

調 査

第 59 号
(2003 年 12 月)

内 容

最 近 の 経 済 動 向

— 資金循環と金融を中心とする日本経済の中期シナリオの検討 —

世界経済には明るさがみられ、日本経済はデジタル家電の牽引により、やや持ち直している。金融版中期シナリオでは、企業の資金余剰が継続し、企業向け貸出中心の従来型ビジネスからの転換圧力が続くことを予測。

最近の経済動向

資金循環と金融を中心とする日本経済の中期シナリオの検討

【要 旨】

. 世界の主要国・地域の経済には、米国、アジアを中心に明るさがみられる。

米国経済は、ブッシュ政権による大型減税が奏効し、個人消費が堅調であることに加え、情報関連の設備投資が回復している。一方、貿易面では対中赤字の拡大が目立つ。景気の回復が雇用の安定的回復に結びつくかが当面の焦点になっている。

欧州主要国経済は、ドイツとフランスがユーロの対ドル相場に左右され不安定な状況が続いている。イギリスでは個人ローンを背景に消費の堅調が続いているが、イングランド銀行は過熱を抑制するべく利上げに踏み切った。

アジア主要国経済は、新型肺炎の終息後は反転がみられる。但し、韓国では個人ローンの抑制により消費が減速しているほか、貨物ストの長期化の悪影響がみられる。

中国経済は、固定資産形成と民間消費を中心に高成長が続いており、2002年のデフレから2003年にはインフレに転じた。人民元切り上げを見越し海外からの資本流入が生じ、不動産バブルや景気過熱を危ぶむ見方もある。

. 日本経済は、2002年度後半から足踏み状態にあったが、2003年度に入りデジタル家電関連を中心に設備投資の持ち直しが明確になるなど、足踏み状態を脱し、やや持ち直している。先行きに関しては、内外のデジタル景気の持続性がカギとなっており、2004年度後半に成長率が鈍化するとの見方が大勢を占めている。

足もとの供給面をみると、在庫循環は一旦調整局面に差し掛かりつつあったが、9月以降再び積増し局面に戻っている。生産は2002年10 - 12月期以降頭打ちとなったが、2003年9月以降、電子部品・デバイスや関連製造装置を中心に再び持ち直しつつある。第3次産業活動は一進一退の動きとなっており、回復力は弱い。また、建設業活動は、民間工事は下げ止まりつつあるものの、公共工事の減少により低調に推移している。雇用面では、大企業では持ち直しているが、失業率は5%台半ばの高水準が続いており、特に若年層の失業率が高止まっている。

需要面をみると、消費は、デジタル家電を除けば低調であり、2002年度後半以降の弱含みが続いている。設備投資は、製造業を中心に増加しており、先行指標も総じて堅調さを保つ

ている。しかし、対キャッシュフロー比率でみると依然抑制基調であり、投資の選別姿勢の根強さを示している。設備投資の先行きを占ううえでは、企業収益改善の持続性が注目される。住宅投資は、低調に推移している。公共投資は、厳しい財政事情を反映し、国・地方とも今後も減少傾向が続く可能性が高い。輸出は中国・アジア向けを中心に持ち直しの兆しがみられる。輸入は緩やかな増加が続いている。

金融面をみると、日銀の量的緩和策が継続されているものの、信用乗数の低下、貨幣の流通速度の低下に吸収され、政策効果は顕在化していない。一方、消費者物価は特殊要因もあり下げ止まりの方向に向かいつつあるが、デフレが定着しているため、当面金融緩和が継続されるものとみられる。

政府は、2003年1月に「改革と展望 - 2002年度改定」を閣議決定した。本稿第 章では、その想定通りに構造改革が進展し、日本経済が安定成長軌道を辿った場合に、部門別の資金過不足状況、資金循環全体がどのように変化するのか、さらにそうした外部環境を前提とした場合に、金融機関の資金運用行動がどのように変化していくかを考察するため、2010年度までを予測期間とする日本経済の「中期シナリオ」を作成した。検討結果は、以下の通り整理される。

民間企業部門は、設備投資をキャッシュフローの範囲内に抑えるという現在の状況が継続する。すなわち、利益処分に変化がない限り大幅な資金余剰主体であり続ける。よって、金融機関借入は減少が続く。資産流動化による資金調達も金融負債圧縮の圧力として働く。

家計部門は、高齢化の進展により資金余剰幅は縮小するものの、今後も余剰主体であり続ける。時価で評価した家計の金融資産構成は、現預金のシェアが低下する一方、株式・有価証券のシェアが緩やかに上昇する。

内閣府作成資料によれば、政府部門のプライマリーバランスの黒字転換は2010年度以降に持ち越されるため、公債等の残高は増加を続け、2003年度末見込みの637兆円から2010年度末には900兆円近くに達する。

以上、3部門の資金過不足を前提とすれば、民間金融機関の資金運用先としては、企業向け信用の減少が継続する一方、資金需要の旺盛な公的部門向け信用や、住宅貸付や個人向け貸出が増加する。トータルの貸出残高が減少するなかで、手数料収入の見込めるビジネスに一層注力するか、もしくは、決済業務に特化する方向となる。

(2003年12月2日 記)

[担当：経済調査班 email：report@dbj.go.jp]

目 次

頁【図表頁】

．米国、アジアを中心に明るさが見える世界経済

- 1．米国　：個人消費は減税を背景に増加、設備投資は持ち直し…………… 6【37】
- 2．米国　：生産は持ち直しの兆し、雇用の回復に遅れ…………… 6【38】
- 3．欧州主要国（独、仏、英）経済：回復を探る動き…………… 7【39】
- 4．アジア主要国（韓国、台湾、シンガポール）経済：減速基調から反転の兆し… 8【40】
- 5．中国：SARSの影響は限定的で高成長軌道に復帰…………… 8【41】

．足踏み状態を脱し、やや持ち直す日本経済

- 1．内外デジタル景気の持続性が先行きのカギ…………… 10【42】
- 2．生産は横ばいから再び持ち直し…………… 13【43】
- 3．雇用情勢は依然厳しいものの、一部に持ち直しの動き…………… 15【44】
- 4．賃金は下げ止まりへ、先行きの消費マインドには明るさも…………… 16【45、46】
- 5．設備投資は増加、キャッシュフロー比率は依然抑制…………… 17【47】
- 6．先行指標は総じて堅調、企業収益動向に注目…………… 19【48】
- 7．住宅投資は低調に推移…………… 21【49】
- 8．財政事情を反映し、公共投資は減少傾向…………… 21【50】
- 9．輸出は一部に持ち直しの兆し、輸入は緩やかな増加…………… 22【51】
- 10．依然デフレ状態が続くが、物価の下落幅は縮小…………… 23【52】
- 11．顕在化しない量的緩和政策の効果…………… 23【53】

．日本経済の中期シナリオの検討 - 資金循環と金融を中心に -

- 1．資金過不足及び貸出残高の長期推移…………… 25【54】
- 2．90年以降のわが国の資金循環の変化…………… 26【55】
- 3．中期シナリオの概況…………… 26【56】
- 4．部門別資金過不足の中期見通し…………… 27【57】
- 5．資金余剰が続く民間企業部門…………… 27【58】
- 6．家計貯蓄率は低下、現金・預金のシェアは縮小へ…………… 28【59】
- 7．プライマリーバランスは改善に向かうが、政府部門の債務は増加が続く… 31【60】
- 8．民間金融機関行動の現状と今後…………… 31【61】
- （参考1）公的金融の動向…………… 32【62】
- （参考2）各国比較1：部門別資金過不足…………… 33【63】
- 各国比較2：企業の資金調達…………… 33【64】
- 各国比較3：家計の資金運用…………… 34【65】
- （参考3）日本の金融システムの中期展望に関する近年の見解…………… 34【66】

既刊目録

<分析・執筆担当者>

和田 肇 総括

中村 純一 第 章 1、2、5、6 節

和田 敬記 第 章 3、4、5 節

加賀林陽介 第 章 8、11 節、第 章 1～5 節、7、8 節、参考 1

蜂谷 義昭 第 章 3、4、7、10 節、第 章 6 節

鷺之上大輔 第 章 1、2 節、第 章 9 節、第 章 参考 2

岩城 裕子 第 章 参考 3

本稿は、2003 年 11 月 27 日までに公表された統計資料をもとに作成されている。

第 章 米国、アジアを中心に明るさが見える世界経済

1. 米国 : 個人消費は減税を背景に増加、設備投資は持ち直し (図表 37 頁)

米国経済は再び回復している。米国の実質 GDP 成長率 (図表 - 1) は、2002 年 10 - 12 月期、2003 年 1 - 3 月期に伸びが鈍化したものの、2003 年 4 - 6 月期は前期比年率 3.3%、2003 年 7 - 9 月期は前期比年率 8.2% (暫定推定値) と高い伸びを示した。7 - 9 月期の実質 GDP の伸びを牽引したのは個人消費であり、設備投資や住宅投資も増加している。

個人消費 (図表 - 2) は、自動車販売を中心として、ブッシュ政権による大型減税や低金利政策が奏功し、増加している。株価上昇にもかかわらずイラク戦争や厳しい雇用情勢により低迷を続けていた消費者マインドは、このところ回復しつつある。これは、イラク戦争が 2003 年 5 月に一応の終結をみたことに加え、企業収益の持ち直しや雇用情勢に明るさが見えてきたことを背景に、景気や雇用情勢に対する悲観的な見方が弱まったためと考えられる。今後は、減税効果が剥落する年後半にかけての個人消費の動向が注視されることである。

企業収益は、回復のペースが緩やかであったが、2003 年 7 - 9 月期には大幅に増加した (図表 - 3)。設備投資は、2003 年 1 - 3 月期に減少したものの、2003 年 4 - 6 月期には再び増加に転じ、2003 年 7 - 9 月期に増加の勢いが増した。これは、情報関連のハードウェアに対する設備投資が堅調であることが主な要因である。

2. 米国 : 生産は持ち直しの兆し、雇用の回復に遅れ (図表 38 頁)

鉱工業生産指数は 2003 年 4 - 6 月期にいったん低下した後、2003 年 7 - 9 月期には再び上昇した (図表 - 4)。これは、消費財と設備機器がともに上昇したためである。製造業稼働率は、2003 年 7 - 9 月期も引き続き 75% を下回る低い水準が続いているものの、このところは若干ながら上昇しており、下げ止まりの兆しが見られる。

雇用情勢は、製造業を中心として長期間にわたって続いていた雇用者数の減少が、サービス業等における雇用者の増加により歯止めがかかったものの、回復への足取りは重い (図表 - 5)。失業率は、このところ雇用者数がわずかに増加に転じたことからピークアウトの兆しが見えるものの、6% 台で推移している。

貿易面については、貿易赤字は拡大傾向にある (図表 - 6)。2000 年には日本を凌いで中国が最大の貿易赤字相手国となっており、2003 年 1 月から 5 月の累計も対中貿易赤字が目立つ。近年の日本からの輸入品目は主に自動車に限られるのに対し、中国からの輸入品目は、がん具・運動用具等、電気機器、事務用機器、はき物など多彩である。

金融面 (図表 - 7、8) については、株価は、イラク情勢の緊迫により下落が続いていたが、イラク戦争開戦後は上昇に転じた。その後は、米国景気回復感が強まっていることを受け、上昇傾向が続いた。しかし、このところは、投資信託の不正取引問題やテロへの懸念などを背景として、1 万ドルを目前にして足踏み状態にある。フェデラル・ファンド金利の誘導水準は、2003 年 6 月 25 日に 0.25% 引き下げられ 1.00% となり、45 年ぶりの低水準となった。低

金利政策の背景にはデフレ懸念がある。米連邦準備制度理事会が利上げへ金融政策を転換するにはインフレ率の上昇がカギを握っているとみられるが、コア消費者物価指数の伸び率が低水準で推移しており、当面は低金利政策が維持されるものと思われる。

3. 欧州主要国（独、仏、英）経済：回復を探る動き（図表 39 頁）

ここでは、ドイツ、フランス及びイギリスの3カ国の経済状況について概観する。

ドイツ経済は、2002年10-12月期において、ユーロ高の影響により輸出が大きく鈍化したため、4四半期振りにマイナス成長（実質国内総生産、季節調整値・前期比年率）に転じた。その後も原油価格の上昇に伴う輸入増や、ユーロ高の一層の進行による輸出の低迷から、3四半期連続のマイナス成長が続いたが、2003年7-9月期に入り、ようやくプラス成長に転じている。プラスに転じた背景には、ユーロ高の一服やイラク戦争終結による外需回復から輸出が増加したこと、内需低迷から輸入が減少したことなどがある。2003年9月以降は再びユーロ高に転じ、過去最高値を記録しており、今後は失速の可能性もある（図表 - 9）。

フランス経済は、2003年1-3月期に、民間消費の伸長によりプラス成長に転じたものの、2003年4-6月期は個人消費の剥落に加え、ユーロ高による輸出不振のマイナス寄与から、再びマイナスに転じた。2003年7-9月期の成長率は、ユーロ高の一服や内需の回復もあり、再度プラスに転じている（図表 - 9）。

イギリス経済は、2003年1-3月期に成長率が0.7%（同、前期比年率）にまで減速したものの、2003年4-6月期は再び加速している。2003年7-9月期においても、この伸びは持続されており、景気は3カ国の中では相対的に底固く推移している。成長を下支えしているのは個人消費である。この背景には、後述の安定した雇用環境に加え、低金利下において金利メリットを享受しようとする個人が、借入れによって消費を拡大していることがある（図表 - 9）。

生産動向を鉱工業生産指数（季節調整値・前期比年率）で見ると、3カ国ともに水面付近で一進一退の状況が続いている（図表 - 10）。ユーロ高の進展やイラク戦争による原油高、また今夏には記録的な熱波による消費減退など、2003年初からの断続的な悪材料の出現が生産活動の回復を足踏みさせている。ドイツでは、米国経済の回復などを背景に、景況感指数などマインド面での改善が見られるものの、こうした生産活動における足踏み状態が、本格回復に向けた基盤を脆弱なものにしている。

雇用情勢を失業率（ILO基準、季節調整値）の推移でみる。ドイツでは2003年に入り、企業生産の縮小などを背景に失業率が上昇しており、2003年4月には9.42%（同）と98年4月以来の高い水準となった。フランスの失業率についても同様で、企業業績悪化とともに2003年以降徐々に上昇し、2003年9月は9.51%（同）と2000年4月以来の高水準に達している。これに対し、イギリスでは、規制緩和などにより積極的に労働市場の柔軟性を高めてきたことから、93年以降失業率は一貫して低下し、最近は5.0%前後で安定的に推移している（図表 - 11）。

ユーロ通貨圏の物価は、2003年に入って以降、欧州中央銀行の参照値（前年比2%）を若干

上回る程度の水準で推移しているが、新しく就任した欧州中銀トリシェ総裁は、当面は政策金利を据え置く方針と見られている。一方、イギリスでは2003年11月、個人向けローンの過熱を理由に、3年9ヵ月ぶりにイングランド銀行により政策金利が引き上げられた(3.5% 3.75%)(図表 - 12)。

4. アジア主要国(韓国、台湾、シンガポール)経済：減速基調から反転の兆し(図表40頁)

ここでは、韓国、台湾及びシンガポールの3ヵ国の経済状況について概観する。

韓国経済は2003年に入り、それまで牽引してきた民間消費が急激に冷え込み、2003年1-3月期成長率は大きく減速した。民間消費冷え込みの引き金になったのは、金融機関による個人向け融資の抑制である。これは、クレジットカード利用者の過剰債務や信用不良者の増加が社会問題となり、政府が金融機関に対し個人向け信用リスク管理の強化を指示したためである。さらに個人消費の落ち込みに加え、新型肺炎(SARS)の発生や貨物ストの影響から、輸出が縮小したことも追い打ちとなり、2003年4-6月期の成長率は引き続き低下した(図表 - 13)。

台湾経済は、2003年4-6月期において小幅ながらマイナス成長に転落した。新型肺炎の流行で個人が外出を控えた結果、GDPの6割を占める民間消費が落ち込んだこと、建設プロジェクトの一部や設備投資が棚上げされ、固定資産形成がマイナス寄与となったことがその要因である。2003年7-9月期は、新型肺炎騒ぎの終息や米国景気の拡大から輸出が大幅に伸長し、急回復を果たしている(図表 - 13)。

シンガポール経済も、台湾と同様、2003年4-6月期において成長率がマイナスに転落した。新型肺炎の蔓延により、先行き不透明感から民間設備投資が大幅に縮小し、固定資本形成が落ち込んだほか、ホテル・飲食業などサービス業関連への打撃から民間消費やサービス輸出が振るわなかったことが響いた。2003年7-9月期は、米国景気と世界的なIT需要の拡大を背景に電子・電機関連の輸出が伸長したことに加え、欧州向け医薬関連の輸出が好調なことや前期の反動から民間消費が持ち直したことからプラス成長に転じており、回復に向かっている(図表 - 13)。

生産動向について鉱工業生産指数で見ると、韓国は新型肺炎騒ぎ終息後の2003年7-9月期においても貨物ストの長期化に伴う輸出の減速を受け、生産活動は低水準に留まっている。台湾及びシンガポールは、新型肺炎の影響などから2003年4-6月期においてマイナスになったものの、2003年7-9月期は海外景気の拡大などを背景とした輸出の回復を受け、落ち込み前の水準近くにまで回復してきている(図表 - 14)。

物価は、韓国では若干のインフレで推移している。台湾ではデフレ傾向が続いている。シンガポールでは安定している(図表 - 15)。

5. 中国：SARSの影響は限定的で高成長軌道に復帰(図表41頁)

中国経済は、2003年前半に新型肺炎(SARS)による経済社会の混乱に見舞われたものの、

2003年7 - 9月期における実質GDPは9.1%と高水準を確保し、再び高成長の軌道に復帰した(図表 - 16)。

高成長を支えているのは、固定資産形成と民間消費である。固定資産形成は、政府主導による基本建設投資と不動産投資が牽引し、2003年1 - 9月累計で前年比30.5%増と高水準で推移している(図表 - 17)。民間消費については、新型肺炎騒ぎにより2003年5月に一時減速したものの、落ち込みは限定的に留まり、翌月以降は旺盛な消費意欲を背景に、一貫して前年比9%前後の安定した伸びをみせている(図表 - 18)。

貿易では、輸出が電機、繊維関連を中心に好調で、前年に引き続き前年比30%前後の高い伸びを維持している。輸入も2003年1月に関税引き下げにより大幅な伸びとなったほか、4 - 6月期以降も高水準を保っており、世界経済との結びつきを一層強くしていることを裏付けている。2003年10月における貿易収支は、好調な輸出を背景に過去最高の貿易黒字を計上した(図表 - 19)。

世界経済における台頭を背景に、貿易黒字相手国である米国からは人民元切上げを求める声が高まっており、こうした「人民元切上げ」議論が為替切上げ観測となって、海外からの資本流入を招いている。一方、固定資産形成における投資は、その資金の一部を銀行貸出に頼っている。銀行貸出残高は、政府による積極的な投資拡大策の結果、急増している。海外からの資本流入と銀行貸出の増加は、マネーサプライの大幅な伸びとなって現れている(図表 - 20)。

海外からの旺盛な対中直接投資を背景に、沿海部都心地域の不動産賃貸は逼迫しており、これを見越した国内外の投資家が不動産投資に向かったため、不動産販売価格は上昇基調にある。また消費者物価は、2002年まで投資拡大に伴う供給過剰からデフレ傾向が続いていたが、2003年後半に入り、インフレに転じている。中国人民銀行は、インフレへの警戒感から、2003年9月に6%から7%へ預金準備率を引き上げた。2003年10月の消費者物価は、97年秋以来の高い水準に達し、景気過熱を危ぶむ見方もある(図表 - 21)。

第 章 足踏み状態を脱し、やや持ち直す日本経済

1. 内外デジタル景気の持続性が先行きのカギ（図表 42 頁）

日本経済は、2003 年度に入ってイラク戦争、新型肺炎、株価下落などの不安要因が一段落したことを受け、デジタル家電関連を中心に設備投資の持ち直しが明確になるとともに、米国やアジア経済の回復を背景に輸出、生産の先行きに明るい見通しが広がっており、昨年度後半からの足踏み状態を脱し、やや持ち直している。

実質国内総生産¹は（図表 - 1）2002 年 1 - 3 月期より増加に転じ²、2003 年 7 - 9 月期で 7 期連続のプラス成長となった。この間の成長率（以下特に断りのない限り季調済前期比年率）の推移を振り返ると、2002 年度の前半は、輸出の増加や在庫調整の終了³を背景として急速に持ち直し、特に消費の伸びが一時的に高まった 7 - 9 月期の成長率は 5 % 超に達したものの、年度後半には、在庫要因が一巡したことに加え、イラク戦争や新型肺炎の影響による海外経済の減速、株価下落などを受けて需要が伸び悩み、成長率は 1 % 台と踊り場の状況を迎えた。しかし 2003 年度に入り、イラク戦争や新型肺炎などのマイナス要因が終息に向かったこと、株価も上昇に転じたことにより、デジタル家電関連を中心とする設備投資の動きが活発化し、4 - 6 月期の成長率は 3.5%、在庫増減の寄与を除いたベースでは 4.1%と今次回復局面で最大の伸びを示した。7 - 9 月期は、設備投資の伸びがやや縮小したため成長率は 2.2%に鈍化したものの、輸出が再び持ち直しつつあることなどから考えて、日本経済は昨年度後半の足踏み状態を脱し、輸出と設備投資が牽引する緩やかな改善過程にあるといえる。

国内総生産（総支出）を構成する各需要項目の動向をみると、消費は、所得・雇用環境の一部に持ち直しの動きがみられるものの、依然として弱含みで推移している。実質民間消費は、雇用者報酬の下げ止まりや消費者マインドの改善を受け、2002 年 7 - 9 月期には前期比年率 5 % 超の急速な伸びを示した。しかし 2002 年度後半になると、景気の先行き不透明感の台頭や株価下落などを背景にマインドが弱まり、消費の動きも頭打ちとなった。2003 年度に入って以降、所得・雇用環境の改善期待からマインドは再び上向きつつあるが、今のところ消費の回復には結びついていない。この結果、2003 年 7 - 9 月期の実質民間消費は前年同期比 0.2%増、うち帰属家賃を除く家計消費は同 0.1%減と、直近 1 年間を均してみると、ほぼ横ばい圏内にとどまっている。今後消費が持ち直しに向かうためには、所得・雇用環境の改善の動きに広がりが必要とされるが、実質雇用者報酬は 2003 年 7 - 9 月期に 5 期ぶりの前期比減となるなど、その道程は平坦ではない。

設備投資は増加しており、先行指標も総じて堅調さを保っている。実質民間設備投資は、生

¹ 以下の記述は、2003 年 11 月 14 日公表の「平成 15 年 7 - 9 月期 GDP 速報（1 次速報値）」に基づいている。その後、平成 14 年度確報、平成 15 年度 7 - 9 月期 2 次速報値の公表に伴い、数字は大幅に改訂されている。

² 直近の景気の谷は暫定的に 2002 年 1 月と決められている。

³ 在庫の減少幅が縮小することによるプラス寄与。なお、四半期別 GDP 速報の推計方法見直し（2002 年 8 月）に伴い、民間在庫の変動は旧推計方法に比べ格段に大きなものとなった。2002 年 4 - 6 月期以降は、景気底入れに伴う在庫増しの動きから、在庫の寄与は大きなプラスとなっている。

産の回復やそれに伴う企業収益の好調持続などを背景に、2002年7 - 9月期以来5期連続の増加となり、総じて順調な回復ぶりをみせている。当初は、先行きに対する企業の慎重な姿勢もあり、輸出にやや遅れる形で伸びていたが、2003年度に入って以降は、デジタル家電関連を中心に投資行動が積極化しており、国内総生産の主な牽引役となっている。ただし、2003年7 - 9月期には既にITブーム時のピーク（2000年10 - 12月期）を上回る水準に達していることから⁴、今後の回復持続性については、生産や企業収益のもう一段の伸びが必要条件になるとみられる。消費の回復力が依然弱いなかには、輸出全般や為替レートに加え、内外のデジタル機器需要の動向が注目される。

住宅投資は、低調に推移している。実質民間住宅投資は、2001年度以降、緩やかながら趨勢的に減少を続けてきた。2003年7 - 9月期は、前期比年率11.4%の大幅増となり、前年同期比では10期ぶりのプラスとなったものの、現行の住宅ローン減税の適用期限や長期金利上昇をにらんだ持家の駆け込み着工に伴う一時的な動きとみられ、基調は依然として弱い。

公共投資は、国、地方とも厳しい財政事情を反映し、減少傾向が続いている。実質公共投資は、2003年7 - 9月期まで6期連続で減少している。前年同期比で短期的なブレを均してみると、99年10 - 12月期以降マイナスを続けており（横ばいの2001年1 - 3月期を除く）、2003年に入ってからは減少幅が二桁に拡大している。対国内総生産比（名目ベース）は、5%台まで低下してきているが、構造改革路線の継続や厳しい財政事情を踏まえれば、今後さらに低下が続くものとみられる。

輸出は、このところ再び持ち直しつつある。実質輸出は、アジアにおけるIT関連の在庫調整の進展や米国における金融緩和政策の奏功などを背景に、2002年初めから急速な回復を遂げ、景気の牽引役となった。2002年後半以降は、IT関連の在庫要因が一巡したことに加え、イラク戦争や新型肺炎による世界的な景気減速の影響を受けて伸びが鈍化していたが、2003年7 - 9月期には、減税効果などから高成長を記録した米国や新型肺炎の影響を脱した中国の牽引により世界経済に明るい兆しがみえるなか、3期ぶりに前期比年率二桁の伸びを回復した。世界経済は米中を中心に当面持ち直しを続ける公算が大きいものの、イラク情勢が不穏なことや新型肺炎の再燃リスクのほか、米国では景気対策の反動や財政・貿易赤字の累積が、中国では過剰流動性と景気過熱の反動が、それぞれ波乱要因として懸念され、輸出の先行きも予断を許さない状況が続く。

輸入は、緩やかな増加傾向にある。実質輸入は、生産活動が足踏み状態となったことなどを受け2002年後半以降伸びが鈍化し、2003年4 - 6月期には6期ぶりの減少となったが、7 - 9月期には再び増加した。東アジアでの国際分業の進展が構造的な増加要因となっており、今後とも緩やかな増加傾向が見込まれる。

2003年度の実質国内総生産は、年度前半の動きが引き続き堅調であったことから、残り2四半期が前期比横ばいでも年度全体では2.2%の増加と、2年連続のプラス成長及び2003年1月

⁴ 実質季節調整値。なお、実質季節調整値の対国内総生産比でも、同様である。

の政府経済見通し（実質 + 0.6%）⁵の達成は確実な情勢となっている。最近公表された見通しでは、2003年9月の内閣府試算⁶が実質 + 2.1%、同10月の日銀展望レポート⁷における政策委員の大勢見通しが + 2.3% ~ + 2.6%と、2%台のプラス成長を見込むものが多い⁸。

しかし、最近の実質成長率に関しては、推計技術上の理由により従来より高めに算出される傾向にあり、需給ギャップ改善などの目安として利用する上では、多少割り引いて考える必要があることが指摘されている⁹。実質成長率が高めに（デフレーターの低下幅が大きめに）算出されるようになった主な理由としては、2000年基準の企業物価指数を基礎統計として採用したこと¹⁰に伴い、IT関連資本財を中心として品質調整（ヘドニック法の適用）による低下幅が大きくなっていること、国民経済計算の基準年（1995年）がかなり古いものとなり、パーシェ型価格指数であるデフレーターの下方向バイアス¹¹が大きくなっていること、が挙げられている。

実際、実質国内総生産を横軸、同デフレーターを縦軸にとった平面上で両者の推移をみると（図表 - 2）97年4 - 6月期を山とする景気後退期以降、景気拡大期においてもデフレーターの下下が続き、低下幅は（設備投資のウェイトが縮小する）景気後退期より大きいこと、同じ景気拡大期でも、2000年前後に比べ（基準年次からより遠い）今回の方が低下ペースが速いこと、が確認できる。概念図が示すように、産出量（実質国内総生産）拡大と価格（デフレーター）低下の同時進行は、総供給曲線の右方シフトが主導するデフレ圧力の根強さを示唆するものといえるが、この場合「デフレ圧力」のなかには、品質調整という形で反映された技術進歩や、パーシェ指数の下方向バイアスの影響も含まれることになる。

統計の限界が表面化している状況のもと、景気やデフレの現状を的確に把握するためには、複数の指標による多面的なチェックが必要とされる。こうした観点から、名目国内総生産やその需要項目別動向について補足する。名目国内総生産（季節調整値）は、2001年10 - 12月期に6年半ぶりに500兆円の大台割れとなって以降、基調としては一進一退の底ばい状態にある。名目民間消費は、小幅ながら2003年7 - 9月期まで4期連続の減少を続けている。2003年7 - 9月期の名目国内総生産と名目民間消費は、いずれも前年同期の水準を下回っている。名目民間設備投資は、図表 - 3に示した通り、デフレーターの下下が顕著であり（2003年7 - 9月期で前年同期比7.2%の低下）、実質値との乖離が大きい。名目値でも2002年7 - 9月

⁵ 内閣府「平成15年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」（平成15年1月24日閣議決定）。

⁶ 内閣府「平成15年度経済動向試算（内閣府試算）について」（平成15年9月26日）。

⁷ 日本銀行「経済・物価の将来展望とリスク評価（2003年10月）」（2003年11月4日）。

⁸ 2003年7 - 9月期四半期別GDP速報に基づく民間予測機関（14機関）の2003年度実質経済成長率予測平均値 = + 2.6%（出所：2003年11月21日付日本経済新聞）。

⁹ 例えば、脚注7「展望レポート」のBOXを参照。従来との格差の大きさを一概に測ることは難しいが、展望レポートでは、需給ギャップが改善するために念頭に置いていた実質成長率が1%台であったのに対し、政策委員の大勢見通し程度の成長率（+ 2.3% ~ + 2.6%）ではデフレ圧力解消に不十分との見方を示していることから、1%前後というのが一つの目安になると思われる。

¹⁰ 現在のところ2001年1 - 3月期分の推計まで遡及適用されている。

¹¹ 一般にパーシェ型価格指数では、IT関連など価格低下と数量増が同時進行するような財のウェイトが大きいつき、下方向バイアスが生じる。

期以来5期連続で増加しているが、2003年7 - 9月期の前年同期比は、実質値が14.2%増であるのに対し、名目値は6.0%増に過ぎず、実質値の増加幅の過半はデフレーターの低下によって説明される形となっている。

2003年1月の政府経済見通しと2003年9月の内閣府試算における2003年度の見通しを比較すると、実質成長率に関しては前者が+0.6%に対し後者が+2.1%と、1.5%ポイントもの差があるのに対し、名目成長率に関しては前者が-0.2%に対し後者が+0.1%と、マイナスかプラスかの違いはあるものの0.3%ポイントの差しかない。つまり、この間の実質成長率の見方の変化¹²は、主としてデフレーターが予想以上の低下となっていることの反映とみることができる。なお、民間調査機関の予測においても、名目成長率はほぼゼロというのがコンセンサスとなっている¹³。

2. 生産は横ばいから再び持ち直し（図表43頁）

次に、前節でみた国内総生産の動きを供給側から確認するため、全産業活動指数を構成する主要な生産関連指標である鉱工業生産指数（2000年基準、95年ウェイト22.4%）、第3次産業活動指数（95年基準、95年ウェイト59.5%）、建設業活動指数（95年基準、95年ウェイト8.1%）の最近の推移をみておく（図表 - 4、季節調整値）。

鉱工業生産指数は、IT関連分野の在庫調整進展に伴い、2002年1 - 3月期より上昇に転じ、同7 - 9月期までは携帯電話・デジタルカメラ向け液晶素子や半導体が好調な電子部品・デバイス工業、輸出向け普通乗用車と国内向け小型乗用車が増加した輸送機械工業を牽引役として順調に持ち直した。しかし同10 - 12月期には、在庫の水準がやや高まったことなどから電子部品・デバイスが頭打ちとなり、続く2003年1 - 3月期には、海外経済の停滞や新車効果の一巡などから輸送機械も減速したため、鉱工業全体でも生産の回復は足踏み状態となった。さらに同4 - 6月期には、両業種は若干持ち直したものの、最終需要の伸び悩みを反映して他の業種が軒並み弱含みとなり、生産指数は鉱工業全体で6期ぶりの低下と、在庫水準が低いまま調整局面入り懸念される異例の展開となっていた。

このような停滞傾向は8月まで続いたものの、9月の生産指数は、電子部品・デバイスや関連製造装置を中心に前月比3.8%の大幅な上昇となり、9月単月、7 - 9月期ともに直近のピークを更新した。製造工業生産予測調査によれば、続く10、11月も、同じく電子部品・デバイスや関連製造装置を中心に大きな伸びが見込まれており、その伸び率を単純に鉱工業生産指数に接続した10、11月の平均値は、7 - 9月期を6%以上も上回る水準となる。予測調査は、実績に向けて多少下方修正される傾向があるが、その点を割り引いても、生産は横ばいから再び

¹² 内閣府試算は、政府経済見通しの改定といった性格のものではないとして発表されているが、ここでは公的機関が発表した代表的な試算における見方の変化と捉えた。なお、日銀の展望レポートにおいては、名目成長率に関する政策委員の見通しは公表されていない。

¹³ 2003年7 - 9月期四半期別GDP速報に基づく民間予測機関（14機関）の2003年度名目経済成長率予測平均値 = +0.0%（出所：2003年11月21日付日本経済新聞）。

