

金融市場

2000.3

潮流

将来の成長力を基準軸とする金融仲介機能 1

情勢判断

国内金融

円安基調への転換ではなく円高修正 2

国内景気

企業の取引条件が悪化 4

海外景気金融

不安定な動きを示す米国金融資本市場 5

インフレの波及を懸念する欧州金融政策当局 6

堅調な景気回復で強まる韓国の物価上昇懸念 7

今月の焦点

日本におけるインターネット普及の現状 8

株高依存の負債増加で高まる米国金融システムの不安定性 13

地域経済の視点

金融機関貸出の地域動向 18

海外の話題

1999年の国際資本市場を振り返って：Euro誕生とE-Trade 19

潮流

将来の成長力を基準軸とする金融仲介機能

「マザーズ」（東京証券取引所、99年11月設立）、「ナスダック・ジャパン」（大阪証券取引所、今年設立予定）など新興企業向け新市場の整備を受けて、最近、ベンチャー投資ファンドの設立が盛んである。企業側からすれば、株式公開のハードルが大幅に下がっているために、設立後間もない企業でも、成長力があれば株式公開できるようになったし、投資家側は、ベンチャー企業株の市場性・流動性が増すために、いわゆる「投資の出口問題」（従来は、ベンチャー企業株の市場が未整備であり、利益化が容易ではなかった）が改善され、投資し易くなった。

ここで注目されるのは、投資家層の幅の広さであり、情報・通信関連企業、電機メーカー、自動車、医薬、コンビニ、国内・外資系証券、生保、年金、都銀等々挙げればきりが無い。リスクマネーの供給が不足していた数年前と状況は逆転し、むしろ、リスクマネーが過剰と言える事態が生じている。ベンチャー企業が投資家を選別できる状況にある。

筆者が気にかかることは、このようなベンチャー投資ブームのなかにあつて、既存の金融機関の影が薄いことである。事業法人が設立するファンドの場合は、将来のビジネス・パートナー、将来期待される顧客の囲い込み、あるいは、最新の技術・ノウハウの吸収などを意図しており、そのために、単なるカネの提供にとどまらず、技術指導、経営指導、情報システム構築支援、人材の紹介など事業法人が持っているノウハウをも提供して、ベンチャー企業が成功するための「ふ化器的役割」も果たそうとしている。

資金を提供し、ベンチャー企業の市場価値が高まったところで株を売却して利益を得るという単なる投資家は、「ふ化器的役割」をも果たす参加型投資家とは競争できない。最近では、ソニー、NEC、三菱電機、NTT、ローソンなど異業種35社が設立した情報技術分野向けファンドは、投資収益だけを狙う金融機関は出資メンバーから除外したと言われる。

間接金融から直接金融への移行ということが言われるようになって久しい。しかし、間接金融の枠組みのなかにどっぷりと漬って仕事をしてきた金融機関は、直接金融時代に相応した体質改善を図るのに遅れをとっている。とくに、ベンチャー市場のように、現在の収益性は問わず、将来の成長力を基準とする投資市場は、これまでの金融仲介の概念とは全く異なる世界である。企業評価の問題を取り上げても、現在の財務諸表の分析は、有効な方法とはなり得ない。技術力や成長性を判断する物差しが問われる。

ITの革新が産業構造を変革し、それが社会構造を変えていくことは間違いない。そのIT革命の中核的な担い手となるであろうベンチャー企業の資金仲介において、既存の金融機関は十分な資金仲介機能を果たせずに歴史の流れから取り残されるかも知れない。都銀等は、成長力のある企業に対しては融資ではなく投資業務による取引関係の構築を指向している。米国では、直接金融の優位性が高まり、銀行の信用創造を必要としない経済に移行しつつあると言う者までいる。将来の成長力を基準軸とする金融仲介機能の革新のなかで我々自身が変わらなければならない。

（調査第二部長 鈴木 利徳）

情勢判断

国内金融

円安基調への転換ではなく円高修正

要約

年明け以降、米国景気の好調が続く一方で日本の景気回復がもたつくなど景況感格差拡大などから円安が進んでいる。ただ、設備投資などに日本景気の自律回復を示す指標も出始めており、足許の円安進行は円安基調への転換ではなく短期的な円高修正の局面とみられる。

表1 金利・為替・株価の予想水準

(単位: %、円/ドル、円)

年度/月	99年度			2000年度			
	9 実績	12 実績	3 予想	6 予想	9 予想	12 予想	3 予想
CDレート(3M)	0.03	0.10	0.10	0.10	0.20	0.35	0.50
短期プライム	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375	1.625
10年最長期国債	1.71	1.65	1.90	1.95	2.20	2.40	2.50
長期プライム	2.3	2.2	2.3	2.3	2.5	2.7	2.8
為替相場	106	102	110	110	105	102	100
日経平均株価	17,605	18,934	19,500	20,500	19,000	20,500	21,500

(注) 月末値、実績は日経新聞社調。

ここ1ヶ月の金融情勢

日米景況感格差から円高修正進行

円ドル相場は、年明け後の米国株下落での損失穴埋めのため、外人投資家が日本株の利売却に動いたことを契機に円高修正が進行。1月のG7で円高懸念共有の共同声明に加え、大蔵省が2000年度予算で為替介入資金となる外為資金証券の発行限度額を10兆円増額するなど円高阻止の姿勢を示したことなども円高修正の材料となった。その後発表された米国99.4Qの実質GDPが前期比年率5.8%の高成長を達成した一方で、日本の99.4Qの実質GDPは個人消費の不振から2期連続のマイナスの公算が強まるなど日米の景況感格差が拡大し、日本のゼロ金利継続を見越しての円キャリートレード拡大の動きもあった模様で、ムードが財政悪化懸念から日本国債格下げ検討の報道も円安材料となり、110円台まで円安が進んだ。

日経平均株価 2年半振りに20千円台回復

株式市場は、1月の投資主体別売買動向で外

人の買い越し額が1,048億円に低下する一方で、個人の買い越し額が4,909億円と91/2以来の高水準となり、また新規設定の大型投信の募集も好調となるなど個人資金の流入拡大で、日経平均株価は2月上旬に97/7以来の20千円台を回復した。

個別には、年初に米国株下落で連れ安した情報通信株が買い戻された中で、特に情報コンテンツ提供者としてのメディア株や受注の好調な電子部品株の上昇が目立った。一方、東京都の外形標準課税導入の対象となる銀行株が下げたほか、不良債権処理の遅れた中堅スーパー、ゼネコンの破綻が相次いだことなどから、これに関連して業績拡大の展望が乏しい低位株が売られて、再び昨年来安値を更新する銘柄が増加した。

ボックスを確認した債券市場

債券市場は、G7でゼロ金利継続が表明される状況下で、懸念された国債入札ラッシュもカネ余りの運用難の面が依然強く波乱なく通過し、適格銘柄の関係で建玉の膨らんでいた3月限国債先物の乗り換えの動きも加わり、新発10年国債利回りは1月下旬に1.6%台まで低下した。その後は、宮沢蔵相の1.7%の長期金利は正常でないとの発言が嫌気され、米欧の相次ぐ利上げ、株高・円安の進行などから1.9%まで上昇したが、1.9%水準では機関投資家の押し買いが確認された。

向こう3ヶ月程度の市場の注目点

ドルの上値も重く円高修正は短期的か

昨年、外人投資家は、景気回復期待から日本株を9兆円も買い越しTOPIXのドルベースの年間パフォーマンスは78.8%の好成績を上げた

が、年明け後は「期待」が「現実」になることを見極める局面で、一旦は利食いの動きに出ているものと思われる。1月の日本の投資家の対外証券投資は例年どおり決算対策で5,849億円の売り越しとなっていること(円高要因)からも、足許の円安の動きは積極的なドル買いというより、短期的な円高修正と捉えるべきであろう。

米国景気は、高成長、低インフレの好循環が継続しているが、これまでの利上げでも経常赤字の拡大や労働需給の逼迫等の不均衡の改善は見られない中で、逆に債券市場は逆イールド化しナスダックは高値を更新、原油価格も上昇を続けるなど潜在的インフレ懸念、ドル安懸念は拭えない。

一方、日本景気は、機械受注は99.3Q,4Qと2期連続でプラスとなり2000年度前半には設備投資が底打ちする公算が強まっており、昨年末にかけ不振だった個人消費も、生産が増加基調にあることや二次補正の公共投資の効果が出てくることで所得の下支えとなり、今後は横這いからやや上向きで推移するとみられる。年度明け以降、こうした景気回復の指標が確認されるに従って円高修正の動きも徐々に収束していくとみられる。

