

金融・経済の動向

日本経済と地域経済

和田 哲 郎（日本銀行前橋支店長）

以下では、金融・経済の見方を概説した後、当地の金融・経済動向を分析する。景気判断を行う場合、こういった考え方、見方で臨んでいるか - ある種のモデル、を提示することが有用である。

1. 金融・経済の見方

金融・経済を分析する場合、「循環」と「構造」の両面をみていく必要がある。いかなる場合でも経済は循環する。一方、循環が弱いといった場合には、構造問題が背後にあると考えられる。

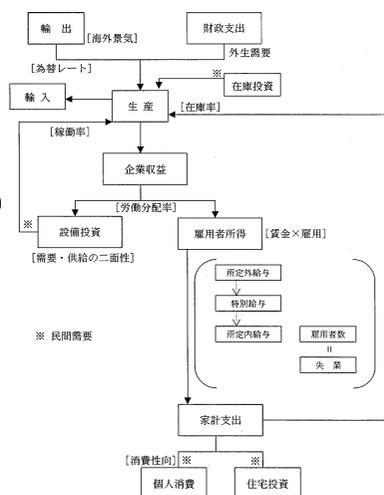
(1) 景気循環

景気循環としては、一般に、短期の在庫循環、中期あるいは長期の設備循環が知られている。以下では、経済を実践的にみていくため、外生需要の変化を起点として、景気循環を概説することとする（図表1）。

輸出、財政支出といった外生需要が増加すれば、生産が増加する。景気回復局面に入ると、需要（出荷）が供給（生産）計画を上回り、在庫率が低下する。一方、景気後退局面では、減産が追いつかず、在庫率は上昇する。従って、景気判断を行う場合、生産動向もさることながら、在庫率の動向もウオッチしていく必要がある。

生産が増加すると、固定費負担の軽減等から企業収益が増加する。企業収益は経常利益の増減でみていくことが多いが、物価変動等が経常利益に反映されるため、売上高経常利益率も併せてみていく必要がある。なお、会計制度が変更されていく中で、単体（非連結）の経常利益だけをみていても、ミスリードする可能性がある点は、留意を要する（後述）。

図表1 景気循環



企業収益が増加すると、企業の支出＝設備投資が増加する、雇用者所得が増加する、ことになる。企業の取り分と雇用者の取り分を比較したものが労働分配率である。賃金、雇用は相対的に調整速度が遅いため、労働分配率は、景気回復局面では低下し、後退局面では上昇する。

設備投資には、需要、供給の二面性がある。設備投資が増加すると、投資財を中心に需要が増加し、生産が増加する（需要効果）。一方、能力増強投資が行われると、生産能力が増加し、供給が増加する（供給効果）。生産と生産能力の関係を示したものが稼働率である。稼働率は、景気回復局面では上昇し、後退局面では低下する。

雇用者所得は、1人当たり賃金と、雇用者数とを乗じたものである。まず賃金は、生産の増加に伴って、残業時間が増加し、連れて残業代（所定外給与）が増加する。次に、企業収益の増加により、ボーナス（特別給与）が増加する。そして、ベースアップが行われる（所定内給与の増加）といった動きを示すのが通常である。もっとも、最近は雇用者の中で、パート労働が増えてきている。この場合、当該給与は労働時間の増加に伴って増加するため、所定内給与が特別給与に先行して増加する、といった変化が観測される。

一方、雇用者数の増加は遅れて出てくる。雇用者数の増加は固定費負担の増加を招くので、経営者は、先々にわたって生産が増加するという確信が得られることによって、雇用増に踏切るものである。従って、雇用者数は景気の遅行指標とされる。

こうした雇用者所得の増加に伴って、個人消費、住宅投資といった家計支出が増加する。そして、それがまた生産の増加に繋がっていく、といった循環を辿ることになる。

所得と消費の関係を示すものが消費性向である。消費が増加するメカニズムは、雇用者所得が増加するか、消費性向が上昇するかがポイントである。消費性向は、所得が悪化しても、家計は生活水準を維持しようとするため、一般に、景気後退局面では上昇し、回復局面では低下する。ただ、近年起きた金融不安のような状況では、先行きの不安から消費性向が大きく低下することがある。いずれにせよ、平時においては消費性向は比較的、変動が小さいので、雇用者所得の動きが個人消費の鍵となる。