持ち直しつつあるといえる。

第3次産業活動指数は、2002年4 - 6月期に5期ぶりに上昇し底を打ったものの、各業種とも一進一退の動きで回復力は弱く、2003年1 - 3月期まで106.1~106.6の狭いレンジでほぼ横ばいの推移となった。4 - 6月期以降は、単月で見ると上昇する月が多く、2期連続で107を超えるなど、やや水準を上げているが、株価持ち直しや金融政策の影響により大きく上昇している金融・保険業¹⁴の寄与を除くと、依然としてほぼ横ばいにとどまっている。今後は、足もとで相対的に底堅い推移を示しているサービス業が、企業部門の回復傾向を受けてどの程度持ち直すかが注目される。

建設業活動指数は、2002年度中ほぼ横ばいで推移した後、2003年度に入って一段と低下している。関連統計の動きからみて、民間工事は下げ止まりつつあるものの、公共工事の減少幅拡大の影響が表れているものと推察される。

景気の先行きを見通す上で重要な在庫循環の状況を見ると(図表 - 5)¹⁵、2002年4 - 6月期に回復局面入りし、同7 - 9月期から在庫積増し局面に入ったものの、その後は出荷(需要)の足踏み状態が続くなか、生産も早い段階から出荷に見合った慎重な動きとなったため、在庫が前年の水準を下回ったまま、45度線に接近しつつある(45度線を上から下に切ると景気後退のサイン)。しかし、7月以降の動きを単月で追うと、9月には再び上方に向かう動きがみられ、10、11月の予測指数を念頭に置けば、95~96年のような中だるみを経て、再び出荷の増加、在庫の減少に向かう可能性もある。

9月から11月にかけての生産持ち直しは、世界的なデジタル家電市場の成長及び米国を中心とするIT投資の回復、ならびに関連する設備投資需要を見込んだものと考えられる。2000年のITブーム時ほどの規模ではないものの、一部には期待先行で駆け込み的な動きや仮需が発生しているとの見方もあり、増産計画に見合った需要の伸びが実現しなければ、年明け以降反動が出る恐れもある。当面、米国のクリスマス商戦や日本の年末商戦を皮切りとするデジタル景気の持続性が、マクロ経済の先行きを占う試金石としても注目される¹⁶。

¹⁴ 金融・保険業の活動指数には、日本銀行や公的金融機関の活動が含まれる。

¹⁵ 在庫の前年比伸び率を横軸に、出荷の前年比伸び率を縦軸にとり、その推移を時系列的にみると、時計回りの円い軌跡を描くことが経験的に知られている(図表 - 5 概念図参照)。このことは、生産者は基本的には出荷数量に応じた生産を行おうとするが、景気循環に伴って出荷の伸びが変化する際、その変化を認識し生産数量の調整を行うまでにタイムラグがあるため、その間のギャップが在庫の変動となって表れること、すなわち在庫循環の存在を示している。

具体的には、景気が拡大し出荷が増加する局面では、生産者はビジネスチャンスを逃さぬよう、生産を増やし、在庫を意図的に積増していく(在庫積増し局面)。やがて景気がピークを越えると、出荷の伸びを在庫の伸びが上回るようになる(第1象限で45度線を上から下に切る)。これは、在庫が生産者の意図に反し、適正水準を上回って増加することを意味する(在庫積上り局面)。さらに景気が後退し、出荷の減少が続くと、生産者は生産を減らし、増えすぎた在庫が適正水準に戻るまで出荷の減少以上に生産を抑える(在庫調整局面)。しかし、やがて景気が底を打ち出荷が回復に向かうと、出荷の減少ペースを上回って在庫が減少するようになる(第3象限で45度線を下から上に切る)。これは、生産者の意図しない在庫の減少を意味し(回復局面)、在庫が適正水準を下回ったことを認識した生産者は、再び生産を増やし始める。以上の4局面を経て、在庫循環は一巡することになる。

¹⁶ ただし、かつて国内消費において携帯電話の通話料金が急増したときにもみられたように、デジタル家電への支出が増加する一方で他の支出が抑制される可能性もあるため、総合的な影響を考慮する必要がある。

97年4 - 6月期の山に向けての景気拡大局面においては(図表 - 5 参考図) 消費税引き上げという負のショックがあったとはいえ、中たるみ後の回復過程は1年程度と短かった。今回、ミニ調整後の再回復が実現した場合、その持続期間については見方の分かれるところであるが、在庫循環は既にかなり成熟した段階(第1象限に近いところ)にあり、IT関連以外に牽引役となる産業も見あたらないため、負のショックによって後退に転じやすい状況にあることは否定できない。2004年度については、減税効果の一巡等による米国経済減速の影響などから、年度後半に成長率が鈍化するとの見方が大勢を占めている¹⁷。

3. 雇用情勢は依然厳しいものの、一部に持ち直しの動き(図表 44 頁)

有効求人倍率は、2002年1 - 3月期の0.51倍を底に上昇しているが、その回復は緩やかである(図表 - 6)。これは、倍率の分子である求人数に改善がみられる一方、分母の求職者数が依然高水準で一進一退を続けていることが原因である。

完全失業率は、完全失業者数が2003年4月に過去最悪の385万人となるなど高水準で推移したことから、依然として5%台での動きを続けている。年齢階級別の内訳をみると(図表 - 7) 15歳から24歳の若年層において失業率が高止まっており、企業の新規採用が抑制される中で、若年層の雇用機会が引き続き減少していることが窺われる。

就業者数は、2003年4 - 6月期に前年差プラスとなり、7 - 9月期に若干のマイナスへと転じたものの、総じて持ち直し傾向にあるといえる(図表 - 8 (1))。業種別にみると¹⁸、サービス業が引き続き雇用増加の牽引役となるなかで、製造業、卸売・小売業の減少幅が縮小している¹⁹。従業上の地位別には、このところ臨時・日雇の雇用者の増加幅が縮小してきている一方²⁰、自営・家族従業者の減少が一段落しているほか、常雇の雇用者も下げ止まりつつある(同図表(2))。雇用者数の動きを企業規模別にみると、2001年後半より大きく減少していた従業者500人以上の大規模な企業が、2003年入り後増加に転じ、全体の雇用を押し上げている(同図表(3))。一方で従業者500人未満の企業は弱含みで推移しており、企業収益の改善テンポの差²¹が反映しているものと考えられる。

所定外労働時間は、2001年10 - 12月期を底に一貫して増加基調にある(図表 - 9)。特に製造業での増加が顕著であり、2003年7 - 9月期には前回及び前々回の景気循環の山²²にお

¹⁷ 2003年7 - 9月期四半期別GDP速報に基づく民間予測機関(14機関)の2004年度実質経済成長率予測平均値 = +2.0%、同名目経済成長率予測平均値 = -0.1%(出所:2003年11月21日付日本経済新聞)。また、暦年ベースの見通しでも、IMFが+2.0% +1.4%、OECDが+2.7% +1.8%への減速を予想している(いずれも2003暦年 - 2004暦年、実質成長率)。

¹⁸ 産業分類は新産業分類ベース(2002年3月改訂)による。

¹⁹ さらにサービス業を詳しくみると、医療・福祉分野が牽引役となっていることがわかる。日本政策投資銀行「雇用の持ち直しを下支えする医療・福祉分野の雇用動向」『経済・産業メモ』2003年10月号を参照。

²⁰ 臨時・日雇とは、1年以内の期間を定めて雇われている者で、常雇とは役員及び1年超あるいは期限を定めずに雇われている者をいう。また臨時・日雇の増加ペースの鈍化は、正社員からパートへのシフトの一段落を通じて賃金の下げ止まりにも影響している。次節参照。

²¹ 企業規模別の収益状況については、内閣府「平成15年度年次経済財政報告」第1章第1節を参照。

²² 四半期基準日付でそれぞれ1997年4 - 6月期及び2000年10 - 12月期(暫定)。所定外労働時間も丁度これらの期にピークを迎えている。

る値を上回っている。所定外労働時間の増勢は雇用の一層の回復を期待させるが、一方で企業の構造調整傾向は依然根強いことから、今後も雇用は緩やかな改善傾向に留まるものと予想される²³。

4．賃金は下げ止まりへ、先行きの消費マインドには明るさも（図表 45、46 頁）

毎月勤労統計調査の一人当たり現金給与総額を前年同期比で見ると、2002 年 7 - 9 月期を底に下げ止まり傾向にある（図表 - 10）。内訳をみると、所定外給与が所定外労働時間の増加を背景に前年比増加を続けているほか²⁴、所定内給与、特別給与についても減少幅が縮小してきている。これは、一般労働者、パート労働者ともに給与の下げ止まりがみられることに加え、一般労働者からパート労働者へのシフトという労働者構成の変化が一段落していることが背景にある²⁵。

賞与についても、減少に歯止めがかかっている（図表 - 11）。2003 年の夏季賞与は、比較可能な 1991 年以降最大の下げ幅となった昨年から一転して前年比プラスへと転じ、3 年ぶりの増加となった。賞与は企業収益の動向を反映しやすいが、夏季賞与の下げ止まりは製造業大企業を中心とした業績の回復を受けた結果と考えられる。2003 年の冬季賞与についても、引き続き企業収益が改善基調にあるほか、夏冬の賞与を春闘時または夏季闘争時に一括して決定する「夏冬型」の年間臨給制を採用する企業が多いことなどから²⁶、夏季と同様に下げ止まりがみられるものと予想される。

こうしたなか、GDP ベースの民間最終消費支出の実質前期比は、ほぼゼロ近傍で推移している（図表 - 12）。GDP ベースでは人口、世帯数の増加による増加トレンドが存在することや、帰属家賃が含まれることなどから家計調査ベースの消費とは乖離が生じるが、その家計調査の勤労者世帯実質消費支出では、前年割れが続いている（図表 - 13）。この動きを実収入、税金や社会保険料支払などの非消費支出、消費性向の 3 つに要因分解すると、2003 年 1 - 3 月期以降、実収入の減少による消費の下押し圧力は徐々に弱まっている。これは上述の賃金の下げ止まり傾向を反映した動きと理解できる。その一方で、2002 年後半から消費の下支え役を果たしてきた消費性向の上昇が直近では一巡している²⁷。

続いて、供給側の指標である小売業販売額指数は（図表 - 14）減少傾向が続いている。衣類、飲食料品等は冷夏の影響による季節商品の売上不振等もあり弱含んでいる。家庭用機械器具は、DVD 機器や液晶、プラズマ・ディスプレイなどの薄型テレビが好調のほか、足もとで

²³ 近年では所定外労働時間の増加が雇用増に結びつくまでのタイムラグが長期化していることも指摘されている。厚生労働省「平成 15 年版労働経済の分析」第 1 章第 3 節を参照。

²⁴ 所定外労働時間の増加ほどには所定外給与は増えていないことに留意。

²⁵ 詳しくは日本政策投資銀行「賃金の下げ止まりと所定内給与」『経済・産業メモ』2003 年 11 月号を参照。なおパート労働者の賃金は、労働時間の違いもあり一般労働者の 2 割強の水準に留まっている。

²⁶ 厚生労働省「平成 15 年民間主要企業夏季一時金受給状況について」によると、夏冬型の年間臨給制を採用している企業は全体の 7 割弱を占める。

²⁷ ただしこれにはサンプル替えの影響も否定できない。日本政策投資銀行「最近の経済動向」『調査』第 49 号 2002 年参照。

はパソコン本体の販売も持ち直しているが²⁸、エアコンが冷夏による販売不振もあり引き続き低迷したことなどから、全体としては依然低調である。

乗用車の販売台数は、2003年4月に環境関連の税制変更により低公害車に対する税制優遇が縮小したことから、2003年1 - 3月期に駆け込み需要が生じ大幅に増加した(図表 - 15)。4 - 6月期はその反動から大きく減少したが、その後も2002年の増加を牽引した小型車の需要が一巡したこともあり、販売台数は伸び悩んでいる。

旅行取扱高について前年比の推移をみると(図表 - 16) 海外旅行は2002年後半に一昨年の米国テロ事件をきっかけとした落ち込みの反動から大きく増加した。しかし2003年に入り、イラク戦争の勃発やアジア地域を中心とした新型肺炎(SARS)の流行から再び大きく落ち込み、2003年4 - 6月期は米国テロ事件の影響を受けた2001年10 - 12月期を凌ぐ減少幅を記録した。イラク戦争の終結と新型肺炎の流行の終息を受けて、海外旅行は徐々に回復に向かっているが、依然として減少幅は大きい。一方、国内旅行は海外旅行からのシフトが生じていることに加え、旅行会社のブランド取扱統計にみられるようにこれまでの単価の下落傾向に歯止めがかかっていることなどから、幾分持ち直している。

最後にマインド面では、各指標ごとの方向性には若干ばらつきがみられるものの、先行きの消費マインドには明るさもみられている(図表 - 17)。生活不安度指数は概ね横ばいの動きを示している一方、日経消費予測指数は旅行・レジャーや耐久財への支出意欲などが低下し、このところ悪化傾向にある。一方、今後半年間の見通しを表す消費者態度指数は、2四半期連続で改善している。これは雇用環境や収入面を中心にほとんどの項目で見通しが改善しているためであり、先行きの景気回復期待を反映した動きをみせている。今後、雇用・所得環境の下げ止まりの動きが、どの程度消費支出へと結びつくかが注目される。

5. 設備投資は増加、キャッシュフロー比率は依然抑制(図表47頁)

設備投資は、製造業を中心に増加しており、先行指標も総じて堅調さを保っている。しかし、キャッシュフロー比率の推移は投資の選別姿勢の根強さを示しており、設備投資の先行きを占う上では、企業収益改善の持続性が注目される。

法人企業統計によると(図表 - 18) 2003年4 - 6月期の名目設備投資は7期ぶりに前年の水準を上回った²⁹。製造業の設備投資(前年同期比)は、投資採算³⁰に若干のラグをもって高い相関で連動するという経験則があり、今回も2002年初めからの投資採算の改善を受けて、

²⁸ 2003年10月より家庭用パソコンのリサイクルが開始され、販売価格にリサイクル費用が上乗せされることになったが、それをにらんだ駆け込み需要もあったと考えられる。

²⁹ 法人企業統計では、2001年7 - 9月期分の調査から「ソフトウェアを含む設備投資額」を公式の設備投資額としているが、それ以前の時系列データが入手できないため、参考系列である「ソフトウェアを除く設備投資額」によって分析を行う。

³⁰ 本節では、営業資産利益率(有形固定資産と棚卸資産の和に対する季節調整済営業利益の比率。営業用資産の収益性を表す)から金利コスト(新規貸出約定平均金利)を差し引いたものを、投資採算と呼ぶ。近年は、金利コストは低水準で安定しており、また営業資産利益率の分母にあたる営業資産も短期的には大きく変動しないことから、投資採算の動向は基本的には営業利益の変化によって説明される。

2002 年末頃から設備投資の持ち直しが明確になり、2003 年 4 - 6 月期は 3.8% 増と 2 年ぶりの増加に転じた。製造業の投資採算は、2003 年の前半において改善に一服感が出ているものの、8 月から 9 月にかけて実施された 2003 年度の設備投資計画調査の修正状況をみると(図表 - 19) 当初から設備投資の牽引役として注目された大企業製造業(左から 3 つ目のプロット) だけでなく、回復の遅れが懸念された中小企業製造業(左から 2 つ目のプロット) においても順調な上積みが見られ、前回の設備投資のピークであった 2000 年度の修正状況と比較しても遜色ない結果となっている。従って、投資採算の水準が現状程度を維持する限り、年度内の製造業設備投資は引き続き堅調に推移するものと考えられる。他方、非製造業の設備投資については、2003 年 4 - 6 月期の伸びは前年同期比 7.7% 増と高かったものの、不動産業やサービス業の一部が大きく伸びたことが原因で、一時的な動きに終わる可能性も指摘されている。大企業の年度計画においては、規制緩和等を背景に強いコスト削減圧力を受ける業種を中心に依然として抑制色が強く、中小企業の動向も流動的な要素が大きいため、非製造業全体として今後の持続性は不透明である。

企業の設備投資に対する積極性を表す指標とされる、設備投資の対キャッシュフロー³¹比率は(図表 - 20) 製造業、非製造業ともに趨勢的には低下傾向にあり、直近の水準は製造業で 6 割、非製造業で 7 割にとどまっている。製造業においては、設備投資が収益の改善に遅行する面があるため、今後短期的にはこの比率が上昇する可能性もあるが、その点を割り引いても、業種を問わず投資の選別姿勢が根強いことを象徴する結果となっている。大まかにいえば、設備投資がキャッシュフローの範囲にとどまることは、企業部門が貯蓄超過であることを意味する。現状のような大幅な貯蓄超過状態は、先進国のなかでも異例のケースではあるが、期待成長率が低位にとどまるなか、平均的な企業は低迷の続く資本収益率や脆弱な財務体質の改善を急務としていることに加え、資本財の相対価格の低下が続いていることもあり、当分の間持続することが見込まれる³²。

このように、今回の設備投資の持ち直しも、これまでのところは「抑制基調のなかでの製造業を中心とする循環的回復局面」の域を出ないが、資本ストックの面では、新たな変化の兆しもみられる。資本ストック伸び率は、設備投資の持ち直しを受けて上昇に転じるのが通常であるが、今回、製造業の資本ストックは(図表 - 21) 2003 年 4 - 6 月期において比較可能な範囲で初めてマイナスとなった。これは、設備投資が増加しているにもかかわらず除却率³³が

³¹ 税引後利益と減価償却費の和をキャッシュフローとするのが一つの定義であるが、法人企業統計季報のデータの制約から、ここでは経常利益 / 2 を税引後利益とみなす簡便法により算出している。なお、会計上の利益を計算に用いていることから、評価損益や費用の引当のようにキャッシュの出入を伴わない損益の影響も受ける点で、厳密な意味でのキャッシュフローとは異なる。

³² 過剰債務の調整が終了した後は、貯蓄超過状態が徐々に解消に向かう可能性もあるが、今後とも日本経済の期待成長率が大幅に高まることはないとするれば、それは設備投資の増加よりも配当の増加を主因として実現すると考えられる。

³³ 定義により、当期末の資本ストック = 前期末の資本ストック + 当期中の(新設投資額 - 粗除却額 + 中古品取得額) の関係がある。図表 - 21 に表示した「純除却」は、通常の意味での除却額(粗除却) から中古品取得額を差し引いた概念である。

急上昇した結果であり、動きが急であるだけに一時的なブレをかなり含むと考えるべきではあるが、その点を割り引いても、過剰設備の整理や不採算部門からの撤退など、いわゆる事業再構築の進展を示す数字として注目される³⁴。設備投資の増加に比べ、資本ストックの積み上がりが従来より小さいとすれば、次の景気後退期におけるストック調整は相対的に軽微なものとなる可能性もある。

6. 先行指標は総じて堅調、企業収益動向に注目（図表 48 頁）

設備投資（特に、うち名目機械投資）の代表的な先行指標とされる機械受注（船舶・電力を除く民需）は（図表 - 22）2002 年 1 - 3 月期を底に持ち直し、2003 年 1 - 3 月期以降、前年同期の水準を上回っているが、同 7 - 9 月期には電気機械からの受注増が一服したことなどにより伸びが鈍化した。しかし、9 月に発表された 10 - 12 月期の受注見通し³⁵においては、製造業からの受注が小幅ながら 2 期連続で鈍化（前期比では 2 期連続で減少）するものの、非製造業からの受注が著増となり、全体でも再び伸びが高まることが見込まれている。

この結果を素直に受け止めれば、機械受注は設備投資に対し通常 1 ~ 2 四半期の先行性を持つとされることから、2004 年前半まで設備投資は底堅く推移すると予想できる。しかし、このような機械受注に基づく予測の信頼性は、以下の 2 つの理由から、当面やや低下しているとみておくべきであろう。第一には、別途推計した建設投資額とソフトウェア投資額³⁶を、SNA ベースの設備投資額から差し引いた残差を機械等の投資とみなして、機械受注の推移と比較すると、図表 - 22 が示すように 99 年頃を境に機械受注の先行性が薄れ、特に 2001 年の減少局面以降は殆ど同時に上下するようになっている。わずか数年のデータで断定することはできないが、もし何らかの構造変化が起きているとすれば、その背景としては、懐妊期間（受注から据付までの期間）が短い IT 投資のウェイトが高まっていることなどが考えられる³⁷。第二には、機械受注統計では、電話機の取得が「設備投資」に該当した時代の名残で携帯電話機が集計対象になっているため、特に通信業、あるいはそれを含む非製造業からの受注額は、設備投資と関係のない携帯電話機需要の増減に大きく左右されるということである³⁸。機械受注統計に含まれる携帯電話機の割合は、かなり大胆な仮定を置かないと推計できないが、カメラ付携

³⁴ 除却に関する基礎統計になっている法人企業統計季報データからみると、4 - 6 月期の除却率の上昇に大きく寄与したのは鉄鋼業であった。

³⁵ 内閣府が公表する見通しは、機械メーカーからの回答の単純集計値×最近 3 四半期の平均達成率（実績値 / 単純集計値）により機械的に計算されたものであるが、非製造業において 2003 年 1 - 3 月期と 4 - 6 月期の達成率が大きく上ブレしたことから、上記の計算ルールに基づく 10 - 12 月期の見通しは過大評価の恐れが大であることを内閣府自身も指摘している。従って、本節では単純集計値そのものを見通しの値として用いている。

³⁶ 具体的には、95 年産業連関表の固定資本マトリックスに基づいて、設備投資を建設投資、ソフトウェア投資、その他（機械等）に 3 分割した値をベンチマークとし、建設投資を建設総合統計の民間非住宅相当分の伸び率、ソフトウェアを民間企業資本ストック統計の無形固定資産の伸び率を用いて、それぞれ延長推計した。

³⁷ 伝統的には機械受注の先行期間は 2 ~ 3 四半期とされてきたが（例えば内閣府の機械受注統計年報にもそれを示唆する文言がある）、設備投資の「軽量化」に伴い近年では 1 ~ 2 四半期が多用されるようになった経緯がある。

³⁸ この点は、第一の問題である先行性の希薄化にも影響を与えていると思われる。

携帯電話の成長ぶりからみて、通信業を中心とする最近の非製造業からの受注の伸びが（設備投資の先行指標としては）かなり過大評価になっている可能性は否定できない³⁹。

また、同じく図表 - 22 により建設投資の先行指標の一つである建築着工床面積（民間非住宅）の推移をみると、2002 年以降、小刻みに上下しながらも緩やかに持ち直しており、特に 2003 年 7 - 9 月期は前年同期比二桁に近いプラスと、徐々に底堅い動きを示した。しかし、建設投資の推移と比較すると、もともと先行性は機械受注に比べてかなり緩やかなものであり、建設投資の変動が短期的な設備投資動向に与える影響も、最近ではかなり小さくなっている。

以上のように、先行指標は総じて堅調であり、設備投資の先行きを占う上でプラス材料には違いないが、十分な判断材料とは言い難い。そこで最後に、設備投資のファンダメンタルズ（基礎的条件）において最も重要な要素である企業収益の先行きについて検討する。2003 年度の企業収益は、各種調査において 2 年連続の増益が見込まれている。投資採算と設備投資の密接な相関からみて、この増益計画が順調に達成されるかどうか、来年度の投資マインドに重要な影響を与えると考えられる。

法人企業統計の営業利益の変化を、損益分岐点分析の手法により、次のように要因分解してみる。すなわち、 $\text{営業利益} = \text{売上高} \times \text{限界利益率}^{40} - \text{固定費}$ の定義式をもとに、ここでは固定費を人件費と減価償却費の和として、限界利益率を逆算する。そして他の 2 要素が前年同期と同じであったと想定した場合の利益の変化額を、当該要素の寄与と考えることにすれば、営業利益の前年同期比伸び率は、増収寄与、限界利益率寄与、固定費寄与の 3 要因に分解できることになる（図表 - 23）⁴¹。すると、2002 年以降の収益改善過程で大きなプラス寄与をもたらした固定費削減効果が、2003 年に入って一巡しつつあり、それに伴って増益率が若干鈍化していることがわかる。また、日銀短観（9 月調査）における 2003 年度の収益計画から半期別の状況をもて、上期の増益要因はほぼ固定費削減のみであるのに対し、下期は固定費寄与が大幅に縮小し、限界利益率寄与が増益要因の殆どを占める計算になっている。3 月期決算企業の場合、9 月調査における上期の数字は実績見込みに近い比較的確度の高いものと考えられるのに対し、中間決算前に年度計画を見直している企業がさほど多くないとすれば、下期の数字は「計画」というよりも年度計画マイナス上期の逆算で出てくるに過ぎず、実際に企業がこのような姿を現実的と考えているか否かは定かでないが、年度計画の達成には需給引き締め感の持続や為替レートの安定などを背景に、十分な利幅が確保されることが必要といえる。その点で、第 2 節でみたように 10 - 12 月期の生産見通しが明るいことは好材料であるが、以後の生産・出荷動向がいつまで底堅い推移を保つことができるかが、半年程度のラグをもって設備投資の持続性に影響を与えるとみられる。

³⁹ 通信業からの受注額は、2003 年 1 - 3 月期以降、前年を上回っているが、生産動態統計の推移からみて、携帯電話の部分を除くと前年割れが続いている可能性もある。

⁴⁰ マージン率とも呼ばれる。変動費を売上高で割った変動費率を 1 から引いたものに等しい。

⁴¹ 各要素の交絡項（複合要因）については、限界利益率要因に含めた。

7. 住宅投資は低調に推移（図表 49 頁）

新設住宅着工戸数（季調値年率）は、2001 年以降、年率 110 万戸台という低水準での動きが続いている（図表 - 24）。住宅着工戸数の前年比を要因分解すると（図表 - 25）、貸家、分譲が一進一退の状況が続いている中で、2001 年以降前年比減を続けていた持家が、2003 年 4 - 6 月期から増加に転じている。これは住宅ローン減税終了をにらんだ駆け込み需要⁴²が生じたほか、金利の先高観による着工の前倒しがみられていることによるものである。ただ年度後半には住宅ローン減税の駆け込み効果ははく落すると見込まれることから、全体として住宅着工は今後も低調に推移すると考えられる。

また住宅着工床面積も着工戸数とほぼ同様の動きを示している（図表 - 26）。

こうした先行指標である着工戸数の推移にみられるように、実質民間住宅投資（季調値年率）は、緩やかな減少傾向を続けている（図表 - 27）。

マンション⁴³市場では、首都圏、近畿圏ともに 2002 年にかけて積み上がった在庫を削減する動きがみられている⁴⁴（図表 - 28、29）。在庫の減少は今後のマンション着工の盛り上がりを見込ませるが、発売の先送りにより発売戸数を減少させることで統計上在庫が減少している面も指摘されていることから⁴⁵、着工の増加へ結びつくにはなお時間を要する可能性もある。

8. 財政事情を反映し、公共投資は減少傾向（図表 50 頁）

公共投資（公的固定資本形成、名目季節調整年換算値）は、財政事情悪化を受けた歳出削減の影響により、99 年後半以降ほぼ一貫して減少している（図表 - 30）。この結果、公共投資の直近の水準は、対 GDP 比（名目季節調整値）5.3%とピーク比 4%の低下となっている。

先行指標である公共工事請負金額をみると、2002 年度は前年比 7.2%減と 4 年連続の減少となった（図表 - 31）。小泉内閣の財政改革路線に沿った歳出削減の流れを受け、引き続き減少傾向が続いている。特に、公共投資の 7 割を占める地方実施分は、財政事情の厳しさを反映して抑制が顕著である。

2003 年度当初予算では、国の公共投資関係費は前年比 3.7%減、地方財政計画による投資的経費は同 5.3%減といずれも減少幅を拡大させている。経済財政諮問会議資料（2003 年 7 月 29 日）によれば、2004 年度予算における国の公共投資関係費は 3%減とされており、公共投資は今後も減少傾向が続くものとみられる。

⁴² 住宅ローン減税制度は 2003 年 12 月末までの入居を条件としているため、着工ベースでは 2003 年上期に駆け込みの影響がみられている。なお住宅ローン減税は現在、期間延長を検討中である。

⁴³ ここでマンションとは、構造が鉄骨鉄筋コンクリート造、鉄筋コンクリート造、鉄骨造のいずれかで、建て方が共同造、利用関係は分譲住宅にあたるものを指す。

⁴⁴ 新設住宅着工統計では、マンション着工は分譲着工に含まれ、分譲着工に占める割合は 63.0%（戸数ベース、2002 年度）である。このうち、首都圏（埼玉県、千葉県、東京都、神奈川県）、近畿圏（滋賀県、京都府、大阪府、兵庫県、奈良県、和歌山県）のマンション着工戸数合計は、75.8%（2002 年度）と 4 分の 3 程度を占める。従って、首都圏、近畿圏のマンション市場の動向は、マンション着工、分譲着工の先行きを判断する上で重要である。

⁴⁵ 不動産経済研究所「マンション市場動向」では、当月末の在庫戸数 = 前月末の在庫戸数 + 当月発売戸数 - 当月販売戸数として計算される。従って、発売が先送りされた物件については統計上在庫として現れない。

公共投資が減少傾向で推移する一方で、景気低迷や所得税等減税により歳入も低調に推移していることから、国、地方ともに、高水準の財政赤字が続いている。財政赤字分を国債、地方債発行及び地方交付税交付特別会計借入などによって資金調達してきた結果、債務残高は急速に増加してきており、2003年度末の国・地方計の長期債務残高は686兆円と対GDP比約140%に達する見込みである(図表 - 32)。なお、2002年度末に郵政事業特別会計・郵便貯金特別会計が廃止され(2002年度末残高約49兆円)見かけ上の債務は減少したものの、増加基調は続いている。

現在の日本の一般政府債務残高は先進国の中で突出しており、さらに、公債発行や利払・償還を除いた基礎的財政収支(プライマリーバランス)の大幅赤字が継続している(図表 - 33)。この状況はEUや米国が90年代後半から財政再建路線を歩む様子と対照的である。また、小泉内閣では、発足以来国債新規発行額を30兆円以内に抑える方針を公約として堅持してきたが、2002年度は補正後この30兆円枠を上回り、約35兆円となった。2003年度は当初予算ベースで約36兆円の発行が見込まれている。

9. 輸出は一部に持ち直しの兆し、輸入は緩やかな増加(図表 51 頁)

為替レートの動向を実質実効為替レートでみると(図表 - 34)、円は2003年7月にかけて安値傾向が続いた。しかし、米国大統領選を控えていることなどを背景に、2003年9月以降は米国の実効レートが安値傾向に転じたため、円やユーロは相対的に通貨高の方向で推移している。

円/ドルレートの水準を購買力平価と比較してみると(図表 - 35)、2002年の円/ドルレートは、円安方向にあり、下落傾向が続いている購買力平価に近づいた。しかし、財務省・中央銀行総裁会議の共同声明や外国人投資家による対日投資の増加などを背景として、円高が進行し、2003年5月には、円/ドルレートは再び購買力平価から乖離する動きが見られる。

わが国の輸出は持ち直しの兆しがみられ、輸入は緩やかな増加となっている。輸出入数量の動きを、季節調整を施した月次指数で概観すると(図表 - 36)、輸出数量は、米国向け輸出が減少傾向にあるものの、アジア向け輸出がSARSの流行による影響が多少あったものの総じて堅調であったため、横ばい圏内で推移した。今後は、米国経済の回復ペースも勢いが増し、先行きに明るさがみられるため、輸出は再び持ち直す可能性が高いと思われる。一方、輸入は、2002年初めまでは概ね横ばいで推移していたが、その後増加傾向にある。

輸出数量を仕向地別にみると(図表 - 37)、2003年1 - 3月期以降、米国向け輸出の減少をアジア向け輸出の増加により補ってきたことが窺える。

経済産業省「産業活動分析」で財別の輸出向け出荷の動向をみると(図表 - 38)、2003年1 - 3月期は、資本財が米国向け映像機器等を中心として減少、耐久消費財も米国向け自動車を中心として減少したことから、全体でも大幅な減少となった。しかし、2003年4 - 6月期は、アジア向け輸出を中心に資本財が増加したことから、全体としても増加した。

輸入の財別動向をみると(図表 - 39)、2003年4 - 6月期は、米国やアジアからの耐久消

費財・資本財が増加し、建設財の減少が緩やかになったことから、全体としては再び増加した。

10. 依然デフレ状態が続くが、物価の下落幅は縮小（図表 52 頁）

国際商品市況（除く原油）は、2002 年後半からイラク情勢の緊迫化を背景に大きく上昇し（図表 - 40）、その後上昇圧力は一巡しているものの依然強含みで推移している。

国内需要財の企業物価（国内と輸入の加重平均）は、下落幅が縮小傾向にある。内訳をみると、素原材料が主に原油高の影響から 2002 年 10 - 12 月期以降プラスに転じているほか、中間財においても鉄鋼や化学などの素材価格の上昇を反映して持ち直している。

消費者物価（除く生鮮食品）についても、このところ下落幅は縮小している（図表 - 41）。これは 2003 年度より医療費の自己負担割合が 2 割から 3 割へと引き上げられた⁴⁶ことに伴い診療代が上昇し、公共サービス他が 2003 年 4 - 6 月期以降プラスに転じたことが大きい⁴⁷。また農水畜産物や工業製品といった財部門においても下落幅は緩やかに縮小している。

