今月の窓

アジアと米国の金融市場

アジア通貨危機はタイから始まった。危機の勃発は，タイ当局がドル・ペッグ制を放棄して変動相場制に移行した1997年７月であった。一方,97年当時の米国をみると,経常赤字1,664億ドルに対し，その4倍強に当たる6,905億ドルの資本流入があり，米国の投資家がアジアをはじめ海外に投資した額は4,269億ドルに達していた。国際的な資金は米国を基軸に循環していたのである。

タイ通貨危機の結果，97年６月から98年８月末の間に，タイ・バーツは42%，タイ株式市場の株価も自国通貨建てで59%下落した。当時の状況について，資金供給側の一人であったジョージ・ソロスは著書『グローバル資本主義の危機』のなかで，「97年の初めになると，貿易収支と資本収支の不均衡がほぼ限界にきている（貿易赤字を資本流入で相殺できなくなっていた）ことは，われわれの目には明らかだった。そこで，97年初めに，タイ・バーツを空売りした」と語っている。機関投資家やヘッジファンドは，運用成績を競争相手と比較して判断されるため，基本的にトレンドに追随した行動をとる。いったん始まった資金の逆流は加速し，タイをはじめとするアジア諸国は深刻な信用収縮に見舞われた。

室屋論文は，タイにおける海外資金の膨張収縮過程を，国際資金の側からだけではなく，タイの金融市場や金融機関の特質を踏まえながら内側から分析したものである。それによれば，タイの商業銀行は短期商業金融を中心に発展し，長期設備資金の供給という性格が希薄ななかで産業開発は外資系企業を軸に担われてきたことや，タイ中銀の金融調節機能が弱いことなどが指摘されており，「規律のない形」で海外資金がタイの金融システムに入り込んだことが，金融システムの不安定化をもたらしたと述べている。

ところで，米国の金融引締めを契機に，今年に入って，アジアから米欧の資金が流出に転じ，アジア通貨に売り圧力がかかる懸念が一時あった。昨年以降，アジアの証券市場への国際資金流入の原動力となったのは，米国株価がもたらした一種の資産効果であった。米国株式市場の調整が長引けば，こうした資金は逆流する。とくに，商業銀行の不良債権比率が約37%と，金融部門の効率化が遅れているタイは大きな不安定要因を抱えている。

小野沢論文は,米国経済のソフトランディング論に理解を示しながらも,ミクロに立ち入って企業セクターの財務面を分析することによって，①ネット関連企業のなかにはキャッシュフローの裏付けのないままに高株価を前提とした負債依存の先行投資を行った企業も多いこと，②株価下落はたんに個人セクターの逆資産効果といった影響にとどまらず，流動性逼迫や一部企業の資金繰り難といった事態が顕在化する可能性もあること，③銀行と株式市場の関連が強まり，また，金融機関がハイリスク・ハイリターン分野への資源配分に傾斜していることなど，金融面での不安定性の増大とその実態経済の影響について警鐘を鳴らしている。

米国の金融システムの不安定化は，アジアの金融市場にも影響を及ぼす。米国の動向から目を離せない状況が続く。

（(株)農林中金総合研究所調査第二部長　鈴木利徳・すずきとしのり）

農林金融　第53巻　第7号〈通巻653号〉

目　次

今月のテーマ

海外の金融システムの不安定性

今月の窓　㈱農林中金総合研究所調査第二部長　鈴木利徳

自由化が帰結した金融システムの不安定化

タイにおける海外マネーの膨張収縮過程と商業銀行の行動
室屋有宏 —— 2

米国景気ソフトランディングに向けての潜在的なリスク要因

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
小野沢康晴 —— 25

談話室

21世紀は農業(農学)の時代？
東京大学大学院農学生命科学研究科教授　谷口信和 —— 42

情勢

設備投資の現状と課題
鈴木亮子 —— 44

98年度の農協経営の動向について
内田多喜生 —— 51

統計資料 —— 62

本誌において個人名による掲載文のうち意見にわたる部分は，筆者の個人見解である。

タイにおける海外マネーの膨張収縮過程と商業銀行の行動

―― 自由化が帰結した金融システムの不安定化 ――

〔要　　旨〕

1．タイの金融自由化は，国内貯蓄投資ギャップを海外資金を利用しながら埋める観点から進展した。金融自由化によって，オフショア資金，非居住者バーツ預金，証券投資資金などの短期資金の流入が93～96年にかけて急増した。

2．日本を中心とする海外の貸し手もタイ向けの短期貸出を著増させたが，その背景にはタイの通貨制度が実質的にドルに固定されており，貸し手･借り手双方にとりドル短期資金の利用が有利であったことが指摘できる。しかし,資本移動が自由な下でのこの為替制度は,不安定な短期資金の持続的な流入に依存するという倒錯した相互信任の関係にあった。