この間、金利が低いため、個人消費が増えないという議論がある。確かに、金利が高ければ、財産所得はその分増える。ただ、財産所得のうち、利子分は家計（個人企業を含む）の受取りの4%程度である（雇用者所得は約6割）。確かに、そういった視点（とくに、年金生活者）は大切であるが、金融政策は、企業収益の増加（加えて設備投資のコスト軽減等）を図り、それによって雇用者所得が増加するといった観点で行われる、というのがオーソドックスな考え方である。

なお、生産の増加に伴って、輸入が増加する（所得効果）。輸入は、円高によっても増加する（価格効果）。輸入はGDPの控除項目であり、輸入が増加すると、その成分成長率が低下する。景気の悪い時期に、円高等で輸入が増えると、成長率がさらに低下し、雇用も悪化する（インポート・ペネトレーション）。また、円高は輸出の減少をもたらすため、景気に対して、短期的にはマイナスに働く。

(2) 構造調整

現在進行している構造調整（図表2）として、第1にバブルの崩壊の影響があげられる。これにより、雇用（ヒト）、設備・土地（モノ）、債務（カネ）と、3つの過剰問題が発生した。このうち、企業は債務を増やし、モノ（とくに土地）を増やした反動から、不良債権問題が発生した。また、不良債権問題は金融システムの脆弱化を招いている（後述）。この点も、我が国の大きな構造問題となっている。バブルの崩壊という大きな出来事であるだけに、その後遺症の克服には時間がかかる。

第2に、会計制度の変更である。これは、グローバル化の流れの中で、企業の透明性を高めるものであるが、反面、不良債権の顕現化等にも影響していると考えられる。具体的には、退職給付債務の追加的引当、不動産（とくに販売用不動産）・金融資産の時価会計化、連結決算への移行等である。こうした制度変更の下で、企業は有利子負債の圧縮、ROE、ROAの向上等、財務体質の強化に取り組んでいる。

なお、退職給付債務の追加的引当は、それを一括（5年以内）で行うと、特別損失として計上が可能となり、経常利益には影響が出ない（当期利益に影響）。退職給付債務は、最終的には退職金等として雇用者に支払われるため、雇用者に帰属する。従って、経常利益をベースに労働分配率を計算し、それが低下しているとしても、企業の取り分が増えているとは限らない点、留意を要する。また、単体で経常利益が増えていても、赤字の子会社を保有していれば、連結ベースの経常利益は減少するケースがある。従って、単体の経常利益だけをみていると、企業行動等（設備投資、賃金の支払い、雇用等）をミスリードする場合がある。

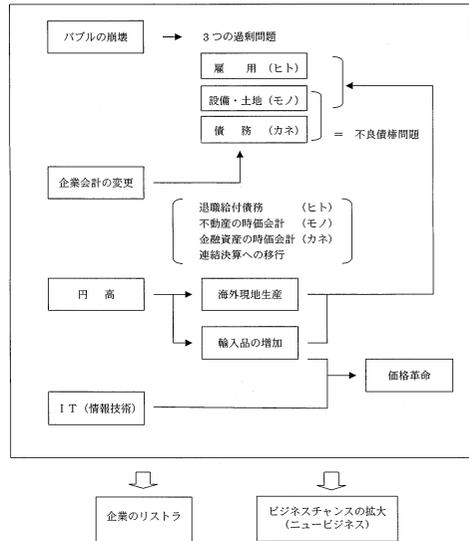
第3に、円高の影響である。円高は、輸出から海外現地生産への移行、国内生産から輸入への切替え、といった動きをもたらしている。これらはいずれも、ヒト、モノに調整圧力として働く。この間、輸入品を消費者により安く提供しようとする取組みから、多段階の流通をスキップするという、流通の「中抜き現象」が進行している。