企業向けサービス価格は、リース・レンタル、不動産を中心に前年比 1 % 程度の下落が続いている。

このように依然として物価はデフレ状態にあるといえるが、このところ下落幅の縮小がみられており、10 月単月での消費者物価指数（除く生鮮食品）では 1998 年 4 月以来 5 年 6 ヶ月ぶりとなる前年比プラスを実現した。これには税・社会保障制度の変更や、冷夏による米の不作から生じた米価格の値上がり⁴⁸などの特殊要因も無視できないが、他方で価格下落の大きい電気機械類も以前と比べると下落幅が縮小しており、全体として下げ止まりの方向に向かいつつある。

11. 顕在化しない量的緩和政策の効果（図表 53 頁）

金融市場では、2001 年 3 月、日銀が当座預金残高を金融政策の直接的な誘導目標とする量的緩和を実施して以降、無担保コール翌日物はゼロ % 近傍で推移している（図表 - 42）。短期金利の代表である CD 3 ヶ月金利（買い）は、0.1 % 台の低い水準が続いている。

一方、長期金利の指標である 10 年物国債利回りは、内外株価の低迷による景気の先行きを巡る不確実性の高まりなどから 2002 年を通じて低下基調が続き、2003 年 6 月には一時 0.4 % 台まで低下したが、4 月以降の国内株価の上昇や世界的なデフレ懸念の後退を受け、7 月には、1 % を超える水準まで急上昇した。その後、1 ~ 1.5 % のレンジで推移している。国債流通利回りの動きに比べ、銀行の新規約定貸出金利は安定的であり、1 % 台後半で推移している。

金融政策では、量的緩和が継続されている。2003 年に入ってから、日銀当座預金残高の誘導目標が 4 月、5 月と段階的に引き上げられ、10 月に再び引き上げられて以降、27 ~ 32 兆円程

⁴⁶ ただし、70 歳以上（1 割負担）及び 3 歳未満（2 割負担）については変わっていない。

⁴⁷ 2003 年度における社会保障、税制面での制度変更は、このほかに発泡酒増税（5 月）たばこ税引き上げ（7 月）が挙げられるが、医療費の自己負担割合引き上げに比べると消費者物価に与える影響は相対的に小さい。

⁴⁸ 米は生鮮食品に分類されないため、除く生鮮食品ベースの消費者物価指数にも影響を与える。

度に設定されている。こうした背景には、政府と中央銀行が歩調を合わせて積極的にデフレ対策に乗り出すとのアナウンス効果や、不良債権処理の加速に伴う金融市場の混乱へ備える意図がある。その結果、当座預金残高は、概ね誘導目標に沿った水準で推移している(図表 - 43)。

金融調節の手段としては、長期国債買い切りオペが、2002年10月決定以来月額1兆2000億円の水準で継続している。さらに、2003年8月に中小企業売掛債権、中小企業向け貸付債権等を原債権とした資産担保証券、資産担保CPの購入を開始、10月には国債買い現先オペの対象期間を6ヵ月から1年に延長している。

日銀当座預金と流通現金の合計であるマネタリーベースをみると、上記の金融政策を反映して、2002年以降一貫して二桁の高い伸びが続いており、2003年7-9月期には前年比20%を超える大幅な増加となった(図表 - 44)。一方、マネーサプライをみると、 $M_2 + CD$ は、2003年に入ってから前年比1-2%で推移している。マネーサプライをマネタリーベースで除した信用乗数は、92年前半には13倍に達していたが、マネタリーベースの伸びが相対的に高いことを受けて低下基調で推移しており、直近では6倍台の歴史的低水準にある。マネタリーベースの増加が信用乗数の低下に吸収され、結果的に量的緩和政策の効果が顕在化していない。また、マネーサプライの増加が名目GDP増加に結びつかず、名目GDPを $M_2 + CD$ で除した貨幣の流通速度も低下を続けている(図表 - 45)。

$M_2 + CD$ を信用面からみると、増加の主因は国債購入を中心とする政府向け信用であり、民間向け貸出や事業債・株式などは減少が続いている(図表 - 46)。マネーサプライの伸びが、政府向け信用に下支えされていることが窺える。

第 章 日本経済の中期シナリオの検討 - 資金循環と金融を中心に -

本章では、「改革と展望 - 2002 年度改定」(平成 15 年 1 月 24 日閣議決定)の想定通りに構造改革が進展し、日本経済が安定成長軌道を辿った場合に、部門別の資金過不足状況、資金循環全体がどのように変化するのか、さらにそうした外部環境を前提とした場合に、金融機関の資金運用行動がどのように変化していくかを考察するため、2010 年度までを予測期間とする日本経済の「中期シナリオ」を作成した。

1. 資金過不足及び貸出残高の長期推移 (図表 54 頁)

「中期シナリオ」の説明に入る前に、本節では部門別の資金過不足及び民間銀行の貸付残高の推移をみていくことにする。なお、本節においては 60 年代からの長期的な推移を追うことを目的としているため、国民経済計算、資金循環統計ともに 68 S N A ベースの統計を用いている。後の部分で用いている 93 S N A ベースの統計との間で、部門や勘定科目等の定義に違いが存在するが、資金過不足の趨勢的な動きをみる上で本質的な問題は生じないと考えられる。また、資金過不足は貯蓄投資差額を金融資産・負債の動きから捉えたものであり、概念的に一致すべきものであるが、推計方法の違いにより実際の統計においては誤差が生じている。本章では、資金循環統計上の資金過不足をもとに分析及び中期シナリオの作成を行い、予測期間については資金過不足と貯蓄投資差額には誤差が生じないものと仮定する。

まず、部門別資金過不足の長期推移をみると(図表 - 1)、個人⁴⁹においては 70 年度以前から一貫して資金余剰が続いており、80 年代後半に至るまで唯一の資金余剰主体であった。90 年代も資金余剰が続いたが、貯蓄率の低下を受け、余剰幅は縮小している。法人企業⁵⁰は、90 年代半ばまで一貫して資金不足が続いたが、90 年代半ば以降の金融環境の変化への対応、収益性をより重視した設備投資行動の変化等の要因があり、設備投資がキャッシュフローの範囲内でなされた結果、資金余剰状態が続いている。政府部門は、好景気による税収等の要因があり 80 年代後半に資金余剰に転じたが、92 年度に再び資金不足となり、景気悪化による税収減と景気対策による支出増加、減税によりそれ以降資金不足幅が拡大している。

民間銀行貸出残高対 G D P 比は、80 年代に急速に上昇し、80 年度から 90 年度に至るまで旺盛な投資行動により資金不足幅の拡大した企業部門向け貸出が増加し、対名目 G D P 比で約 40%ポイントの上昇となった。90 年代は貸出減少、不良債権の償却等により逆に低下が続けたが、長期的にみると依然高水準にある(図表 - 2)。因みに、本稿では、本章後段で予測を行った結果、民間銀行貸出残高対 G D P 比の水準が、予測期間を通じて 80 年代初頭の水準(対 G D P 比 90%程度)まで調整が続くことを見込んでいる。

⁴⁹ 家計のほか、個人企業と非営利団体を含む。

⁵⁰ 法人企業には民間非金融法人企業と公的非金融法人企業のほか、貸金業者及び一部の政府系法人が含まれる。

2. 90年以降のわが国の資金循環の変化（図表 55 頁）

図表 - 3 は資金循環統計（93 S N A ベース）及び各種財務諸表等をもとに、90 年度以降の金融資産・負債の対応関係の変化を図示することにより、資金循環の変化を捉えようとしたものである。具体的には、各部門の保有する金融資産を、対応する負債を抱える部門の負債で按分比例し、金融資産・負債の部門間の対応関係を明らかにしたものである⁵¹。従って、図示されている数値のうち、（ ）のない部分は仮定を置いて作り上げた数値であり、実際の数値とは異なる。また、残高の推移にはフロー以外に、時価（主に株式）の変動が反映されており、留意が必要である。

図表 - 3 により 90 年度以降の資金循環の変化を概観すると、家計からの資金の流れとしては、金融資産の増加に伴い、預金をはじめとする民間金融機関に対する金融資産、また、郵便貯金、公的年金等が増加している。対照的に、株式・社債を通じた民間非金融法人企業への資金の流れは減少し、リスク回避的な資金運用行動が窺える。民間金融機関からの資金の流れとしては、貸付を中心に民間非金融法人企業への資金が減少する一方、国債を中心とした政府部門への資金が増加している。また、住宅貸付、対外証券投資が増加している。

政府部門向けの資金としては、郵貯・簡保・公的年金を通じた資金の流れも拡大している。一方で政府系金融機関への資金は 96 年度末までは増加したものの、2003 年度末にかけては減少しており、政府部門自体の資金需要が旺盛であったことを示している。

3. 中期シナリオの概況（図表 56 頁）

本稿における「中期シナリオ」の作成は、「改革と展望 - 2002 年度改定」に沿って日本経済が潜在成長軌道に乗った場合に、部門別資金過不足、資金循環全体がどのように変化するか、その上で金融機関の資金運用がどのように変化していくかを描写することを試みたものである。ただし、「改革と展望 - 2002 年度改定」には具体的な数値は明示されていないため、具体的には、平成 15 年 1 月 20 日に経済財政諮問会議に提出された「内閣府作成参考資料」中の「基礎年金国庫負担 1/3 の場合」において記されている実質・名目 GDP 成長率⁵²、GDP デフレーター上昇率、部門別貯蓄投資差額（＝部門別資金過不足）、公債残高、長期金利等の見通しに従った。GDP のうち需要項目別の動向や、部門別貯蓄投資バランスの民間のうち、民間企業、家計等の細部の内訳は明示されていないため、その部分については内閣府試算と整合的になるように、独自に予測を行った（図表 - 4）。

日本政策投資銀行調査部は「調査 No.49 最近の経済動向 - 日本経済の持続可能性に向けた中期シナリオの検討 -」（2002 年 12 月）において、「改革と展望」に即した 2010 年度までの日本経済「中期シナリオ」の作成を行っている。本稿「中期シナリオ」との間で、足もとの成長率、

⁵¹ 辻村・溝下（2002）「資金循環分析 基礎技法と政策評価」（慶應義塾大学出版会）による金融連関表の作り方を参考にしている。

⁵² 2003 年度については平成 15 年 9 月 26 日に内閣府が公表した「平成 15 年度経済動向試算（内閣府試算）」により足もと修正を行った。

そしてデフレ脱却の時期に差異はあるが、長期的な経済成長率、需要項目別の成長を決定する要因等に本質的な変更はない(図表 - 5)。本稿作成のねらいを2002年12月「中期シナリオ」との比較でいえば、2002年12月には実物経済に重点を置いた分析・予測を行ったのに対し、本稿においてはほぼ同様の実物経済の動きを金融面から捉え、資金循環に重点を置いた予測を作成している、ということである。

「内閣府作成参考資料」をベースに2010年度までの経済成長を概観すると、2004年度までの集中調整期間を経て、2005年度にデフレを脱却し、2010年度にかけて潜在成長率並の1.9%の成長を達成するというものである(図表 - 4)。本稿「中期シナリオ」において政投銀調査部が独自に予測した需要項目別の寄与については、消費が大きく下支えすることとなっている。名目長期金利⁵³については、適切な金融政策及び公的債務管理政策がとられ、名目経済成長率並となると考えられる(図表 - 6)。

4. 部門別資金過不足の中期見通し(図表 57 頁)

GDPの需要項目を大きく政府部門(政府最終消費+公的固定資本形成+公的在庫投資)、家計部門(民間最終消費+住宅投資)、民間企業部門(民間設備投資+在庫投資)に分けて推移をみると(図表 - 7)、民需が主導した80年代とは対照的に、90年代には経済活動に占める政府部門のウェイトが高まった。一般政府の資金不足幅が拡大し、逆に民間非金融法人企業が資金余剰主体に転じるという資金過不足の変化は、こうした実物面の動きと表裏の関係にある。

部門別の資金過不足は、2003年度以降についても、民間部門の資金余剰と一般政府の資金不足、すなわち事後的にみて一般政府の赤字を民間部門の黒字でファイナンスする流れが継続する。民間部門全体の資金超過状態が継続するなかで、家計では資金超過が続きながらも余剰幅は縮小、企業部門においては高水準の資金超過状態が継続する。一方で一般政府の資金不足状態が不足幅を縮小しながらも継続する。国内全体では資金超過状態が続く、すなわち海外に対して黒字が継続することを見込んでいる(図表 - 8)。

次節以降では、国内の主要な部門である、民間非金融法人企業、家計、一般政府の三部門につき、部門別の投資・貯蓄行動と、資金調達・返済の動向についてみていくことにする。分析・予測は、基本的に日本銀行「資金循環統計」(93SNA)をベースに行う。

5. 資金余剰が続く民間企業部門(図表 58 頁)

民間企業部門の資金過不足については、投資⁵⁴の大部分を占める設備投資と、キャッシュフロー⁵⁵との関係が大部分を規定することになる。

まず設備投資の動きをみていくと、2010年度に実質GDP成長率が1.9%となる安定的な成

⁵³ 金利水準は、内閣府作成参考資料通り。

⁵⁴ 設備投資の他に、土地や中古資産、住宅資産の移転があると考えられるが、分析上は捨象している。

⁵⁵ ここでは、SNA上の「貯蓄」(固定資本減耗を含む)を用いている。

長軌道に向けて、実質民間企業設備投資⁵⁶は緩やかに増加を続けていく(図表 - 9)。ただし、90年代を通じて長期的に亘って低迷の続いた資本収益率を是正するため、予測期間を通じて新規投資にとどまらず既存資本ストックに対しても調整圧力が継続し、設備投資の構造的な下押し要因であり続けることが予想される。また、設備投資デフレーター上昇率がGDPデフレーター上昇率を下回る状態が続くことを見込む。この結果、2010年度で名目設備投資のGDP比は14%台前半にとどまる。

さらに、収益性を高める動きが設備のみならず人件費を中心とする費用削減についても継続し、資本分配率の上昇がGDP比で2001年度の25.5%から33%超まで7%ポイント強に及び、90年代前半の水準に回復することを見込んでおり、その一部を研究開発投資の伸びで相殺する仮定を織り込んだとしても、設備投資はキャッシュフローの範囲内にとどまることになる。こうして民間非金融法人企業全体では資金余剰が継続する(図表 - 10)。なお、収益水準に対して相対的に投資水準が低くなる状態が継続した場合、増配等の株主への還元圧力が高まることも考えられるが、本稿においては利益処分の変化はないものと仮定する。

資金余剰の継続に伴い、金融資産が増加するか、金融負債が減少するかのいずれかになるが、安定成長下で金融資産の伸びが緩やかであることを考えれば、負債の減少が続くことが予想され、特に民間銀行借入については償却等要因を除くフローで対ストック比6~7%程度の減少が続くことを見込んでいる。ここでは外部調達に占める社債・CP等の資本市場からの調達割合が大企業を中心に相対的に高まることを見込み、社債・CP等による調達残高を2003年度以降2002年度横ばいとみているが(図表 - 11)、これらによる調達が活発化した場合にはさらに民間銀行借入を減少させることとなる。なお、株式による資金調達が毎年調達超となる予測としているが、これは株式発行がこれまでより活発化するということではなく、新規会社の設立、増資等が従来通り⁵⁷一定程度はなされるという仮定による。企業間信用については、法人企業にとっての与信先である個人企業の縮小や資産流動化要因により、資産と負債をネットアウトした後では負債圧縮要因となる見込みである。

企業間信用や預け金(入居保証料等)等の資産を流動化することによる資金調達は急速に拡大しており、資産効率を高めようとする企業のニーズにも見合って今後とも増加が見込まれる(図表 - 12)。こうした資産流動化による資金調達の増加は、金融負債圧縮の圧力として働くことになる。

6. 家計貯蓄率は低下、現金・預金のシェアは縮小へ(図表 59 頁)

家計部門についてまず混同されやすいのが、貯蓄と金融資産との関係である。フローの貯蓄 = 金融資産の増減、と解釈されることがあるが、SNA(国民経済計算)上ではフローの貯蓄

⁵⁶ 民間非金融法人企業以外に、金融・保険業、個人企業及び非営利団体の行う投資を含む。また、以下では民間非金融法人企業の設備投資の伸び率と民間設備投資の伸び率は等しいものと仮定する。

⁵⁷ 98年度から2002年度の累計は、約20兆円の調達超となっている。

は可処分所得⁵⁸から最終消費支出を除いた部分であり、その貯蓄から住宅投資などの実物資産取引を除いた部分がSNA上の貯蓄投資差額、いわゆる金融資産の増減分となる⁵⁹。従ってフローの貯蓄と金融資産の増減とは一致しない。

この点をまず踏まえた上でSNAベースの家計貯蓄率についてみると(図表 - 13)、年ごとに変動は認められるものの、1980年代以降長期的な趨勢として貯蓄率は低下傾向にある。これは社会保障制度の充実やインフレの沈静化に伴う予備的貯蓄の減少、人口高齢化の進行などが要因として挙げられる。特にここ数年は貯蓄率の低下が急激であるが、これは景気後退に伴う所得の減少のほか、1990年～91年の高金利時代に積み立てられた定額郵便貯金の満期が集中し、その利子所得税が一括計上された⁶⁰という特殊要因なども影響している。2002年度はSNAベースの貯蓄率はまだ公表されていないが、資金循環統計における家計部門の資金過不足、及び住宅投資の状況(図表 - 14)から判断する限り、所得のさらなる減少から貯蓄率は引き続き大きく低下したと想定される。

今後は主に高齢化の進行による緩やかな低下トレンドを見込む。いわゆるライフサイクル仮説に基づくと、引退世代となる高齢者は既存の貯蓄を取り崩すことで所得を上回る消費を行うため、高齢化の進行は貯蓄率の引き下げ要因となる。実際に各国の貯蓄率に関する実証分析でも貯蓄率と高齢化には安定的な負の関係があることが報告されている⁶¹。わが国の65歳以上人口割合は2000年の17.4%から2010年には22.5%へと上昇すると予想されており(国立社会保障・人口問題研究所、2002年1月推計)、これが家計貯蓄率の趨勢的な低下を形成する主因となる。このほかにも個人企業の減少傾向が今後も続くことから、可処分所得のうち混合所得が減少し、これも貯蓄率の下押し要因となる⁶²。

次に実質民間住宅投資は、このところ厳しい所得・雇用環境から低調な推移を続けているが(第部参照) 今後は低水準ながらも緩やかな増加を見込む(図表 - 14)。これは、今後所得・雇用環境が改善に向かうことで住宅取得マインドが持ち直しに向かうほか、世帯当たりで見ると住宅投資はほぼ横ばいを見通すものの、総人口が2006年をピークとして減少に転じる後も世帯数は2015年まで増加を続ける(国立社会保障・人口問題研究所、2003年10月推計)ことなどが背景にある。

このように貯蓄率が低下傾向を辿り、実物資産取引を代表する住宅投資も緩やかながら増加することから、今後の金融資産の増加は緩やかなものとなる(図表 - 15)。ただし資金循環統

⁵⁸ 厳密には可処分所得 + 年金基金年金準備金の変動であるが、ここでは単純化のため可処分所得に年金基金年金準備金の変動を含める。

⁵⁹ 従って、定義上以下の式が成立する。

可処分所得 - 最終消費支出 = 貯蓄 = 実物資産取引 + 貯蓄投資差額(金融資産の増減)

⁶⁰ SNAでは取引の計上時点として発生主義を原則としているが、税金については現金主義が適用されている。そのため実際には受取利子は満期時に一括支払いされたが、統計上は每期分割計上されてきた。一方税金は統計上満期時に一括計上されたため、2000年～2001年にかけて貯蓄率を押し下げる要因となったと指摘されている。

⁶¹ 内閣府「平成15年度年次経済財政報告」、第3章第2節、及び Callen, T., and C. Thimann (1997), "Empirical Determinants of Household Saving: Evidence from OECD countries," IMF Working Paper WP/97/181 を参照。

⁶² 93SNA上、家計部門には法人形態をとらないで事業を行う個人企業が含まれる。

計では株式・有価証券等を時価評価していることから、金融資産残高はこれら資産価格の変動によっても大きな影響を受ける。例えば 1991 年度から 2002 年度の 12 年間では、資産価格変動（主に株価の下落）により 106 兆円の資産の減少が生じたが、これは 2002 年度末の金融資産残高（1,369 兆円）の 7.7% に相当する。このように今後も資産価格の変動は金融資産残高を大きく左右すると考えられる。本予測では今後の景気の持ち直しによる株価の緩やかな上昇を想定していることから、この資産価格の変動を考慮した場合、2010 年度末における家計の金融資産残高は約 1,600 兆円となる。ただしこの場合でも金融資産残高の年平均伸び率は 1.9% と、株価下落による資産の目減りが続いた 1990 年代の年平均伸び率（3.6%）をも下回り、緩やかな増加トレンドを辿ることに変わりはない。

最後に家計の金融資産構成についてみる（図表 - 16）。まず現金・普通預金等については、90 年代後半以降、一連の金融不安や経済情勢の低迷等を受け、流動性が高く安全な資産としての魅力が高まり、シェアが上昇した。しかし今後は金融不安の払拭のほか、金利の持ち直し（図表 - 6）により、低収益の金融資産を保有する際の機会費用が高まることなどから、これら現金・普通預金等のいわゆるタンス預金は徐々に解消されていくと考えられる。

一方、株式・有価証券は、90 年代を通じての株価の下落傾向や人々の現金・普通預金等への資金シフトの裏返しとして、シェアは縮小した。その結果、2002 年度末の株式・有価証券のシェアは、バブル後期の 1990 年度の 1/3 弱にまで落ち込んでいる。今後は、株価、金利の持ち直しのほか、株式投資単位の引下げ促進や、有価証券取引税の撤廃等個人の証券市場への参入を促進させる一連の証券市場改革の成果により、株式、有価証券のシェアは上昇を見込む⁶³。わが国の家計の金融資産構成は、預貯金等の元本が保証されている安全資産の割合が高く、株式等の危険資産の割合が低いということがかねてより指摘されているが（参考 2）の各国比較も参照）⁶⁴、最近ではインターネットを利用した株式取引が普及していることなどから、個人の株式売買高が急速に増加しており⁶⁵、今後の個人の株式市場への積極参入を示唆する変化もみられている。

ただし、株式・有価証券類のシェアが上昇するとはいえ、その変化は緩やかである。例えばバブル期で株式のシェアが最も高かった 1988 年度においても、株式シェアは全体の 12% 弱であった（68 SNA ベース）⁶⁶。これはバブル期には株価の上昇に加え、やや遅れて金利も上昇しており、家計は株式の他にも有価証券や大口定期預金などの高金利の確定利付商品にも資金をシフトさせたためである。本予測では景気の持ち直しに伴い金利も上昇することを予想していることから、定期性預金なども一定のシェアを維持するものと考えられ、その結果株式シェ

⁶³ こうしたシェア上昇には、株高等の資産価格変動による影響も含まれている。

⁶⁴ この点については、土地、住宅等の実物資産を危険資産と捉え、実物資産を加えて資産構成を考えると日米のリスク資産保有割合にそれほど大きな違いはない、という主張もある。経済企画庁「平成 11 年度年次経済報告」などを参照。

⁶⁵ 個人の株式売買高は 2003 年度に入り急速に増加しており、東証一部でみると 2003 年度上期の個人の株式売買高は、前年同期の 2.3 倍となっている（東京証券取引所「投資部門別売買状況」）。

⁶⁶ 1988 年度末の日経平均株価は 32,839 円であり、年度末値としては最高値であった。

アの拡大は限定的なものにとどまると考えられる。

7. プライマリーバランスは改善に向かうが、政府部門の債務は増加が続く（図表 60 頁）

第 8 章 8 節において、90 年代半ば以降厳しい財政状況を反映して公共投資の減少は続いてきたものの、財政状態が悪化の一途を辿ってきたことを確認した。今後、予測期間においても、引き続き公共投資が減少し続ける一方で、医療費など社会保障費は趨勢的に増加し、予測期間を通じて財政圧迫要因であり続けることを見込んでいる（図表 - 17）。

内閣府作成参考資料によれば、プライマリーバランスは、2003 年度見込の対名目 GDP 比 5.4% の赤字から 2010 年度の対名目 GDP 比 1.3% の赤字にまで改善するが、黒字転換は 2010 年度以降に持ち越される。資金不足も同様に、赤字幅が縮小しながらも継続する（図表 - 18）。因みにプライマリーバランスと資金過不足の差異は、利払いの有無のほか、社会保障基金⁶⁷の資金過不足の存在により生じる。この結果、公債等（＝普通国債＋地方債＋交付税特会借入金）の残高は増加を続け、2003 年度末見込の 637 兆円から、2010 年度末で 856 兆円に達する見込である（図表 - 19）。

国債、地方債については、減少を続ける貸付の代替的な運用先として、またリスクのない資産⁶⁸として、民間金融機関が中心となって吸収してきた（図表 - 20）。適切な公的債務管理、金融政策が行われ、政府の信用が安定的に維持されて市場金利の高騰を回避することを前提として、今後も金融機関の国債等の保有は増加傾向を辿らざるを得ない。なお、長期国債買い切りオペを増加させている日銀の保有も全体の 1 割強に達している。郵便貯金による国債保有比率の増加には、以前の旧資金運用部預託金が財融債にシフトした部分も含まれている。

8. 民間金融機関行動の現状と今後（図表 61 頁）

本節では、以上三部門の資金調達・返済の予測を前提として、民間金融機関⁶⁹の資金運用行動の変化を予測してみることとする。具体的には、前節までの三部門の負債の伸び率等を利用し、民間金融機関の金融資産を延長推計した。

まず実績をみていくと、金融機関の資金運用は、90 年代を通して、貸出債権が企業部門の資金需要の低迷、景気低迷による償却等により減少する一方で、90 年代後半以降は政府部門債券や金融派生商品、対外証券投資等が拡大するなど多様化が進んだ。

全体として減少の続く貸出の内訳をみると、企業⁷⁰向け貸出は減少する一方、住宅貸付を中心に個人向け貸出が増加している。ウェイトは小さいながらも、公的部門向け貸出も増加している。

⁶⁷ 同部門は、図表 - 18 においてプライマリーバランスには含まれず、資金過不足のみに含まれる。

⁶⁸ BIS 規制上はリスクウェイトはゼロ。

⁶⁹ 本節においては国内銀行・在日外銀・農林水産系機関・中小企業系機関の合計で、資金循環統計上は「銀行等」。

⁷⁰ 個人企業を含む。なお、公的企業は公的部門に含める。

今後、貸出を中心とする企業向け信用については、償却等が一段落するものの、フローでの減少により、減少が継続する。その一方で、資金需要の旺盛な公的部門向け信用（国債等政府部門債券の取得を含む）や、住宅貸付、消費者信用等の個人向け貸出が増加を続ける見込みである（図表 - 21、22）。株式については、持合解消が進むことから、株価上昇により増加した分を売却し、株式保有額は一定のまま推移すると見込んでいる。

こうした貸出残高の減少が進む中で、民間金融機関は貸出残高の増加に大きく依存しない収益構造への転換に努めている。具体的な動きとしては、資産運用の多様化のほか、90年代の金融自由化を通じて縮小が進んだ利ざやの回復を進める一方（図表 - 23）手数料収入を見込めるサービス（プロジェクト・ファイナンスやシンジケートローンの組成、コミットメントラインなど）に注力していることが挙げられる（図表 - 24）。また、決済業務に特化した新業態の銀行が生まれるといった動きもあり、新しいビジネスモデルの模索が続いている。

（参考1）公的金融の動向（図表 62 頁）

政府系金融機関貸出残高（2銀行6公庫ベース、国際協力銀行は国際金融勘定のみ）は、2000年度末をピークに減少に転じている（図表 - 25）。特に、全体の約5割を占める住宅金融公庫の貸出残高減少が大きい。

次に政府系金融機関に加え、郵貯・簡保・財政融資資金等による貸出を含めた、広義の公的金融⁷¹をみとめることにする。2002年度末残高で、政府系金融機関の貸出残高の約2.5倍の規模となっている。貸出先構成をみると、政府向けが全体の40%弱を占め、次いで家計（住宅貸付）向けの構成比が高い。政府向けが一貫して増加傾向にあるのに対し、家計（住宅貸付）向け及び民間企業向け貸付は、足もとで減少している（図表 - 26）。こうしたことに加え、国債等を通じて拡大した公的部門の資金調達の増加に比べ、政府系金融機関を通じた資金の流れの拡大が限定的であったことは、図表 - 3からも確認できる。

金融負債（株式・出資金を除く）に対する公的金融機関借入の構成比は、公的部門は国債による調達の増加を受け、家計は住宅借入の減少で、それぞれ低下に転じている。民間非金融法人企業の公的金融機関借入の構成比は、相対的に水準は低く、近年頭打ちとなっている（図表 - 27）。

（参考2）各国比較

ここでは、日本、アメリカ、ドイツ、イギリスにおける、各部門の資金過不足、企業の資金調達、家計の資金運用を比較する⁷²。

⁷¹ 資金循環統計上の「公的金融機関貸出」から、郵貯向け貸出及び政府系金融機関貸出を除いたもの。

⁷² 各部門や金融取引項目の定義は、日本銀行（2000）「日本経済を中心とする国際比較統計」の分類による。

各国比較 1：部門別資金過不足（図表 63 頁）

日本については、2 節及び 4 節で見たように、家計部門が一貫して資金余剰であるものの、貯蓄率の低下などに伴い、90 年代を通じて資金余剰幅は縮小傾向にある（図表 - 28）。一方で、企業部門は 98 年度に資金余剰に転じ、その幅は拡大傾向にある。ここ数年間において、企業部門が複数年にわたって資金余剰であるのは 4 カ国中日本のみである。政府部門は資金不足が続いており、政府部門の資金不足を企業部門と家計部門が埋め合わせる状況になっている。なお、国内全体としては、資金余剰が続いている。

アメリカについては、99 年以降は家計部門が資金不足基調で推移している。政府部門は、90 年代後半にかけて景気が好調に推移したために税収が増加し、98 年から 2000 年にかけて資金余剰であったが、2001 年以降は景気の減速に伴う税収減や減税などのため、再び資金不足に転じた。企業部門も含め国内全体として資金不足が続いており、海外からの資金流入に依存する状況が一層強まっている。

ドイツについては、家計部門が、90 年代を通して資金余剰であり、その幅は拡大している。企業部門は、資金不足傾向にあったが、2002 年には資金余剰となった。政府部門は、一時的に資金余剰となったが、基調としては資金不足である。海外部門は、非居住者の国債購入などを背景として、90 年代は一貫して海外から資金が流入していたが、2001 年に流出超過へ転じている。なお、95 年における政府部門と企業部門の動きは、ドイツ信託公社債務を政府の一般会計に組み入れたという特殊要因によるものである。また、2000 年における企業部門、政府部門、海外部門の動きは、ドイツ政府が、国内における携帯電話事業ライセンスを国内外の企業グループに売却したことが要因の一つである。

イギリスについては、家計部門は、資金余剰が続いていたが、2001 年以降は資金不足となっている。政府部門は、景気が堅調に推移したことや 94 年、95 年に行った税制改革による税収増加などを背景として、95 年から資金不足幅を縮小させ、99 年には資金余剰に転じた。企業部門は、90 年代末に資金不足幅が拡大したが、その後は横ばい圏内で推移している。

各国比較 2：企業の資金調達（図表 64 頁）

日本については、2002 年度において、株式・出資金の構成比が 3 割程度である一方、借入の構成比が 4 割程度となっており、借入による資金調達の割合が高い点が特徴である（図表 - 29）。また、借入を中心として負債の圧縮を進めており、97 年度から 2002 年度にかけて、負債・資本総額が減少しているのは 4 カ国中日本のみである（図表 - 30）。

アメリカについては、97 年に株式・出資金の構成比が 6 割を超えたが、2002 年にはその構成比は低下した。株式・出資金の構成比が高く、一方で借入の構成比は低水準であり、日本とは対照的な資金調達構造となっている。構成比の変動は、調達手段の変遷というよりも、90 年代後半の好景気を背景とした株価の上昇と、2001 年以降の景気減速に伴う株価下落による寄与が大きい。

ドイツについては、97 年に株式・出資金の構成比が借入の構成比を上回ったものの、2002

年には再び借入の構成比が株式・出資金の構成比を上回った。また、日本と同様に借入の構成比が高く、4割を超えている。97年と比較すると2002年は株式・出資金の構成比が低下したが、その主要因の1つは株価の変動による株式の評価差額の増減であり、株式のフロー自体は98年から2002年にかけて増加している。

イギリスについては、アメリカと同様に、株式・出資金や株式以外の証券といった直接金融による資金調達の構成比が高い。コマーシャルペーパーと事業債によって構成されている株式以外の証券の構成比が上昇しており、2002年には1割程度に達した。

各国比較3：家計の資金運用（図表 65 頁）

日本については、2002年度において、現預金の構成比が高く、一方で株式・出資金の構成比が低く、他3カ国に比して安全資産の構成比が高い点の特徴である（図表 - 31）。また、資産構成の推移をみると、現預金の構成比の上昇が著しい。この一因としては、90年代に生じた銀行や証券会社の破綻による金融危機などにより、安全資産へのシフトが一層強まり、現預金が増加したことが挙げられる（図表 - 32）。

アメリカについては、2002年において、現預金の構成比が1割程度に留まるのに対し、株式以外の証券と株式・出資金を合計した構成比が5割を超える。日本における家計の資産運用とは対照的に、リスク資産の構成比が高い。なお、株式・出資金の構成比の変動は、株価の上下により株式の評価差額が増減したことが主要因であり、株式のフローをみると、株式による運用額は93 - 97年、98 - 2002年ともに減少している。

ドイツについては、元来日本と同様に現預金の構成比が高い資産構成であったが、近年その構成比は低下している。一方で、保険・年金準備金の構成比は高まっており、2002年には3割に達した。また、株式以外の証券に含まれる投資信託の構成比が2002年には1割程度に達している。投資信託による資産運用は増加傾向にあるが、その要因の一つとして、ドイツ政府の証券市場振興に対する取り組みなどが考えられる。

イギリスについては、サッチャー保守党政権以来、政府が公的年金の給付削減を進める一方、積立方式で運営される私的年金への加入を奨励してきたために、公的年金の役割が小さく、私的年金による資産運用が盛んであることから、保険・年金準備金の構成比が他3カ国に比して高い点の特徴である。

（参考3）日本の金融システムの中期展望に関する近年の見解（図表 66 頁）

今後の日本の金融システムの方向性として、様々な見解が存在するが、ここでは2種類に類型化した。

- ・「日本版金融ビッグ・バン」のもと、市場中心の金融システムへの移行を強調する論調
- ・相対的に市場中心の金融システムの重要性は増すが、わが国特有の金融構造を考えると、従来の銀行の役割も評価する論調

まず、わが国の金融システムが市場中心の金融システムへと移行することを促進する要因に

ついて整理すると、馬場・久田(2001)⁷³によれば、情報技術革新⁷⁴、グローバル化、金融規制の緩和・撤廃、企業及び家計の金融サービス需要の変貌といった金融環境の変化が挙げられる。以下、今後の日本の金融システム像に関する及びの近年の見解について述べる。

・市場中心の金融システムへの移行を強調する論調

(1) Hoshi and Kashyap (1999)⁷⁵

日本の金融自由化は段階的に進められ、大企業は資金調達における銀行依存度を低めたが、家計の主要な資金運用手段は、預金であるという不均衡が生じている。今後、金融自由化が完全となれば、資本市場の発展が進み、日本の貯蓄及び資金調達形態は米国型へと移行し、銀行部門の優位性は下がる。米国型への移行が進むとすれば、銀行貸出は現状と比較して30%から50%程度減少すると予想している。具体的には、企業の負債状況の見直し、家計の資産選択の多様性、銀行業界の再編の進展度合い如何であるが、10年以内には完了する。

・相対的に市場中心の金融システムの重要性は増すが、従来の銀行の役割も評価する論調

(1) 日本型金融システムと行政の将来ビジョン懇話会(2002)⁷⁶

日本の金融システムは「市場機能を中核とした複線的金融システム」へと移行する必要がある。

新たなシステムの中で仲介機関は、ホールセール(大企業・中堅企業)では、高度な金融技術を活用し、企業ごとの需要に答える投資銀行業務、リテール(中小企業・個人)では、スコアリングシステムを利用して大量の融資案件を低コストで処理する融資業務と従来のような個別審査による融資業務の担い手としての役割が予想される。

企業は、外部資金調達への依存を低下させ、内部留保内での設備投資を行うことが予想される。

個人は、金融サービスが多様化し、金融に関する知識水準が向上すれば、金融機関の選別、大規模な資金移動、高いリターンを追及する運用を行う可能性がある⁷⁷。

⁷³ 「わが国金融システムの将来像」IMES Discussion Paper No.2001-J-22.

