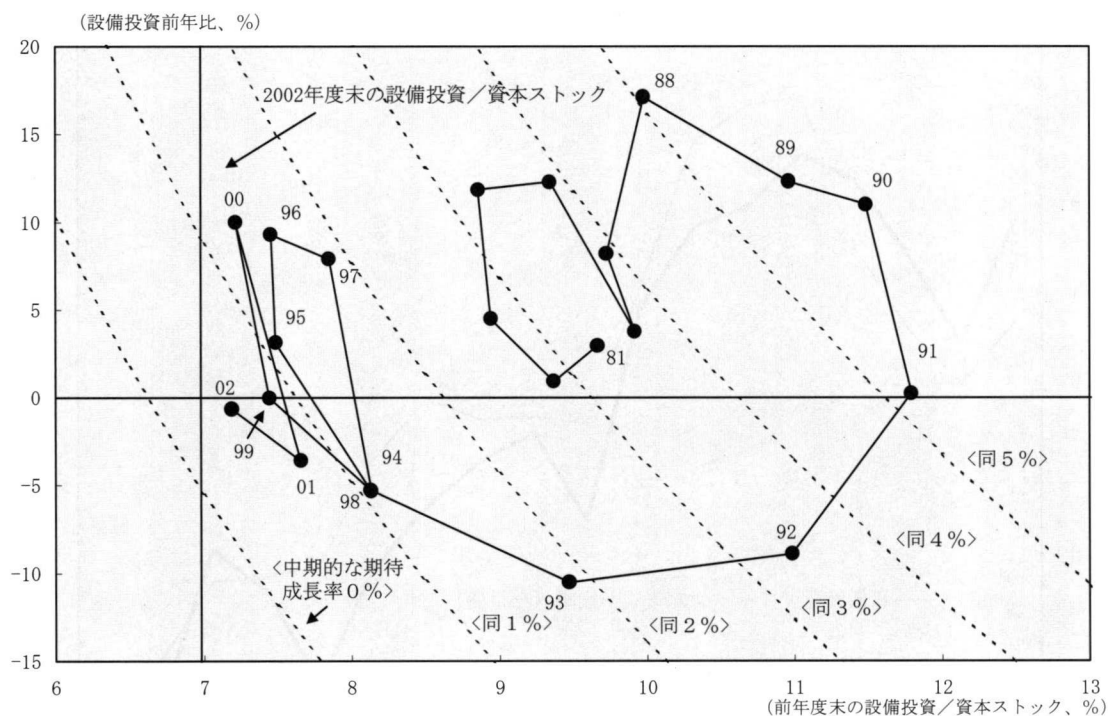


- (注) 1. 設備投資／キャッシュフロー比率は大企業。ただし、その他サービスを除いている（図表5の注1を参照）。計数は、断層修正済み（図表5の注3を参照）。
 2. わが国の実質期待成長率の調査時点は、当該年度直前の1月（例えば、2003年度にプロットされたデータの調査時点は2003年1月）。

(資料) 財務省「法人企業統計季報」、内閣府「企業行動に関するアンケート調査」

(図表 33)

資本ストック循環

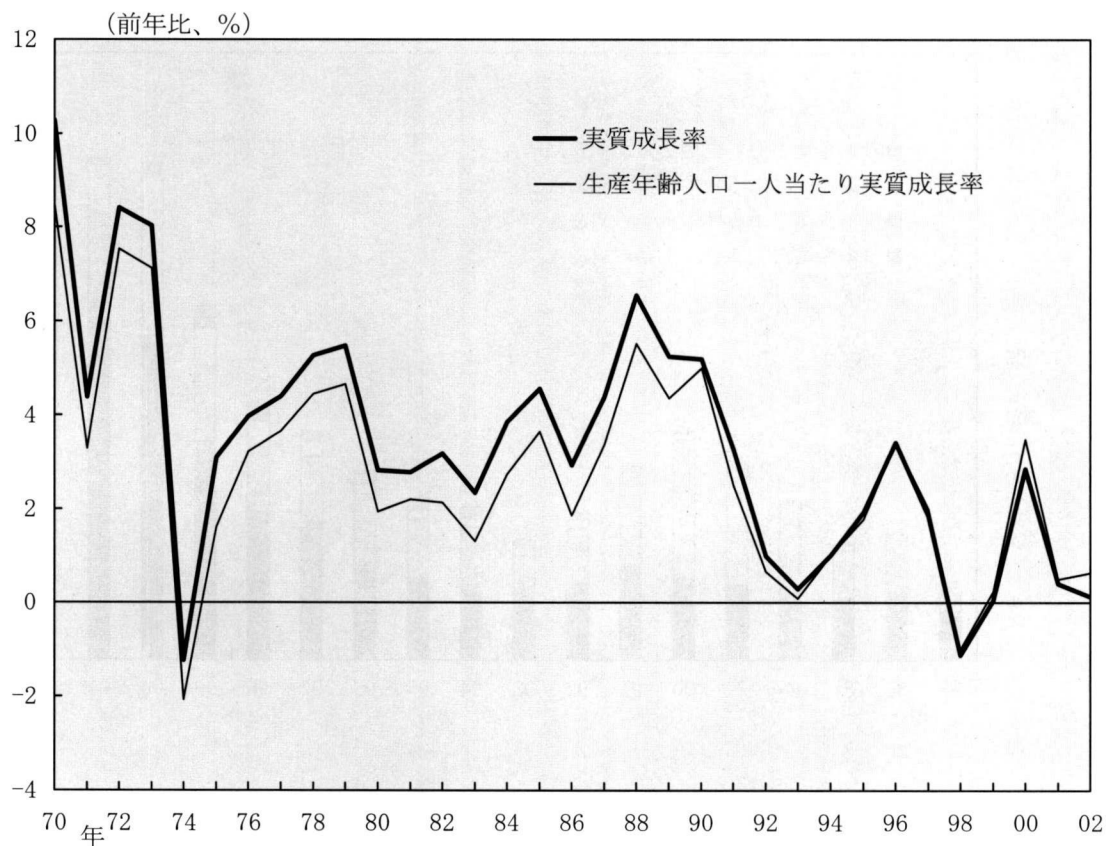


- (注) 1. 期待成長率ラインは、除却率の過去の平均、資本係数のトレンド変化率(関数推計値)を使用して算出。
2. 資本ストックは民営化調整済み(当局試算値)。民営化調整とは、国鉄、電電公社等の民営化に伴う資本ストック系列の断層を、一定の前提の下に調整する措置。
3. 2002年度末の設備投資／資本ストックは、2002/2～4Qの除却率の平均値を用いて試算。