第4に、IT（情報技術）の流れである。IT化により、情報化が一層進むため、輸入品の増加等とも相俟って、価格革命が進行している。

この間、財政問題も深刻化しており、公共投資の削減といった動きが生じている。

こうした構造調整は、企業のリストラクチャリングを促しており、上記3つの過剰問題にも影響を与えている。しかし、一方ではIT化をはじめ、ビジネスチャンスの拡大にも繋がっている点は、留意を要する。

図表2 構造調整



(3) 金融システム問題

(バブル経済)

金融システム問題に入る前に、まずバブルの発生、崩壊から概説する(図表3)。

バブル期は、86年11月から91年2月までの景気拡張期に当たる。その特徴は、高い成長(87年度から90年度にかけ、5~6%内外の成長)、マネーの膨張(同、2桁近傍の増加)、物価の安定(87年度から89年度にかけ、事実上ゼロ・インフレ)そして土地、株といった資産価格の大幅上昇、である。

バブルは、長期にわたる大幅な金融緩和、情報技術革新の流れの下で、人々の日本経済に対するユーフォリア(陶醉)が生じたことにより発生したもの、と考えられる。このユーフォリアが、地価、株価の「右肩上がり神話」を生み出した。ここで留意を要するのは、ゼロ・インフレである。株式市場はインフレを嫌う。インフレになると金利が上昇するからである。バブルは物価が安定していないと発生しない、といっても過言ではない。

この点は、金融政策の発動の後に繋がり、バブルの発生、崩壊を増幅したものと考えられる。

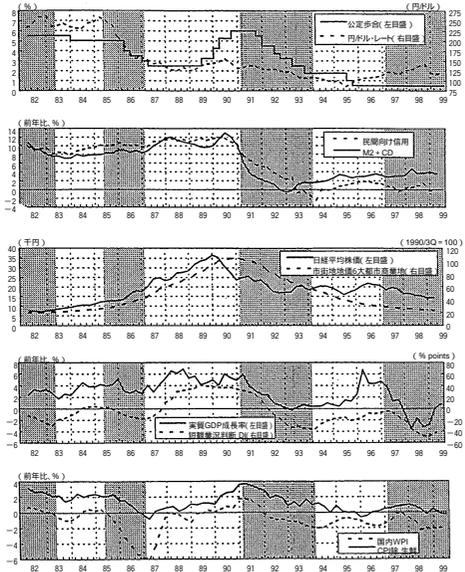
しかし、理屈では説明できないのがバブルであり、バブル=泡である以上、いつかは破裂する。株価は89年12月、地価は90年にそれぞれピークをつけ、以降下落局面に入る。成長率も大幅に鈍化した。

(不良債権問題)

以上のようなバブル崩壊の下で、不良債権問題が発生した。不良債権の発生過程についてみると(図表4)まず企業等は、「右肩上がりの神話」の下で、不動産投資等を積極化し、投資資金は金融機関からの借入れ等で賄った。地価等が上昇し、担保価値が上昇したため、借入れ余力は高まり、借入れはさらに増加した。金融機関は日本銀行からの信用供与を受け、貸出を積極的に行った。この結果、マネーが膨張し、そうした中、地価等はさらに上昇していった。

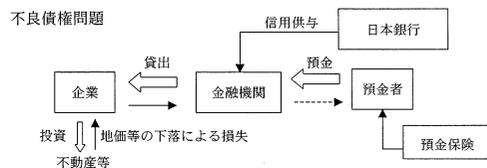
一方、バブルの崩壊に伴い、地価等が下落した。このため、不動産投資等に染手した企業等に不

図表3 バブル



資料：日本銀行『金融経済統計月報』、経済企画庁『国民経済計算』、日本不動産研究所『市街地価格指数』
備考：シャドウは、経済企画庁発表の景気基準日付の山から谷まで(景気後退局面)