⁷⁴ 情報技術革新は、MBS(Mortgaged Backed Securities)、ABS(Asset Backed Securities)といった新しい金融商品の開発を可能する、電子取引を拡大させ、市場取引の効率性を促す、財務諸表等から企業の信用度合いを示す指標を定量化し、融資判断を行うクレジット・スコアリングといった新しい融資手法の利用を可能にする(詳しくは日本銀行金融研究所(2001)を参照)。米国においては、統計手法を用いて企業のリスクを定量化した指標等の企業情報を提供するDun&Bradstreetといった会社も存在している。

⁷⁵ “The Japanese Banking Crisis: Where Did it Come from and How will it End?”, NBER Macroeconomics Annual.

⁷⁶ 「金融システムと行政の将来ビジョン - 豊かで多彩な日本を支えるために - 」

⁷⁷ Allen and Santomero(1997)は、情報技術革新により多様な金融商品が開発され、家計や企業にとっては金融商品を理解するために支払うコスト(パーティシペーション・コスト)は上昇していると指摘している。家計の金融に関する知識の向上に関する米国Federal Reserve System(FRS)の取り組みに関しては、Federal Reserve Bulletin(2003年7月)を参照。

(2) Allen and Gale (2000)⁷⁸

現段階では、EUが実現したことによる単一欧州資本市場形成の動きや、日本の金融ビッグ・バンなど、市場中心の金融システムに移行する動きが見られる。市場中心のシステム、銀行中心のシステムの両システムの間には、トレード・オフがあり、一概にどちらのシステムが望ましいとはいえない。

(3) 石田・三尾 (2000)⁷⁹

近年、企業間EDI決済や電子マネーといった従来の決済手段に変わる決済手段が注目されているが、企業間EDIに関しては取引者間の情報の非対称性の問題、電子マネーに関してはセキュリティ問題などがあり、今後も銀行は預金通貨という決済手段を提供する主体として主要な地位を占めていく。

⁷⁸ “ Comparing Financial Systems ”, MIT Press.

⁷⁹ 「わが国銀行業の将来像 - 預金通貨需要からのアプローチによるマクロ的サイズの検討 - 」『金融研究』日本銀行金融経済研究所，第19巻2号。

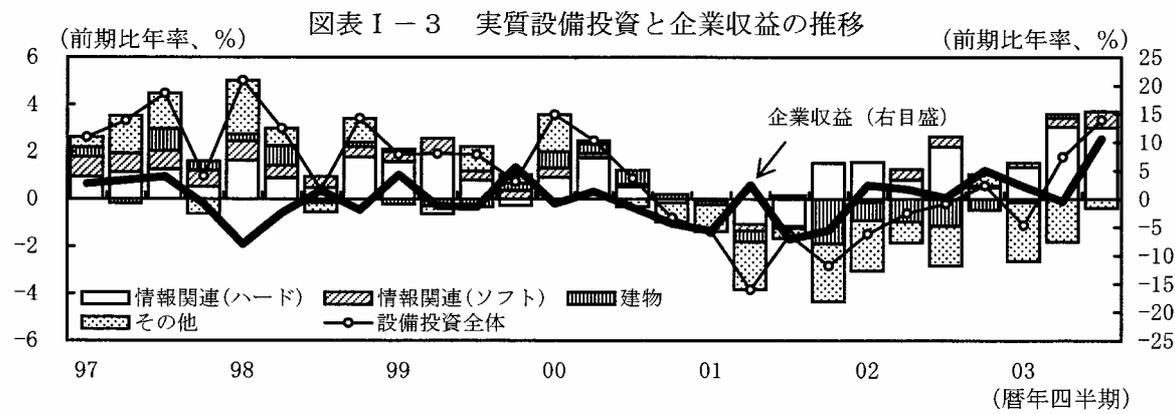
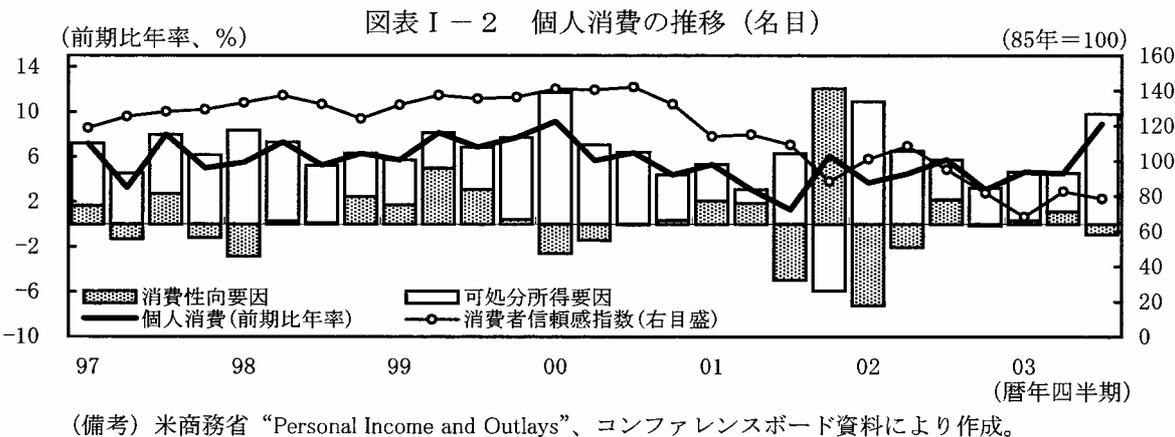
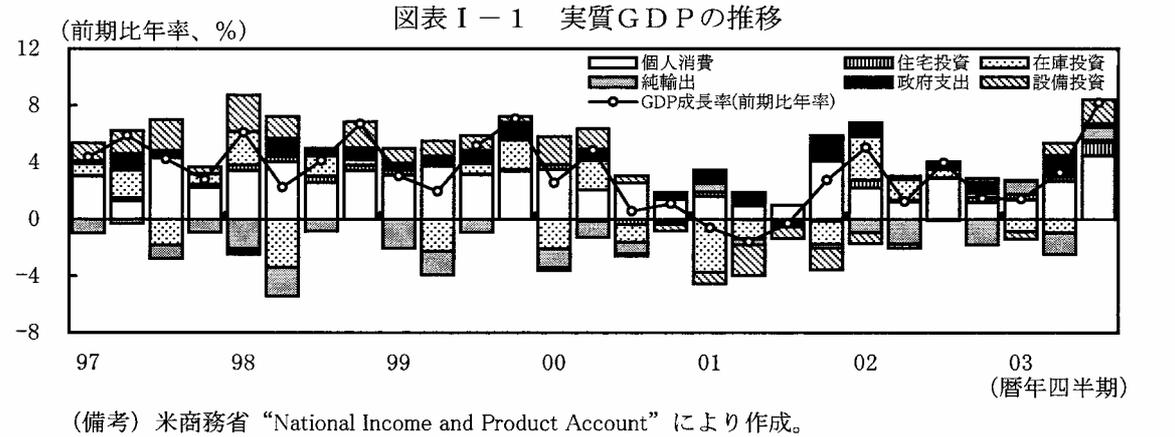
・ 米国、アジアを中心に明るさが見える世界経済

米国 : 個人消費は減税を背景に増加、設備投資は持ち直し

・ 米国経済は再び回復している。2003年7 - 9月期の実質GDP(暫定推定値)は、個人消費、設備投資を中心として、前期比年率8.2%増となった。

・ 個人消費は減税を背景として増加した。

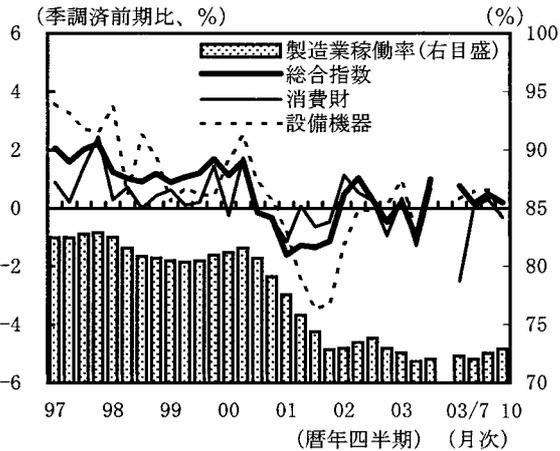
・ 企業収益は回復している。設備投資は、稼働率が低位に推移しているものの、コンピュータ等の情報関連を中心として増加している。



米国 : 生産は持ち直しの兆し、雇用の回復に遅れ

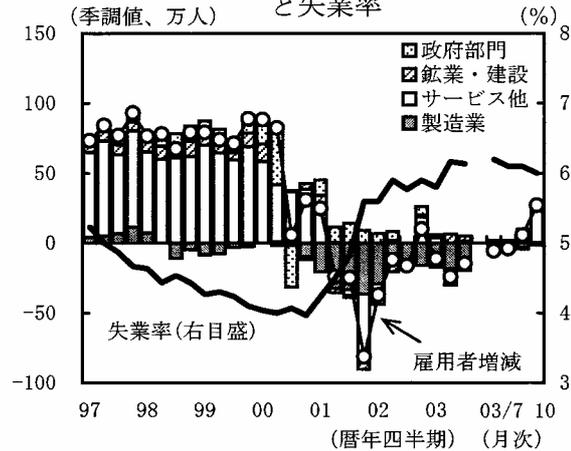
- ・ 鉱工業生産は、持ち直しの兆しが見られる。稼働率は、下げ止まりつつある。
- ・ 雇用情勢は、改善の足取りが重い。雇用者数は、製造業で13四半期連続の前期比減となり、全体としても3四半期連続の減少となった。このような状況下、失業率は6%台で推移している。
- ・ 貿易赤字は拡大傾向にあり、特に対中赤字の増加が著しい。
- ・ 株価は、金融緩和や好調な個人消費を背景として、3月下旬以降、上昇に転じている。FF金利の誘導水準は、デフレ懸念払拭等のために、6月25日に0.25%引き下げられ、1.00%となり、以後はその水準が維持されている。

図表 I - 4 鉱工業生産指数伸び率



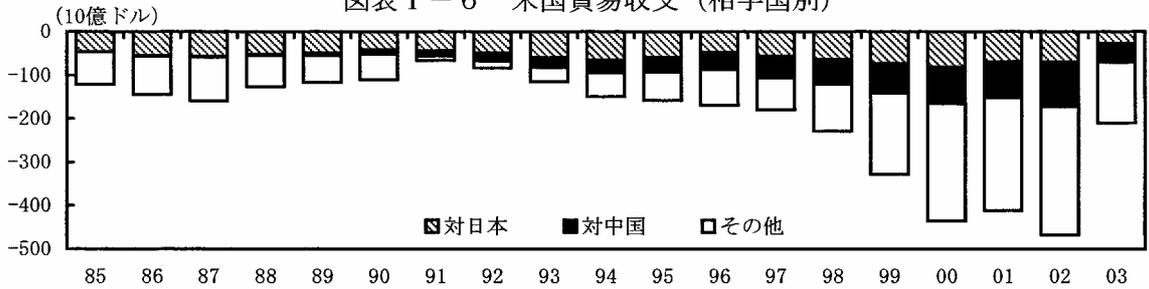
(備考) 米連邦準備制度理事会 “Industrial Production and Capacity Utilization” により作成。

図表 I - 5 雇用者対前期増減数と失業率



(備考) 1. 米労働省 “Employment Situation” により作成。
2. 雇用者数は非農業部門、月平均。

図表 I - 6 米国貿易収支 (相手国別)



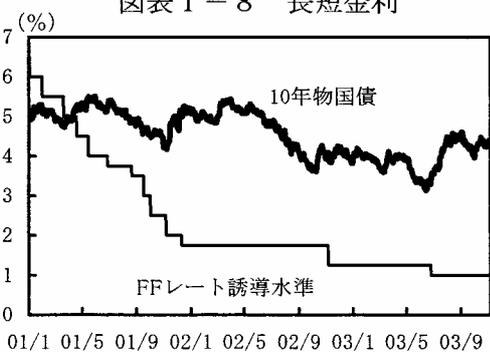
(備考) 1. 米国センサス局 “Foreign Trade Statistics” により作成。
2. 貿易収支は財のみ。
3. 03年は1月から5月までの合計。

図表 I - 7 株価指数



(備考) ダウジョーンズ社及び全米証券業協会。DRIデータベースにより作成。

図表 I - 8 長短金利

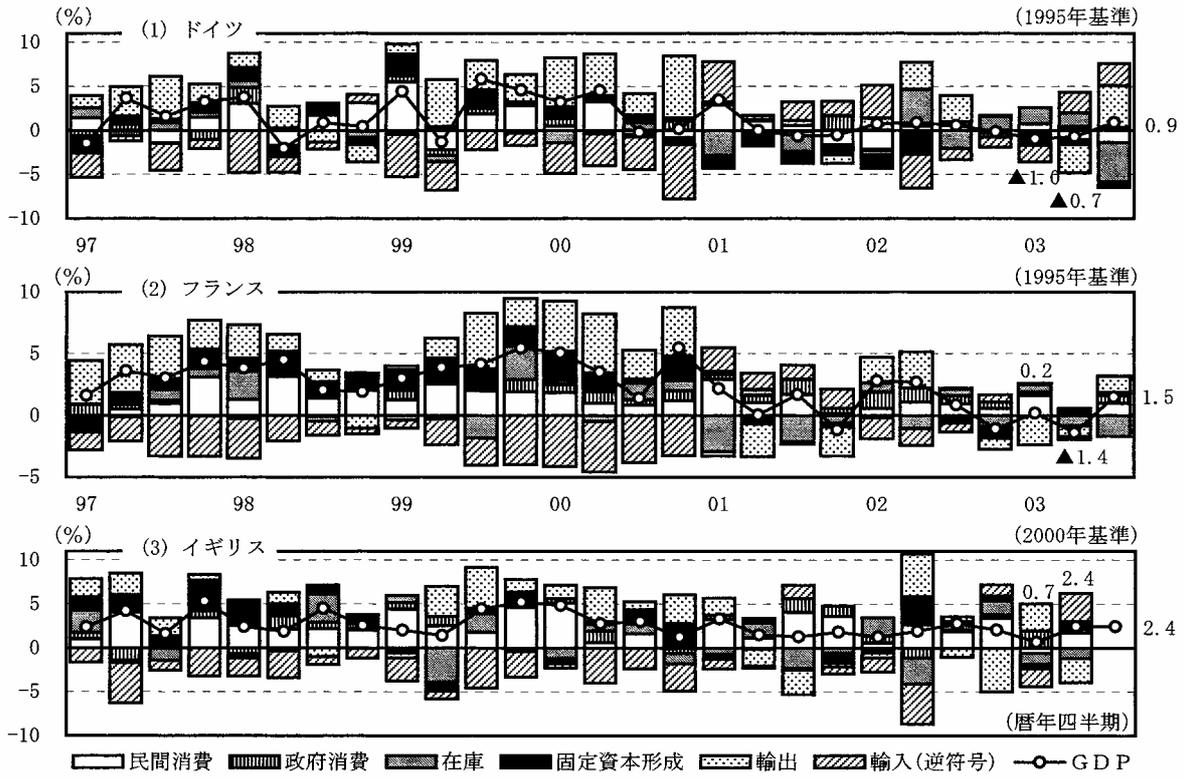


(備考) 米連邦準備制度理事会。ウォールストリートジャーナルにより作成。

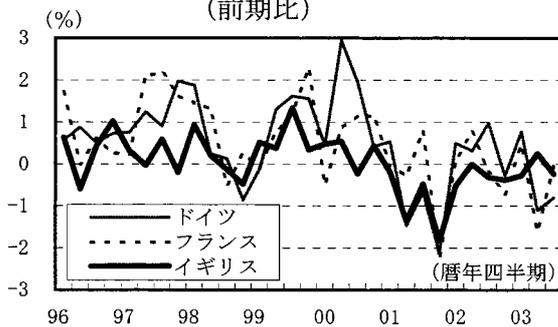
欧州主要国（独、仏、英）経済：回復を探る動き

- ・ドイツ、フランス経済は、2002年後半以降、ユーロ高やイラク戦争の影響を受けた輸出の停滞などにより、足踏みの状態が続いている。ドイツでは、米国経済の回復などを材料に景況感指数が改善するなど、外需主導による景気回復への期待は高まっているものの、失業率が高水準にあるほか、生産活動も水面付近で一進一退が続いているなど、本格回復への道のりはまだ遠い。
- ・イギリス経済は、歴史的に低水準の失業率などに見られる雇用環境の改善を背景に、個人消費が牽引する形で、相対的に底堅く推移している。

図表 I - 9 欧州主要国の実質国内総生産の推移（前期比年率、項目別寄与度）

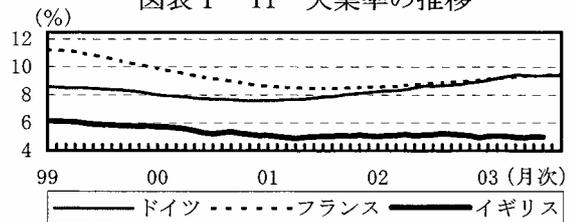


図表 I - 10 欧州主要国の鉱工業生産指数（前期比）

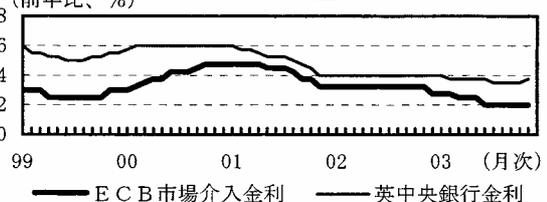


- (備考) 1. 独連邦統計局、仏国立統計経済研究所、英中央統計局、英中央銀行、欧州統計局および欧州中央銀行の各資料により作成。
2. 季節調整値による。
3. 失業率は各国比較のためILO基準値による。

図表 I - 11 失業率の推移



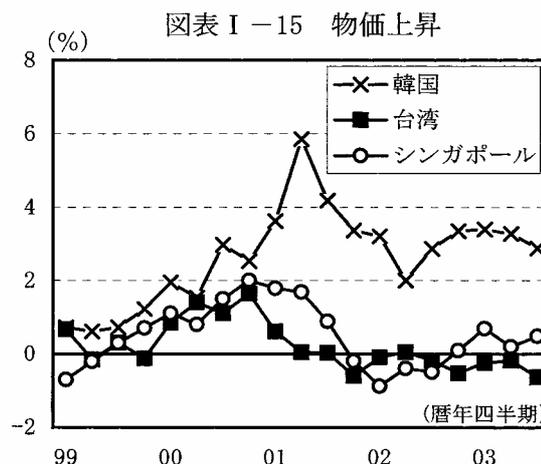
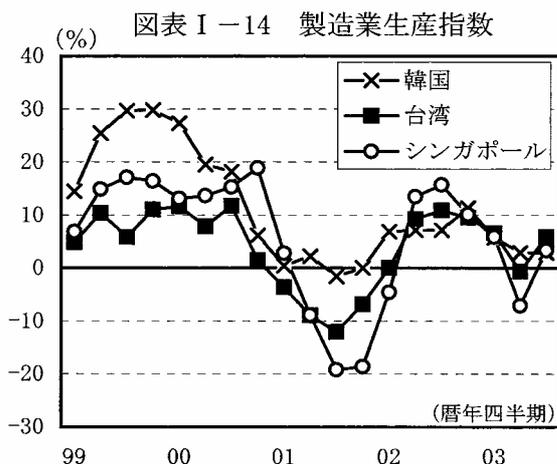
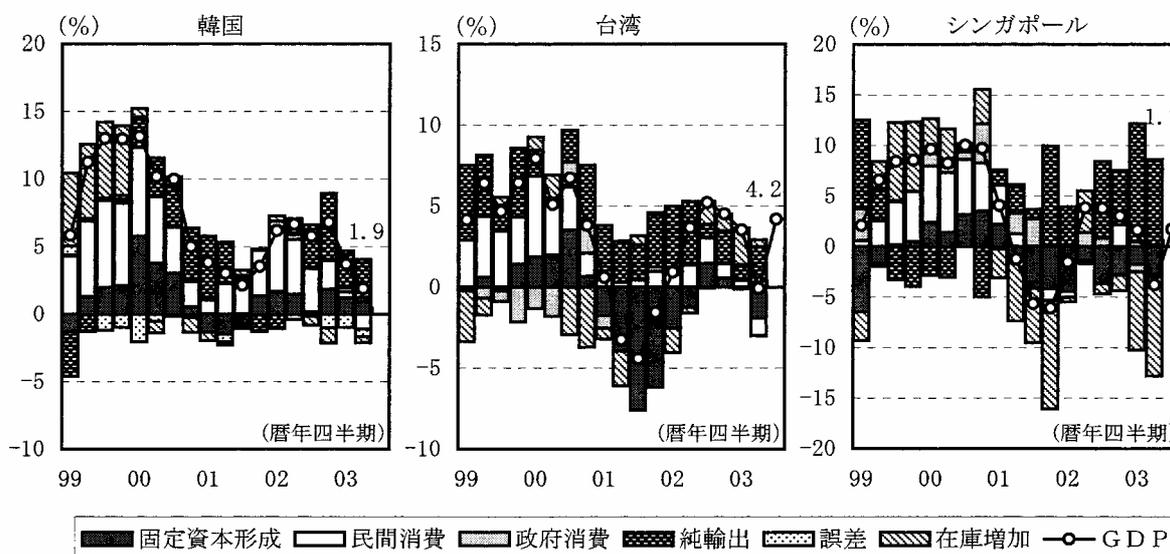
図表 I - 12 金融政策



アジア主要国（韓国、台湾、シンガポール）経済：減速基調から反転の兆し

- ・アジア主要国経済は、イラク戦争や新型肺炎（SARS）の影響などから、2003年前半にかけて減速の一途を辿り、台湾、シンガポールでは2003年4 - 6月期にマイナス成長に転落した。
- ・韓国では、クレジットカード利用者の過剰債務が社会問題化したことなどにより、これまで牽引してきた民間消費が急激に冷え込んだほか、新型肺炎に加え、貨物ストの長期化から、輸出が縮小したこともあり、成長スピードは急低下している。
- ・中国向け電機輸出を主力とする台湾、欧米向け医薬品や観光収入を主力とするシンガポールでは、新型肺炎の打撃をもの受け、これが内需（民間消費）や投資（固定資本形成）の低迷を招く形で大きく減速したが、中国経済の急速な立ち直りや米国経済の回復から、生産などで反転の兆しが見られる。
- ・物価は、若干のインフレで推移している韓国に対して、台湾ではデフレ傾向が続いており、シンガポールは安定している。

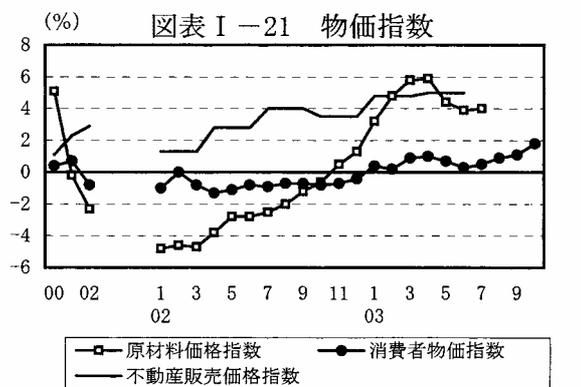
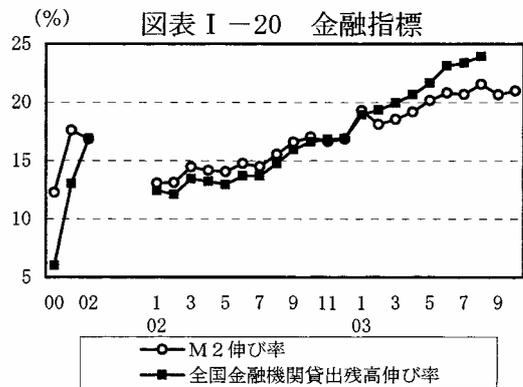
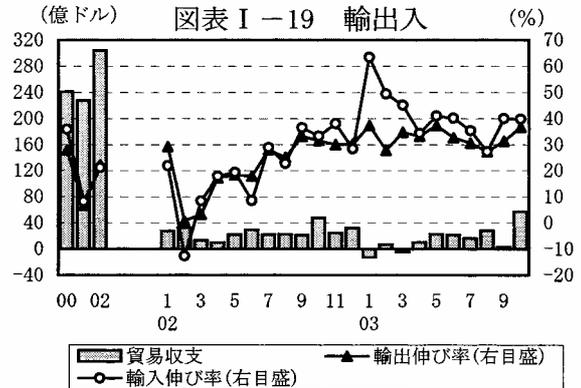
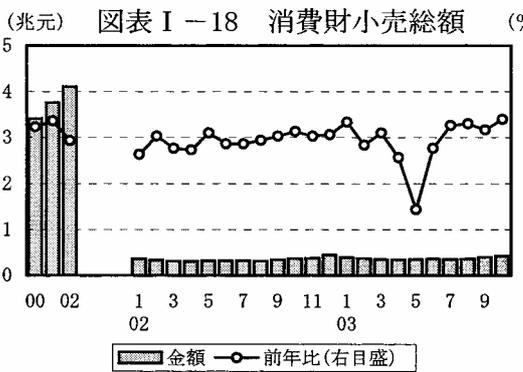
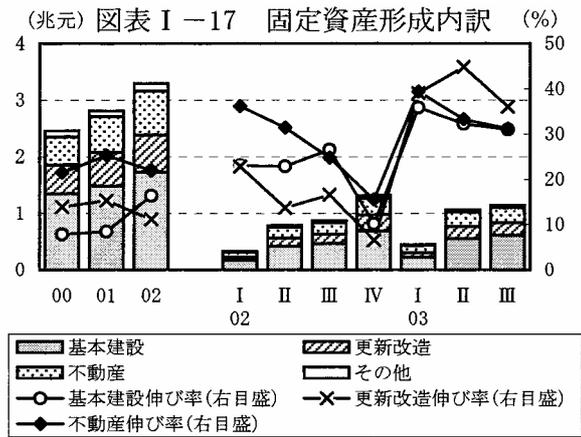
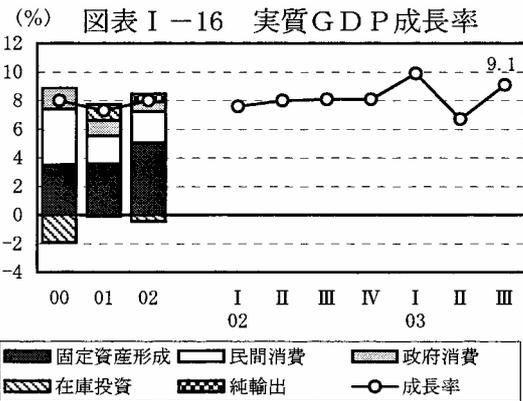
図表 I - 13 実質GDP成長率



(備考) 1. 各国統計により作成。
2. 伸び率は前年同期比。

中国：SARSの影響は限定的で高成長軌道に復帰

- 中国経済は、2003 年前半に新型肺炎による混乱に見舞われたものの、2003 年 7 - 9 月期の実質 GDP は 9 % を越える高水準を確保し、再び高成長軌道に復帰した。
- 高水準の GDP 成長を牽引するのは固定資産形成と民間消費である。固定資産形成の中心は政府による基本建設投資と不動産投資である。また旺盛な消費意欲を背景とした民間消費は、新型肺炎騒ぎ渦中の 2003 年 4 - 6 月期においても落ち込みは限定的で、安定した伸びを見せた。輸出は好調な電機、繊維関連を中心に、2002 年後半から高水準を持続しており、2003 年 10 月の貿易黒字は過去最高を記録した。
- 大幅な対米貿易黒字の計上から人民元切上げ圧力が高まっており、切上げを見越した海外からの資本流入に伴い、マネーサプライの増加など過剰流動性が高まっている。
- 物価は、原材料価格、不動産販売価格で上昇の動きが見られる。

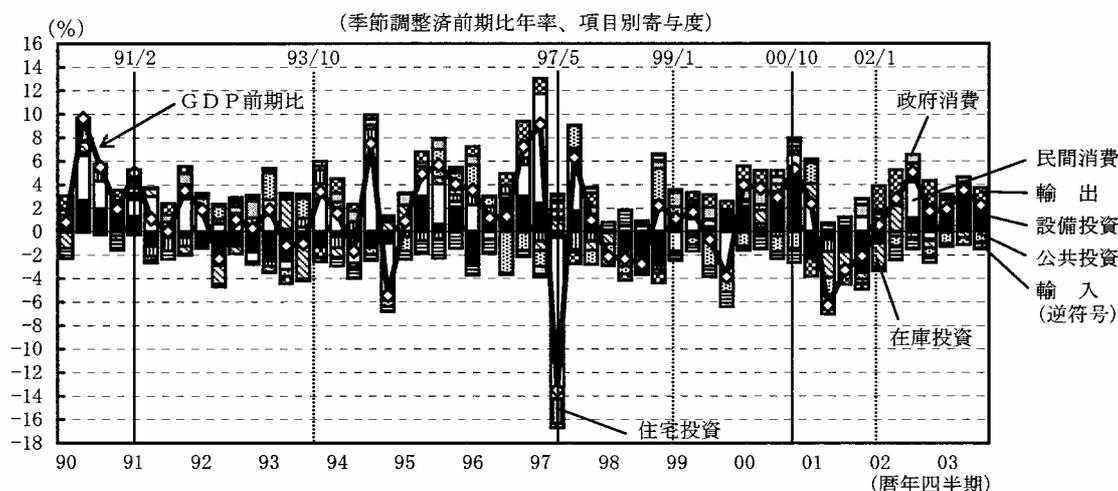


(備考) 1. IMF "International Financial Statistics"、中国統計年鑑、中国経済景気月報、中国人民銀行資料により作成。
 2. 伸び率は前年同期比。
 3. 図表 I-21 の不動産販売価格指数は四半期のデータ。