(資料) 内閣府「国民経済計算」「民間企業資本ストック」、経済産業省「鉱工業指数統計」

(図表 34)

実質経済成長率



(年平均、%)

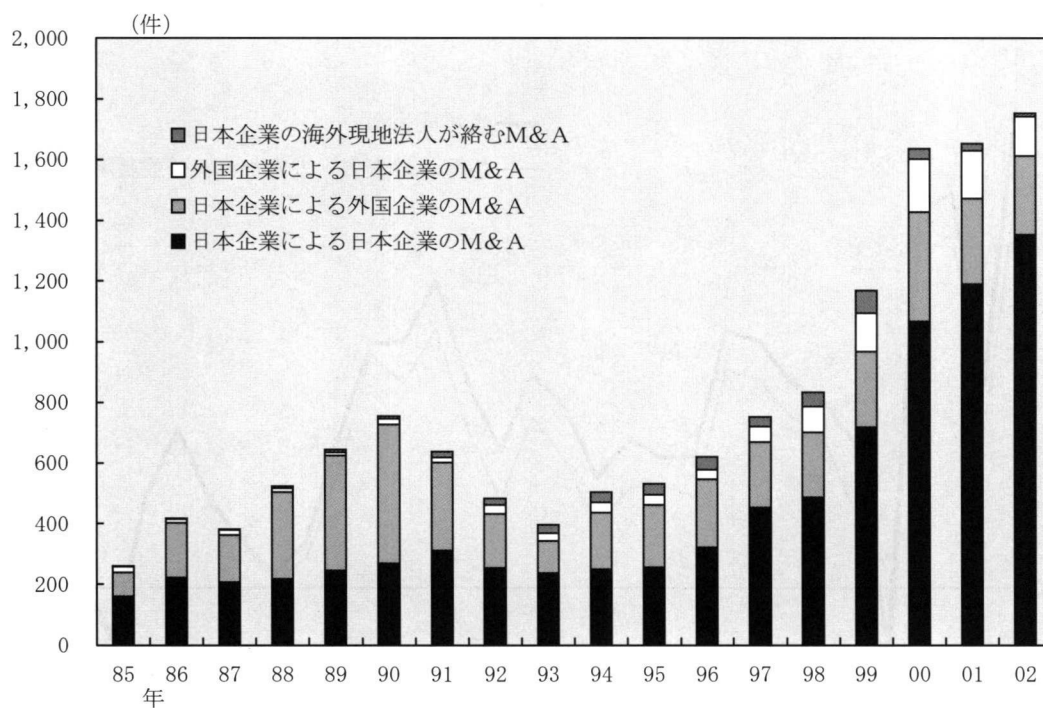
	1970～1980年	1981～1991年	1992～2002年
実質成長率	5.0	4.0	1.1
生産年齢人口一人 当たり実質成長率	4.0	3.1	1.2

(注) 1. 生産年齢人口は、15～64歳の人口。
 2. 80年以前は68SNA、81年以降は93SNAベース。
 なお、94～99年は「参考系列」を用いた。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、総務省「人口推計」

(図表 35)

M&A件数



(注) グループ内でのM&Aは含まない。

(資料) レコフ

(図表 36)

企業再編を促す制度面の変化

	内容	企業経営への影響
1997年10月	合併手続の簡素化（商法改正）	・ 報告総会、創立総会を廃止し、承認総会に一本化。 ・ 債権者保護手続の簡素化、簡易合併手続の新設により合併が容易に。
1997年12月	純粋持株会社の解禁（独禁法改正）	・ 機動的な企業組織の再編が容易に。
1999年1月	合併審査基準の緩和（独禁法の運用基準緩和）	・ 合併が容易に。
1999年10月	産業再生法施行（2003年3月までの時限立法）	・ 不採算事業の分社化や他社との事業統合等が容易に。
1999年10月	株式交換（移転）制度の導入（商法改正）	・ 戦略的に重要な公開子会社の完全子会社化を容易にするなど、グループ経営の強化を促す。
2000年2月	特定調停法	・ 破綻前の迅速な処理が可能に。
2000年4月	民事再生法	・ 申立ての簡素化、破産原因発生前の時点での申立てが可能、現行経営陣の残留が可能、担保権の行使を制限可能等。企業価値の不必要な劣化が防げることなどから、経営再建の実効性が高まることが期待される。
2001年4月	会社分割法制導入（商法改正）	・ 現行法下での「分社」に比べ、会社分割にかかる手続を簡素・合理化。グループ再編や他社との事業統合等が容易になる。
2001年10月	金庫株の解禁（商法改正）	・ 自己株式の消却や株式交換によるM&Aなどが機動的に実施できる。
2002年4月	新株予約権制度の創設、ストックオプション制度の改正種類株式制度の改正（商法改正）	・ 従業員へのストックオプション付与が容易になるほか、トラッキングストックやM&Aの手法としても利用が可能。
2002年8月	連結納税制度の導入	・ 課税所得を連結ベースで合算するなど、連結経営に整合的な税制を導入。
2003年4月	会社更生法の改正	・ 「手続きの迅速化」「手続きの合理化」「再建手法の強化」を通じて、より使いやすくなるような工夫が施された。
2003年4月	産業再生法の改正	・ 2つ以上の事業者が共同で行う組織再編を支援する制度等が加えられた。
2003年4月	産業再生機構の設立	・ 金融機関が抱える要管理先企業などの債権を非主力行から買い取り、主力行と協力をしながら企業再建を進めることが可能に。