3．93～96年のマネー膨張期に，タイの商業銀行はドル短期資金を取り入れ，民間向け貸出を積極的に伸ばしたが，資金アベラビリティの上昇と資本コストの低下によって，採算性の不確かな内需向け貸出が拡大した。商業銀行からの不動産向け貸出は直接的には規制されたが，関連ファイナンスカンパニーを経由する形で増加した。

4．タイの金融自由化は実体経済からの要請というよりも，マクロの赤字ファイナンスのための「上からの自由化」の色彩が強かった。自由化を通じて金融・企業部門の競争力を誘発する力は弱く，監督・規制体制の不備も手伝ってモラルハザードを生みやすく，結果的に金融システムの安定性を損なった。

5．通貨危機後，タイの対外マネーフローは短期資金の引上げを中心に急激な流出となったが，99年には危機収束と景気持直しから資金流出スピードが鈍ってきている。しかしその内容は短期資金の一部環流に依存しており，依然として不安定である。

6．商業銀行は実質固定相場の下でドル短資を取り込む構造となっていたため，危機後の信用収縮はより大きいものとなり，それがさらに経営悪化や不良債権問題につながる悪循環となった。低金利政策への転換後も貸出は伸びておらず，銀行は不良債権問題と運用難を抱え，預金金利の急速な低下を通じた金利マージンの拡大で収益を確保しようとしている。銀行の金融仲介機能が低下するなか証券市場が大きく伸びているが，個人を含めた投資家側に高リターンを求めるニーズが強いことも要因となっている。

7．タイの金融改革，企業改革は表面的で先送りの感が否めない。低金利と財政拡大によるマクロ政策で景気を建て直しながら時間をかけるスキームになっている。短期的には財政支出が少なく，その分金利上昇も抑えられるが，処理先送りにより長期的負担がかえって大きくなるリスクがあるのは，日本の経験からも懸念されるところである。

8．こうした金融改革スキームが今後も維持できるかどうかは，いつまでバーツ安定と低金利の同時達成が維持可能かに大きく左右されよう。既に米国との金利が逆転し資金流出が拡大しており，またこれから財政支出が増大することを考えると，金利上昇がタイの金融システム改革や金融機関経営に対して深刻な影響をあたえるリスクがあろう。

目　次

１．はじめに
２．タイの金融自由化の進展と海外マネーの膨張
（1）　国内貯蓄の減少と海外貯蓄の制度化
（2）　実質ドル固定制度と短期資金の急拡大
３．マネー膨張期のタイの商業銀行の行動
（1）　ドル資金をベースにした信用が拡大
（2）　内需関連中心の貸出増加
（3）　金融自由化とタイの商業銀行の共鳴関係
（4）　大きく縮小した家計の貯蓄率
４．通貨危機後の金融環境の変化と銀行行動
（1）　対外資金フローの変化
（2）　縮小する貸出
（3）　預金金利低下で金利マージンは拡大
（4）　社債市場の急拡大
（5）　外資主導の金融再編
（6）　先送りされる金融システム改革
５．おわりに
――金融改革の目的をどこに置くか？――

１．はじめに

開発途上国の金融危機はめずらしいことではない。歴史的にたびたび起きてきた。その原因は個別的かつ複雑な面もあるが，グローバルで大規模な資本移動が支配的となった現代にあっては，急速な資本逃避の発生が国際収支危機と自国通貨への信頼を喪失させ，この危機が銀行部門を通じ増幅されながら，実体経済を収縮させる連鎖をもたらす形で発症した。しかも金融危機は他国に瞬く間に伝染し，グローバルな金融危機の連鎖となった。92年のメキシコ通貨危機，97年のタイ通貨危機の発生とその拡散は記憶に新しい。

経済危機が金融危機を通じて現れるとき，その接結点にある金融機関，途上国の場合はその中心を占める商業銀行はどのような関係にあったのだろうか。商業銀行を単なるグローバルマネーの導入管としてではなく，限定性があるにせよ能動的なアクターとして分析する視点がより必要ではないだろうか。本稿ではこうした問題意識から，タイの商業銀行が海外マネーの膨張収縮過程とどのように関連してきたのか，その行動を金融自由化への反応過程として考察し，それにより今後の方向性に歴史的な視座を探ってみたい。