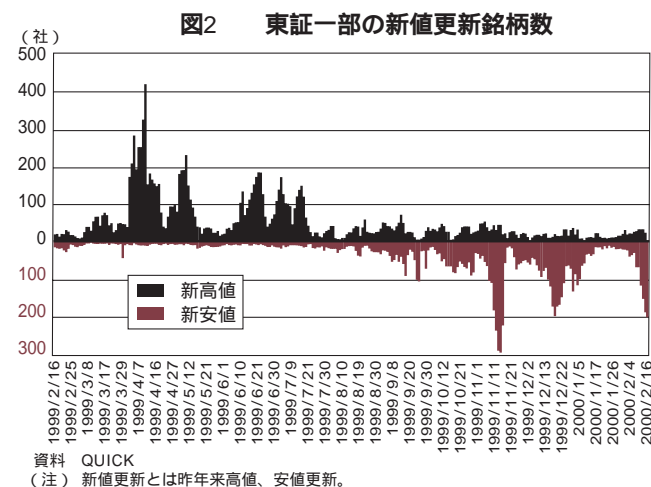
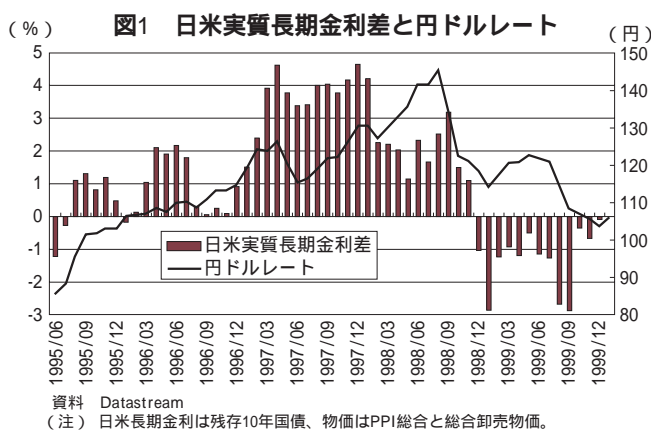
なお、国債累増問題は円安材料で悪い金利上昇要因ではあるが、日本が純債権国であり国債は国内勢が90%以上保有していることなどから、短期的な影響は限定的とみられる。ただ、大蔵省の中期財政展望でも多少の景気回復では国債累増には歯止めがかからないとの試算が出ており、足許の個人消費不振も年金問題、国債累増=増税懸念など将来的不安が背景にあることなども考えれば、早期に中期的な財政再建の方向を打ち出すことが求められよう。株式市場は個人資産流入で堅調に

株式市場で、新安値銘柄が増加している背景には、時価会計導入を睨んでの持ち合い解消の加速の動きがある。99年度は1月までの累計で

銀行(除く信託)、保険、事業法人の株式売り越し額は5兆円にも上っている。決算期末に向け持ち合い解消の動きは更に強まるが、個人投資家の押し目買い意欲も強く、底堅い動きは継続しよう。むしろ、年度明け以降は郵貯償還資金の流入期待もあり意外高する局面も想定される。

ただ、情報通信株への一極集中も米国株の調整リスク等を考慮すれば限度があり、日経平均で20千円台を固めるには、マクロ的な景気回復で2000年度後半も企業業績回復基調継続の見通しを固められることが条件となろう。

なお、需給面では、2001年度から個人の株式売却益課税が申告分離課税方式に一本化されることが個人投資家の売りを招く可能性に留意する必要がある。(2000.2.18 堀内 芳彦)



国内景気

企業の交易条件が悪化

下げ止まりつつある卸売物価

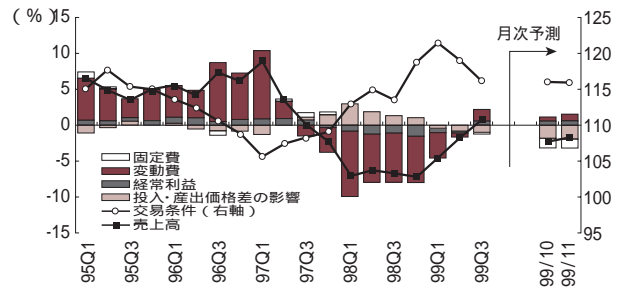
需要不振や円高の影響を受けて物価は下落が続いていたが、ここにきて跛行性が目立ってきた。消費者物価は前年よりも若干低い程度の水準が続いているが、企業サービス価格指数や卸売物価は下げ幅が縮小し始めている。下げ止まり傾向が最も鮮明に表れてきているのは卸売物価で、1月の総合指数は前年比 0.5%まで下落幅が縮小した。原油価格の上昇や円安に加え、世界景気の上向き等から他の商品市況も回復しており、素材価格の上昇が卸売物価に反映してきている。素原材料は輸入の約6割を占めるため、輸入価格において顕著な上昇が見られる。特にアジア経済の回復に伴い需要が伸びている化学製品や非鉄金属、鉄鋼、紙パ等の価格が上昇している。

投入物価の上昇と産出物価の下落

こうした素材価格の上昇は3ヶ月程度のラグを置いて中間財価格にも波及してきているが、最終財の価格は依然として下落が続いている。消費者物価の工業製品の下落幅が大きくなっていることから、需要の低迷による価格引下げ圧力が引き続き強いことがうかがえる。1月には国内需要財の素原材料価格は前年比+15.7%も上昇しているのに対し、最終財価格は1.6%の下落となっている。投入・産出物価指数を見ても投入物価は前年比+1.0%上昇し、産出物価を約0.5%押し上げる要因となっているが、実際の産出物価は 0.6%下落した。これは企業が投入原材料の価格上昇分を産出製品価格に転嫁できていないことを示し、収益の圧迫要因になっていると推測される。

一方で、企業はこうした交易条件の悪化を上回るリストラ効果をあげることに成功し、99年に入ってから経常利益は前年比増加に転じて

図 製造業における交易条件と売上高の推移



資料 大蔵省「法人企業統計季報」、日本銀行「製造業部門別投入・産出物価指数」「主要企業経営分析」
 (注) 1. 交易条件 = 産出物価指数 / 投入物価指数 × 100。
 2. 交易条件以外は前年比伸び率。
 3. 固定費は人件費 + 支払利息 + 減価償却。
 4. 投入・産出価格差による影響は、以下の方法により算出。
 投入価格上昇率 × (原材料等投入額 ÷ 産出額) により産出物価の理論価格を算出。
 (産出価格上昇率 -) × (材料費 / 売上高) により交易条件の変化が売上高に与える影響を算出。
 99年10月以降は、売上高に対する固定費・材料費比率および売上数量を99年9月時点と同じと仮定し、投入・産出物価は実績値を用いて計算。

いる。内需の低迷が続く中ではリストラ効果による増益には限界があるが、輸出向け生産増による設備稼働率の上昇などから、交易条件悪化の影響は相対的に弱まると思われる。

しかし、最終財価格は今後下げ幅を縮小することはあっても、上昇に転じることは難しいだろう。設備投資関連の先行指標には明るさが見えるが、実際の投資が増加に転じるのは下期以降になると思われる。また、今冬で賞与は下げ止まりが予想されるものの、リストラの続行により所得の減少は続き、消費の力強い回復は望めない。加えて専門店の出現や電子商取引の拡大により価格競争はさらに激化するだろう。

業種間・企業間格差の拡大

今後は企業内リストラにとどまらず、中間流通などに見られる非効率な体制をもリストラする形で、企業および産業全体の体質向上が図られることとなる。勝ち組企業は生産性が向上することにより、さらに価格競争力を持ち、体質・経営戦略の改善に遅れをとった企業との格差はますます拡大していくだろう。

(鈴木 亮子)

海外景気金融・米国

不安定な動きを示す米国金融資本市場

債券価格が一時乱高下

米国の実体経済は依然として高成長低インフレ状況を維持している。Y2Kの反動が小売上の非耐久財の消費が一時的に鈍化したものの、金利引上げの影響が予想される耐久財消費は依然として高い伸びを続ける等、米国消費のピークアウトを確認できる指標は乏しい。1月雇用統計でも、非農業雇用者数が前月比38.7万人増と大幅なものとなり、天候要因から大幅増となった建設業雇用者には反動減も予想されるものの、製造業雇用が増加に転ずる等、労働力需給にも緩和の兆しはみられない。