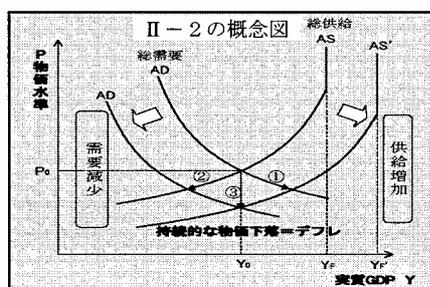
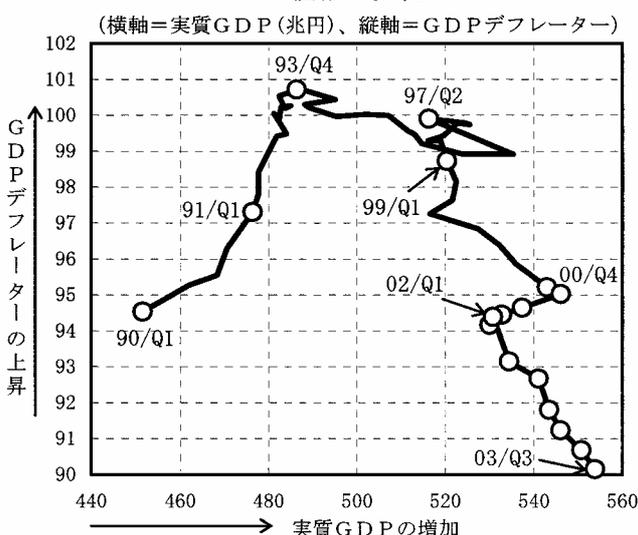
・足踏み状態を脱し、やや持ち直す日本経済 内外デジタル景気の持続性が先行きのカギ

- ・日本経済は、昨年度後半からの足踏み状態を脱し、やや持ち直している。2003年度に入ってイラク戦争、新型肺炎、株価下落などの不安要因が一段落したことを受け、デジタル家電を中心に設備投資の持ち直しが明確になってきている。また、米国やアジア経済の回復を背景に輸出、生産の先行きに明るい見通しが広がりつつある。
- ・個人消費は、所得・雇用環境の一部に持ち直しの動きがみられるものの、依然として弱含みで推移している。設備投資は増加しており、先行指標も総じて堅調さを保っている。住宅投資は低調に推移している。公共投資は減少傾向が続いている。輸出はこのところ再び持ち直しつつある。輸入は緩やかな増加傾向にある。
- ・実質GDP(付加価値生産量)が増加するなかで、設備投資を中心にデフレーター(価格)の低下が持続的に進行しており、供給要因によるデフレ圧力の根強さを示唆している。

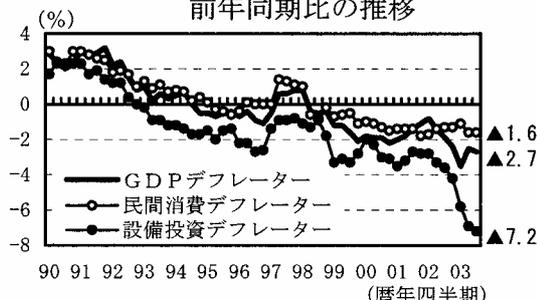
図表Ⅱ-1 実質国内総生産の動向



図表Ⅱ-2 マクロ的にみた産出量と価格の変化



図表Ⅱ-3 需要項目別デフレーター
前年同期比の推移

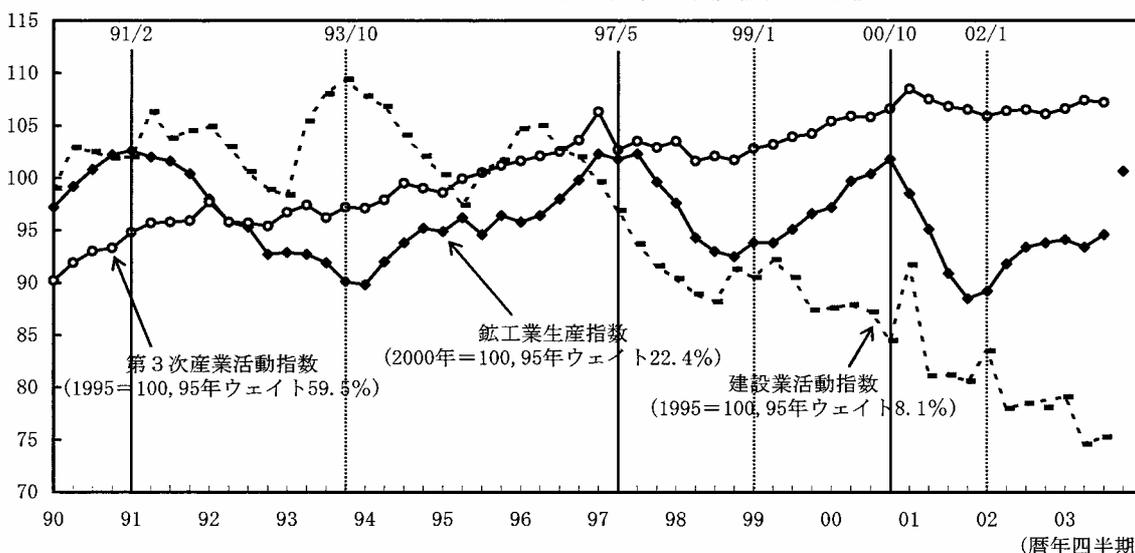


- (備考) 1. 内閣府「国民経済計算」により作成。1995年基準。
 2. 図表Ⅱ-1の年率換算GDP成長率に対する寄与度は、年率換算前の寄与率により各項目に按分した。政府消費には公的在庫の寄与を含む。
 3. 図表Ⅱ-2の実質GDP、GDPデフレーターは季節調整値(デフレーターは季節調整値、名目・実質GDPの各季節調整系列から逆算した)。

生産は横ばいから再び持ち直し

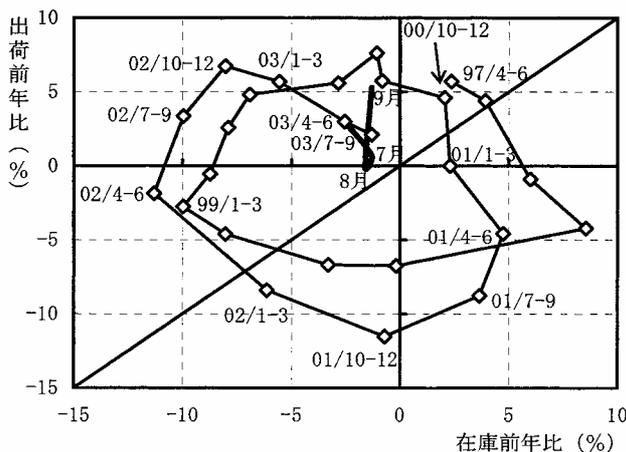
- ・ 鉱工業生産は、在庫水準が低いまま、需要の伸び悩みを反映して横ばい圏内で推移してきたが、2003年7-9月期は今回の回復局面のピークをわずかながら更新し、10-12月期はデジタル家電関連などを中心に、大幅な増産を見込んでいる。第3次産業活動は、一進一退の動きを続けている。建設業活動は低調に推移している。
- ・ 鉱工業全体の在庫循環は、出荷の足踏み状態が続いたため、在庫が前年の水準を下回ったまま、45度線に接近しつつある（45度線を上から下に切ると景気後退のサイン）。しかし9月単月では再び上方に向かう動きがみられるなど、95~96年のように中だるみを経て、再び出荷の増加、在庫の減少に向かう可能性もある。デジタル家電関連で、10-12月期の増産計画に見合った需要の伸びが持続するかの否かが、先行きのカギといえる。

図表Ⅱ-4 生産関連指標（季調値）の推移

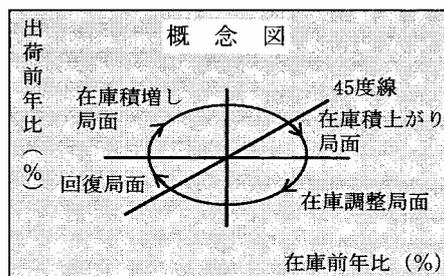


(備考) 1. 経済産業省各指数により作成。ウエイトの数字は、全産業活動指数（供給サイドからみたGDP）に占める割合であり、農林水産業生産指数（ウエイト1.8%）、公務等活動指数（同8.2%）と合計して100となる。
2. 鉱工業生産指数の2003年10-12月期は、9月の製造工業生産予測調査に基づく10、11月見通しの平均値。

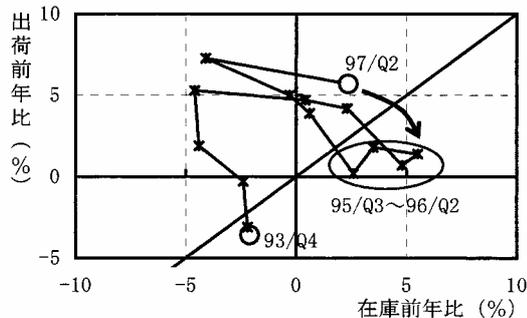
図表Ⅱ-5 鉱工業全体の在庫循環



(備考) 経済産業省「鉱工業指数」により作成。4-6月期から連なる太線は、7月~9月の月次の推移。



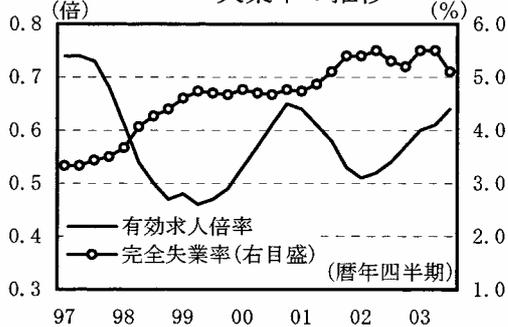
(参考) 93/Q4(谷)~97/Q2(山)の循環



雇用情勢は依然厳しいものの、一部に持ち直しの動き

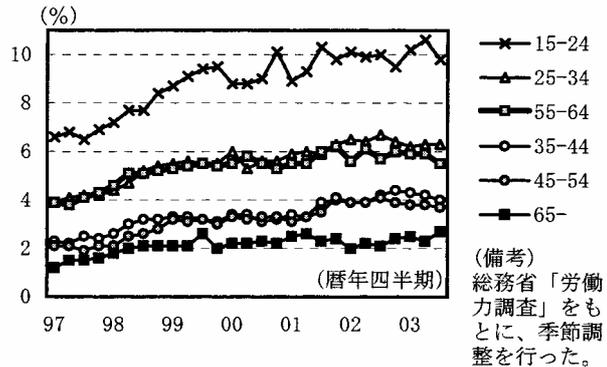
- ・有効求人倍率は、2002年1-3月期を底に緩やかに上昇している一方、完全失業率は、5%台の高水準で横ばいの動きを続けている。
- ・就業者数は、サービス業が堅調に増加しているほか、製造業、卸売・小売業の減少幅が概ね縮小傾向にある。自営・家族従業者、常雇の雇用者も下げ止まってきており、企業規模別では、500人以上の大企業が増加に転じている。
- ・所定外労働時間は、2002年以降増加基調を保っている。

図表Ⅱ-6 有効求人倍率と完全失業率の推移



(備考) 総務省「労働力調査」、厚生労働省「職業安定業務統計」により作成。季節調整値。

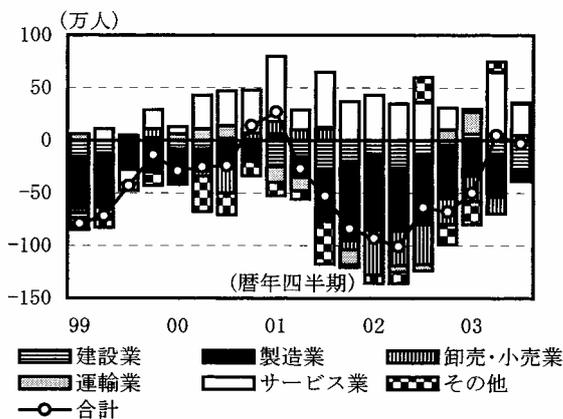
図表Ⅱ-7 年齢階級別完全失業率



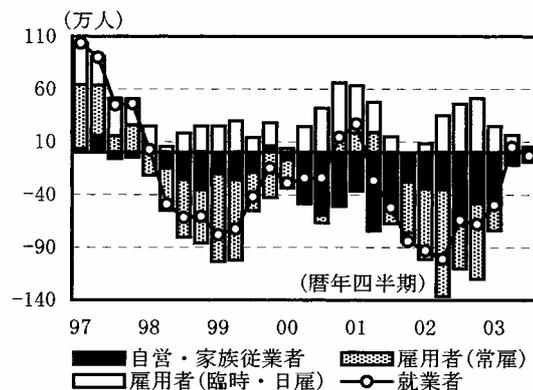
(備考) 総務省「労働力調査」をもとに、季節調整を行った。

図表Ⅱ-8 就業者数および雇用者数 前年差の内訳

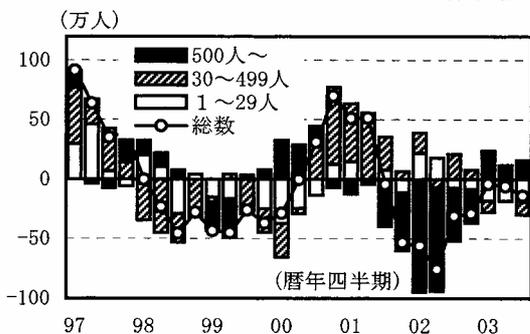
(1) 就業者数 産業別(新産業分類ベース)



(2) 就業者数 従業上の地位別

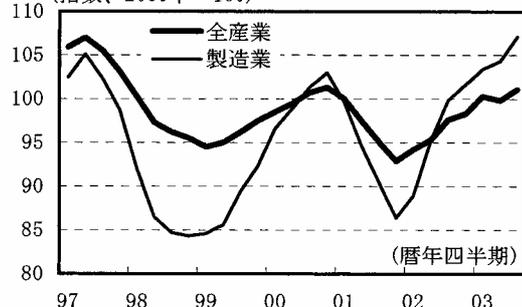


(3) 雇用者数 企業規模別 (除く農林業、官公)



図表Ⅱ-9 所定外労働時間 (季調済)

(指数、2000年=100)



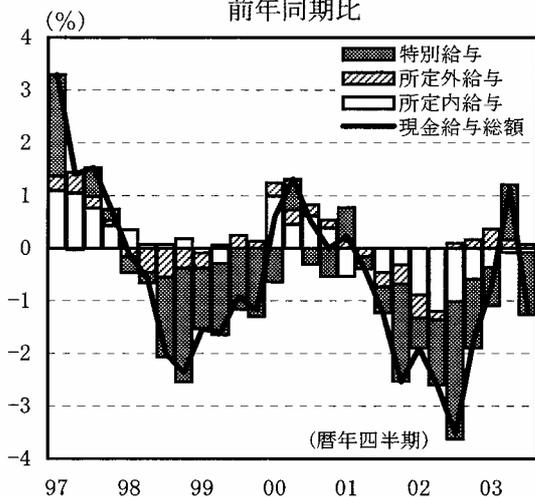
(備考) 1. 総務省「労働力調査」により作成。
2. 産業分類は新産業分類(平成14年3月改訂)ベースであり、遡及が98年までのため99年以降を掲載。

(備考) 厚生労働省「毎月勤労統計調査」により作成。

賃金は下げ止まりへ

- ・名目賃金は、特別給与の減少幅が縮小傾向にあるほか、所定内・所定外給与も持ち直している。2003年度の夏季賞与も、足もとの企業収益改善を受け前年比プラスへと転じ、人件費抑制圧力は依然根強いものの、総じて賃金は下げ止まり傾向にある。
- ・実質家計消費支出は、横ばいの動きが続いている。収入の減少による下押し圧力が弱まる一方で、既に高水準にある消費性向による下支え効果は一巡している。

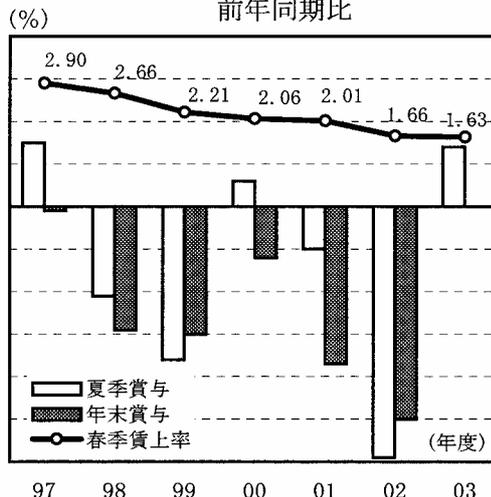
図表Ⅱ-10 一人当たり現金給与総額
前年同期比



(備考)

1. 厚生労働省「毎月勤労統計調査」により作成。
2. 事業所規模5人以上。

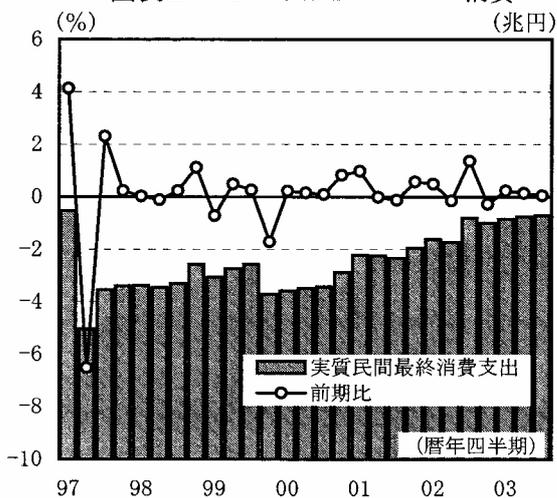
図表Ⅱ-11 春季賃上率、賞与の
前年同期比



(備考)

1. 厚生労働省「毎月勤労統計調査」、「民間主要企業春季賃上げ要求・妥協状況」により作成。
2. 夏季賞与は6～8月、年末賞与は11～1月の間に賞与として支給された給与。事業所規模5人以上。
3. 春季賃上げ率は従業員千人以上、資本金20億円以上の労働組合のある上場企業。

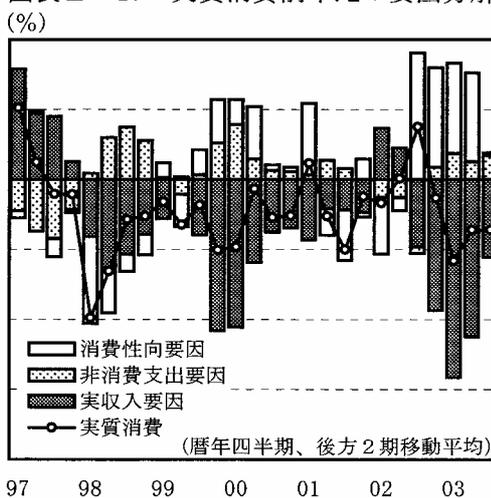
図表Ⅱ-12 GDPベースの消費



(備考)

1. 内閣府「国民経済計算」の2003年7～9月期一次速報により作成。
2. 季節調整済み年率。
3. 2000年1～3月期以降は新速報算出方法による。それ以前の伸び率は確報ベースを採用し、水準は伸び率から遡及計算した。

図表Ⅱ-13 実質消費前年比の要因分解



(備考)

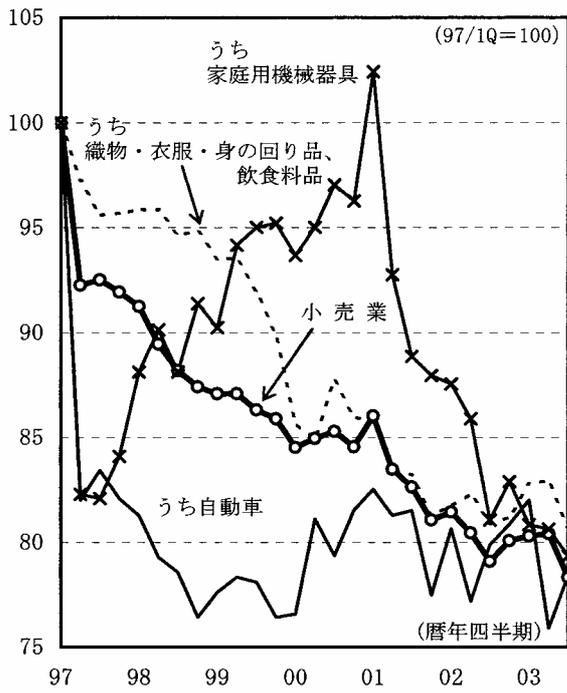
1. 総務省「家計調査」(勤労者世帯)、「消費者物価指数」により作成。
2. 実質化は帰属家賃を除く消費者物価指数総合による。
3. 要因分解は下式に基づいて行った(全て実質)。

$$\Delta C = \alpha \cdot \Delta Y - \alpha \cdot \Delta T + \Delta \alpha \cdot (Y - T)$$
 (要因) (実収入) (非消費支出) (消費性向)
 C:消費支出、Y:実収入、T:非消費支出、 α :消費性向

小売販売は依然弱いものの、先行きの消費マインドには明るさも

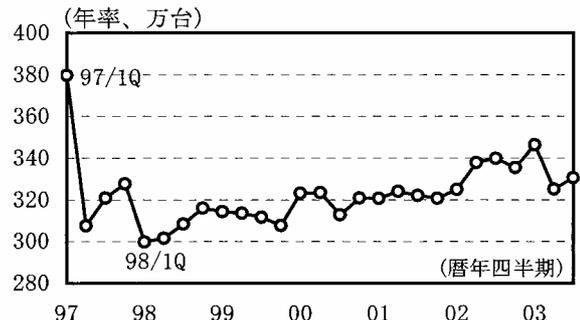
- ・小売業販売額は、減少傾向が続いている。衣服・飲食料品等は冷夏の影響による売上不振などもあり、低水準で推移している。家庭用機械器具もエアコン販売の低迷などから減少が続いている。
- ・乗用車の新車登録台数は、2003年度に入り小型乗用車の需要が一巡し、販売額も伸び悩んでいる。旅行取扱高は、海外旅行がイラク戦争やアジア地域を中心とした新型肺炎の流行により大きく落ち込み、国内旅行は幾分持ち直した。
- ・消費者マインドは、先行きの見通しについて、所得・雇用環境などの改善期待から明るさがみられている。

図表Ⅱ-14 小売業販売額指数（季調値）



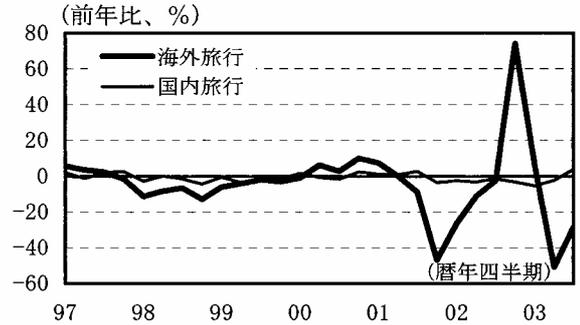
(備考)
 1. 経済産業省「商業販売統計」により作成。
 2. 小売業の業種別販売額指数（季調値）内訳は、季調済の公表値を各業種販売額で按分した。

図表Ⅱ-15 新車登録・届出台数（季調値）



(備考) 自動車販売協会連合会資料により作成。軽を含む乗用車。

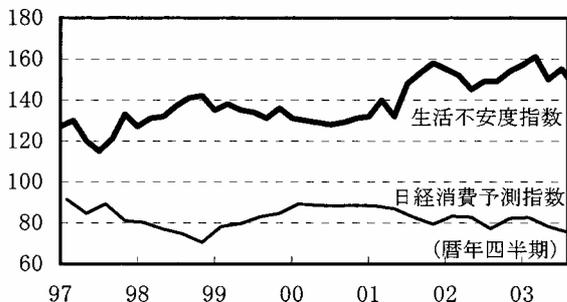
図表Ⅱ-16 旅行取扱高



(備考) 国土交通省「主要旅行業者50社の旅行取扱状況」により作成。

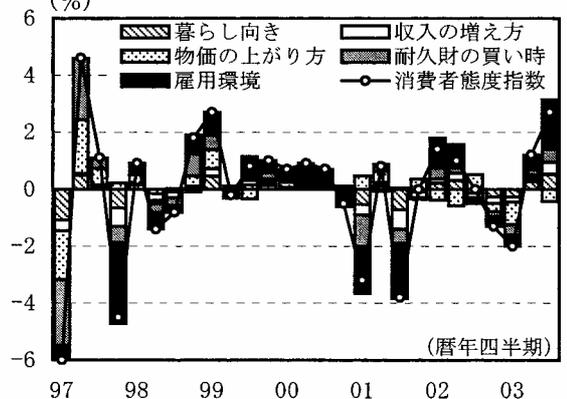
図表Ⅱ-17 消費者マインド指標

(1) 足もとの動き



(備考)
 1. 内閣府「消費動向調査」、日本リサーチ総合研究所「消費者心理調査」、日経産業消費研究所資料により作成。
 2. 消費者態度指数は今後半年間の見通しに関する調査。内訳は季節調整済の計数から再按分した。

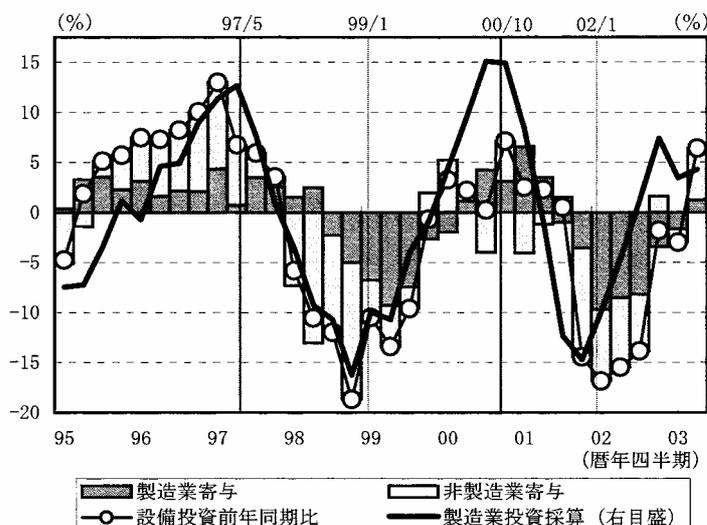
(2) 今後半年間の見通し（前期差）



設備投資は増加、キャッシュフロー比率は依然抑制

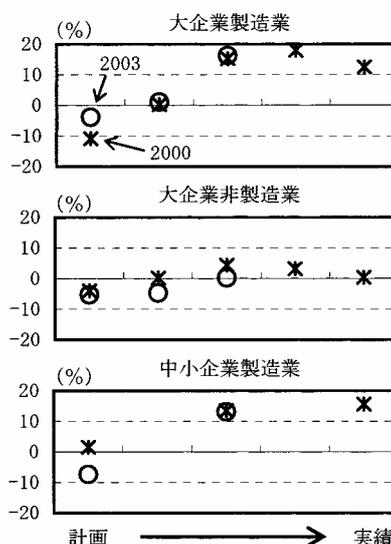
- 法人企業統計によると、2003年4-6月期の名目設備投資は7期ぶりに前年の水準を上回った。製造業の設備投資は、投資採算の改善にこのところ一服感があるものの、2003年度計画は大企業だけでなく中小企業でも順調に上積みされており、年度内は堅調な推移が見込まれる。非製造業の設備投資は、2003年4-6月期の伸びは高かったものの、年度計画では抑制色が強く、今後の持続性は不透明である。
- 設備投資のキャッシュフローに対する比率は、製造業で6割、非製造業で7割まで低下してきている。設備投資が収益の改善に遅行する面などを割り引いても、投資の選別姿勢は根強いといえる。
- 製造業の資本ストックは、設備投資の持ち直しにもかかわらず、事業再構築の進展に伴う既存設備の除却率上昇を背景に、前年比減となっている。

図表Ⅱ-18 法人企業の名目設備投資前年同期比と製造業投資採算（全規模）



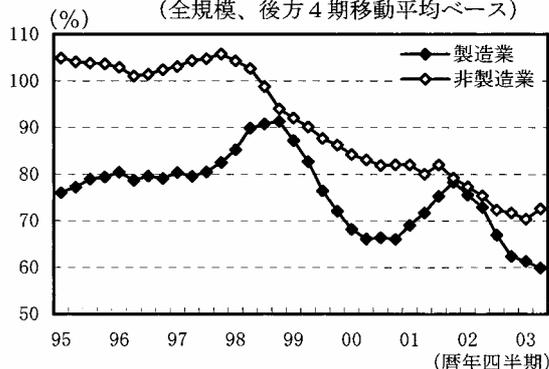
(備考) 1. 財務省「法人企業統計季報」等により作成。設備投資は、除くソフトウェア。
 2. 投資採算 = 営業資産利益率 - 国内銀行等貸出約定平均金利 (新規、総合)。ただし、営業資産利益率 = 営業利益 / 期末平均 (有形固定資産 + 棚卸資産)

図表Ⅱ-19 2003年度設備投資計画調査の修正状況 (前年度比伸び率)



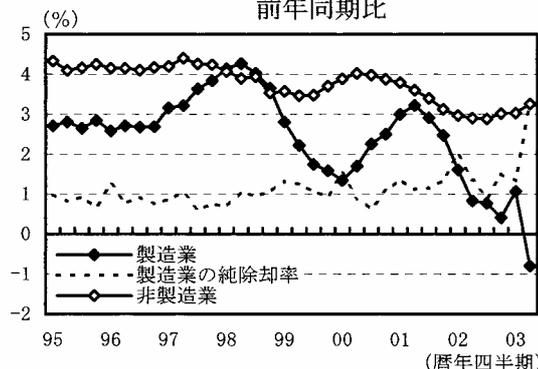
(備考) 大企業は日本政策投資銀行、中小企業は中小企業金融公庫の調査による。

図表Ⅱ-20 設備投資の対キャッシュフロー比率 (全規模、後方4期移動平均ベース)



(備考) 1. 財務省「法人企業統計季報」により作成。
 2. キャッシュフローを経常利益 / 2 + 減価償却費により算出し、直近4期の設備投資額合計を、直近4期のキャッシュフロー合計で除した値 (%) を用いた。

図表Ⅱ-21 業種別資本ストック前年同期比

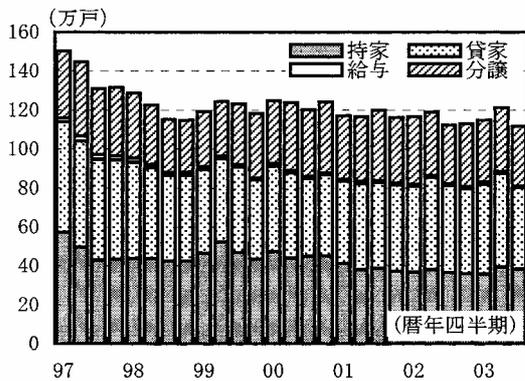


(備考) 1. 内閣府「民間企業資本ストック」により作成。
 2. 当期末の資本ストック = 前年同期末の資本ストック + 直近4期の (新設投資額 + 中古品取得額 - 粗除却額)。純除却率 = 直近4期の (粗除却額 - 中古品取得額) / 前年同期末の資本ストック。

住宅投資は低調に推移

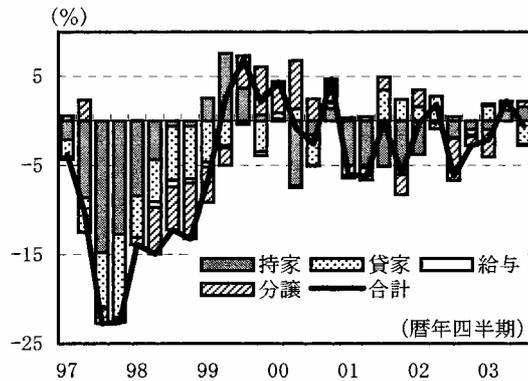
- ・新設住宅着工戸数は、足もとでは住宅ローン減税終了前の駆け込みおよび金利の先高観による着工の前倒しから、持家を中心に増加がみられるものの、水準は年換算 120 万戸弱と依然として低く、住宅投資も低調に推移している。
- ・マンション市場は、首都圏、近畿圏ともに 2002 年にかけて積み上がった在庫を削減する動きがみられる。

図表Ⅱ-24 住宅着工戸数（季調値年率）



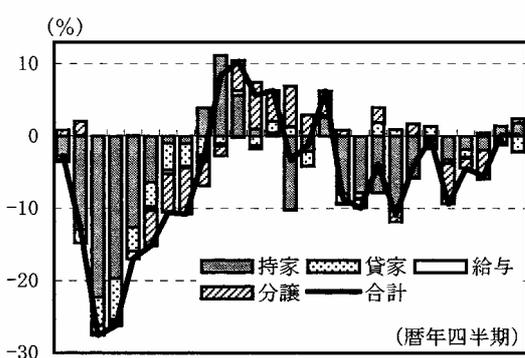
(備考) 国土交通省「住宅着工統計」により作成。

図表Ⅱ-25 住宅着工戸数（前年比）



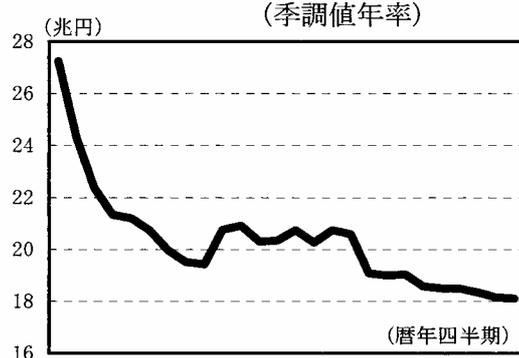
(備考) 国土交通省「住宅着工統計」により作成。

図表Ⅱ-26 住宅着工床面積（前年比）



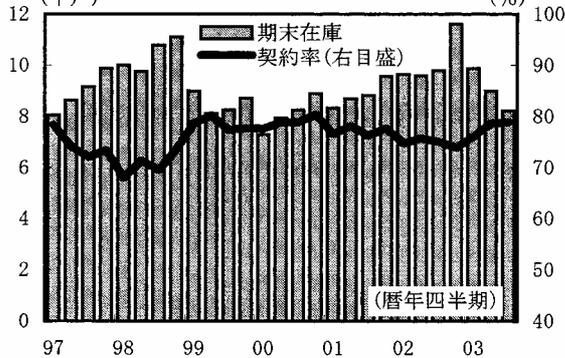
(備考) 国土交通省「住宅着工統計」により作成。

図表Ⅱ-27 実質民間住宅投資（季調値年率）



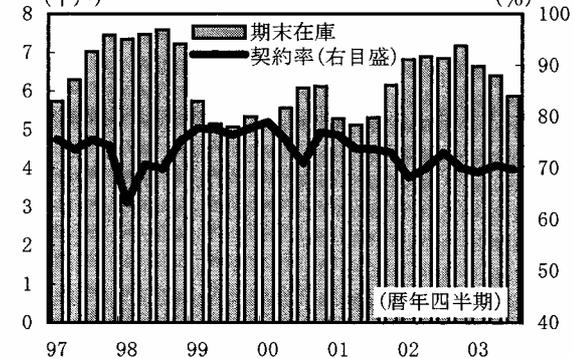
(備考) 内閣府「国民経済計算」により作成。

図表Ⅱ-28 マンション契約率と完成在庫（首都圏）



(備考) 1. 不動産経済研究所「マンション市場動向」により作成。
2. 契約率は、各月販売分のうち当月中に販売契約された戸数の割合の四半期平均。完成在庫は四半期末値。