(図表 37)

素材業界の再編

<再編前>

① 鉄鋼

(生産量シェア、%)

新日鉄	25.9
NKK	10.8
上位2社計	36.7
川崎製鉄	10.6
住友金属	10.0
神戸製鋼	5.8
東京製鉄	4.0
日新製鋼	3.6

② 石油

(生産量シェア、%)

日本石油	17.2
出光興産	15.1
コスモ石油	12.9
上位3社計	45.2
昭和シェル石油	12.3
ジャパンエナジー	10.3
三菱石油	8.0
モービル石油	6.6
エッソ石油	5.1
ゼネラル石油	4.3
九州石油	2.7
キグナス石油	0.6

③ セメント

(生産量シェア、%)

秩父小野田	22.8
住友大阪セメント	17.8
日本セメント	17.4
上位3社計	58.0
三菱マテリアル	13.8
宇部興産	11.5
トクヤマ	6.2
麻生セメント	2.9

④ ポリスチレン

(生産量シェア、%)

旭化成	24.8
日本ポリスチレン	14.5
電気化学	13.7
上位3社計	53.0
三菱化学	13.1
出光石油化学	11.5
新日鐵化学	9.9
大日本インキ化学	8.6
ダイセル化学	3.9

<再編後>

(生産量シェア、%)

新日鉄・住友金属・神戸製鋼	41.8
JFE	23.9
上位2社計	65.7
東京製鉄	3.6
日新製鋼	3.5

(生産量シェア、%)

新日本石油	36.1
ジャパンエナジー昭和シェル	22.1
エクソンモービル	19.7
上位3社計	78.0
出光興産	15.1
九州石油	2.5

(生産量シェア、%)

太平洋セメント	38.0
宇部三菱セメント	25.9
住友大阪セメント	17.9
上位3社計	81.7
トクヤマ	6.8
麻生セメント	3.2

(生産量シェア、%)

PSジャパン	46.0
東洋スチレン	28.0
日本ポリスチレン	17.0
上位3社計	91.0
大日本インキ化学	9.0

(注) 1. 再編前のデータは、鉄鋼・石油が97年度、セメント・ポリスチレンが97年暦年。

2. 再編後のデータは、鉄鋼が2000年度、石油・セメント・ポリスチレンが2000年暦年。

(資料) 矢野経済研究所「日本マーケットシェア事典」

(図表 38)

電機業界の事業統合等

(1) 半導体

システムLSI・フラッシュメモリー	日立－三菱電機（事業統合：ルネサス テクノロジ）
	NEC（分社化：NECエレクトロニクス）
	東芝－富士通（システムLSIについて包括提携）
	富士通－米AMD（フラッシュメモリーについて事業統合：FASL）
DRAM	NEC－日立（事業統合：エルピーダメモリ）
	撤退：東芝（米マイクロンへ売却）、三菱電機（エルピーダメモリへ売却）

(2) 半導体以外

大型液晶	シャープ
	東芝－松下（事業統合：東芝松下ディスプレイズ）
	日立（分社化：日立ディスプレイズ）
	撤退：NEC、富士通（アジア企業へライセンス供与）
プラズマディスプレイ・PDP	パイオニア
	富士通－日立（事業統合：富士通日立プラズマディスプレイ）
	松下－東レ（合併会社設立：松下が東レの技術を利用）
	NEC－ソニー（ソニーがNECの設備投資を一部負担）
ハードディスクドライブ（HDD）	日立（買収：IBMのHDD部門を約2,500億円で買収）
	東芝－松下寿（包括提携：小型HDD中心に強化）
	縮小：富士通、NEC等
携帯電話	ソニー－エリクソン（事業統合：ソニーエリクソンモバイルコミュニケーションズ）
	NEC－松下（第三世代携帯電話の開発で包括提携）
	三菱電機－東芝（第三世代携帯電話の開発で包括提携）

（資料）各社公表資料

(図表 39)

小売業界のM&A

		被買収先	買い手	
2002年2月	百貨店	岩田屋	伊勢丹	「私的整理に関するガイドライン」に基づき債権放棄を受けた岩田屋に資本参加。
2002年2月	スーパー	壽屋	イオン	民事再生手続中の壽屋から九州地区の50店舗を譲りうけ。
2002年3月	スーパー	西友	ウォルマート	新株予約権方式で買収し、日本市場に進出。
2002年4月	ディスカウントストア	ダイクマ	ヤマダ電機	ヨーカ堂グループがディスカウントストアから撤退。
2002年4月	家電量販店	そうご電器	ゲオ	民事再生手続中のそうご電器を完全子会社化。
2002年5月	スーパー	福原	ラルズ	北海道の食品スーパー1位と5位。持株会社形式で合併し、道内の競争力確保。
2002年5月	スーパー	ハロー	イオン	民事再生中の壽屋から買収。
2002年5月	スーパー	いなげや	イオン	商品の共同購入等を視野に資本参加。
2002年5月	コンビニ	エムエス九州	ミニストップ	買収。
2002年6月	スーパー	ニコニコ堂	イズミ	民事再生手続中のニコニコ堂から大型店舗を譲りうけ。
2002年6月	百貨店	岡島	三越	第三者割当増資による経営支援。
2002年7月	スーパー	みどりや	ヨークベニマル	福島圏内の食品スーパー。株式交換で買収。
2002年9月	スーパー	ユニリビング	マルエツ	湾岸地域の食品スーパーを譲りうけ。
2002年9月	ドラッグストア	いいの	イオン	第三者割当増資と新株予約権割当による買収。
2002年11月	スーパー	マイカル九州	イオン	会社更生手続き下で支援企業に決定。
2003年1月	コンビニ	京滋セイコーマート	ファミリーマート	セイコーマートの地域フランチャイズを展開する会社からの営業譲渡。