物価については労働力需給逼迫から、付加給付を含めた人件費（雇用コスト）に上昇圧力があるものの、労働生産性も第4四半期には前期比5%と高い伸びを続けており、コストアップを生産性上昇で吸収するという構図には、今までのところ変化はない。

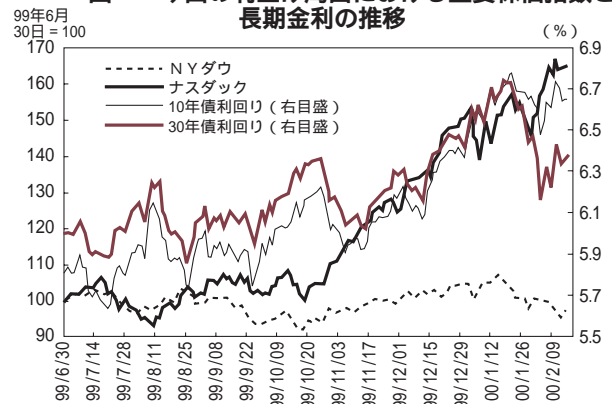
波乱含みの金融市場

以上のように米国のファンダメンタルな経済情勢には、Y2Kの影響が多少みられたことを除けば大きな変化がない中で、金融市場はここ1か月波乱含みの展開となった。

まず財務省による中長期債中心の国債買戻し計画に対する思惑から1月下旬には30年債の利回りが急低下、2月1～2日のFOMCで25ベースの利上げ発表によって短期金利が上昇する中で、スティーブ化ポジションをとっていた一部ヘッジファンドが破綻したとのうわさもあって米30年債は、ロスカット等も含めてパニック的に買われて、利回りが一時6%に近づく場面もあった。その後は雇用統計等での強い数字やサマーズ長官が「イールドカーブの全体に影響するような買戻しを行う」との発言から30年債は急落する等、米国債券市場は長期ゾーンできわめてボラタイルな動きとなった。株式市

場も、第4四半期GDP統計でのGDPデフレーター上昇、雇用コスト指数が市場予想を上回ったことで利上げ幅が拡大するとの懸念から一時大幅安になる等、変動幅は拡大しているが、こちらはダウ、S&P等が軟調な中でもハイテク中心のナスダックは高値更新を続ける等、その強さが目立つ展開となっている（図）。

図 今回の利上げ局面における主要株価指数と長期金利の推移



資料 Datastream
 (注) 株価指数は利上げが始まった99年6月30日を100として指数化。

FRBは小幅利上げ継続へ

実体経済に過熱感が残り、インフレ懸念・利上げ観測が払拭できない現状では、資産市場の波乱は断続的に続く可能性がある。ただ株価が全体的に軟調となれば、そのことは資産効果の削減から消費を落ち着かせるプラス効果の方が当面は大きい。

グリーンSPAN議長は17日の議会証言で、金利敏感部門を含め、米国経済が減速していることを示す証拠はほとんど無いとし、資産効果による総需要の上振れを抑制するため、利上げの必要性を強く示唆した。しかし証言後の質疑では「可能ならば、安定・段階的な金融政策運営がベストである」としており、物価上昇が顕在化していない現状では、3月のFOMCでも引き続き25ベースの利上げの可能性が高いとみられる。

(小野沢 康晴)

海外景気金融・欧州

インフレの波及を懸念する欧州金融政策当局

ECB 25 ベーシスの利上げ

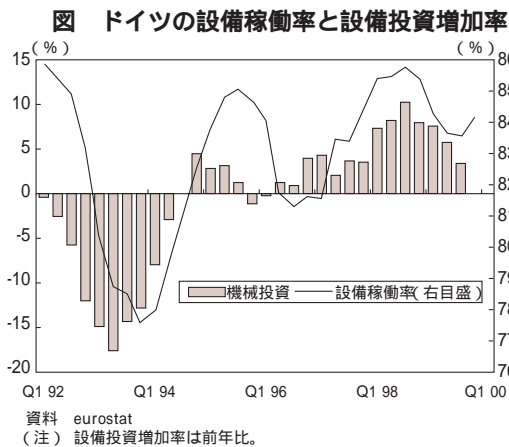
ECB（欧州中銀）は2月3日の理事会で、レポートの25ベーシス引き上げ（3.25%へ）を決定した。ECBの2月月報によれば、利上げの理由は、金融政策を左右する2つの基本的指標が物価安定に対するリスクの高まりを示唆したことによる。それは、第一にマネーサプライと信用量の増加であり、具体的にはM3がECBのレファレンスレンジである4.5%を大きく上回って昨年末には前年比6.1%増となり、対民間信用も前年比10%以上の伸びとなっていることが挙げられている。次いで第2に、物価見通しの悪化で、原油とエネルギー以外の商品市況上昇によるコスト上昇が予想以上に大きくかつ長引いていること、ユーロ安も輸入物価上昇につながることで、これらの要因が賃上げ率引上げ等、消費者物価上昇への二次的な波及効果をもたらすリスクがあること、を挙げている。そしてユーロ圏の着実な景気拡大を維持すべく、労使双方が物価安定の枠組みに沿った形で賃金上昇幅を抑制することが必要としている。

広がりが見られるユーロ圏の景気回復

ユーロ圏の実体経済については、鉱工業生産指数や小売売上高、景況感等の主要指標が昨年末にかけては全体的にやや伸び率が鈍化する等、景気の加速という点では一服感もでていいる。ただし、景気回復が遅れていたイタリアでも鉱工業生産指数（前年比）がプラスに転ずる等、景気拡大は広がりを見せはじめているし、ECBでは「生産や小売上等の指標は足下では上方修正されることが多い」としており、速報値段階よりも実際の景気拡大は着実なものである可能性もある。

またドイツでは製造業の設備稼働率の上昇から、今後は設備投資も増加が見込まれる等(図)

内外需並行した広がりのある景気拡大へと移行しつつある局面と考えられる。失業率もユーロ圏全体では昨年12月に9.6%と前月比0.2ポイント低下する等、雇用情勢の改善も続いており、個人消費の伸びを支えることになるとみられる。



当面のユーロ圏経済の焦点は引き続き物価動向に絞られよう。ユーロ圏の消費者物価(HICP)は前年比1.7%上昇と、ECBの目標である2%以下という水準に近づきつつある。ECBによれば、前年比でのHICP上昇は、原油や商品市況のボトムが99年2月であることから2月までは少なくとも続き、また1月にはドイツのエネルギー税導入の影響も予想されるが、原油市況が今後落ち着くならば、第2四半期以降はエネルギー価格上昇による物価押し上げは一巡するとされる。原油以外の素原材料価格の上昇等はエネルギー価格上昇から遅れて影響してくるため、年前半は物価上昇リスクが残るし、ユーロも依然軟調推移しているため、ECBが追加利上げを行う可能性は高いとみられる。年央に物価安定基調が確認できるかが、ECBの信認確保にとって重要となっている。

(小野沢 康晴)

海外景気金融・アジア

堅調な景気回復で強まる韓国の物価上昇懸念

コール翌日物金利誘導水準を0.25%引上げ
 韓国の中央銀行韓国銀行は2月10日コール翌日物金利の誘導水準を0.25%引上げ5%とすることを決め即日実施した。韓国銀行は98年半ばに金融政策を引締めから緩和に転換し、低金利政策を採用し長期金利の指標で企業の借入金利の基準となる社債金利(3年物)の低下も促してきた。社債金利は99年8月以降大宇問題で一時10%を超える局面もあり、また、足下で韓国景気回復等から徐々に上昇してきた。今回の利上げは長短金利差が拡大の傾向を示し金融政策の円滑な遂行の障害となることを回避するため、实体经济に比し相対的に低いコール金利を引上げ、長短金利差を縮小させる必要があると判断したと韓国銀行は説明している(図)。

しかし、今回利上げの背景には99年下期からの韓国銀行の物価上昇圧力に備えた利上げの必要性の認識があろう。しかし、利上げによる金融市場等への影響を考慮し、大宇債務問題が海外債権団とほぼ合意し、大宇関連債券を組み入れた投信の資金引出し解除も大きな混乱なく行われ、金融市場がほぼ安定を取戻した今回のタイミングを捉えて実施されたものであろう。