図表4

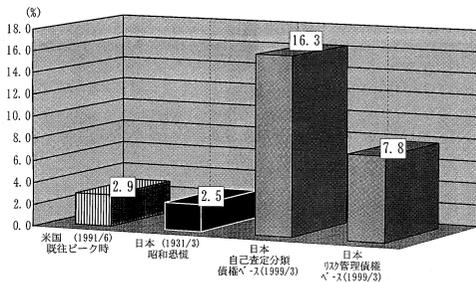


良債権が発生した。次に、企業等の業況悪化に伴い、金融機関サイドで不良債権が発生した。間接金融が主流の我が国では、企業等の不良債権問題は金融機関に帰着することになる。金融機関は、期間利益、自己資本、含み益を使ってこれを処理してきたが、処理する財源がなくなり、破綻した金融機関も多数、発生した。金融機関が破綻した場合、その損失は預金者等が被る筋合いにあるが、預金保険制度が存在し、かつ現在、金融機関に対する全ての債権が保護されているため、預金者等がロスを被るということはない。

（金融システム問題）

こうした不良債権問題は、個別金融機関の経営問題ではあるが、程度の差はあれ、殆どの金融機関でそうした問題に直面していること、その合計額は相当の規模にのぼっていること（図表5）また金融取引は国の内外において、網の目の状態で日々、色々な形で行われていることから、金融システム全体の問題と言える。

図表5 不良債権額の対名目GDP比



（資料）日本銀行「明治以降本邦主要経済統計」
経済企画庁「国民経済計算」

それでは、金融と実体経済とはどのような関係があるであろうか。第1に、金利がある。金利には預金金利（金融機関にとって負債の金利）、貸出金利（同、資産の金利）等がある。金利は、金融政策等マクロの要因で変化する場合と、金融機関の信用リスク等ミクロの要因で変化する場合がある。金利が変化すれば、企業収益等が変化する。

第2に、資金の供給である。企業活動を行う場合、企業は設備資金、運転資金等、借りたいときに安定的に資金を供給してもらいたいと考えている。金融機関が自らの都合で、これに応じない場合、いわゆる「貸渋り」が起きていることになる。「貸渋り」の原因は、2つあると考えられる。1つは、金融機関にとって、預金が流出するといった流動性（リクイディティ）に問題が生じている場合である（クレジット・クランチ）。今1つは、不良債権処理に伴って自己資本が過少となり、その制約から資産（リスク・アセット）を落とさざるをえない、といった場合である（キャピタル・クランチ）。ただ、預金が流出するあるいは市場調達できないといった状態は、基本的には過少資本に起因しているため、根本の問題は自己資本の不足ということになる。

第3に、貯蓄手段の提供である。金融不安が発生すると、預金が流出し、「タンス預金」（現金）等にシフトする。こうなると、上記のように貸出は抑制される。また、国民からすれば、自らの財産が脅かされるため、一種の社会問題である。

第4に、決済サービスの提供である。金融機関は、法人、個人に対し、様々な決済サービスを提供しており、これにより「取引費用」が軽減されている。

こうした金融システム問題の発生に対して、現在公的資金（ロス埋めの資金贈与と資本注入等）

が投入されている。この結果、金融不安は解消されている。しかし、地価が引続き下落している状況下、金融機関は毎期、予想を上回る不良債権処理を行っているのが実態である。

2. 地域経済

(1) 経済の判断

以上のような金融・経済の見方に沿って、群馬県経済を分析する。

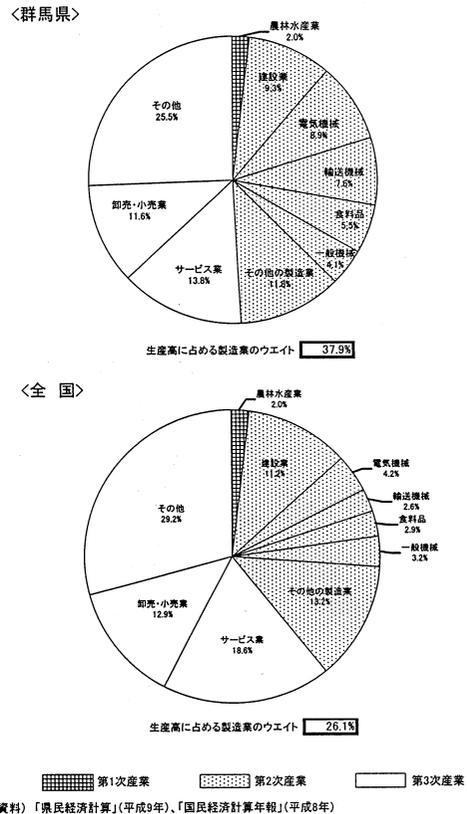
まず、産業構造である(図表6)。群馬県は、生産高に占める製造業のウエイトが全国平均対比高く(群馬県38%、全国平均26%)とりわけ電気機械、輸送機械(自動車)のウエイトが高い(群馬県17%、全国平均7%)。一方、サービス業のウエイトが低い(群馬県14%、全国平均19%)。