まず第１章では，93～96年にかけてタイにおける海外マネーの膨張過程とその背景を概観する。第２章ではこの期間における商業銀行の行動を，その歴史的な特質と金融自由化が一種の共鳴関係をもって，通貨危機に至る過程についてみてみたい。第3章では通貨危機後の海外資金フローの急激な変化とそれに銀行がどのような対応をとってきたのか，銀行行動の構造変化について整理する。このうえで，タイの金融システム改革についての評価と起こりうる幾つか

の可能性を検討してみたい。

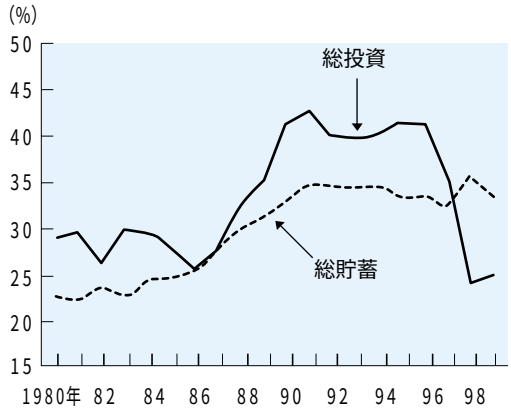
2．タイの金融自由化の進展と海外マネーの膨張

(1)　国内貯蓄の減少と海外貯蓄の制度化

80年代前半のタイ経済は，第二次石油ショック後の世界不況と国内構造調整で景気低迷を経験したが，85年のプラザ合意後の外資ラッシュを契機に回復過程に入った。経済政策の目標もそれまでの安定から，自由化・規制緩和を柱とする拡大策へと大きく転換した。外資ラッシュをバネとする民間部門の投資拡大に続いて，88年のチャーチャーイ政権の登場でタイを東南アジアの経済大国に成長させる方針が打ち出され，そのための大型プロジェクトが次々と認可され公共部門の投資も拡大した。

しかし，こうした急速な開発を維持する過程で，対外収支の不均衡が累進していった。第１図はタイの貯蓄率，投資率の推移であるが，高い国内貯蓄率が高投資率を可能とし，さらにそれが再拡大するという好循環は，80年代後半の高度成長期以降に次第に曲がり角を迎えた。タイにおける金融自由化はこのような開発に伴う貯蓄投資ギャップへの対処として進展し，米国などの自由化圧力に関してはむしろそれに積極的に呼応していった面が強い(注1)。89～91年にかけて預貸金利自由化が完了し，同時期に資本自由化，金融業務の自由化が順次実施された。なかでも，金融自由化がマクロの

第1図　タイの貯蓄・投資の対GDP比推移



資料　タイ中央銀行資料から作成

貯蓄不足を「解決」する点で，93年のオフショア市場（Bangkok International Banking Facilities，BIBF）の開設は，対外資金の取り込みについて制度的画期となった。

では，タイの海外資金依存の性格がどのように変化していったのか，時期を区分して確認しておこう（第１表）。85～87年にタイ経済は，海外直接投資の流入をきっかけに緩やかな回復期を迎え，88～92年にかけては外資のラッシュに大型インフラプロジェクトが加わり経済ブーム期を経験し，なかでも88～90年には連続して12～13%の成長率に達した。第１図でみたように経済ブーム期にはタイの資本不足は対GDP比でも極めて大きなものとなっていたが，それを補った中心は非銀行部門への直接投資であり，その流れを追って増加した同部門の海外直接借入であった。