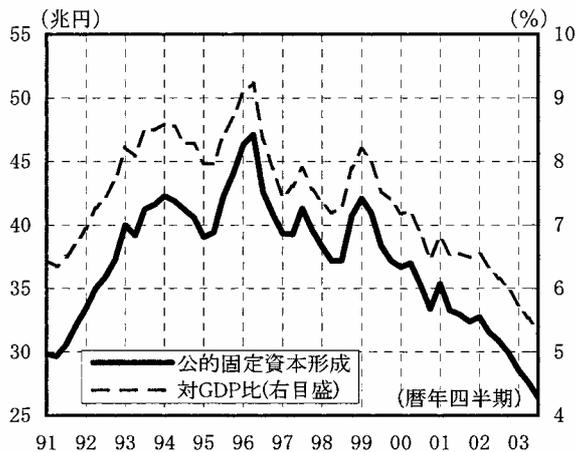
図表Ⅱ-29 マンション契約率と完成在庫（近畿圏）



財政事情を反映し、公共投資は減少傾向

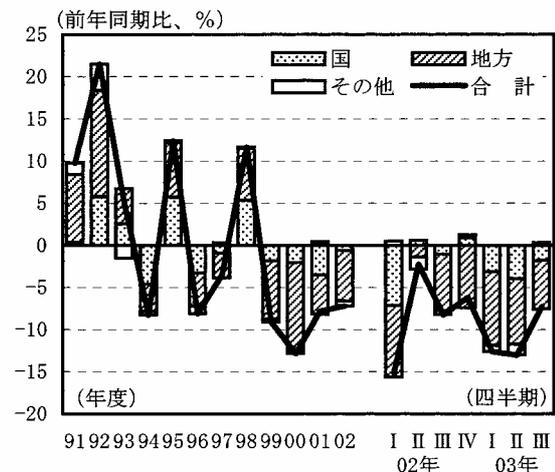
- ・ 公共投資（公的固定資本形成）は、99年後半以降一貫して減少しており、GDP比では5%台まで低下してきている。先行指標である公共工事請負金額は、99年度以降、財政事情の厳しい地方分の減少を主因にマイナス基調が続いている。
- ・ 2003年度末の国・地方計の長期債務残高は、686兆円（対GDP比137.6%）に達する見込みである。2002年度末に郵政事業特別会計・郵便貯金特別会計が廃止され見かけ上の債務は減少したものの、この要因を除いてみると増加基調が続いている。
- ・ 日本の政府債務水準は国際的にみて著しく高く、プライマリーバランス（公債に関する歳出入を除く基礎的財政収支）も大幅な赤字が続いている。

図表Ⅱ-30 公共投資額の推移



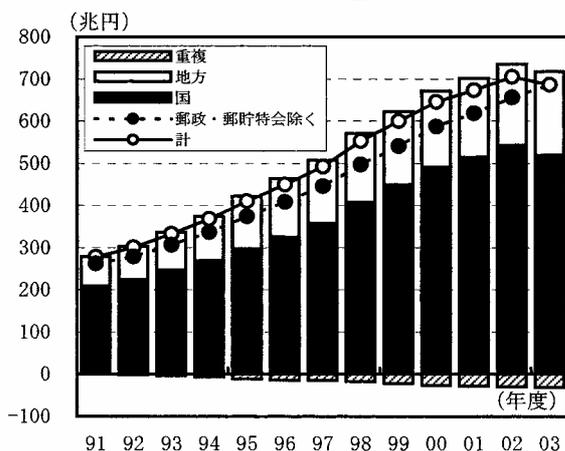
(備考) 1. 内閣府「国民経済計算」により作成。
2. データは名目季節調整済年率。

図表Ⅱ-31 公共工事請負金額の推移



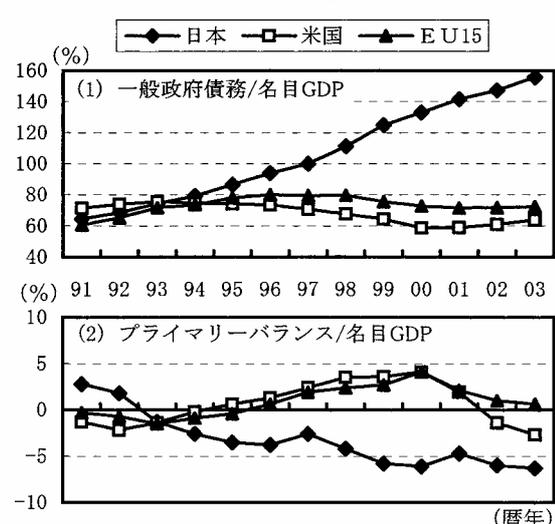
(備考) 1. 北東西三保証事業会社「公共工事前払金保証統計」により作成。
2. 凡例中、地方は「都道府県」および「市町村」の計。その他は「事業団・公団」および「地方公社」等の計。

図表Ⅱ-32 国および地方の長期債務残高



(備考) 1. 財務省「財政関係資料（平成15年3月）」等により作成。
2. 2002年度は補正予算後、2003年度は当初予算による見込み。
3. 郵政・郵貯特会（02年度末借入残高約49兆円）は02年度末で廃止。

図表Ⅱ-33 財政状況の国際比較

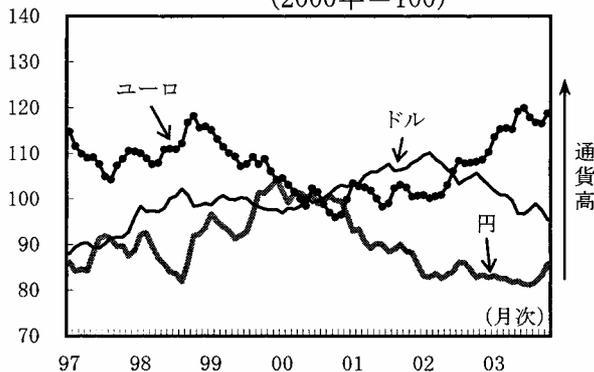


(備考) 1. OECD「Economic Outlook73」（03年6月）により作成。
2. 2003年は推計値。
3. 2000年のEU15には携帯電話ライセンス売却収入（プライマリーバランスで1%程度）を含む。

輸出は一部に持ち直しの兆し、輸入は緩やかな増加

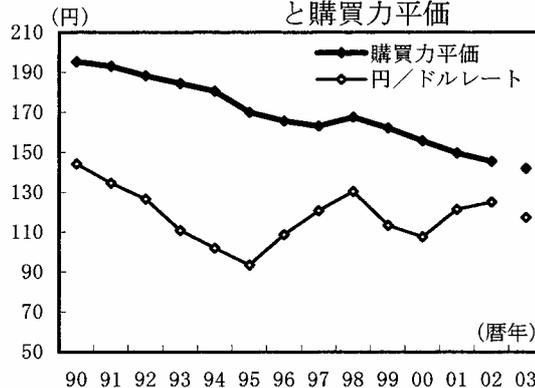
- ・日本の実質実効為替レートは、ドル安・ユーロ高のなか、横ばい圏内にあったが、2003年9月以降、やや円高となっている。
- ・円/ドルレートは、趨勢としては購買力平価に近づきつつある。しかし、直近では購買力平価の動きよりも円高方向にやや乖離する動きが見られる。
- ・輸出は、アジア向け機械機器等を中心として、再び持ち直しつつある。
- ・輸入は、アジアからの機械機器等を中心に緩やかな増加傾向にある。

図表Ⅱ-34 実質実効為替レート
(2000年=100)



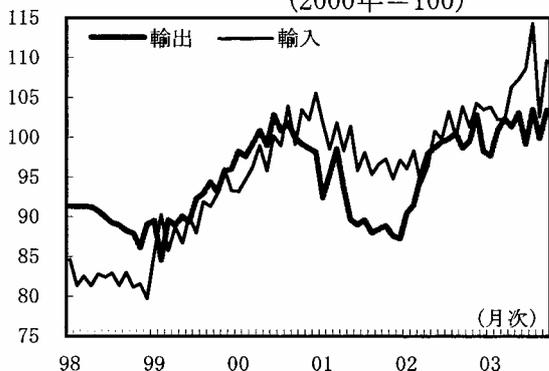
(備考) 1. JPMorgan “World Financial Market” により作成。
2. 当該国と貿易相手44カ国との物価水準により為替レートを実質化し、90年の工業製品貿易額で加重平均。

図表Ⅱ-35 円/ドルレートと購買力平価



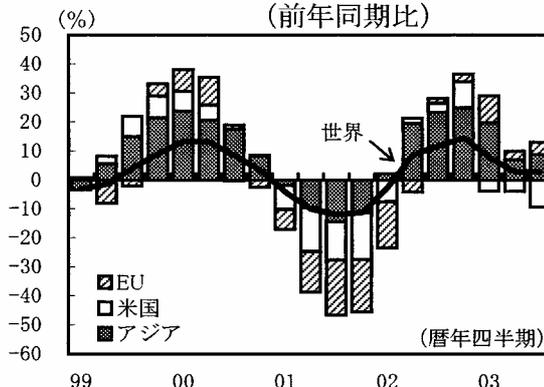
(備考) 1. OECD “Purchasing Power Parities and Real Expenditure” により作成。
2. 03年は5月の値。

図表Ⅱ-36 輸出入数量指数
(2000年=100)



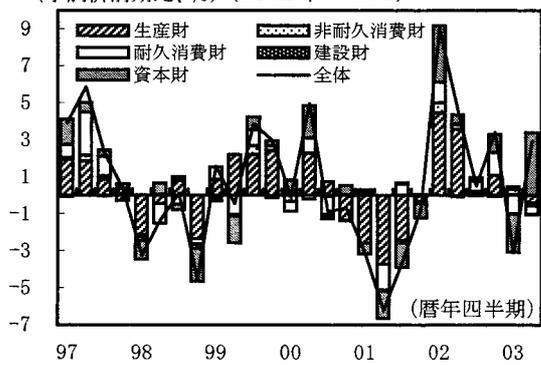
(備考) 1. 財務省「貿易統計」により作成。
2. X-12による季節調整値。

図表Ⅱ-37 地域別輸出数量指数
(前年同期比)



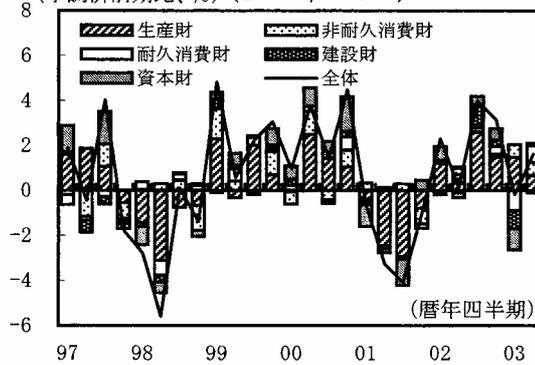
(備考) 財務省「貿易統計」により作成。

図表Ⅱ-38 鉱工業財別輸出出荷指数
(季調済前期比、%) (2000年=100)



(備考) 経済産業省「産業活動分析」により作成。

図表Ⅱ-39 鉱工業財別輸入供給指数
(季調済前期比、%) (2000年=100)

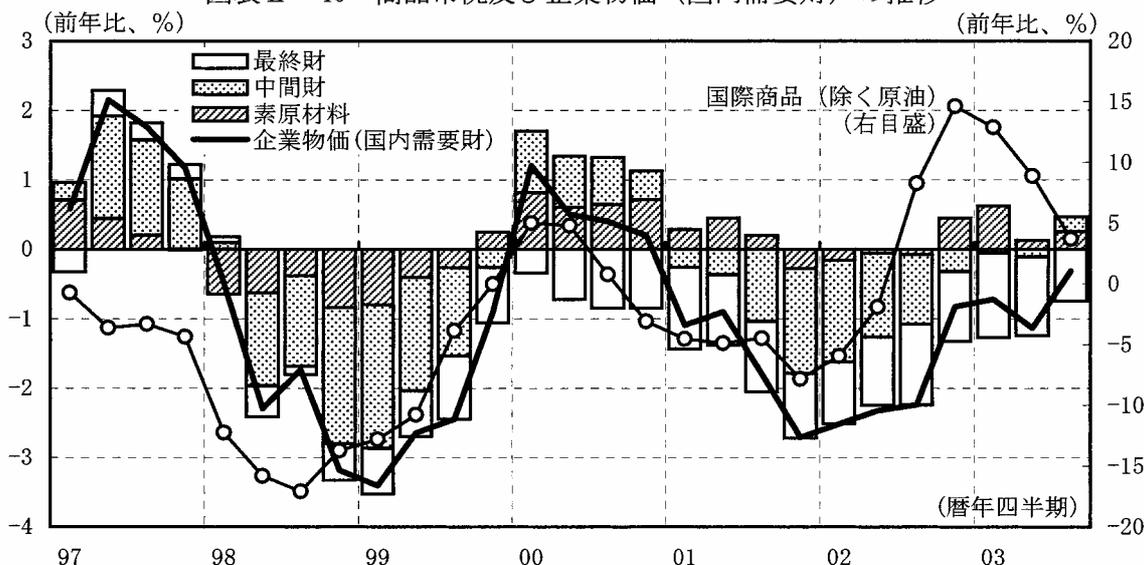


(備考) 経済産業省「産業活動分析」により作成。

依然デフレ状態が続くが、物価の下落幅は縮小

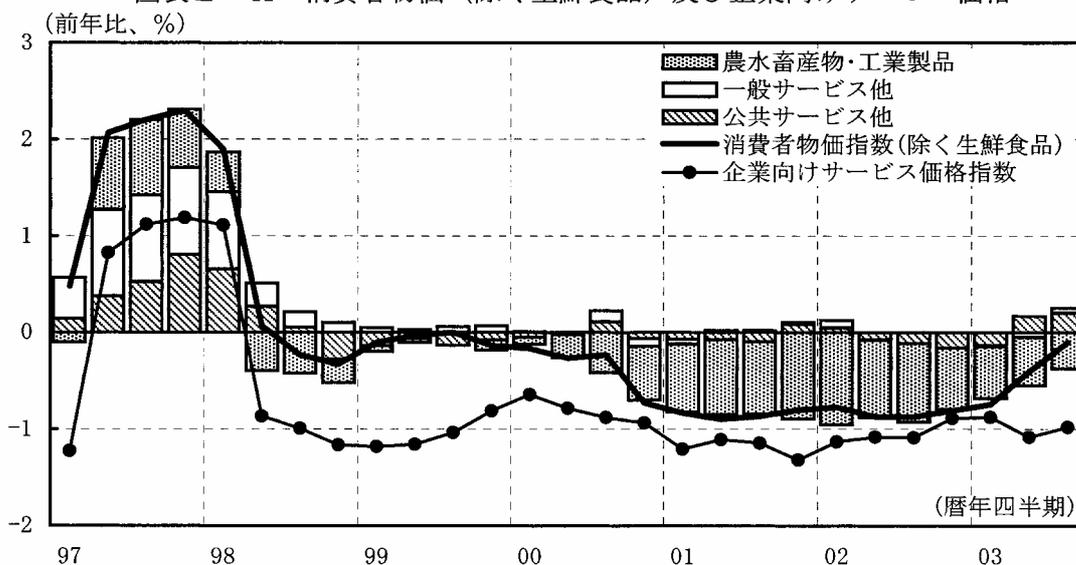
- ・企業物価（国内需要財）は、素原材料が2002年10-12月期以降プラスに転じているほか、中間財でも下落幅は縮小傾向にある。国際商品市況（除く原油）は、2002年7-9月期以降の中東情勢の緊迫を背景とした上昇が一巡しているものの、その後も強含みで推移している。
- ・消費者物価（除く生鮮食品）は、2003年度に入り、医療費の自己負担引き上げから公共サービスがプラスに転じたほか、農林畜産物・工業製品でも減少幅は縮小している。企業向けサービス価格は、リース・レンタル、不動産を中心に引き続き1%程度下落している。

図表Ⅱ-40 商品市況及び企業物価（国内需要財）の推移



- (備考) 1. 日本銀行「物価指数月報」、IMF “International Financial Statistics” により作成。
2. 企業物価は、国内需要財で国内と輸入の平均。

図表Ⅱ-41 消費者物価（除く生鮮食品）及び企業向けサービス価格

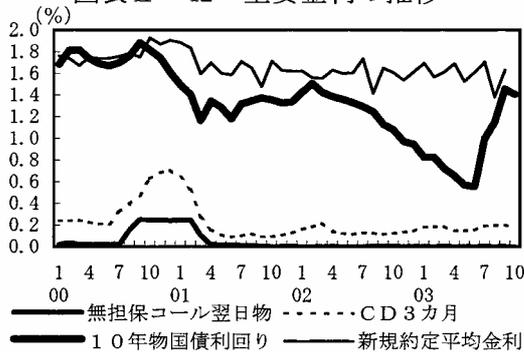


- (備考) 1. 日本銀行「物価指数月報」、総務省「消費者物価指数月報」により作成。
2. 一般サービス他には出版物を、公共サービス他には電気・都市ガス・水道を含む。
3. 企業向けサービス価格指数は、外洋貨物輸送、国際航空貨物輸送、国際航空旅客を除いている。

顕在化しない量的緩和政策の効果

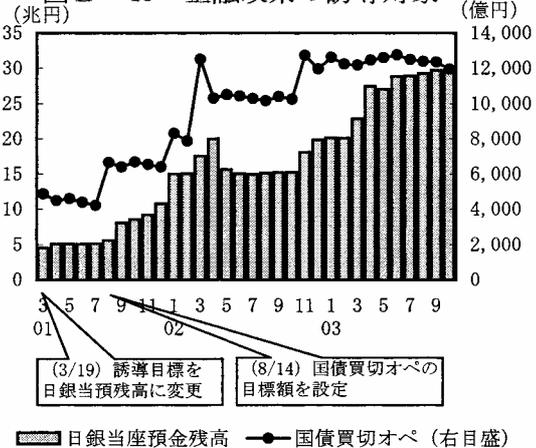
- ・ 金融市場では、短期金利は超低水準が続くものの、株価の上昇、世界的な金利上昇を受けて6月以降長期金利は上昇に転じた。銀行の貸出金利は、市場金利に比べて安定的に推移している。
- ・ 金融政策において、2001年3月に誘導対象をそれまでのコール金利から日銀当座預金残高に変更して以降、長期国債買切オペの目標を逐次拡大するなど量的な緩和政策がとられている。これを受け、マネタリーベースは大きな増加を続けている。
- ・ しかし、こうしたマネタリーベースの増加は信用乗数の低下に吸収され、これまでのところマネーサプライの伸びは緩やかなものにとどまり、金融緩和政策の効果は顕在化していない。貨幣の流通速度も低下している。
- ・ 民間向け貸出がマネーサプライの減少に寄与する一方、国債をはじめとする政府部門向け信用の増加がマネーサプライの増加を支えてきた。

図表Ⅱ-42 主要金利の推移



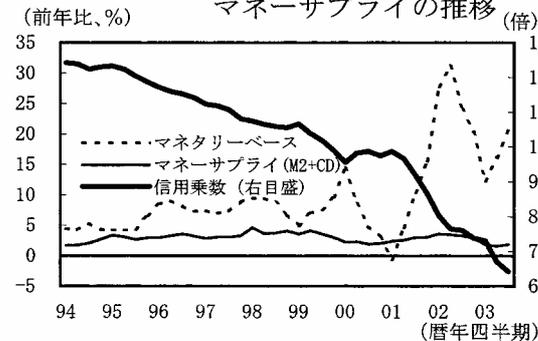
- (備考) 1. 日本経済新聞、日銀「金融経済統計月報」により作成。
2. 新規約定平均金利は月次統計、その他は日次終値の月次平均。

図Ⅱ-43 金融政策の誘導対象

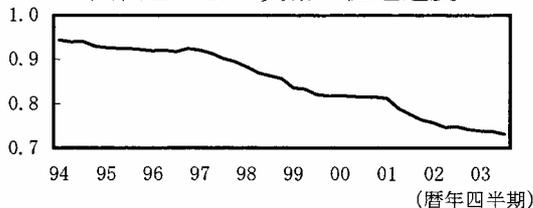


- (備考) 1. 日銀「金融経済統計月報」により作成。
2. 日銀当座預金残高は、月中の平均残高。
3. 国債買切オペ額は、当該月の買取額。

図表Ⅱ-44 マネタリーベースとマネーサプライの推移

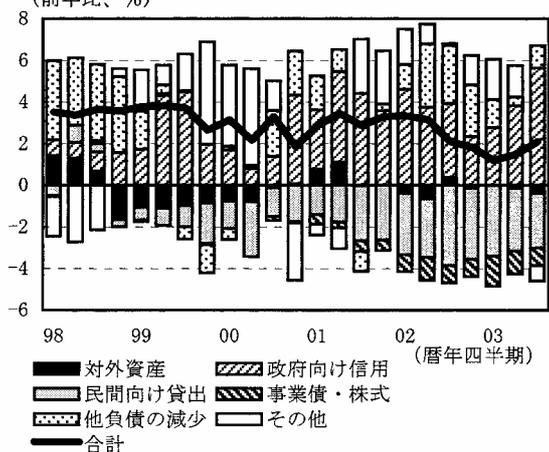


図表Ⅱ-45 貨幣の流通速度



- (備考) 1. 内閣府「国民経済計算年報」、日銀「金融経済統計月報」により作成。
2. 前年比は期中平均残高による。
3. 信用乗数 = $(M2 + CD) / \text{マネタリーベース}$
流通速度 = $\text{名目GDP} / (M2 + CD)$
ともに季節調整値。

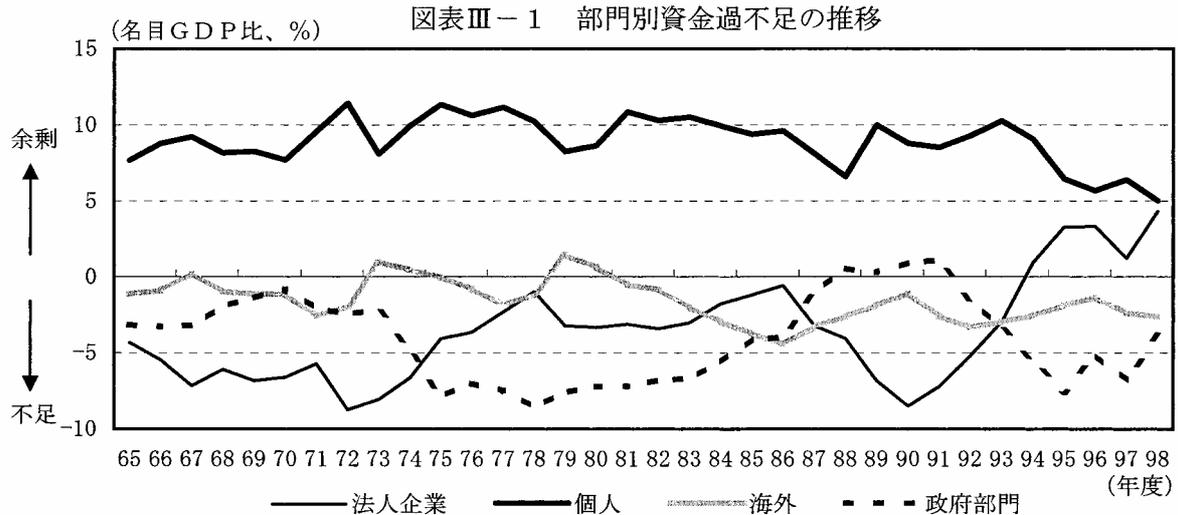
図表Ⅱ-46 マネーサプライ(M2+CD)信用面からの寄与度分解



- (備考) 1. 日銀「金融経済統計月報」により作成。
2. 期末残高の伸び率。

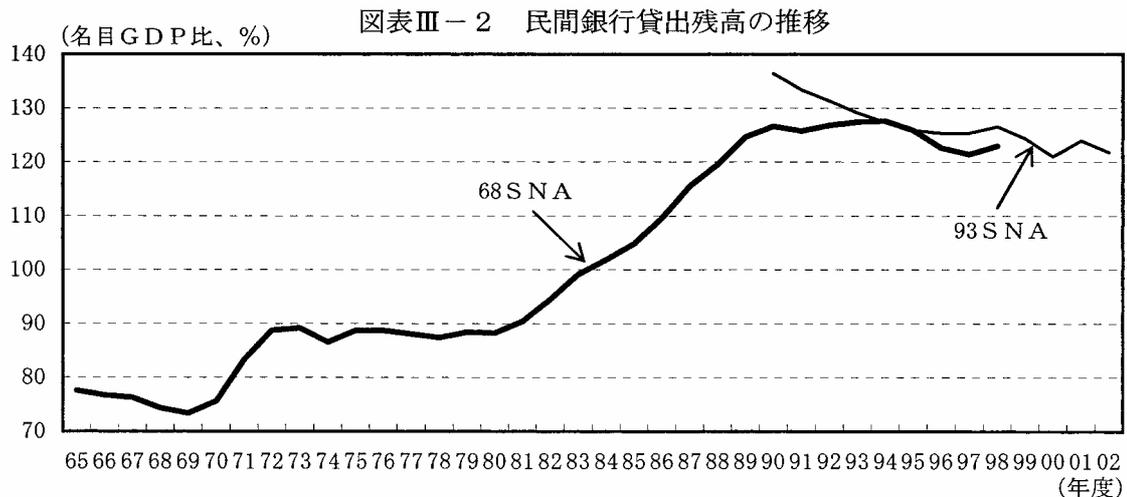
・日本経済の中期シナリオの検討 - 資金循環と金融を中心に - 資金過不足及び貸出残高の長期推移

- ・資金過不足の長期推移をみると、個人において70年以前から一貫して資金余剰が続いている。80年代後半に至るまで唯一の資金余剰主体であった。法人企業は、90年代半ばまで一貫して資金不足が続いたが、90年代半ば以降余剰状態が続いている。政府部門は、80年代後半に資金余剰に転じたが、92年に再び資金不足となり、資金不足幅を拡大している。
- ・民間銀行貸出残高対GDP比は、80年代に急速に上昇し、90年代に低下に転じたが、依然高水準にある。



(備考)

1. 内閣府「国民経済計算年報」(68SNA)、日本銀行「資金循環統計」(68SNA)により作成。
2. 法人企業には民間非金融法人企業のほか、貸金業者、一部の政府系法人を含む。
3. 個人には家計のほか、個人企業及び非営利団体が含まれる。
4. 政府部門は、中央政府と公団・地方公共団体の合計。
5. 政府部門と法人企業の間において、98年度の国鉄清算事業団債務及び国有林特会の一部肩代わりに関する断層は修正済。



(備考)

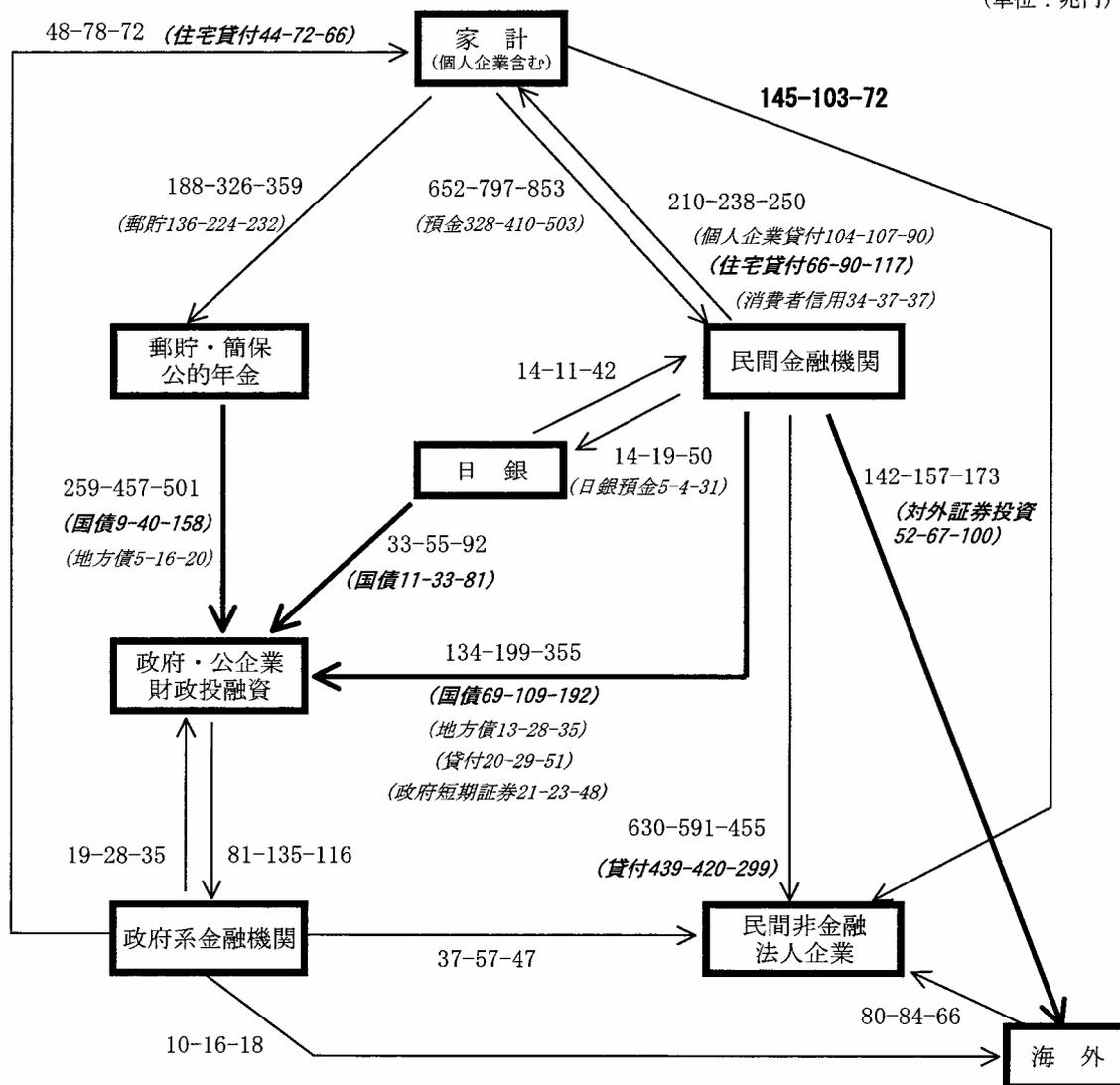
1. 内閣府「国民経済計算年報」、日銀「資金循環統計」により作成。
2. 銀行等(国内銀行、在日外銀、農林水産系機関、中小機関の合計)の貸出残高の期首期末平均を名目GDPで除したものの。
3. 93SNAベースでは民間金融機関貸出の資産と負債を相殺している。

90年以降のわが国の資金循環の変化

・90年度以降の資金循環の変化を概観すると、貸付を中心に民間金融機関から民間非金融法人企業への資金が減少する一方、国債を中心とした政府部門への資金が増加している。また、民間金融から住宅貸付、対外証券投資への資金が増加している。

図表Ⅲ－3 90年以降のわが国の資金循環の変化
(90年度末－96年度末－02年度末)

(単位：兆円)