こうした産業構造の下で、当地経済は「製造業を中心に改善が進んでいる」と判断される。製造業では、ITの流れ、輸出の増加に支えられ、生産の増加 企業収益の増加 設備投資の増加、といった循環が明確になっている。業種別にみると、電気機械はパソコン、半導体・電子部品関連、一般機械では半導体製造装置関連、紙・パルプではパソコン・携帯電話梱包用ダンボール、化学、鉄鋼、窯業・土石では半導体・電子部品関連素材等が好調である。これらは、広い意味でIT関連である。また、自動車関連も輸出の増加等もあって、高操業を続けている。

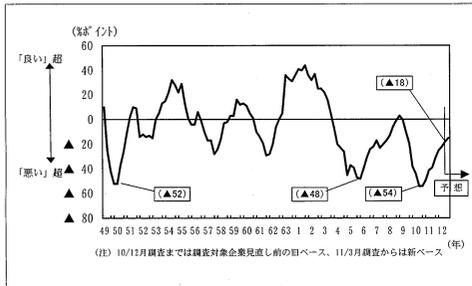
当地経済について、「日銀短観」(9月時点調査)で確認すると、企業の景況感等は7四半期連続の改善となっている(図表7)。また、12年度の売上高(図表8)、経常利益(図表9)、設備投資(図表10)とも全国平均を上回る伸びとなっている(全産業ベースの12年度計画 前年度比、売上高;管内+7.6%、全国平均+2.9%、経常利益;管内+20.2%、全国平均+13.1%、設備投資;管内+13.4%、全国平均+1.5%)。

次に、雇用情勢については、改善しているが、厳しさが残っている。雇用の過剰感は後退し、有効求人倍率が上昇、賃金も上向きにあるが、雇用者数は未だ前年割れとなっている。この結果、雇用者所得の改善テンポは、極めて緩慢な動きとなっている(図表11)。雇用者数の停滞は、県経

図表6 業種別生産ウエイト



図表7 業況判断D.I.推移（全産業）
12年9月「短観」



図表8 売上高 12年9月「短観」

	前年度比%、()内は6月調査時点比修正率%	
	11年度	12年度 ＜計画＞
管内全産業	3.4	7.6 (1.8)
製造業	4.0	8.6 (2.5)
卸売	5.8	9.6 (2.3)
輸出	▲ 1.3	5.4 (3.0)
加工業種	4.6	8.9 (2.6)
金属製品	11.5	9.6 (▲ 1.2)
一般機械	9.8	10.7 (1.6)
電気機械	3.4	17.4 (6.1)
輸送機械	3.6	▲ 1.6 (▲ 1.0)
素材業種	▲ 0.9	5.2 (1.7)
化学	1.6	6.4 (1.4)
鉄鋼	▲ 2.4	15.7 (7.6)
非製造業	0.9	3.4 (▲ 1.1)
建設	▲ 2.4	▲ 3.4 (▲ 0.1)
卸売	▲ 8.6	▲ 7.1 (▲ 6.7)
小売	2.9	7.3 (▲ 1.1)
サービス	5.0	0.7 (▲ 0.8)
全国全産業	▲ 2.1	2.9 (0.5)