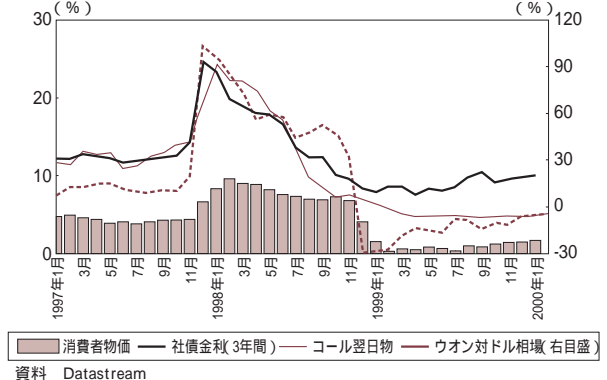
今後強まると予想される物価上昇懸念

99年GDP成長率を財政経済部は10.1～10.2%と見込み、また大宇を除く上場企業の99年業績は純利益が過去最高水準を記録する等、韓国实体经济は持続的景気拡大基調を強めている。

急速な景気回復に伴う需要拡大や原油価格上昇にもかかわらず、1月の消費者物価上昇率は前年比1.6%、前月比0.2%、生産者物価は同2%、

0.1%と落ち着いているのは、ウォン高が大きく寄与している。しかし、1月に旧正月前の消費財輸入急増等の季節要因等で貿易赤字に転じる等から、ウォン高の先行きに不透明感がある。

図 コール・社債金利と消費者物価・為替(前年比)の推移



また、物価上昇懸念要因として賃金上昇圧力がある。12月の失業率は4.8%と冬場の農業雇用者減等の季節要因で前月比0.4%悪化した。ピークの8.6%(99/2)から大幅に改善している。99年は残業手当、賞与等特別手当が賃金上昇の主因であったが、今年の賃上げ率については労働界が13%～15%台の要求をし、経営者総協会はガイドラインとして5.4%を提示している。今年政府の失業対策費削減で失業率悪化や足下のウォン高による輸出企業業績への影響等も懸念されるなか、交渉は難航が予想されるが賃金上昇圧力は強まるとみられる。

次に、公共料金の動向である。政府は今年上期に公共料金の全面的見直しを行なう方針で、原価割れのものは下期に値上げされる可能性が高く、物価への影響は必至であろう。

このように今後物価上昇傾向が強まることは避けられないであろう。さらに、金融システム安定化のため既に76兆ウォンの公的資金が投入されたが、金融再編の過程で更なる投入の可能性があり、政府保証債の増発による社債利回りの上昇も懸念される。今年の韓国経済は持続的景気拡大基調を強めていこう(成長率は99年比低下)が、4月総選挙以降、韓国銀行は公定歩合引上げのタイミングを模索していくとみられ、金融政策の動向が注目される。(千葉 進)

今月の焦点

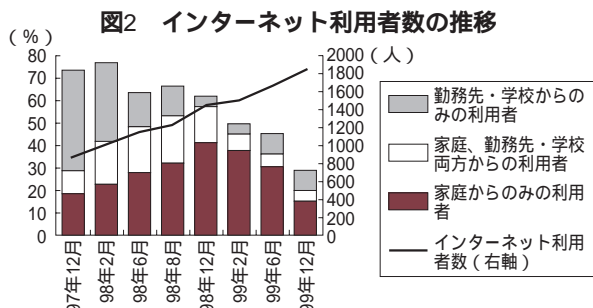
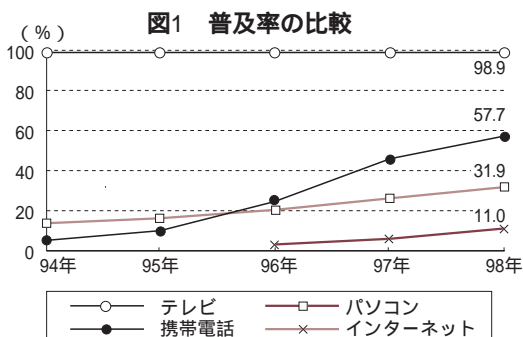
日本におけるインターネット普及の現状

要 約

90年代半ばから急速に普及し始めたインターネットは日本でも利用者数が増加しているが、現段階では通信・情報収集手段としての利用が主であり、Eコマース（電子商取引）の市場規模はまだ小さい。しかし、消費成熟社会においてインターネット利用による新たな需要創造も可能として、Eコマースの拡大が期待されている。

インターネットとは世界をカバーするコンピュータ・ネットワークであり、普及率の上昇により、現在は電子ネットワーク上のコミュニティやEコマース市場形成のインフラとして機能するようになってきている。

に、現在はインターネットアクセス端末としてほとんどの人がパソコンを利用しているが、一方で2000年1月時点でのiモード利用者が330万人に達するⁱⁱⁱなど、インターネットは「1家に1台」から「1人に1台」へと変貌を遂げつつある。



企業 家庭 個人

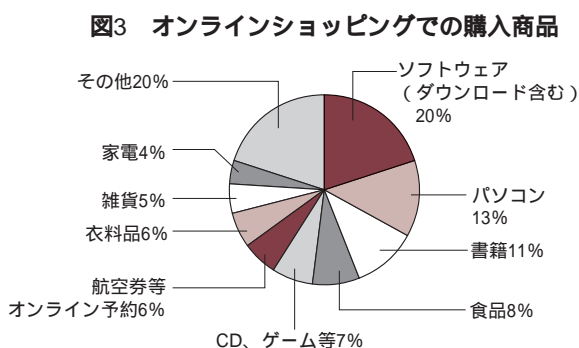
国内のインターネット利用者数は99年2月には1,508万人、全人口の12%と推計されるⁱ。それまで研究者など一部のコミュニティのみで利用されていたインターネットの商業利用が93年に始まり、導入の先頭を切ったのは企業であった。96年12月にはインターネット利用者の62%が勤務先・学校からのみの利用で、家庭からのみの利用者は22%にとどまっていたが、企業での普及が広がり職場で利用する人が増加するにつれ、徐々に家庭へも広まり、99年2月には家庭からのみの利用者がインターネット利用者全体の43%を占めるまでに至ったⁱⁱ。さら

インターネット利用者の属性を見ると平準化が進んではいるものの、全体としてはまだ性差や年齢、収入等による普及水準の差は大きい。職種別で見ると、96年には技術職が4割近くを占めていたが、99年には27%と相対的に下がるなど、職種間での平準化が進んでいる。一方、利用者に占める女性の割合は96年の13%から99年には26%まで上昇したが、依然男性の比率が圧倒的に高い。また、高収入・高学歴層における普及率、20~30歳代での普及率が高いという状況に大きな変化はない^{iv}が、今後は利用者層のすそ野はさらに広がるものと思われる。

Eコマース利用者はまだ少数

個人利用者のインターネット利用目的を見ると、最も多いのは通信手段、次に情報収集ツールとしての利用であると思われる。インターネット利用者の95%が電子メールを利用しており、うち毎日利用する人は64%と、電子メールは通信手段のひとつとして浸透してきている^v。「インターネットを始める＝電子メールアドレスをもつ」という認識が一般的になってきたと言ってもよいだろう。ポケットボードのヒットや、携帯電話・PHS利用者の10%が電子メール、24%がショートメッセージサービスを利用している^{vi}ことから、文字通信への需要の高さがわかる。

また、インターネット利用者の中で、商品やサービスの購入前にインターネットで情報を収集するという人は74%、それ以外にもインターネットでニュース等の情報を見るという人が52%と^{vii}、情報源としてのインターネット利用も定着しつつあるようだ。一方で、オンラインショッピングやオンライン金融サービス等のEコマースは足元で急速に広がりつつあるが、Eコマース経験者はインターネット利用者の48%と、他の用途に比べまだ浸透度が低い^{viii}。また、商品やサービスによっても利用度はかなり異なっている(図3)。