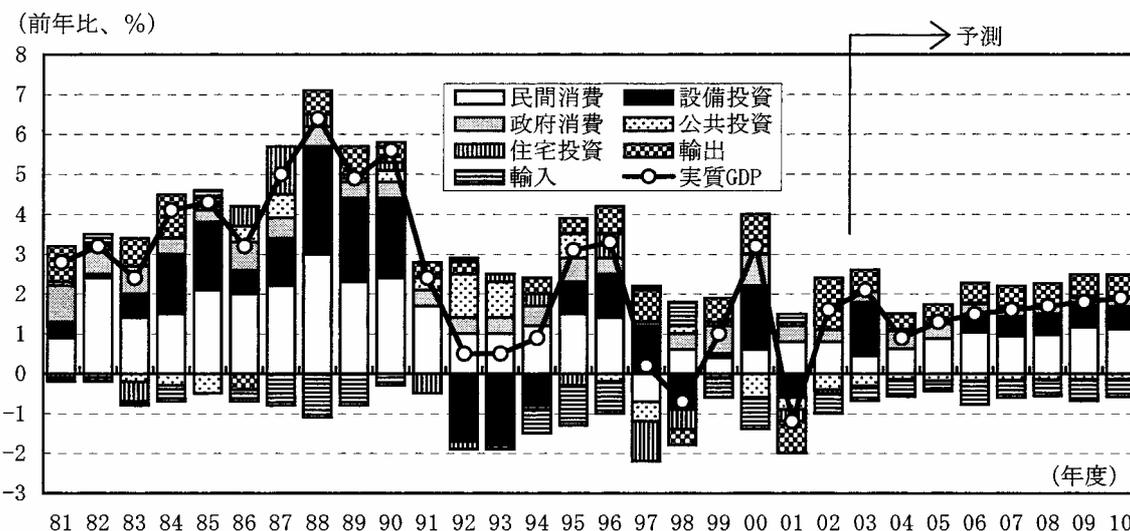


- (備考) 1. 日銀「資金循環統計」(93SNA)及び各種財務諸表等をもとに、日本政策投資銀行調査部作成。
 2. 金融資産・負債の期末残高(時価)の推移を示している。
 (矢印の方向に資産を有しており、数値は順に91年3月末－97年3月末－03年3月末)
 3. 部門の定義は、資金循環統計に準じる。
 4. 「民間金融機関」とは、金融機関から日銀、郵便貯金、簡易保険及び公的金融機関を除いたもの。
 5. 「政府系金融機関」には、2銀行6公庫のほか、産業投資特別会計・都市開発資金融通特別会計・金融仲介を主要業務とする他の特殊法人(社会福祉・医療事業団、日本育英会など)が含まれる。
 6. 一定の仮定に基づいた試算を行っており、数値については幅を持ってみる必要がある。
 7. 斜体は、資金循環統計等日銀公表の統計に基づく数値であり、明朝体で記された数値の内数として位置付けられる。
 8. 公的年金は、家計の資産とみなしている。
 9. 主要な部門間の対応関係のみを図示しており、全てを図示しているわけではない。

中期シナリオの概況

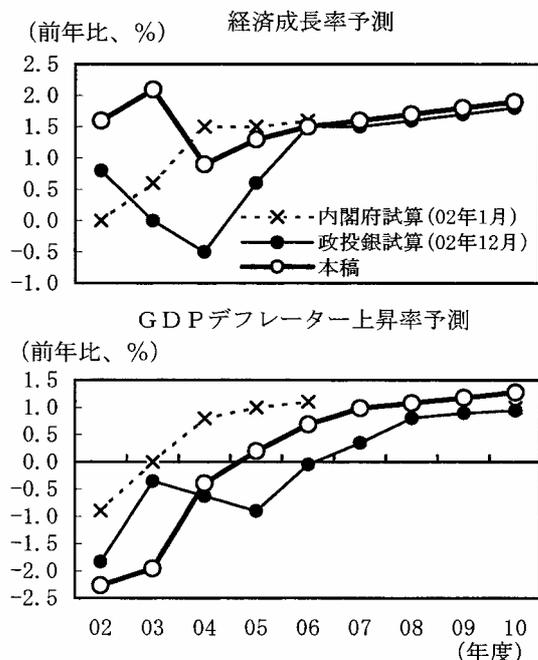
・本章では、「改革と展望 - 2002 年度改定」策定の際に内閣府が想定した経済成長率等の経済指標（2003 年 1 月）及び 2003 年 9 月内閣府試算による「平成 15 年度経済動向試算」等をもとに、2010 年度に至るまでの経済状態をさらに詳細に想定し、そのもとでの資金循環を中心とする金融の中期シナリオを作成した。

図表Ⅲ－4 実質GDP成長率の推移と需要項目別寄与度



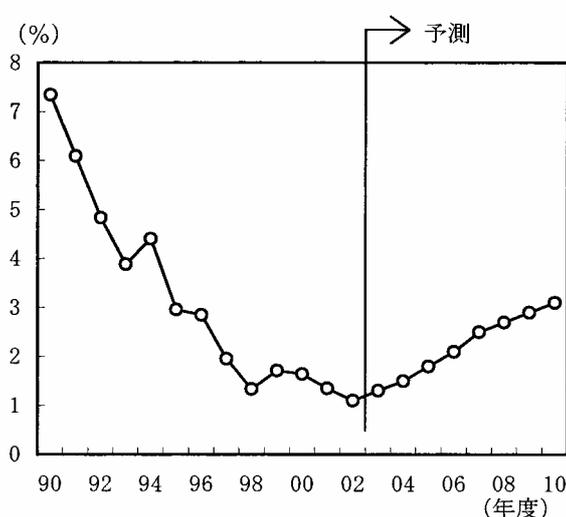
(備考) 1. 内閣府「国民経済計算年報」及び内閣府作成参考資料(平成15年1月20日経済財政諮問会議提出)をもとに政投銀調査部作成。
2. 2003年度は内閣府試算「平成15年度経済動向試算」に基づき、2004年度以降は内閣府作成参考資料を参考に政投銀調査部作成。

図表Ⅲ－5 経済成長率及び物価の予測比較



(備考) 1. 内閣府作成参考資料等をもとに政投銀調査部作成。
2. 政投銀試算(02年12月)は、政投銀「調査」第49号における想定。
3. 内閣府試算(03年1月、9月)については、本稿に反映されている。

図表Ⅲ－6 金利の想定

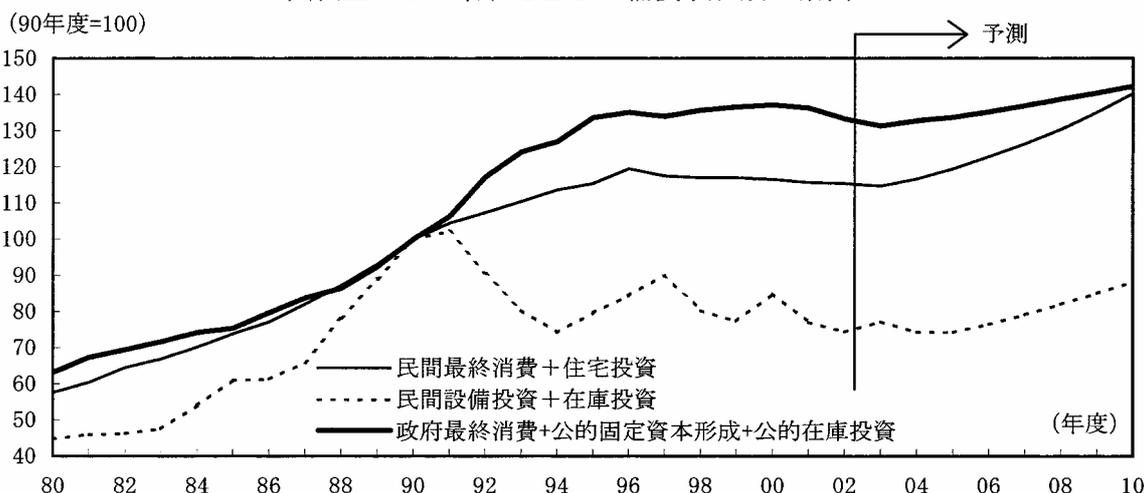


(備考) 1. 内閣府作成参考資料に基づく。
2. 10年物国債利回り。

部門別資金過不足の中期見通し

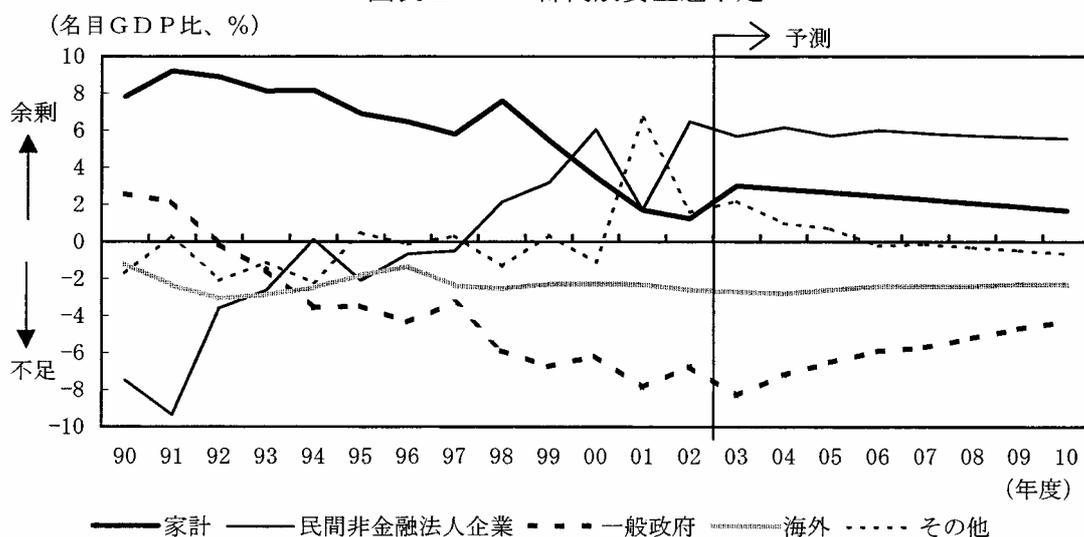
- ・ 民需が主導した 80 年代とは対照的に、90 年代には経済活動に占める政府部門のウェイトが高まった。
- ・ 一方で資金過不足 (= 貯蓄投資差額) も変化した。一般政府の資金不足幅が拡大し、逆に民間非金融法人企業が資金余剰主体に転じた。
- ・ 2003 年度以降も、家計、企業部門において資金超過状態が継続し、一方で政府部門の資金不足状態が不足幅を縮小しながらも継続する。国内全体では、資金超過状態が続く。

図表Ⅲ－7 名目GDP－需要項目別の動向



- (備考) 1. 内閣府「国民経済計算年報」により作成。
2. 03年度以降は政投銀調査部作成。

図表Ⅲ－8 部門別資金過不足

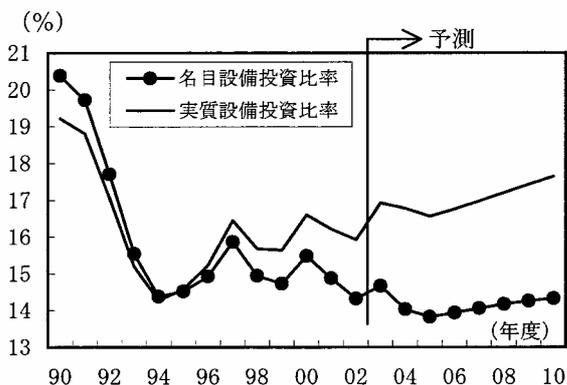


- (備考) 1. 内閣府「国民経済計算年報」(93 SNA)、日銀「資金循環統計」(93 SNA)、内閣府作成参考資料により作成。
2. 実績部分については、資金循環統計による部門別の資金過不足を名目GDPで除して算出。03年度以降は内閣府作成参考資料をもとに、政投銀調査部作成。
3. 資金過不足は定義上貯蓄投資差額と等しくなるが、統計上の誤差により必ずしも一致しない。03年度以降は資金過不足が貯蓄投資差額と等しいと仮定。
4. 「その他」は、金融機関、公的非金融法人企業、非営利団体の合計。
5. 一般政府とその他の間において、98年度の国鉄清算事業団債務及び国有林特会の一部肩代わりに関する断層は修正済。

資金余剰が続く民間企業部門

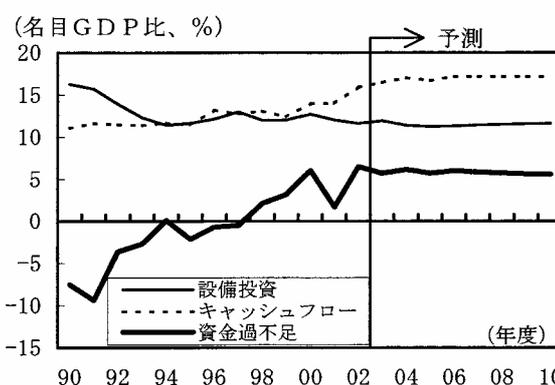
- ・資本収益率の長期低迷を背景とするストック調整が予測期間を通じて継続し、設備投資の構造的な下押し要因であり続けることが予想される。
- ・こうしたことから設備投資はキャッシュフローの範囲内でなされ、資本分配率の上昇も相まって、研究開発投資の伸びを織り込んだとしても民間非金融法人企業全体では資金余剰が継続する。なお、配当等の利益処分の配分については変化はないものと仮定する。
- ・資金余剰に伴い、銀行借入の減少が続き、外部調達に占める資本市場からの調達割合が大企業を中心に相対的に高まる。
- ・企業間信用や預け金（入居保証料等）等の資産を流動化することによる資金調達は急速に拡大しており、今後とも増加が見込まれる。

図表Ⅲ－９ 民間企業設備投資の対GDP比率



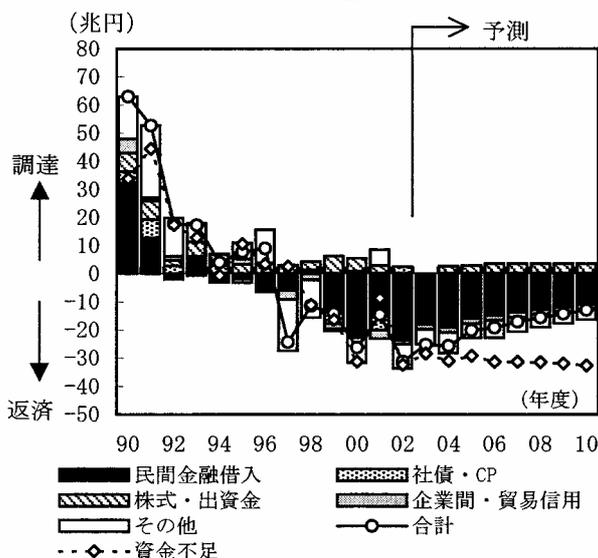
- (備考) 1. 内閣府「国民経済計算年報」により作成。
2. 03年度以降は政投銀調査部作成。
3. 民間非金融法人企業のほか、金融保険業、個人企業、非営利団体を含む。

図表Ⅲ－10 民間非金融法人企業の資金過不足の推移



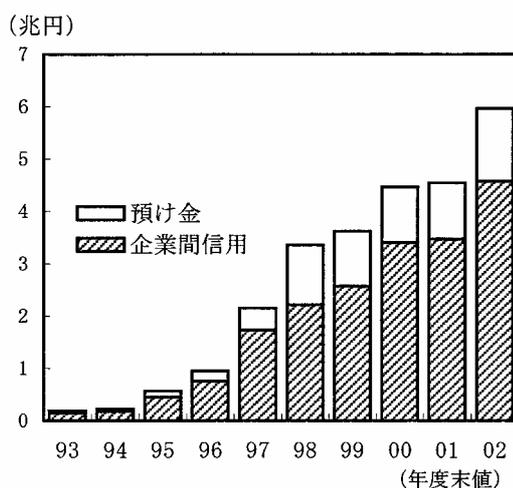
- (備考) 1. 内閣府「国民経済計算年報」、日銀「資金循環統計」により政投銀調査部作成。
2. キャッシュフローは、国民経済計算年報上の同部門の「貯蓄」を指す。

図表Ⅲ－11 民間非金融法人企業の資金調達・返済の推移



- (備考) 1. 日銀「資金循環統計」をもとに政投銀調査部作成。
2. 株式・出資金の評価損益については考慮していない。
3. 企業間・貿易信用は(資産－負債)であり、すなわち信用供与の増加が資金調達増加要因となる。

図表Ⅲ－12 企業の資産流動化

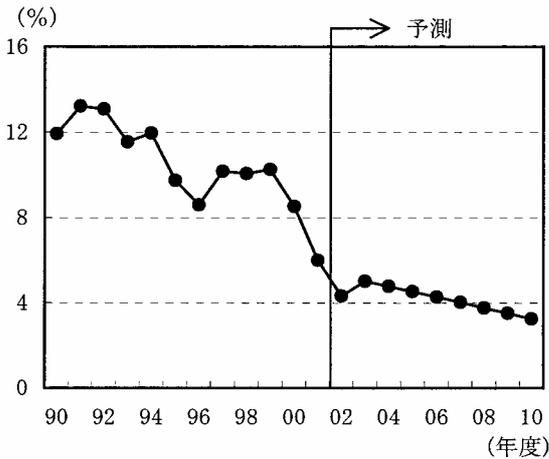


- (備考) 1. 日銀「資金循環統計」により作成。
2. S P Cに売却された原債権の額。

家計貯蓄率は低下、現金・預金のシェアは縮小へ

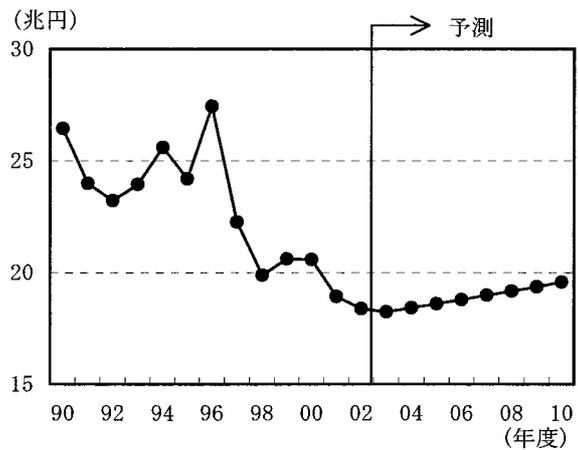
- ・家計貯蓄率は、90年代後半の高止まりの後、所得環境の悪化もあり急落した。今後は高齢化等に伴い緩やかな低下を見込む。
- ・貯蓄は実物資産、金融資産のいずれかに振り分けられるが、実物資産の大部分を占める住宅投資は、所得の持ち直しや世帯数の増加などから緩やかな増加をたどる。一方金融資産残高は最近まで株価の下落から減少していたが、今後は着実に増加し、さらに株価の上昇を想定すれば2010年に約1,600兆円と試算される。
- ・家計の金融資産構成は、今後現金・普通預金等（いわゆるタンス預金を含む）が解消に向かうほか、株価・金利の持ち直し等投資魅力向上を織り込み、株式・有価証券類が回復へと向かう。

図表Ⅲ-13 家計貯蓄率の見通し



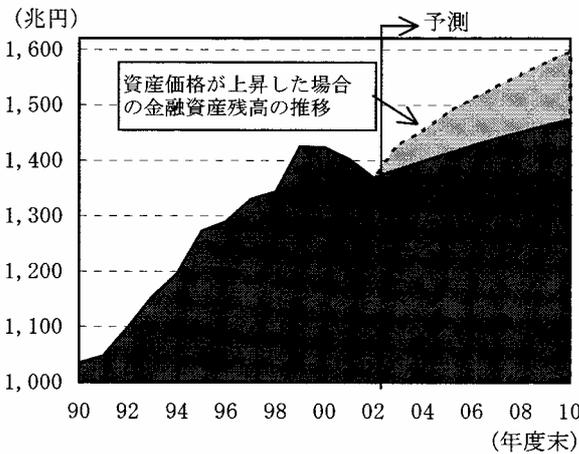
(備考)内閣府「国民経済計算」により作成。

図表Ⅲ-14 実質民間住宅投資の見通し



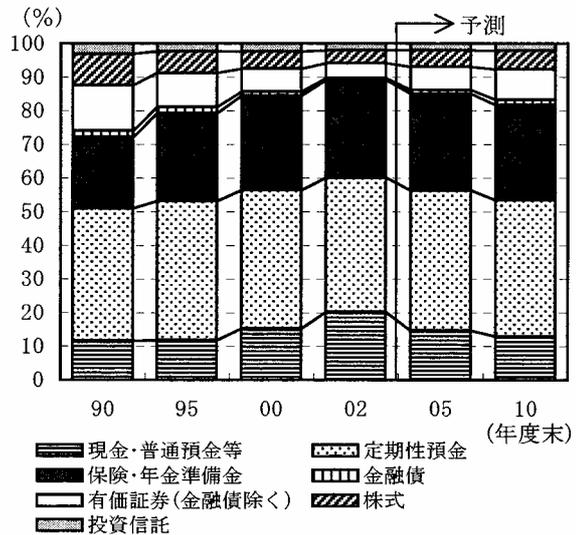
(備考)内閣府「国民経済計算」により作成。

図表Ⅲ-15 家計の金融資産残高の見通し



(備考)1. 内閣府「国民経済計算」日銀「資金循環統計」により作成。
2. 株価は緩やかに上昇すると想定している。

図表Ⅲ-16 家計の金融資産構成の見通し

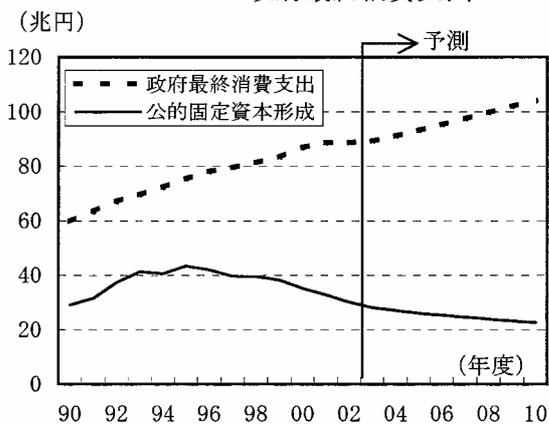


(備考)1. 日銀「資金循環統計」総務省「全国消費実態調査」国立社会保障・人口問題研究所「日本の世帯数の将来推計」により作成。
2. 「現金・普通預金等」には、現金、流動性預金のほか、外貨預金、預け金、未収・未払金等を含む。
3. 株価は緩やかに上昇すると想定している。

プライマリーバランスは改善に向かうが、政府部門の債務は増加が続く

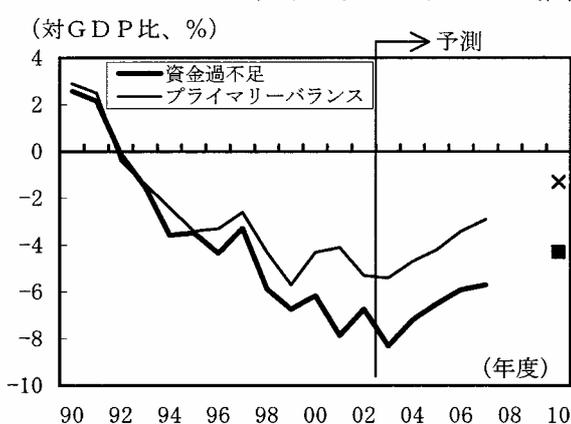
- ・ 厳しい財政状況を反映して公共投資の減少は続くものの、医療費など社会保障費は趨勢的に増加し、予測期間を通じて財政圧迫要因であり続ける。
- ・ 内閣府作成参考資料（経済財政諮問会議提出資料）によれば、プライマリーバランスは赤字幅を縮小するものの、黒字転換は2010年度以降に持ち越される。資金不足幅も同様の動きとなる。この結果、公債等（＝普通国債＋地方債＋交付税特会借入金）の残高は増加を続け、2010年度末で856兆円に達する見込である。
- ・ 国債、地方債はこれまで民間金融機関が中心に吸収してきた。長期国債買切オペを増加させている日銀の保有も全体の1割強に達している。今後も金融機関の国債保有は増加傾向を辿らざるを得ない。

図表Ⅲ－17 公的資本形成と政府最終消費支出



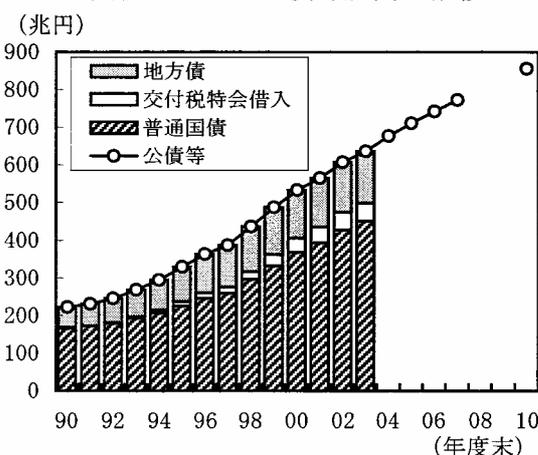
(備考) 1. 内閣府「国民経済計算年報」により作成。
2. 03年度以降は政投銀調査部作成。

図表Ⅲ－18 資金過不足及びプライマリーバランスの推移



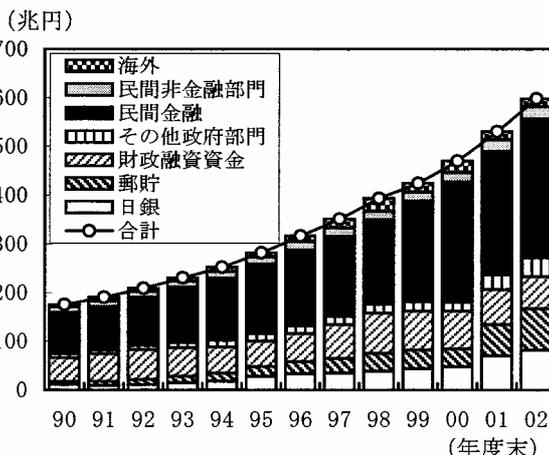
(備考) 1. 内閣府「国民経済計算年報」、日銀「資金循環統計」、内閣府作成参考資料、財務省資料により作成。
2. 資金過不足は一般政府ベース。
3. プライマリーバランスは国と地方の合計。
4. 98年度の国鉄清算事業団債務及び国有林特会の一部肩代わりに関する断層は修正済。

図表Ⅲ－19 公債等残高の推移



(備考) 1. 財務省資料、総務省資料、内閣府作成参考資料により作成。
2. 03年度の値は財務省、総務省資料にある当初予算あるいは見込値。04年度以降の値は内閣府作成資料による。

図表Ⅲ－20 国債・地方債保有者別動向

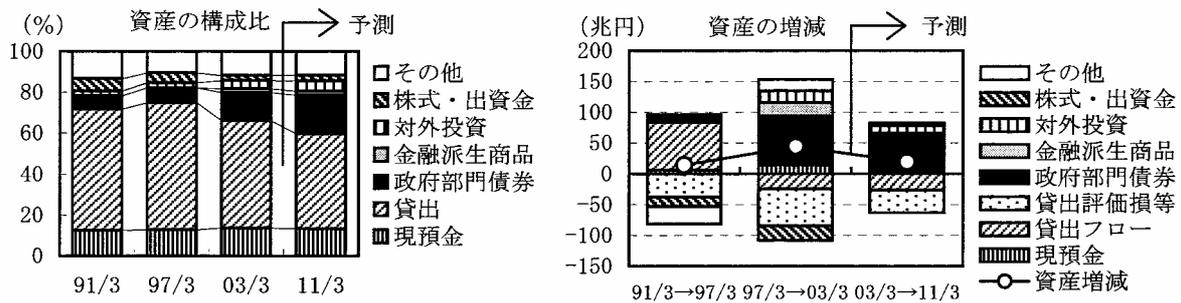


(備考) 1. 日銀「資金循環統計」により作成。
2. 国債には財融債を含む。

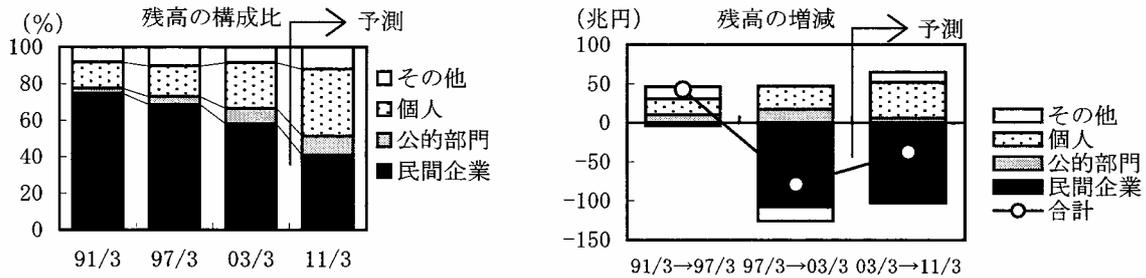
民間金融機関行動の現状と今後

- ・金融機関の資産運用は、90年代を通して、貸出債権が償却等により減少する一方で、90年代後半以降は政府部門債券や金融派生商品、対外投資を拡大した。
- ・貸出の内訳をみると、企業の資金需要の減退、不良債権問題等から企業向け貸出は減少する一方、個人向け貸出が増加している。
- ・今後も、企業向け信用が減少する一方で、公的部門向け信用や個人向け貸出が増加を続ける見込である。
- ・こうした貸出残高の減少が進む中で、90年代を通じて縮小が進んだ利ざやの回復に注力する一方、手数料収入を見込めるサービス（プロジェクト・ファイナンスやシンジケートローンの組成、コミットメントラインなど）に注力している。

図表Ⅲ-21 民間金融機関の資産の推移

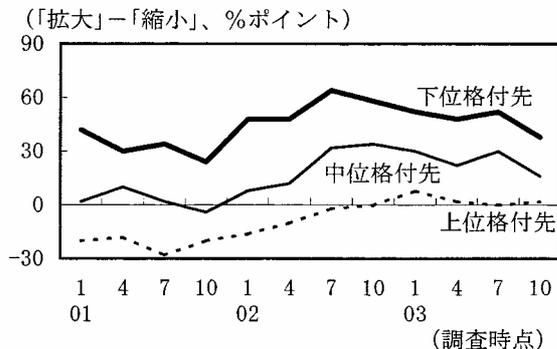


図表Ⅲ-22 非金融部門への貸出



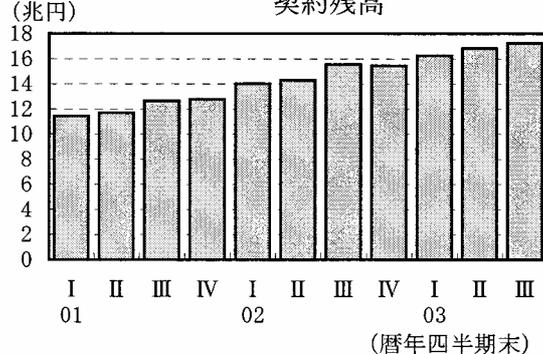
- (備考) 1. 日銀「資金循環統計」により作成。
 2. 本節において民間金融機関とは、資金循環統計上の「銀行等」を指す。国内銀行のほか、在日外銀、農林水産金融機関、中小企業金融機関を含む。
 3. 政府部門債券とは、政府短期証券、国債・財融債、地方債、政府機関債の合計。
 4. 株価は、緩やかな上昇を見込んでいる。

図表Ⅲ-23 格付別利鞘設定



- (備考) 日銀「主要銀行貸出動向アンケート調査」により作成。
 格付は、目安として国内長期債格付AAA~BBB=上位格付、BB~B=中位格付、CCC以下=下位格付。

図表Ⅲ-24 コミットメントライン契約残高

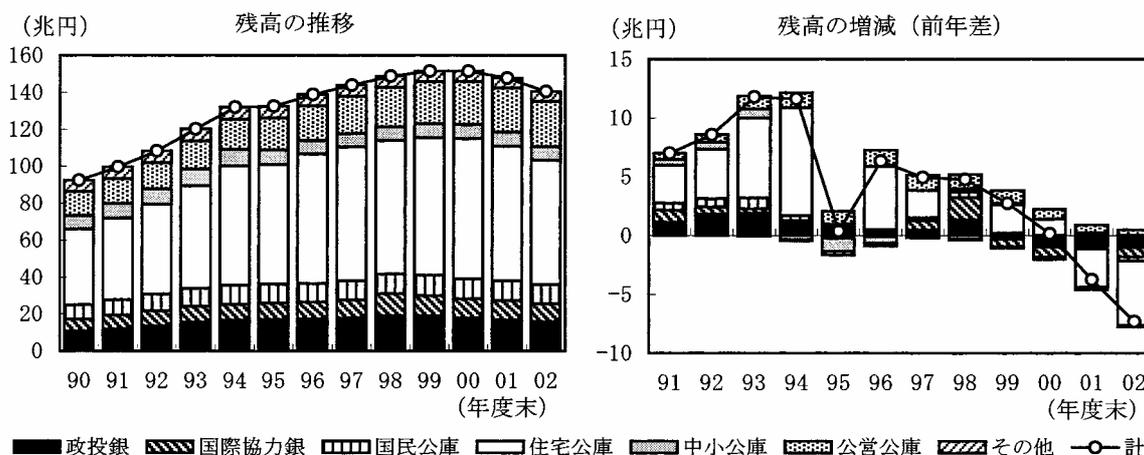


- (備考) 1. 日銀「金融経済統計月報」により作成。
 2. 都銀、長信銀、信託、地銀、地銀Ⅱの5業態ベース。

(参考1) 公的金融の動向

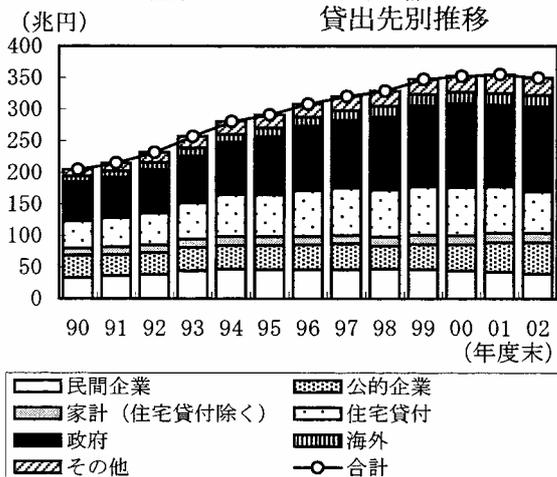
- ・政府系金融機関貸出残高は2000年度末をピークに減少に転じている。特に、全体の約5割を占める住宅公庫の減少が大きい。
- ・政府系金融機関に加え、郵貯・簡保・財政融資資金等による貸出を含めた広義の公的金融について、貸出先構成をみると、政府向け、次いで家計（住宅貸付）の構成比が高い。公的部門向けが一貫して増加傾向にあるのに対し、民間企業向け、住宅貸付は足もとで減少している。
- ・金融負債に対する公的金融機関借入の構成比は、公的部門は国債による調達増加を受け家計は住宅借入の減少で低下に転じている。民間非金融法人企業の公的金融機関借入の構成比は、相対的に水準は低く、近年頭打ちとなっている。