(注) 1. 2002年以降に発表された主要な案件。日付は発表日。

2. グレーシャドーは、倒産・債権放棄に絡むもの。

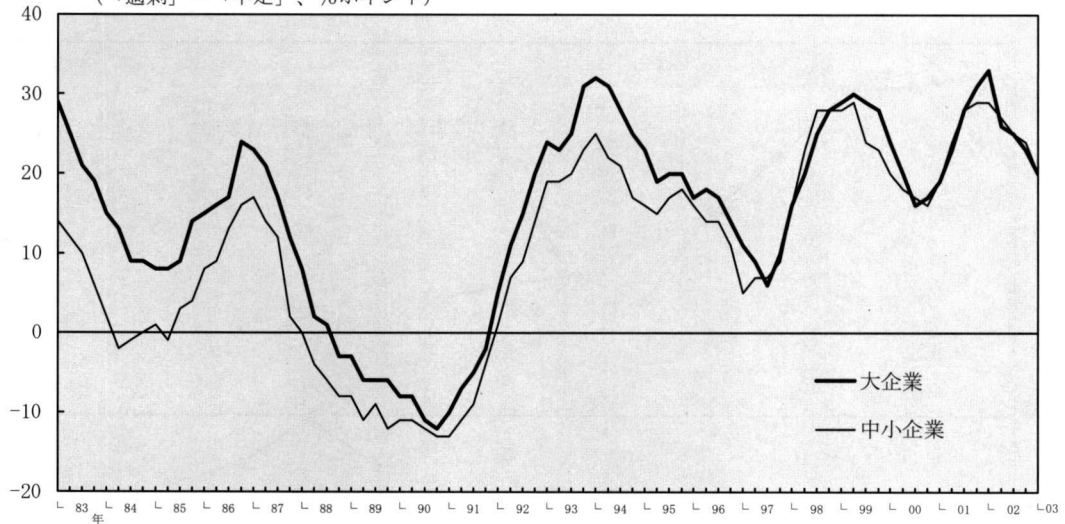
(資料) レコフ

(図表 40)

設備と雇用の過剰

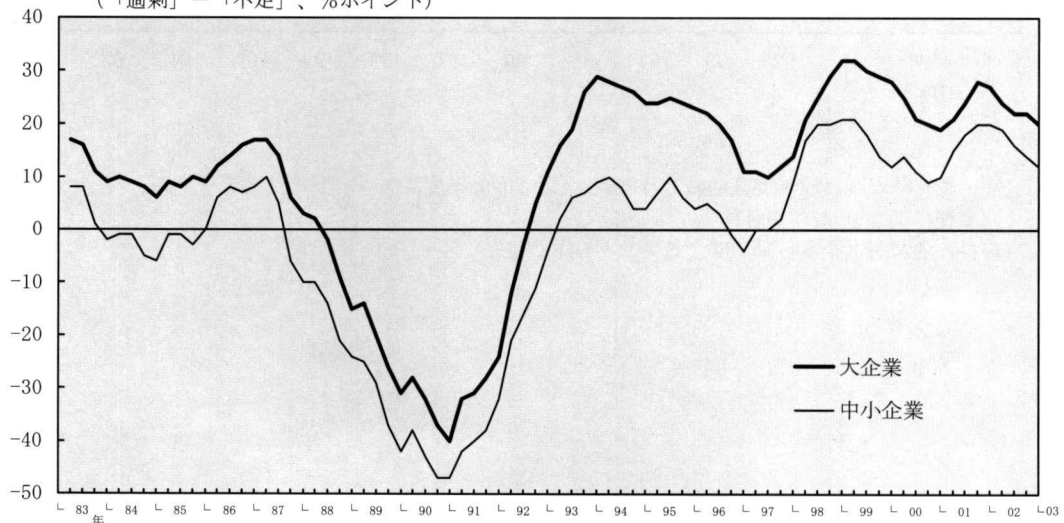
(1) 生産・営業用設備判断D I (製造業)

(「過剰」－「不足」、%ポイント)



(2) 雇用人員判断D I (全産業)

(「過剰」－「不足」、%ポイント)