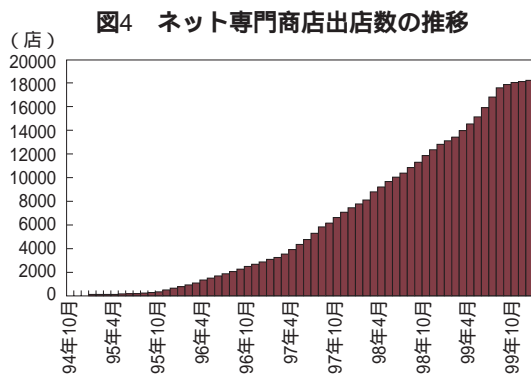


資料 日経ネットビジネス「インターネット・アクティブ・ユーザー調査」

インターネット非利用者の間においてもインターネットの認知度は高く、利用意向のある人は75%にのぼる^{ix}。一般的な通信手段として定着しつつあることや、政府や自治体が教育機関や高齢者を対象にインターネット普及を促進し始めていること等から、今後もインターネット利用者が増加することはまちがいない。インターネットを利用しない理由で最も多いのは通信費用などの価格面だが、ISDN(総合デジタル通信網)の定額通信サービス料金が引き下げられるほか、既存の電話線を利用したADSL(非対称デジタル加入線)方式やCATV網を利用する通信サービスが月6,000円程度で既に提供されている。技術革新や規制緩和によるインターネット端末価格および通信料金の低下は時間の問題だろう。

企業のインターネット利用

こうしたインターネットの広がりを受けて、インターネット上に消費者との接点をつくる企業が急増している。大企業から中小企業までを対象に99年2月に行なわれたアンケート調査では、81%の企業がインターネットを利用しているとの結果が出た。そのうち59%の企業が自社ホームページを開設しており、さらに24%が計画中と答えている。内容はほとんどが企業案内で、製品/サービスの販売・予約受付、アフターケアやクレーム受付まで行なっている企業はまだほんの一部のようだ^x。しかし、すでにB to C(企業-消費者間)電子商取引の市場規模はこの1年間で645億円から2,480億円へと急拡大し^{xi}、28%の企業が今後Eコマースの実施を予定している^{xii}など、企業がチャネルとしてのインターネットの重要性を認識し始めている。



資料 野村総研「サイバービジネス統計」

企業がインターネットに目を向け始めた背景のひとつには、インターネットが顧客にとって一般的な通信・情報入手の手段となってきたことが挙げられる。たとえば就職活動や商品へのクレーム等、消費者側から企業への通信手段として電子メールが使われることが確実に増えている。企業が消費者からの声を聞く手段のひとつとしてインターネットは今後ますます重要性を増してくるだろう。

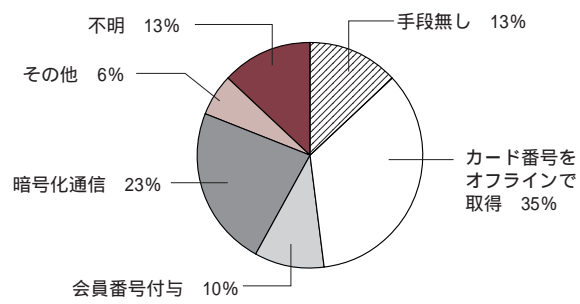
また、インターネットを利用することにより、消費者はより多くの情報をより早く得られるようになった。インターネットは情報入手のメディア選択ではテレビや雑誌に次ぐものとして位置づけられており^{xiii}、インターネットでも自社の情報を発信していくことにより、消費者の認知度が高まると考えられる。

Eコマース普及の障壁

しかし、インターネットの普及が進んでも、Eコマースが浸透するかどうかは別問題である。現在、障壁となっているのは主にセキュリティの問題である。インターネットは誰もがアクセスできる共通のプラットフォームであるがゆえに、情報の漏洩・改ざんが行われる可能性が高い。インターネット利用者もEコマースにおける不安事項の最たるものとして「電子商店に

提供した個人情報（クレジットカード番号等）の漏洩」を挙げている^{xiv}。にもかかわらず、政府ホームページ改ざん事件に見られるように日本においてはセキュリティ意識自体が希薄である。ファイアーウォール（外部からの不正侵入を防ぐシステム）を構築していない企業は51%にのぼり^{xv}、ネット専門商店においても13%が「決済上のセキュリティ確保の手段を講じていない」と答えている^{xvi}（図5）。電子署名や電子認証といった技術の向上とともに、全てのインターネット利用者がセキュリティ問題に敏感になり、自己責任ルールを徹底する必要がある。

図5 ネット専門店における決済上のセキュリティ確保の方法



資料 野村総研「サイバービジネス統計」

また、インターネット特有の問題点を踏まえた商取引ルールや、ネットワーク犯罪等に関する法的な枠組みもまだ整備途上にある。電子取引による決済ルールおよびそのためのシステムの統一化、個人情報保護等に関しては世界的規模で整備に向けた動きが進んでおり、日本でも不正アクセス行為の禁止等に関する法律の制定やサイバーポリスの設置等、対策が進んでいる。

こうしたセキュリティの問題についてはいずれ技術的・制度的な対応が進んでいくことから、Eコマースが普及するかどうかは、最終的には企業側がいかに消費者にとって魅力的なサ

ービスを提供できるか、という点にかかってくるだろう。

インターネットの可能性

インターネットには、単なる通信や宣伝の手段としての利用方法以上に企業が着目している特徴がある。それは 時間と距離の効率化、消費者情報の入手、新たなビジネスモデルの可能性、である。

時間と距離の効率化

インターネットは「いつでも、どこでも、誰でも」アクセスできる。コンビニにおける公共料金取扱いの増加等が示すように、通常の営業時間外のサービス提供へのニーズは強い。また、通信販売や生協の宅配等、時間を選ばず家から注文ができる販売スタイルも浸透してきていることから、オンラインサービスへの潜在的需要は高いと考えられる。働く女性のインターネット利用率は74%と高く^{xvii}、今後、女性の労働者が増加し、共働き家庭が増加すれば、こうした時間効率ニーズはますます高まるだろう。また、携帯電話は待ち合わせや移動中といった「すきま時間」の有効活用という新たなニーズを発掘し、すきま時間に情報検索やオンライン取引ができるiモード人気につながっている。

これまで大都市圏に集中していたインターネット人口も徐々に分散化の傾向が見られ^{xviii}、山村地域における自治体等による普及努力も始まっており、対象となる顧客層が広がると期待される。

消費者情報の入手

インターネットの利用により、消費者は大量の情報を効率的に収集できるようになるが、同時に企業側からの消費者情報の入手も簡単になる。例えば自社ホームページや広告にどうい

層の消費者がアクセスしたか、誰が何を購入したかといった情報を把握・保存できる。こうした消費者情報の入手はこれまでも会員制カードやアンケート等により行われてきたが、インターネットを利用することで、より多くの情報をより容易に得ることが可能となった。

また、インターネット上では複数の相手どうしで情報の受発信が容易にできることから、フォーラムやメーリングリスト等、地域や年齢差等に関係なく各人が興味のある分野でコミュニティに参加している。企業側はターゲットとなるコミュニティとの情報交換を進めることで効果的に宣伝や情報収集を行えるようになる。消費者はインターネットの検索機能を利用して、自分の欲しい分野の情報だけを選択して集中的に入手するなど、情報に貪欲になってきている。顧客・企業間の情報交換がこれまでよりも迅速で決め細やかに行われるようになることは、消費者ニーズに応えると同時にニーズの先読みに大きく役立つだろう。

新たなビジネスモデルの可能性

消費が成熟期に入ってモノは飽和状態になり、性能の良いものを低価格で提供すれば必ず売れるという構図は崩壊した。消費者の嗜好が細分化し、高機能なハードに付随するソフトやサービスに重点がおかれるようになってきているなど消費行動が変化するなかで、消費者のニーズをつかみきれず、企業は模索を始めたところである。

このような中で、インターネットを利用した需要創造型のビジネスモデルが注目されている。例えばひとつの商品を提供する際に、これまでのアフターケアにとどまらず、関連する商品やサービスをも提供する、商品の利用方法のアドバイスをする、買替需要や節目買需要を捉

える、といったその商品から派生するすべての需要を捉え、対応していく形のビジネスモデルが提唱されている^{xix}(表)。

表 新しいビジネスモデルの特徴

	顧客シェア	顧客時間	商品範囲
従来型 ビジネスモデル	誰にどれだけ食い込んだか不明	売られたら終わり	企業側の論理での品ぞろえ
新しい ビジネスモデル	顧客別に商品毎の市場への浸透度を見る	顧客の望むタイミングで関連した提案を行う	顧客の要求を満たす品揃えを提案する