図表9 経常利益 12年9月「短観」

	前年度比%、()内は6月調査時点比修正率%	
	11年度	12年度 ＜計画＞
管内全産業	51.5	20.2 (2.9)
製造業	52.6	21.3 (3.3)
加工業種	48.7	21.1 (3.7)
一般機械	59.9	16.7 (3.2)
電気機械	44.3	33.6 (7.9)
輸送機械	2.8倍	36.3 (10.2)
素材業種	黒字転化	30.1 (▲ 13.6)
非製造業	45.8	15.0 (0.9)
建設	2.6倍	▲ 16.5 (5.6)
卸売	赤字縮小	赤字縮大 (赤字転化)
小売	7.6	23.7 (4.3)
サービス	黒字転化	46.7 (▲ 11.3)
全国全産業	24.2	13.1 (0.0)

図表10 設備投資 12年9月「短観」

	前年度比%、()内は6月調査時点比修正率%	
	11年度	12年度 ＜計画＞
管内全産業	▲ 10.3	13.4 (5.5)
製造業	▲ 12.8	18.0 (8.2)
加工業種	▲ 21.3	31.0 (10.5)
金属製品	▲ 41.6	0.4 (1.0)
一般機械	▲ 24.4	2.5 (11.9)
電気機械	▲ 20.5	53.2 (15.8)
輸送機械	▲ 17.8	20.4 (0.0)
素材業種	45.6	▲ 30.8 (▲ 6.1)
非製造業	▲ 1.0	▲ 1.0 (▲ 3.2)
建設	▲ 66.0	▲ 86.2 (▲ 10.8)
卸売	3.1倍	25.1 (▲ 48.9)
小売	22.7	1.9 (▲ 4.5)
サービス	▲ 4.1	0.3 (▲ 1.6)
全国全産業	▲ 9.2	1.5 (1.5)

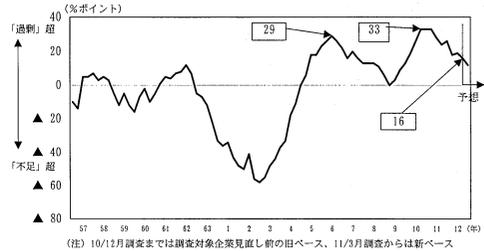
済をリードしている電気機械、自動車関連では、海外現地生産化に注力しており、国内での雇用は圧縮の方針にあること。この間、仕事量の増加に対しては、固定費を変動費に変えるべく、外国人労働者を含む契約労働の増加で対応している（これは、常用雇用の統計には含まれない）。県には雇用を吸収するサービス業が少ないこと、といった産業構造面によるところが大きいと考えられる。

この間、金融機関の貸出は、当地でも前年割れを続けている。これは、「貸渋り」といった供給サイドの要因によるものではなく、資金需要が停滞していることによるもの、と考えられる。当地企業も、財務リストラの一環として有利子負債の圧縮に努めており、設備投資もキャッシュ・フローの範囲内に抑えている（この間、キャッシュ・フローも増加）。

このように、群馬県経済については、産業構造の特性を發揮し、生産の増加、企業収益の増加

設備投資の増加、といった循環は全国平均を上回る力強さを示している。しかし、雇用者所得は、賃金が上向きにあるとはいえ、雇用者数の増加といった循環までには達しておらず、改善テンポは極めて緩慢である。従って、個人消費等家計支出は力強さを欠いている。こうした状況下、非製造業（とくに中小企業）では、前記の構造調整もあり、全体として、厳しい状況が続いている。

図表11 雇用人員判断D.I.推移（全産業）
12年9月「短観」



(2) 経済の先行き等
(金融政策)

日本銀行は、8月11日、「ゼロ金利政策」を解除した。

日本銀行の金融政策は、伝統的な公定歩合操作（日本銀行が取引先金融機関に対して行う貸出の金利変更）に加え、コール市場（金融機関相互間の日々の貸借の場）における無担保・オーバーナイト（翌営業日返済）金利の誘導を、オープン・マーケット・オペレーション（公開市場操作）により行う、といった内容から成る。「ゼロ金利政策」は当該オーバーナイト金利をゼロに誘導するというものであり、デフレ圧力の高まりの可能性に対処するため、11年2月12日に実施した。