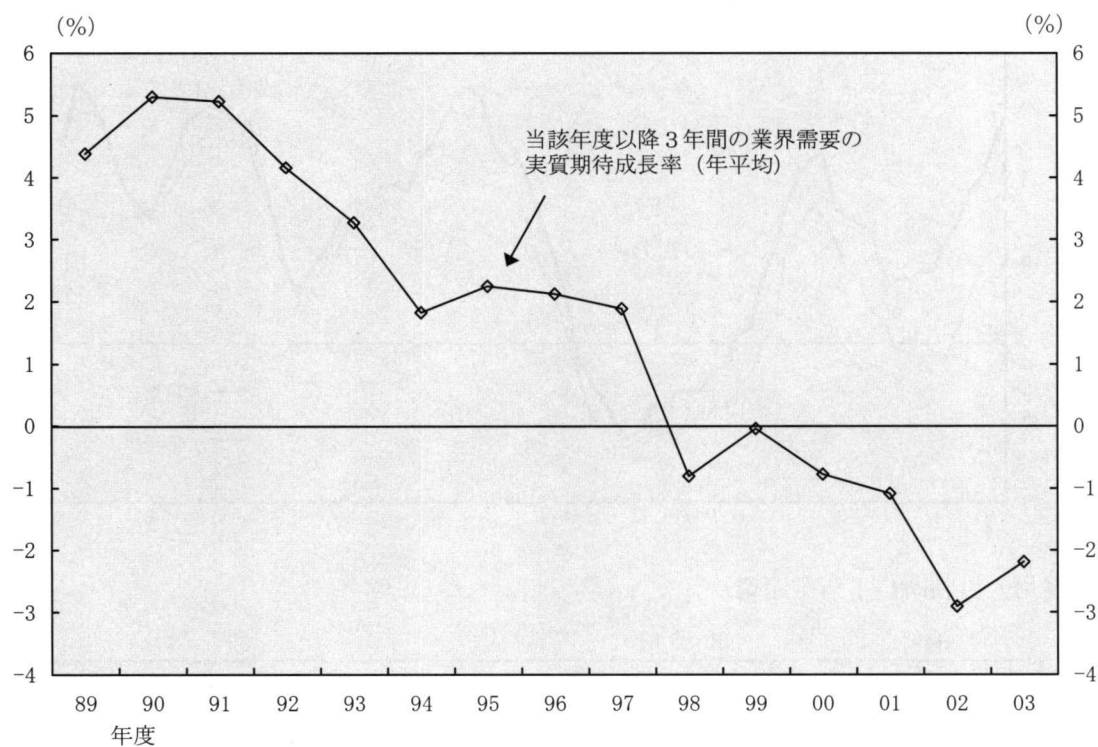
(注) 大企業 : 常用雇用者数1,000人以上の企業が対象。

中小企業 : 常用雇用者数が製造業50~299人、卸売20~99人、小売・サービス・リース20~49人、その他非製造業50~299人の企業が対象。

(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

(図表 41)

建設業の期待成長率



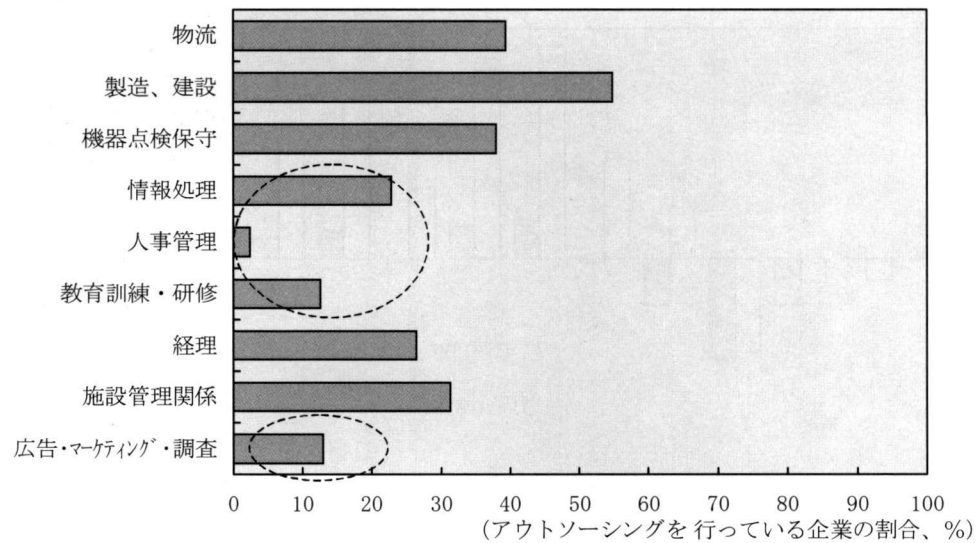
(注) 調査時点は当該年度直前の1月 (例えば、2003年度にプロットされたデータの調査時点は2003年1月)。

(資料) 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」

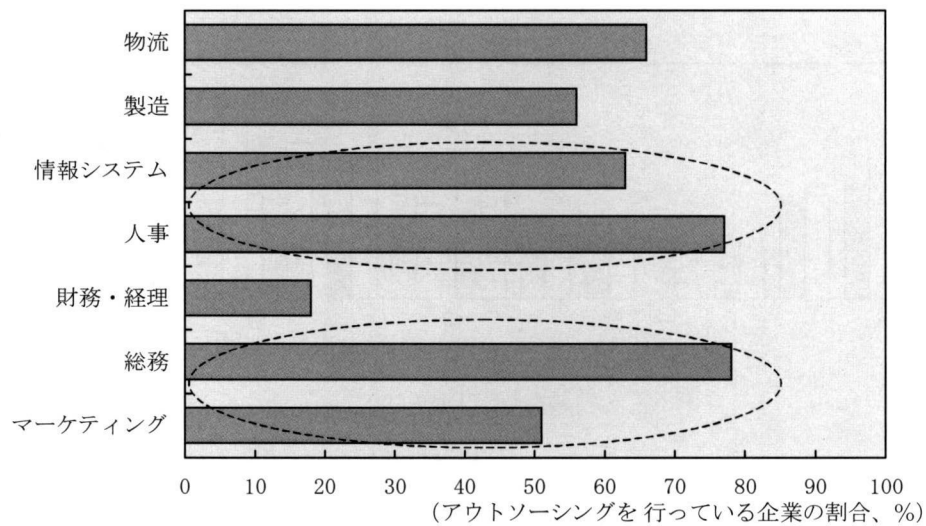
(図表 42)