資料 日本興業銀行

- x 日本インターネット協会「インターネット白書」
- xi 電子商取引実証推進協議会「電子商取引の市場規模調査」
- xii 日本インターネット協会「インターネット白書」
- xiii 野村総研「インターネット利用者アンケート」
- xiv 日経ネットビジネス「インターネット・アクティブ・ユーザー調査」
- xv 日本インターネット協会「インターネット白書」
- xvi 野村総研「サイバービジネス統計」
- xvii 郵政省「働く女性のインターネット利用に関する調査」
- xviii Yahoo!JAPAN「ウェブ・ユーザー・アンケート」
- xix 日本興業銀行「情報家電のビジネスモデル」

競争激化と構造調整

こうした消費行動の変化やEコマースの拡大により情報は透明化され、差別化が困難になることから、競争はさらに激化すると予想される。各企業は競争力維持のために調達方法や労働力のコストダウン、顧客データベースの利用方法、既存店舗網との棲み分け、他企業との連携等様々な課題に直面し、最終的にはそれらを統合した視点から企業のありかた、ビジネスの再構築をする必要がでてくる。それは業界の垣根をも超えた産業全体の話となり、消費者の生活にも大きな変化が起こるだろう。企業にとってはさらなる過当競争の時代となる。

(鈴木 亮子)

-
- i 日本インターネット協会「インターネット白書」
 - ii 日本インターネット協会「インターネット白書」
 - iii NTTドコモ資料
 - iv Yahoo!JAPAN「ウェブ・ユーザー・アンケート」、野村総研「インターネット利用者アンケート」
 - v 野村総研「インターネット利用者アンケート」
 - vi 野村総研「情報通信やサービスの利用に関するアンケート」
 - vii 日本インターネット協会「インターネット白書」
 - viii 日経ネットビジネス「インターネット・アクティブ・ユーザー調査」
 - ix 日本インターネット協会「インターネット白書」

株高依存の負債増加で高まる米国金融システムの不安定性

要 約

米国の資産増加の中心になってきた株価上昇は、ここ1～2年ハイテク、通信業等の一部業種に集中している。それら成長産業はキャッシュフローの不足をdebt financeで補う傾向が強いため、近年米国企業の負債増加ペースが速まっている。高成長・高株価が続く間は顕在化しないものの、株価下落がバランスシート問題につながるリスクが潜在的に高まっている。

高成長低インフレの米国経済

米国経済の高成長・低インフレが続いている。もちろん足元では労働力需給逼迫からコストプッシュのインフレ圧力があり、FRBは需要の伸びを3%台前半といわれる潜在成長率程度に抑制するべく金融引締めを続けており、引き締め効果により米国の成長率を緩やかに鈍化させることをねらっている。実体面からすると、米国経済がソフトランディングが可能かという問題は、FRBのマイヤー理事が1月20日の講演で説明したように、生産性上昇によるインフレ沈静化が継続するかどうか重要であり、IT革命による生産性の向上が今後も続くかがポイントになる。

一方、金融面に関しては、割高感の強い株価、海外資金への過大な依存等が懸念材料だが、株高に限ってみれば、利上げによる調整は景気過熱を抑えるためにはむしろ望ましいことであり、仮に下落が大幅（3割以上）になったときには、インフレが顕在化していなければ利下げや財政出動の余地があるという点から、インフレ（期待）の安定を維持できれば、財政・金融の政策的対応力もあって米国経済のハードランディングは避けられるというのが米国経済に対する楽観論の根拠の1つとなっている。

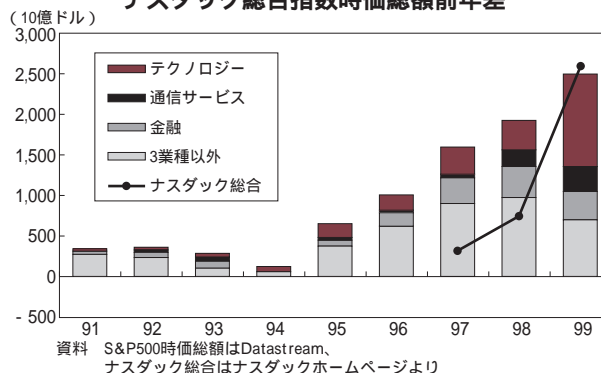
しかし米国経済に関してややミクロに立ち入って考えると金融面での不安定性が次第に高まっていることも否定できない。本稿では、米国経済に内在する金融的な不安定性について考察

する。

「資産増加」の内容が一変

近年の米国経済の高成長に株高等による資産効果が影響したことはいうまでもない。グリーンズパン議長も成長率のうち1%程度は資産効果によるとの認識を示している。問題はその資産増加の内容が97年頃までとそれ以後とで大きく異なっていることである。米国の資産効果の中心である株式について、S&P500の時価総額増加額をセクター別に分解すると、97年頃までは比較的多様なセクターで時価総額の増加（資産増加）がみられたもものの、98年から99年にかけてはテクノロジー株、通信サービス株、金融株の3セクターが時価総額増加の中心となり、特に99年の株式時価総額増加に関しては7割がその3セクターによるものとなっている。

図1 S&P500総合指数の時価総額前年差（業種別）とナスダック総合指数時価総額前年差



また99年6月末以降の利上げ局面では、S&P

やダウに比べてナスダック総合指数の上昇が目立っており、99年の時価総額増加額は、ナスダックのそれがS&P500総合と同等レベルにまで拡大している。

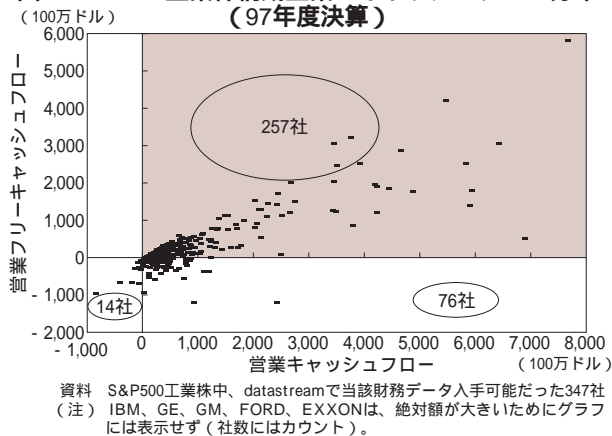
ただハイテク企業の多いナスダック総合指数の構成銘柄とS&P500のテクノロジー株構成銘柄との間には重複も多いため、これらの額を単純に比較することはできず、むしろ情報通信やコンピュータ関係、ネットワークビジネス等の銘柄が、最近2年程度の米国株式時価総額の増加の大半を担ってきたという、同じことを示している面がある。米国株価上昇が近年テクノロジー関連、なかでも「.com銘柄」といわれるインターネット関連に偏っていることはこれまでも指摘されてきたが、その結果米国の株式時価総額でみた「資産増加」も、ここ2年程度は一部業種に偏っていることは明らかである。

振り返れば97年頃の米国では多国籍企業を中心とした株価重視のグローバルスタンダード経営が注目されており、そのコンセプトは「ROAの高い事業に資源を集中させて潤沢なキャッシュフローを生み出し、設備投資を行って残ったキャッシュ（フリーキャッシュフロー）は自社株買いで投資家に還元、他分野に進出する場合でもM&Aは株式交換によって負債を増やさない」という経営が米国型のグローバルスタンダード経営といわれていたものだった。「収益率の高さと収益率の高い分野への効率的な資源配分」が企業の株価を高め、米国の資産価値の上昇に寄与したことは事実であろう。

実際に、企業のキャッシュフローの潤沢さを示す営業キャッシュフローと、それから設備投資を引いた営業フリーキャッシュフローという軸で、S&P500工業株を構成する企業の97年度財務データをプロットすると、図2のように、営業キャッシュフロー（横軸）がマイナスの企業は極くわずかで、営業フリーキャッシュフローベースでもマイナスの企業は一部にとどま

り、双方プラスの企業（第1象限）が3/4を占めている。

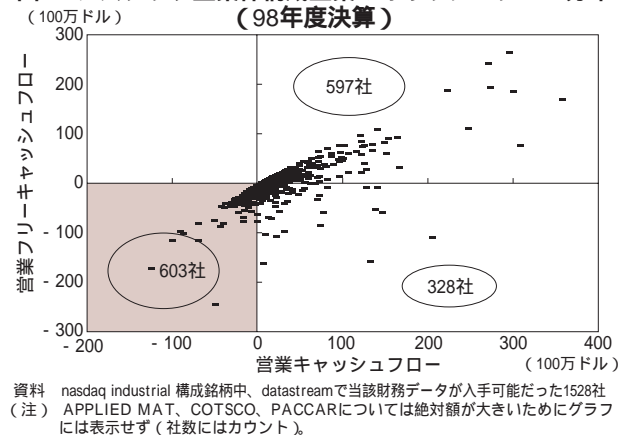
図2 S&P500工業株構成企業のキャッシュフロー分布（97年度決算）



資料 S&P500工業株中、datastreamで当該財務データ入手可能だった347社
 (注) IBM、GE、GM、FORD、EXXONは、絶対額が大きいためグラフには表示せず(社数にはカウント)。