その後、景気の回復傾向が明確になり、デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢に至った、との判断から、「ゼロ金利政策」を解除し、上記オーバーナイト金利を、0.25%前後で推移するように促すこととした。

その後、景気の回復傾向が明確になり、デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢に至った、との判断から、「ゼロ金利政策」を解除し、上記オーバーナイト金利を、0.25%前後で推移するように促すこととした。

もっとも、景気が回復傾向にあるとはいえ、そのテンポは緩慢であることから、日本銀行は、「金融が大幅に緩和された状態は維持する」旨、併せて明言している（金融引締めへの転換ではない）ところである。

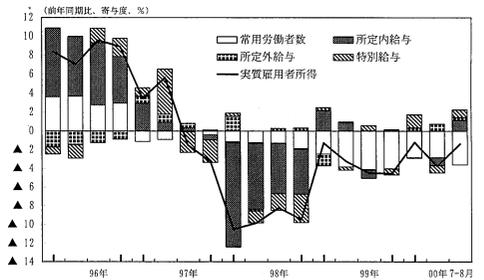
(経済の先行きを展望する上での論点)

上記金融政策の変更も微調整であり、その影響は殆ど見受けられない。企業、家計のマインドも明るい方へ向かっており、今後は雇用者所得の増加 家計支出の増加といった循環の進展が期待される。

ただ、ダウンサイド・リスクが存在する点は留意を要する。内外の株価が下落していることは、その現われとも考えられる。

そのリスクは、まず、米国経済を中心とする世界経済の動向である。米国では、IT関連企業

雇用者所得



(注) 1. 事業所規模5人以上。
2. 第1四半期：1～3月、第2：4～6月、第3：7～9月、第4：10～12月。
3. 実質雇用者所得は、CPI（総合）でデフレート。

(資料) 群馬県「毎月勤労統計」、「消費者物価指数」

の業績が踊り場を迎えつつある、という見方が広がっている、石油価格が上昇している、こうした中で、これまでの金融引締め効果もあり、景気がスローダウンしてきている。米国経済がソフト・ランディングしなかった場合、アジア経済等も打撃を受ける。こうなると、群馬県の場合、輸出関連のウエイトが高いだけに、世界経済の動向および国際金融情勢が気掛かりである。

次に、不良債権問題である。当地は、バブル崩壊の後遺症は比較的軽微であり、金融システムも安定しているが、この問題は解決されている訳ではない。地価が下止まらないと、追加的に不良債権が発生する。しかし、地価が下止まる兆候は目下のところ見受けられない。

（結び）

群馬の企業は、古くから技術の向上、開発に心血を注いできた。また、製造業、非製造業を問わず、起業家精神が旺盛である。そうした起業家精神をさらに発揮するためには、諸規制の見直しが必要である。我が国の場合、法律に書かれていないことは原則禁止であり、それが原則自由という欧米とは大きく異なっている。そして、その運用は行政の裁量に委ねられている。我が国は、明治時代以来、行政権が強い。これは、行政は立法、司法以外の全てを担う、という「行政控除説」に基づくものである。この点、米国では行政の範囲は議会が定めることになっている - 日本国憲法もそうしたつくりにはなっている。

技術革新、情報化、グローバル化の流れの中で、ビジネスとして可能な領域は格段に拡大している。こうした中で、旧態依然とした諸規制が残り、運用されては、経済の発展に大きな障害となる。諸規制の見直しは、当県の相対的な弱みであるサービス業の発展にも資すると思われる。

最後に、日本銀行前橋支店としては、マクロの統計を分析しつつ、ミクロのヒアリングを重ねながら、今後とも地域の経済動向を、細心の注意を払ってウオッチしていくとともに、業務の円滑な遂行を通じて、地域経済の発展に貢献して参りたい。



（本稿は2000年11月27日に行った高崎経済大学での講演記録を加筆修正したものである。なお、文中意見にわたる部分は、筆者の個人的見解である。）

平成12年11月27日 於 1号館111番教室