図表Ⅲ-25 政府系金融機関（2銀行6公庫）貸出残高



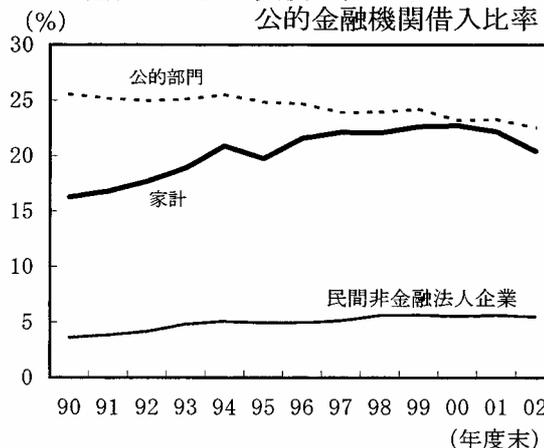
- (備考) 1. 日銀「金融経済統計月報」により作成。
 2. 政投銀、国民公庫の98年度以前は、それぞれ旧開銀と旧北東公庫、旧国民公庫と旧環衛公庫の合計。
 3. 国際協力銀の98年度以前は旧輸銀、99年度以降は国際金融勘定。
 4. その他は、農林公庫と沖縄公庫の合計。

図表Ⅲ-26 公的金融の貸出先別推移



- (備考) 1. 日銀「資金循環統計」により作成。
 2. 資金循環統計上の公的金融機関貸出には、2銀行6公庫のほか、財政融資資金・産業投資特別会計・都市開発資金融通特別会計・他の特殊法人の一部・郵貯・簡保による貸出を含む。
 3. 郵貯向け及び政府系金融機関向け貸出を除く。
 4. 政府は、中央政府と地方公共団体の合計。

図表Ⅲ-27 負債に占める公的金融機関借入比率



- (備考) 1. 日銀「資金循環統計」により作成。
 2. 公的金融機関借入比率は、各主体の公的金融機関借入金を、金融負債(株式・出資金除く)で除したものの。
 3. 公的部門は、中央政府、地方公共団体及び公的非金融法人企業の合計。

(参考2) 各国比較 1 部門別資金過不足

(日本)

家計が一貫して資金余剰であり、98年度以降は企業も資金余剰に転じた。一方で、政府は資金不足が続いている。国内全体としては、資金余剰状態が続いている。

(アメリカ)

99年以降は家計が資金不足基調で推移し、98年～2000年にかけて資金余剰であった政府も足もとで再び資金不足に転じた。その結果、企業も含め国内全体として資金不足が続いている。

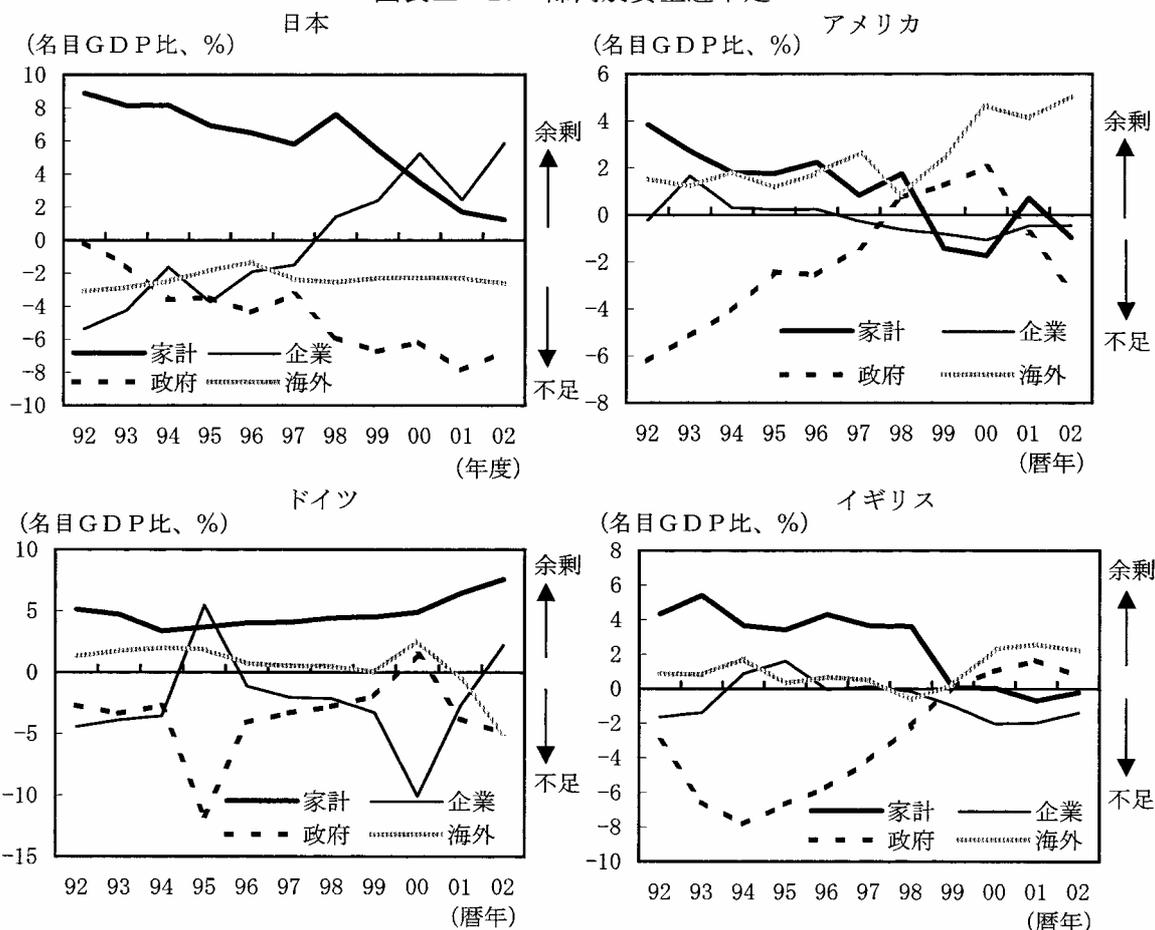
(ドイツ)

家計は資金余剰幅が拡大している。企業は資金不足幅が縮小し、2002年には資金余剰となった。90年代一貫して海外から資金が流入していたが、足もとで流出超過に転じている。

(イギリス)

家計は90年代前半に資金余剰が続いていたが、99年以降は、資金不足となっている。90年代後半に資金余剰となった政府は、その幅が縮小してきている。企業は、90年代後半に資金不足幅が拡大していたが、その後は横ばい圏内で推移している。

図表Ⅲ-28 部門別資金過不足



- (備考) 1. 日銀「資金循環統計」、内閣府「国民経済計算年報」、米連邦準備制度理事会“Flow of Funds Accounts”、米商務省“Survey of Current Business”、ドイツ連邦銀行“Financial Accounts for Germany”、“Monthly Report of the Deutsche Bundesbank”、英国家統計局“Financial Statistics”、“United Kingdom National Accounts”により作成。
2. ドイツにおいて、95年の政府と企業の動きは、ドイツ信託公社の債務を政府の一般会計に繰り入れた特殊要因によるもの。
3. 日本における98年度の国鉄清算事業団債務及び国有林特会の一部肩代わりに関する断層は修正済。

(参考2) 各国比較2 企業の資金調達

(日本)

借入による資金調達の構成比が高く、一方で株式・出資金による資金調達の構成比が低い。なお、90年代後半からは、借入を中心として負債の圧縮が進んでいる。

(アメリカ)

借入による資金調達の構成比が2割を切っており、他国に比して低い。他方、株価下落などの影響により、2002年にかけて株式・出資金による資金調達の構成比は低下したものの、依然として高い水準にある。

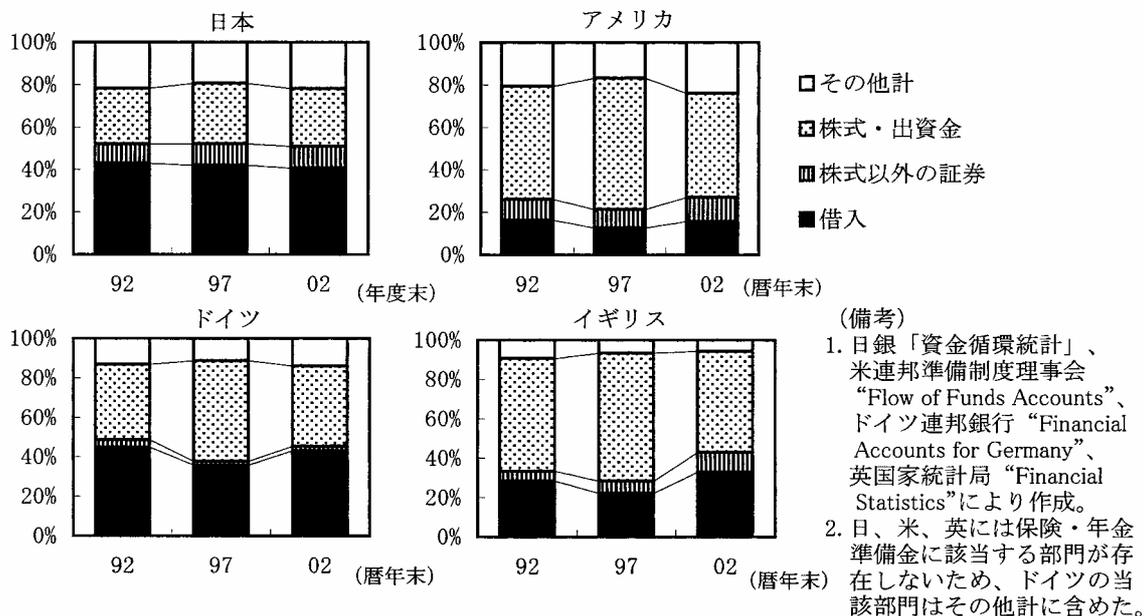
(ドイツ)

日本と同様に借入の構成比が高い。なお、一時的に借入の構成比が低下したが、これは主に株価上昇に伴う株式の構成比上昇によるものである。

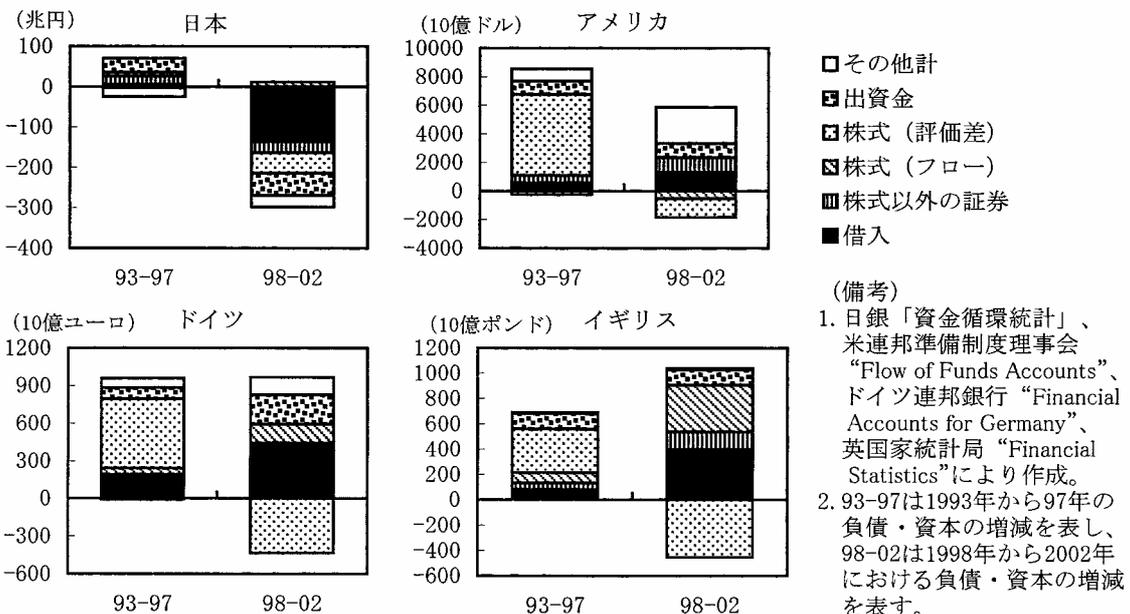
(イギリス)

アメリカと同様に、株式・出資金といった直接金融による資金調達の構成比が高い。

図表Ⅲ-29 企業の負債・資本残高(時価)の変化



図表Ⅲ-30 負債・資本額の変化の要因分解



(参考2) 各国比較3 家計の資金運用

(日本)

現預金の構成比が5割を超え、一方で株式・出資金の構成比が1割未満である。他国に比して安全資産の構成比が高い。

(アメリカ)

各国に比して、現預金の構成比が低く、一方で株式以外の証券と株式・出資金の構成比が5割を超える。日本における家計の資産運用構造とは対照的である。

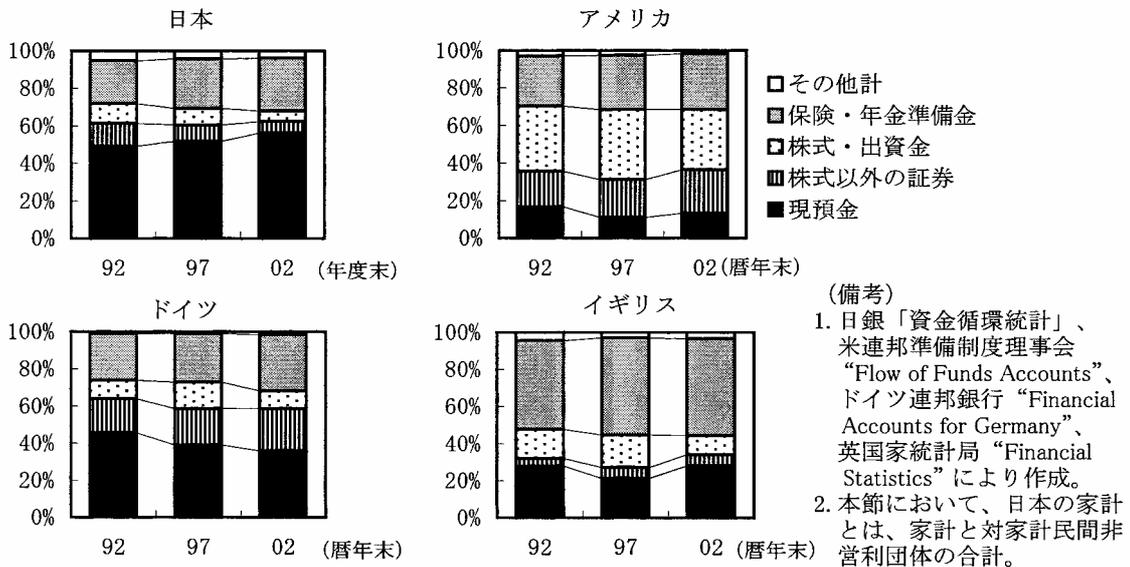
(ドイツ)

日本と同様に現預金を中心とした資産構成であったが、年々その構成比は低下している。

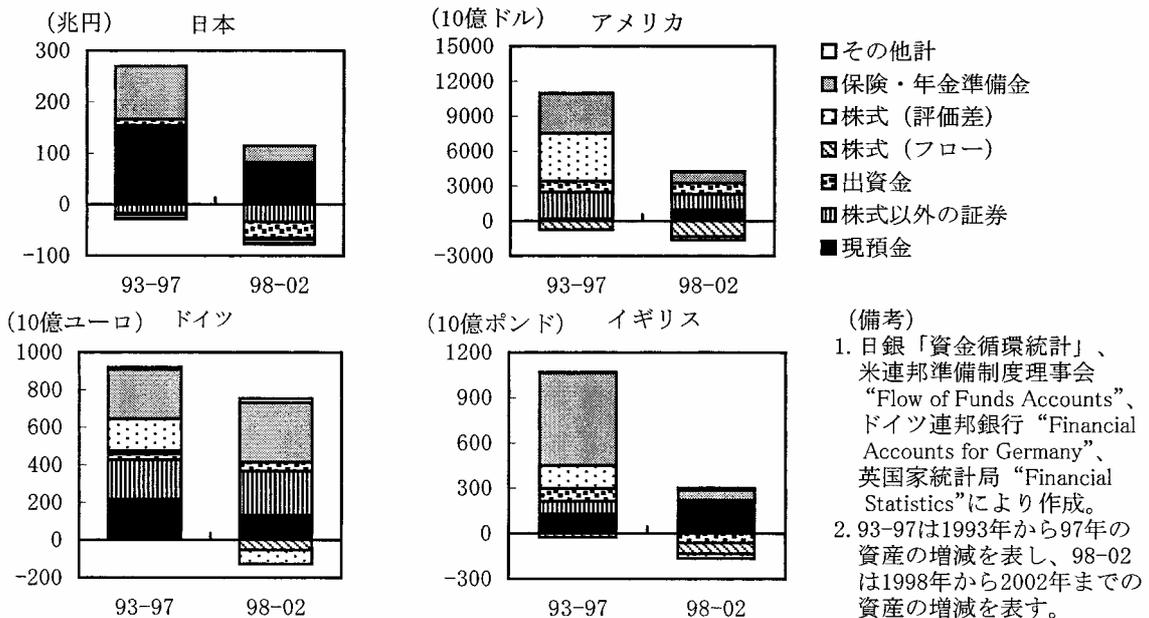
(イギリス)

公的年金の役割が小さく、私的年金による資産運用が盛んであることから、保険・年金準備金の構成比が他国と比べて非常に高いことが特徴である。

図表Ⅲ-31 資産構成の変化



図表Ⅲ-32 資産構成の変化の要因分解



(参考3) 日本の金融システムの中期展望に関する近年の見解

- ・今後の日本の金融システムの方向性として、様々な見解が存在するが、ここでは2種類に類型化した。
 - ・「日本版金融ビッグ・バン」のもと、市場中心の金融システムへの移行を強調する論調
 - ・相対的に市場中心の金融システムの重要性は増すが、わが国特有の金融構造を考えると、従来の銀行の役割も評価する論調

市場型システムへの移行を促進する要因について整理すると

馬場・久田(2001)

金融環境の変化がわが国の金融システムを市場型へと移行させる圧力を生む

(情報技術革新、グローバル化、金融規制の緩和・撤廃、企業及び家計の金融サービス需要の変貌)

【備考1参照】

- ・市場中心の金融システムへの移行を強調する論調

Hoshi and Kashyap(1999)

日本の金融システムが米国のような市場中心の金融システムへと移行していく(10年以内には完了)

- ・金融自由化により大企業は資金調達における銀行依存度を低めたが、家計の主要な資金運用手段は預金であるという不均衡が存在
- ・金融自由化が完全となれば、日本の貯蓄および資金調達形態は米国型へと移行し、銀行部門の優位性は低下 銀行貸出は現状と比較して30%から50%程度減少する

- ・相対的に市場中心の金融システムの重要性は増すが、従来の銀行の役割も評価する論調

(1) 日本型金融システムと行政の将来ビジョン懇話会(2000)

今後市場機能を中核とした複線的金融システムの構築が必要

- ・ホールセール...高度な金融技術を活用し、企業ごとのニーズにあった投資銀行業務
- ・リテール...スコアリングシステムを利用し、機械的かつ低コストで審査を行い大量の融資案件を処理する銀行と、従来のように個別に審査し融資を行う銀行とが混在
- ・個人...今後、金融サービスが多様化し、金融に関する知識水準が向上すれば、金融機関の選別、大規模な資金移動、高いリターンを追及する運用を行う可能性【備考2参照】

(2) Allen and Gale(2000)

単一欧州資本市場形成の動きや日本版金融ビッグ・バンといった市場型への移行の動きは見られるが、両システムにはトレード・オフがあり、一概にどちらのシステムが望ましいとはいえない

(3) 石田・三尾 (2000)

銀行は預金通貨という決済手段を提供する主体として主要な地位

・企業間 E D I には取引者間の情報の非対称性の問題、電子マネーにはセキュリティー問題

(備考)

- 1 . 情報技術革新は M B S (Mortgaged Backed Securities)、A B S (Asset Backed Securities) と
いった新しい金融商品の開発を可能する 電子取引を拡大させ、市場取引の効率性を促す
財務諸表から企業の信用度合いを示す指標を定量化し、融資判断を行うクレジット・スコア
リングといった新しい融資手法の利用を可能にする。(詳しくは日本銀行金融研究所 (2001)
を参照) 米国においては、統計手法を用いて企業のリスクを定量化した指標等の企業情報を
提供する Dun&Bradstreet といった会社も存在している。
- 2 . Allen and Santomero (1997) では、情報技術革新により多様な金融商品が開発され、家計や
企業にとっては金融商品を理解するために支払うコスト (パーティシペーション・コスト)
は上昇していると指摘している。

(参考文献)

- 石田和彦・三尾仁志 (2000) , 「わが国銀行業の将来像 - 預金通貨需要からのアプローチによる
マクロ的サイズの検討 - 」 『金融研究』日本銀行金融経済研究所 , 第 19 巻 2 号 .
- 馬場直彦・久田高正 (2001) , 「わが国金融システムの将来像」 IMES Discussion Paper No.2001-J-22.
日本型金融システムと行政の将来ビジョン懇話会 (2002) , 「金融システムと行政の将来ビジョ
ン - 豊かで多彩な日本を支えるために - 」 , 金融庁 .
- 日本銀行金融研究所 (2001) , 「技術革新と銀行業・金融政策 - 電子決済技術と金融政策運営と
の関連を考えるフォーラム」 報告書 , 『金融研究』日本銀行金融研究所 , 第 20 巻第 1 号 .
- Allen.F and Santomero.A (1997) , “ The Theory of Financial Intermediation ” , Journal of Banking and
Finance, 21.
- Allen.F and D.Gale (2000) , “ Comparing Financial Systems ” , MIT Press.
- Hoshi.T and A.Kashyap (1999) , “ The Japanese Banking Crisis : Where Did it Come from and How will
it End? ” , NBER Macroeconomics Annual.

『調査』既刊目録

— 最近刊の索引 —

- 59 (2003.12) 最近の経済動向
- 58 (2003.10) 設備投資計画調査報告(2003年8月)
- 57 (2003.9) 中国による対日直接投資と中国人留学生による日本での起業
- 56 (2003.9) 資源循環型社会で注目される生分解性プラスチック
- 55 (2003.7) 素材型産業を核とした資源循環クラスターの展開
- 54 (2003.6) ブロードバンド時代のデジタルコンテンツ・ビジネス
- 53 (2003.5) 企業の温暖化対策促進に向けて
- 52 (2003.4) 地方民鉄の現状
- 51 (2003.3) 設備投資計画調査報告(2003年2月)
- 50 (2003.1) 設備投資計画調査統計集(1990年度以降)
- 49 (2002.12) 最近の経済動向
- 48 (2002.12) 食品リサイクルとバイオマス
- 47 (2002.11) 中国の経済発展と外資系企業の役割
- 46 (2002.10) 将来不安と世代別消費行動
- 45 (2002.10) 設備投資計画調査報告(2002年8月)
- 44 (2002.8) 日本企業の生産性と技術進歩
- 43 (2002.8) 設備投資・雇用変動のミクロ的構造
- 42 (2002.8) わが国電気機械産業の課題と展望
- 41 (2002.8) 邦銀の投融资動向と経済への影響
- 40 (2002.7) 社会的責任投資(SRI)の動向
- 39 (2002.7) 少子高齢化時代の若年層の人材育成
- 38 (2002.7) 最近の経済動向
- 37 (2002.3) 設備投資計画調査報告(2002年2月)
- 36 (2002.3) 使用済み自動車リサイクルを巡る展望と課題
- 35 (2002.3) 近年の企業金融の動向について
- 34 (2002.3) 労働分配率と賃金・雇用調整
- 33 (2002.2) 都市再生と資源リサイクル
- 32 (2002.1) 環境情報行政とITの活用
- 31 (2001.12) 最近の経済動向
- 30 (2001.12) ROAの長期低下傾向とそのミクロ的構造

— 分野別の索引 —

〔設備投資アンケート〕

◇設備投資計画調査

- 2002・03・04年度 (2003年8月) 58 (2003.10)
- 2002・03年度 (2003年2月) 51 (2003.3)
- 設備投資計画調査統計集(1990年度以降) 50 (2003.1)
- 2001・02・03年度 (2002年8月) 45 (2002.10)
- 2001・02年度 (2002年2月) 37 (2002.3)
- 2000・01・02年度 (2001年8月) 28 (2001.10)
- 2000・01年度 (2001年2月) 21 (2001.3)
- 1999・2000・01年度 (2000年8月) 15 (2000.10)
- 1999・2000年度 (2000年2月) 7 (2000.3)
- 1998・99・2000年度 (1999年8月) 2 (1999.10)
- 1998・99年度 (1999年2月) 254 (1999.3)
- 1997・98・99年度 (1998年8月) 251 (1998.10)

〔経済・経営〕

◇最近の経済動向

- 資金循環と金融を中心とする日本経済の中期シナリオの検討 59 (2003.12)
- 日本経済の持続可能性に向けた中期シナリオの検討 49 (2002.12)
- グローバル化と日本経済 38 (2002.7)
- デフレ下の日本経済と変化への兆し 31 (2001.12)
- デフレ下の日本経済 26 (2001.7)
- 今次景気回復の弱さとその背景 19 (2001.3)
- ITから見た日本経済 12 (2000.8)
- 90年代を振り返って 4 (2000.1)
- 設備投資と資本ストックを中心に 258 (1999.7)
- 長引くバランスシート調整 252 (1999.1)
- 今回の景気調整局面の特徴 245 (1998.8)

* 当行の Web ページ (<http://www.dbj.go.jp/report/>) では、『調査』発刊開始(1973年)以来の全目録を掲載しており、2001年4月発行の第26号以降については全文をご覧頂くことができます。
 * 『調査』入手のご希望については、調査部総務班 (Tel: 03-3244-1840 email: report@dbj.go.jp) までお問い合わせ下さい。

◇日本経済一般

- ・日本企業の生産性と技術進歩 44 (2002. 8)
- ・為替変動と産出・投入構造の変化 242 (1998. 6)

◇金融・財政

- ・邦銀の投融资動向と経済への影響 41 (2002. 8)
- ・社会的責任投資 (SRI) の動向 40 (2002. 7)
—新たな局面を迎える企業の社会的責任—
- ・近年の企業金融の動向について 35 (2002. 3)
—資金過不足と返済負担—

◇設備投資・企業経営

- ・設備投資・雇用変動のミクロ的構造 43 (2002. 8)
- ・ROA の長期低下傾向とそのミクロ的構造 30 (2001.12)
—企業間格差と経営戦略—
- ・日本企業の設備投資行動を振り返る 17 (2000.11)
—個別企業データにみる1980年代以降の特徴と変化—
- ・90年代の設備投資低迷の要因について 262 (1999. 9)
—期待の低下や債務負担など中長期的構造要因を中心に—

◇消費・貯蓄・雇用

- ・将来不安と世代別消費行動 46 (2002.10)
- ・労働分配率と賃金・雇用調整 34 (2002. 3)
- ・家計の資産運用の安全志向について 16 (2000.10)
- ・企業の雇用創出と雇用喪失 6 (2000. 3)
—企業データに基づく実証分析—
- ・消費の不安定化とバブル崩壊後の消費環境 1 (1999.10)
- ・人口・世帯構造変化が消費・貯蓄に与える影響 248 (1998. 8)
- ・資産価格の変動が家計・企業行動に与える影響の日米比較 244 (1998. 7)
- ・近年における失業構造の特徴とその背景 240 (1998. 4)
—労働力フローの分析を中心に—

◇貿易・直接投資

- ・変貌するわが国貿易構造とその影響について 29 (2001.11)
—情報技術関連(IT)財貿易を中心に—

◇海外経済

- ・中国による対日直接投資と中国人留学生による日本での起業 57 (2003. 9)
—中国経済の活力を日本に取りこむために—
- ・中国の経済発展と外資系企業の役割 47 (2002.11)
- ・米国の景気拡大と貯蓄投資バランス 8 (2000. 4)
- ・米国経済の変貌 255 (1999. 5)
—設備投資を中心に—
- ・アジアの経済危機と日本経済 253 (1999. 3)
—貿易への影響を中心に—

[産業・技術・環境]

◇最近の産業動向

- ・主要産業の生産は、素材、資本財産業を中心に減少へ 27 (2001. 7)
- ・内需の回復続き、多くの業種で生産増加 13 (2000. 8)
- ・輸出はアジア向けで堅調、内需は回復に力強さがみられず 5 (2000. 1)
- ・全般的に緩やかな回復の兆し 260 (1999. 8)

◇技術開発・新規事業

- ・製造業における技能伝承問題に関する現状と課題 261 (1999. 9)
- ・最近のわが国企業の研究開発動向 247 (1998. 8)
—技術融合—
- ・わが国企業の新事業展開の課題 243 (1998. 7)
—技術資産の活用による経済活性化への提言—
- ・日本の技術開発と貿易構造 241 (1998. 6)

◇環境

- ・素材型産業を核とした資源循環クラスターの展開 55 (2003. 7)
—リサイクルビジネスの高度化に向けて—
- ・企業の温暖化対策促進に向けて 53 (2003. 5)
- ・食品リサイクルとバイオマス 48 (2002.12)
- ・使用済み自動車リサイクルを巡る展望と課題 36 (2002. 3)
- ・都市再生と資源リサイクル 33 (2002. 2)
—資源循環型社会の形成に向けて—
- ・環境情報行政と IT の活用 32 (2002. 1)
—環境行政のパラダイムシフトに向けて—
- ・家電リサイクルシステム導入の影響と今後 20 (2001. 3)
—リサイクルインフラの活用に向けて—
- ・わが国環境修復産業の現状と課題 3 (1999.10)
—地下環境修復に係る技術と市場—
- ・欧米における自然環境保全の取り組み 256 (1999. 5)
—ミティゲイションとビオトープ保全—
- ・環境パートナーシップの実現に向けて 250 (1998.10)
—日独比較の観点から見たわが国
環境 NPO セクターの展望—

◇化学・バイオ

- ・資源循環型社会で注目される生分解性プラスチック 56 (2003. 9)
—“バイオマス由来”の特性で広がる用途展開—
- ・わが国化学産業の現状と将来への課題 14 (2000. 9)
—企業戦略と研究開発の連繋—

◇自動車・電機・電子・機械

- ・わが国電気機械産業の課題と展望 42 (2002. 8)
—総合電気機械メーカーの事業再編
と将来展望—
- ・わが国半導体製造装置産業のさらなる発展
に向けた課題 23 (2001. 3)
—内外装置メーカーの競争力比較から—
- ・労働安全対策を巡る環境変化と機械産業 10 (2000. 6)
- ・わが国自動車・部品産業をめぐる国際
的再編の動向 9 (2000. 4)
- ・わが国半導体産業における企業戦略 259 (1999. 8)
—アジア諸国の動向からの考察—
- ・わが国機械産業の更なる発展に向けて 257 (1999. 5)
—工作機械産業の技術シーズから
みた将来展望—

◇エネルギー・新エネルギー

- ・分散型電源におけるマイクロガスタービン 24 (2001. 3)
—その現状と課題—

◇運輸・流通

- ・地方民鉄の現状 52 (2003. 4)
—輸送密度の相関分析—
- ・物流の新しい動きと今後の課題 25 (2001. 3)
—3PL(サードパーティ・ロジスティクス)からの示唆—
- ・消費の需要動向と供給構造 18 (2000.12)
—小売業の供給行動を中心に—

◇情報・通信・ソフトウェア

- ・ブロードバンド時代のデジタルコンテンツ・ビジネス 54 (2003. 6)
—映像コンテンツ流通を中心に—
- ・ケーブルテレビの現状と課題 22 (2001. 3)
—ブロードバンド時代の位置づけについて—
- ・エレクトロニック・コマース (EC) の 246 (1998. 8)
産業へのインパクトと課題

◇医療・福祉・教育・労働

- ・少子高齢化時代の若年層の人材育成 39 (2002. 7)
—企業外における職業教育機能の充
実に向けて—
- ・労働市場における中高年活性化に向けて 11 (2000. 6)
—求められる再教育機能の充実—
- ・高齢社会の介護サービス 249 (1998. 8)

本号の内容についてのお問い合わせは、執筆担当者までお願い致します。

なお、当行の Web ページ (<http://www.dbj.go.jp/report/>) では『調査』に関する読者アンケートのフォームを掲載しております。今後の『調査』刊行に際して参考とさせていただきたく、皆様のご感想やご意見などお聞かせ願えれば幸いです。

ISSN 1345 - 1308

2003 年 12 月 26 日

調 査 第 59 号

編 集 日 本 政 策 投 資 銀 行
調査部長 荒 井 信 幸

発 行 日 本 政 策 投 資 銀 行
東京都千代田区大手町 1 丁目 9 番 1 号
電 話 (03) 3244 - 1840
(調査部総務班直通問い合わせ先)
email : report@dbj.go.jp
ホームページ <http://www.dbj.go.jp>

(印刷 O T P)