これに対し、98～99年にかけて大幅に時価総額を増加させたナスダック上場銘柄中の工業株に関して98年度決算データに基づいて同様にプロットすると、営業キャッシュフロー段階でマイナスの企業が4割、設備投資を引いた営業フリーキャッシュフローベースではマイナスの企業が全体の6割にのぼっている（図3）。

図3 ナスダック工業株構成企業のキャッシュフロー分布（98年度決算）

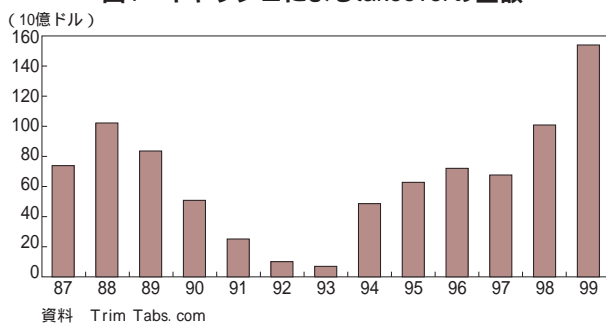


資料 nasdaq industrial 構成銘柄中、datastreamで当該財務データが入手可能だった1528社
 (注) APPLIED MAT、COTSCO、PACCARについては絶対額が大きいためグラフには表示せず(社数にはカウント)。

現実にはハイテク企業は合併・買収等が多いことから、そのための支出もあって実際のネットキャッシュフローのマイナスはさらに大きい。M&Aに関しては、確かに80年代のLBOの失敗から97年頃まではキャッシュによるM&A

の金額は低水準だったが、98年以降は急速な増加に転じ、99年は80年代のピークを上回る1500億ドルのTOBがキャッシュによって行われている（図4）。これが企業にとっては負債増加要因であることは言うまでも無い。

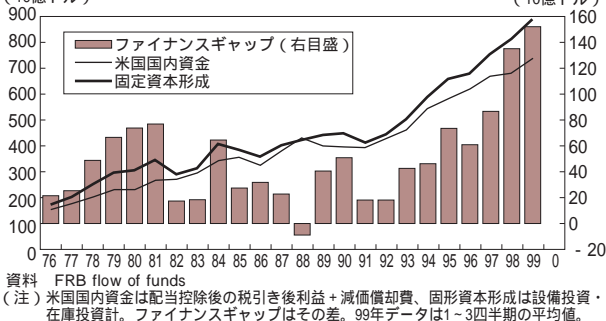
図4 キャッシュによるtakeoverの金額



Net と Debt

これらキャッシュフローの不足を企業は社債発行、銀行借入れ等の debt finance で補っている。netの裏側にはdebt（負債）があるといわれるのはこの点である。米国企業が最近2年間は負債に依存して設備投資を拡大させていることはマクロ的にも明らかで、マネーフローベースの非金融法人企業のファイナンスギャップ（配当控除後の税引き後利益 + 減価償却費 - 設備投資・在庫投資）は97年には800億ドル台だったものが、98年には1300億ドル台、99年第3四半期には1700億ドル台にまで増大している。

図4 米国非金融法人企業部門の固定資本形成とファイナンスギャップ



社債による資金調達に関しては、ナスダック上場のハイテク企業の場合、以上のように財務

内容が悪い企業が多く、いわゆるハイ・イールド債に分類されることが多いとみられる。そして最近では社債のデフォルト増加からハイ・イールド債の発行環境が悪化し、その多くは転換社債の発行を増やしている。1月26日付 wall street journal 紙によれば、昨年第4四半期の転換社債発行額は176億ドルと前年同期の4倍増となった。転換社債残高の24%をテクノロジー企業が、23%を通信関連企業が占めているとのことであり、まさに株高（期待）が負債の増加に直接的につながる構図となっている。

このような負債増加の背景には、当面の利益につながらなくても、急拡大が続く電子商取引やインターネット関連ビジネスにおいて先行的にシステム投資を行い、ブランドを確立して顧客を囲い込むという戦略があることはいうまでもない。成長企業の典型的パターンという面もある。

しかし先行的な成功事例を除けば、ネット関連ビジネスでも今後は競争圧力が高まり、すべての企業がその投資の成果を、採算の取れる利益として享受できるわけではないことも明らかだろう。その場合には、利益期待の剥落から当該企業の株価が暴落しようが、その暴落はそれだけにとどまらず、株高に依存した debt finance が多ければ多いほど、借り手・貸し手にとってその対応が困難になるのは日本のバブルと同様であろう。

米国株価の割高が指摘されて久しい。グリーンズパン議長が米国株価を「不合理な熱狂」と指摘したのは96年の12月のことである。仮に97年時点であれば、マクロでみた企業の debt finance は小幅だったから、株価の大幅調整が仮にあったとしてもその悪影響はまだ限定的だったといえる。しかし98～99年の間に米国の企業体質は、とりわけその成長点（株価の割高度も高い）に関する限り、全く異なってしまったといえ、株価の大幅調整が今後生じた場合、

そのもたらすクレジット市場への悪影響は大幅に増したと考える必要がある。株価暴落がバランスシート問題につながるリスクが、98年以降は急速に高まっている。

警戒感を強める米国銀行監督当局

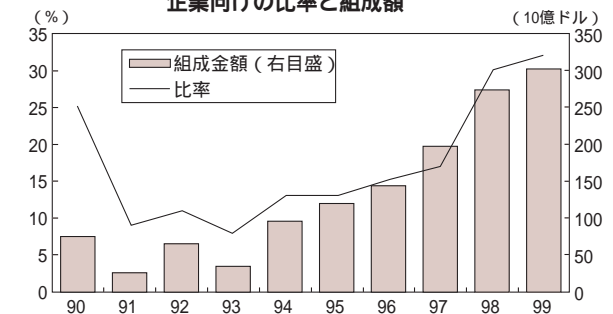
このような負債増加の全体的傾向の中で、米国銀行監督当局も警戒感を強めている。例えばFDIC（連邦預金保険公社）の昨年第4四半期の“Regional Outlook”では、“Emerging Risks in Banking”と題して、米国銀行に潜在するリスクの高まりに警告を発している。その内容は以下の通りである。

対個人...個人部門は、負債拡大にもかかわらず、これまでは低金利によるリファイナンスが既往債務の返済に充てられる等の好環境があった。しかし利上げ局面に入りリファイナンス効果が無くなり、家計負債の早期返済が難しくなっている。また競争激化の中で、リスクの高い個人への貸出し（subprime lending）がモーゲージ、自動車ローンともに増加している。例えば、98年のsubprimeモーゲージローンの組成は、前年比20%増の1500億ドル（94年には350億ドルに過ぎなかった）に達している。自動車ローンの組成中のsubprime割合も90年の8%から98年には18%に上昇。クレジットカードローン市場でもsubprime貸出しが増加している。

対企業（商工業）...貸し倒れ比率は依然低いものの、99年前半の商工業向けローンの償却額は前年比倍増、不稼動資産も26%増。足元の企業向けローンの資産内容悪化は、97～98年前半にかけて、銀行がローン拡大のために融資実行の基準を緩和した影響が出ているとみられ、融資基準はLTCM問題の際に一旦厳しくなったものの、最近では再び企業の債務返済能力に対する楽観的な見方によって、みかけよりも緩やかな基準になっている

リスクがある。加えて、シンジケートローン市場ではハイレバレッジ企業向け融資が急増している（図6）。全体のシンジケートローン残高は99年前半に前年同期比微減となったものの、ハイレバレッジ企業向けでは70億ドル（5%）増加となっている。これらはM&Aの高まりや社債市場から借入市場への資金ニーズのシフト等がある。シンジケートローンは多くは非銀行金融機関に分売されるが、ハイレバレッジ企業向けのシンジケートローンはその64%が銀行のB/Sに残っているとの推計もある。