アウトソーシングの日米比較

(1) 日本



(2) 米国

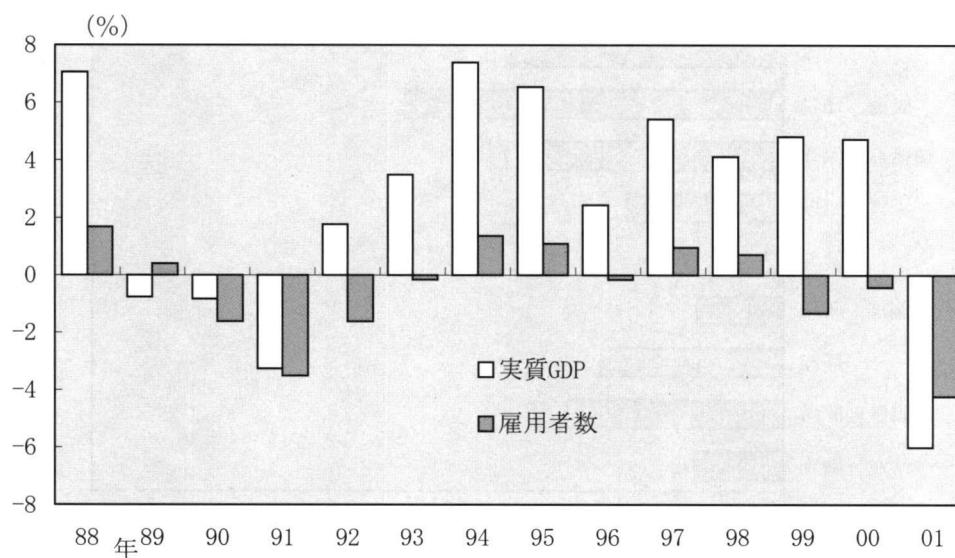


(資料) 厚生労働省「平成9年産業労働事情統計」、PHP研究所「アウトソース早わかり」

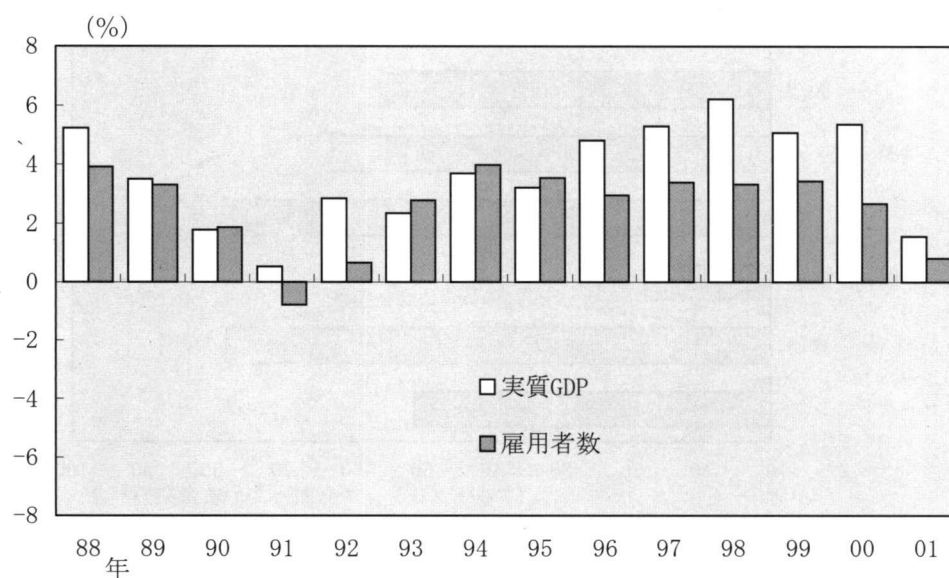
(図表 43)

米国の経済成長と雇用

(1) 製造業の実質GDP・雇用者数の伸び率



(2) 非製造業の実質GDP・雇用者数の伸び率

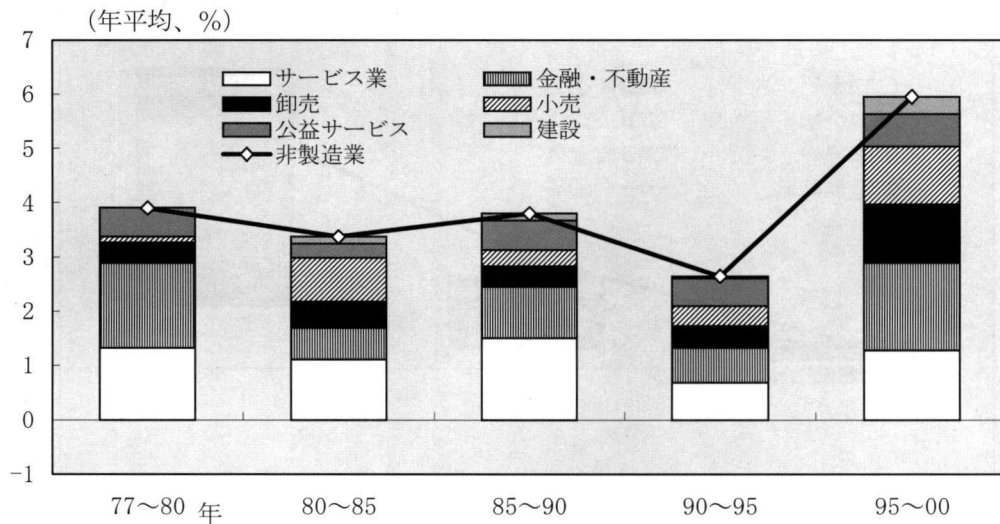


(資料) Bureau of Economic Analysis, "Bureau of Labor Statistics"

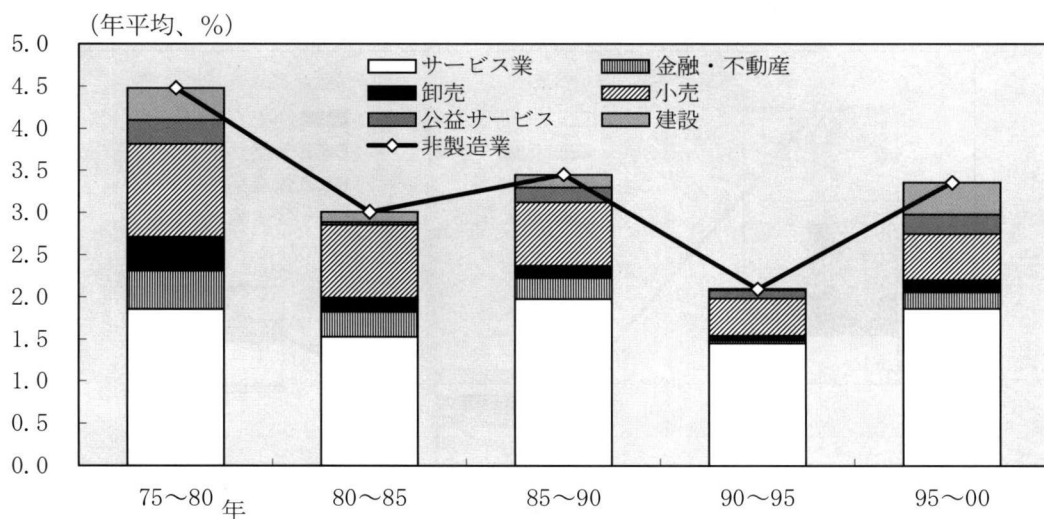
(図表 44)