図6 米国のシンジケートローン組成額中のハイ・レバレッジ企業向けの比率と組成額



資料 FDIC “Regional Outlook 4Q 1999”
 原資料はLoan Pricing Corporation
 (注) 99年データは前半実績の年率換算値

不動産向けローン...いくつかの都市での商業用建物の空室率上昇にもかかわらず、いまのところ貸し倒れ比率は低い。

資金調達...貸出しの伸びに預金の伸びが追いつかず、商業銀行預貸率は99年6月末に90%と過去最高。市場でのファイティング増加から流動性リスクと金利リスク高まる。ABS（資産担保証券）市場の発達で、銀行もローン証券化をファイティング手法として活用しているが、反面、証券化業者との競争から融資基準が引き下げられる傾向も。

以上のように米国銀行セクターは、現状結果として出てくる数字（不良債権比率等）からは健全であるものの、潜在的なリスクは高まりつつあるというのが米国金融監督当局の見方である。

「市場流動性」の不安定さ

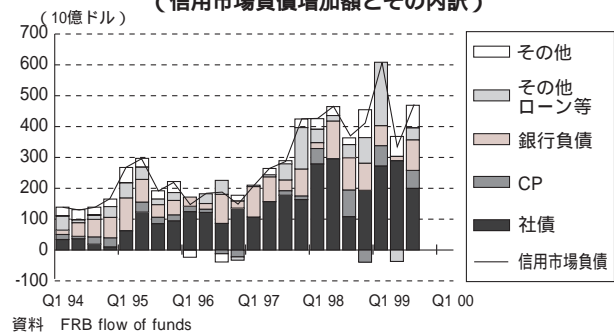
ただし米国の場合、社債・CP等の市場でのファイナンス手段が発達していることから、仮に銀行システムが動揺しても、その影響は間接金融中心の日本、ドイツ等に比べて小さいことは言うまでもない。社債、CP市場等では、異なるリスク許容度を持った多様な投資家が、自らのリスクの範囲内で分散投資をすることが可能であり、市場の透明性を高めていけば、ある程度のショックがあっても早期に対応が行われるから、連鎖を断ち切ることも可能との見方もある。

実際90年代初めの米国の銀行経営悪化～クレジットクランチの際にも、資本市場がファイナンス機能を代替し、銀行システム動揺の悪影響を緩和した面があり、グリーンズパン議長も昨年10月19日の講演で、「資本市場の支えがなければ、91年のマイルドなリセッションは、より深刻なものになっていたかもしれない」と指摘している。直接金融と間接金融がバランス良く機能していることが、米国金融システムの相対的な強みであることは事実であろう。

しかし、市場機能を高めることが金融システムの安定性を向上させるとは限らないことが明らかになったのが、ロシア危機をきっかけにした98年秋の金融危機だった。大手ヘッジファンド（LTCM）の破綻をきっかけに、市場の流動性が急速に枯渇、高格付け企業すらファンディングに支障をきたしかねない事態となった。

その際にはNY連銀仲介のもと民間金融機関がLTCMに36億ドルの資本注入を行いFRBが素速く積極的な3回の利下げを行ったことで、市場流動性の枯渇が連鎖的な破綻に結び付くことは回避された。その間CP発行の鈍化を補ってファンディングを支えたのは図7の通り銀行ローンだった。直接金融と間接金融の双方のレベルの高さとバランスの良さという米国金融システムの強さがこの時にも発揮されたといえる。

図7 米国非金融法人企業の資金調達
(信用市場負債増加額とその内訳)



そして現状、株価暴落等のショックがあっても、金融・財政政策の余地が大きいからソフトランディング可能との判断も、この時の経験と、FRBの対応への信認の強さが背景になっている。足下でもFRBに対する信認は高く、小幅利上げによるソフトランディング期待からドルがジリ高、株式も「ソフトランディングできるならば高成長見込みのハイテク、ネット株は買い」とばかりにナスダックは高値圏で推移している。

しかし、米国の民間負債（信用）の量がここ1～2年で急速に拡大し、その質が（FDICが懸念するように）悪化していることには十分留意すべきだろう。銀行自身の体力も次第に低下しつつあることは否めず、今後株価が大幅調整をした場合に、仮に利下げしても、銀行の取りうるリスクはLTCMショックの時に比べて低下していよう。株価の上昇が続いているうちは、ハイテク企業の資金調達意欲も依然根強く、それだけ信用拡大が続こうが、成長鈍化・株価下落時の対応はより困難になる。また足下で株式信用取引の与信残高が急増する（1月末残高が2434億ドルと前年比60%増、時価総額比1.57%はブラックマンデー以来）といった、個人部門の新たな負債増加もある。低インフレ、高成長という実体経済の健全さに比し、米国の金融システムの不安定性が高まっているのは確かであろう。（小野沢 康晴）

地域経済の視点

金融機関貸出の地域動向

「失われた10年」ともいわれるように、90年代の日本経済は総じて低迷を続けたが、これを反映して金融機関の貸出金増加率も減少を続け、民間金融機関の貸出はここ2年程度は純減している。しかし、地方圏を中心に貸出金を増加させている地域もあり、金融機関の地域別貸出動向は80年代に比べて大きく変化している。

民間貸出の太宗を占める国内銀行と信用金庫の貸出金（合計）の動きを都道府県別にみると、90年代に増加率が高かった県と低かった県は表1のようになる。増加率が高かったのは青森や岩手、徳島といった地方圏に属する県であり、逆に、低かったのは大阪、東京、愛知などの三大都市圏に属する県である。預金の伸びについても、青森、岩手、徳島などは上位にあり、東京、大阪、愛知などの県が下位にある点はほぼ貸出と同様である。

これを80年代と比べると、80年代に増加率が高かったのは神奈川、東京、千葉など首都圏に属する県であり、増加率が低かったのは青森、岩手、秋田や高知などの県であった。青森、岩手の両県は90年代には上位の2県となっており、逆に東京都などは下位に落ち込むなど80年代とは逆の動きとなっている。90年代に大都市圏の県の落ち込みが大きかった理由として、バブル崩壊の影響やリストラを進めている大企業との取引ウェイトが高いことなどがあるのに対し、地方圏ではバブル崩壊やグローバル化進展（空洞化）の影響が比較的少なかったこと、景気対策による公共事業拡大の恩恵を受けてきたことなど、90年代の経済構造の変化が地方圏にプラスに働いたといった事情がある。

青森や岩手など貸出の伸びが高い県の貸出内容をみると、共通していることは、製造業向け貸出が増加基調を保っていること、建設業や不動産業向け貸出等が伸びていること、地方公共団体向けと個人向け貸出が高い伸びをしていることなどがある。製造業向け貸出では、青森県では食料品などの地場産業向け貸出が着実に伸長しており、岩手県でも食料品などの地場産業向けのほか首都圏などから工場進出してきた電気機械業種向け貸出などが大きく伸長し、貸出の増加基調を支えている。バブル崩壊や空洞化の影響が少なかったことなどのほかに、個人向け貸出の高い伸びなどにみられるように、地域に密着した地道な営業努力がこうした貸出の堅調さに反映しているという見方もできよう。

（鈴木 博）

表1 都道府県別貸出金（国内銀行＋信用金庫）増減の推移

	90年代			80年代		
	93年9月	96年9月	99年9月	83年3月	86年3月	89年3月
上位5県				下位5県		
青森県	112.1	140.9	166.1	大阪府	110.4	104.4
岩手県	121.4	148.5	164.1	東京都	108.8	105.4
徳島県	122.9	148.7	161.2	和歌山県	117.1	123.4
茨城県	131.8	148.8	153.1	京都府	114.2	118.0
大分県	123.1	142.3	152.9	愛知県	110.7	116.9
神奈川県	123.1	174.7	283.9	青森県	118.5	141.3
東京都	127.3	187.6	271.9	岩手県	115.4	130.2
千葉県	119.3	151.4	252.7	秋田県	117.2	141.9
福岡県	120.8	187.7	250.3	山形県	118.8	135.7
栃木県	120.9	168.2	245.0	高知県	113.3	126.7

資料 日銀「金融経済統計月報」

(注) 1. 国内銀行は都銀・地銀・第二地銀・長信銀・信託（銀行勘定）の合計（80年代には第二地銀は含まれていない）。
2. 順位は90年代は90年1～3月平均を100とする指数の99年9月数値の水準（80年代は81年1～3月平均を100とする指数の89年3月数値の水準）による。