米国の非製造業

(1) 非製造業のGDP成長率の寄与度分解



(2) 非製造業の雇用増加率の寄与度分解



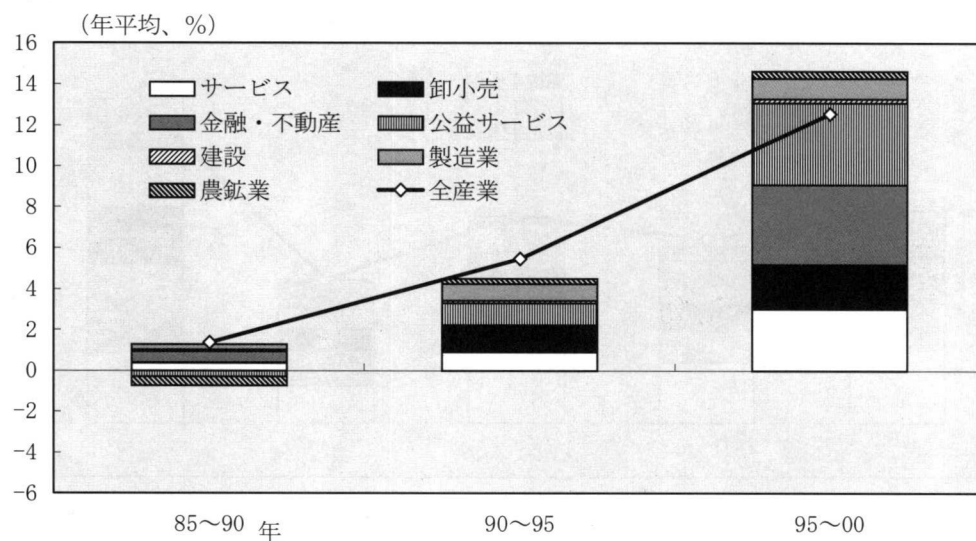
(注)「公益サービス」は、運輸、通信、電気、ガス、水道。

(資料) Bureau of Economic Analysis, "Bureau of Labor Statistics"

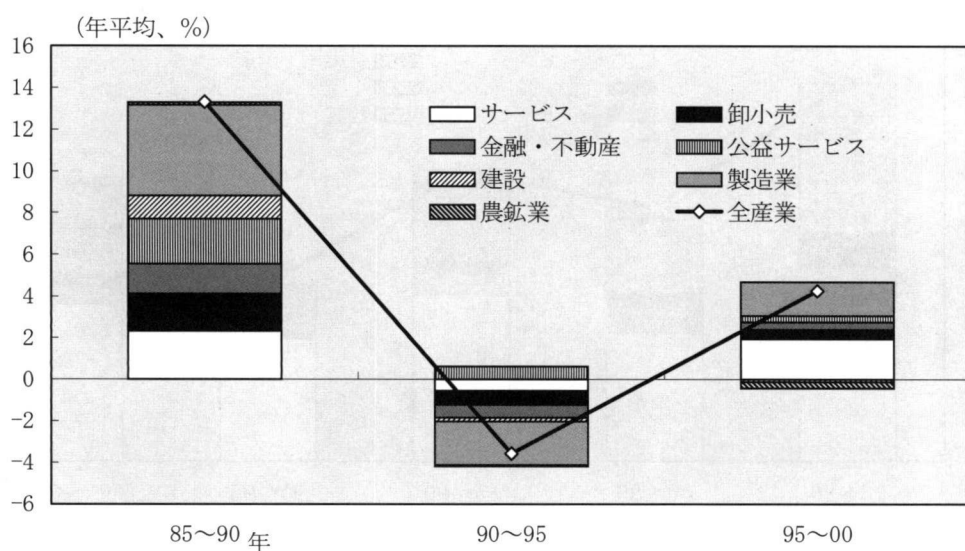
(図表 45)

日米の業種別設備投資

(1) 米国



(2) 日本



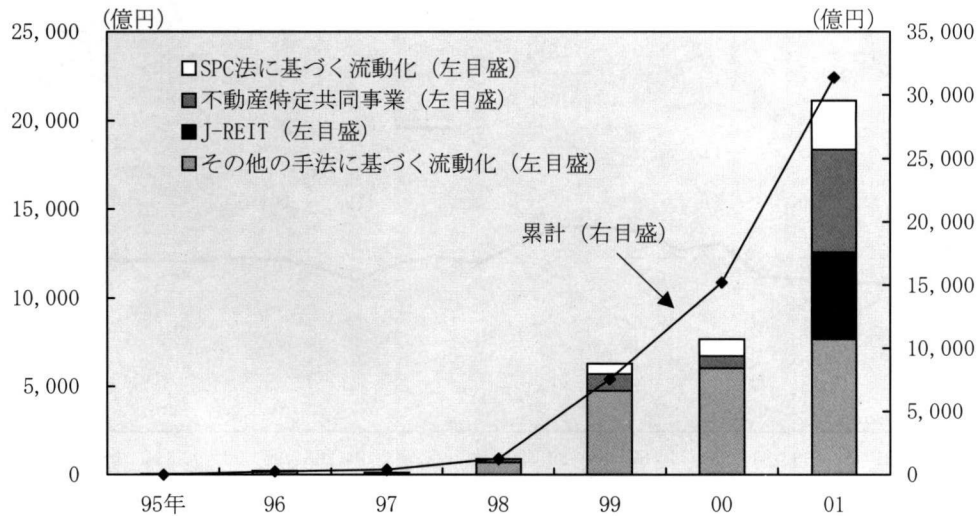
(注) 設備投資は実質ベース。米国の実質設備投資は、全体と産業別とで推計方法が異なるため、各産業の寄与度の合計と全体の前期比は一致しない。

(資料) 内閣府「民間企業資本ストック」、Bureau of Economic Analysis ホームページ

(図表 46)

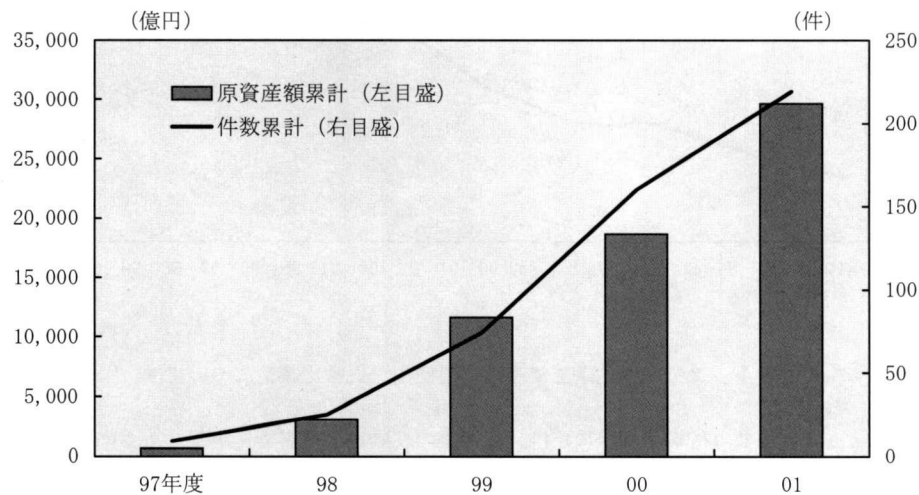
不動産の流動化

(1) 不動産流動化実績の推移 (手法別)



(注) 1. J-REITは運用資産残高を流動化実績とした。
 2. SPC法に基づく流動化実績は年度、それ以外の計数は暦年ベースのものを用いた。
 (資料) 不動産シンジケート協議会「不動産証券化ハンドブック 2002」、
 金融庁「金融庁の一年」、各種公表資料

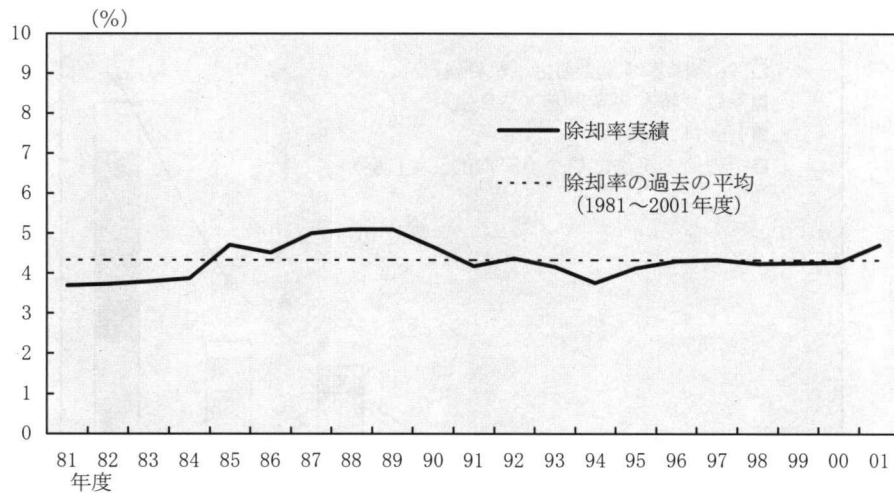
(2) 不動産流動化実績の推移 (累計)



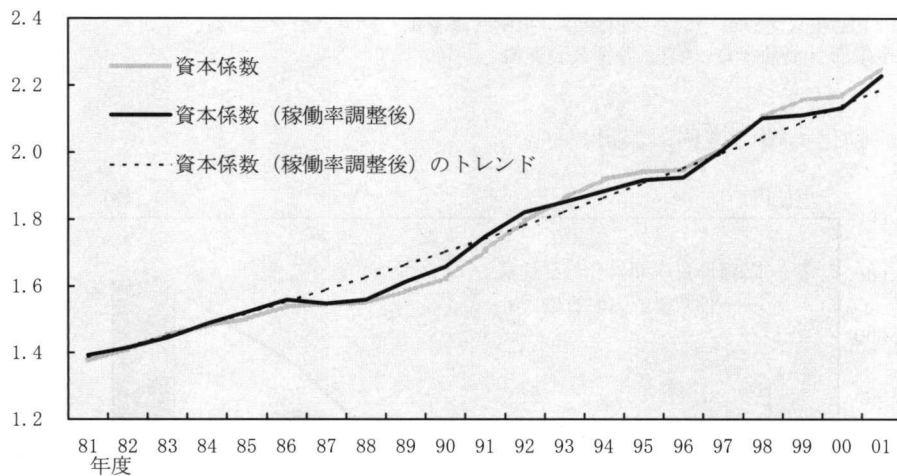
(注) 不動産投資法人については、投資法人を1件としている。
 (資料) 国土交通省「不動産の証券化実態調査」

除却率と資本係数の推移

(1) 除却率の推移



(2) 資本係数の推移



(注) 1. 資本ストックは民営化調整済み系列を使用 (民営化調整については、図表 33 の注 2 を参照)。

2. 資本係数 (稼働率調整後) は、稼働率の変動による影響を調整したもの。調整には、資本係数の変化率を稼働率の変化率で単回帰して得られたパラメーターを用いた。

(資料) 内閣府「国民経済計算」「民間企業資本ストック」、経済産業省「鉱工業指数統計」