しかし，93年以降直接投資流入が鈍るなかで，銀行部門へ資金流入が急拡大し，また株式を中心とするポートフォリオ証券投資や内外金利差をねらった非居住者バーツ

第1表　タイへのネット民間海外資金の流入状況

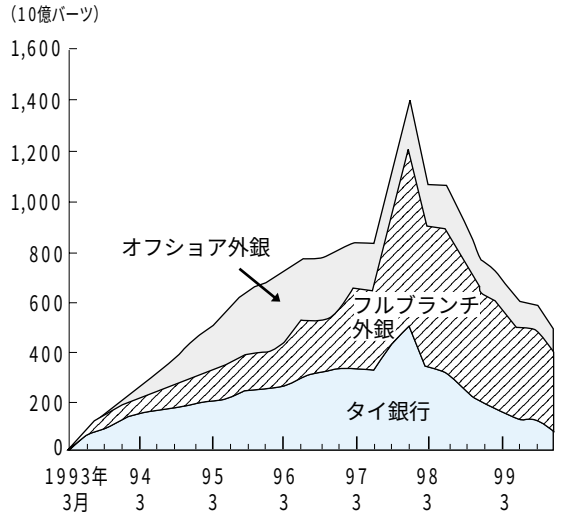
（単位　百万バーツ）

	1988年	89	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99
銀行部門	21,494	△7,719	40,737	△6,612	49,051	91,033	349,855	279,673	126,771	△253,026	△558,406	△397,857
商業銀行	21,494	△7,719	40,737	△6,612	49,051	△102,162	96,416	77,243	10,843	△176,636	△173,287	△44,330
うち増資	−	−	−	−	…	…	…	…	…	…	92,495	98,267
BIBF	−	−	−	−	−	193,195	253,439	202,430	115,928	△76,390	△385,119	△353,527
非銀行部門	74,063	159,912	238,568	268,764	188,149	169,906	△47,996	237,969	333,784	△48,465	△92,181	△60,917
直接投資	27,349	44,413	61,119	47,110	50,230	36,396	22,659	29,064	36,823	105,266	193,545	107,854
海外直接借入	4,640	46,930	114,889	143,707	69,158	△61,223	△146,690	38,093	138,022	△133,225	△184,703	△213,654
証券投資	11,185	36,658	11,507	3,848	14,104	122,628	27,503	81,721	88,242	138,980	24,541	30,476
非居住者バーツ預金	21,718	28,104	34,311	52,433	44,517	67,833	51,143	84,163	73,764	△156,275	△115,434	△9,868
貿易信用	8,655	3,112	15,160	18,980	7,795	13,634	11,447	6,363	△3,702	△12,679	△21,108	21,126
その他	516	695	1,582	2,686	2,345	△9,362	△14,058	△1,435	635	9,468	10,978	3,149
合　計	95,557	152,193	279,305	262,152	237,200	260,939	301,859	517,642	460,555	△301,491	△650,587	△458,774

資料　タイ中央銀行資料から作成
（注）　98年と99年は暫定値を含む。

預金など(注2)，短期で流動性の高い資金への傾斜が進んだ。特に，93年にBIBFが創設されると，それまでの非銀行部門の海外借入がオフショア市場経由にシフトし，同時に商業銀行自体もBIBFを通じた資金の取入れを増加させた。通常，オフショア市場は「外―外」取引が主であるが，タイは国内の貯蓄不足のファイナンスの観点から，「外―内」(注3)取引が中心となった。

第2図　タイのオフショア市場（「外―内」）残高の推移



資料　第1図に同じ

93年３月に既存のフルブランチ行27行（地場15，外銀12行）がオフショア免許（IBF行）を取得し，また，1962年の商業銀行法改正以来，新規進出が認可されてこなかった外銀に対してもタイ進出の門戸が開かれ，20行にオフショア免許が付与された。さらに政府はオフショア外銀に対しBIBFでの残高実績を勘案して，97年までに新たに5行にフルブランチ行への昇格を認める方針を打ち出し，後発邦銀を中心に猛烈な勢いでオフショア融資残高の実績作りへと駆り立てた(注4)（第２図）。

（注1）　タイの金融自由化の性格については，田坂（1996）p.3-22，末廣編（2000）p.28-32,87-90を参照。寺西（1998）はタイの金融自由化を，国内政治環境が変化し発言を増した中間層への政治的配慮の観点から分析している。また末廣編（2000）の第２章「財政金融政策」では，タイの中央銀行が持っていた独立性や大蔵省等マクロ経済官庁とのコーディネーションが90年代に低下したことが，自由化の下でのバブル発生とその後の経済・金融危機の重要な要因と指摘している。

（注2）　非居住者バーツ預金とは，海外に居住する

個人（出稼ぎタイ人も含む）や法人，金融機関が決済用やその他の目的のために，タイの商業銀行に準備した預金である。持ち込まれる資金は外貨だが，商業銀行においてバーツ転され預金勘定に振り込まれる。非居住者は，この勘定を自由に開設し預金，引出，貿易決済，本国送金できる。田坂（1996）p.63-72参照。

（注3） フルブランチ昇格を目指す邦銀が香港，シンガポールで契約した取引をBIBFに付け替える等の動きから，96年初めには「外－外」取引がBIBFに占める比率は一時40%を超えたがその後大きく落ち込み，本来的なオフショア市場としての「外－外」取引の機能は定着しなかった。

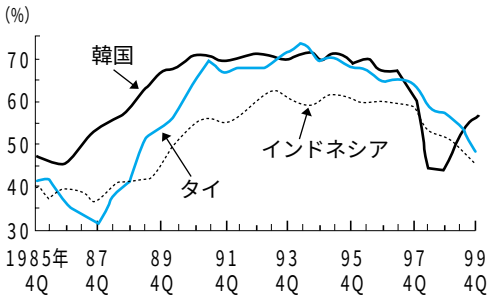
（注4） タイ政府は邦銀の存在を重視し93年の20行選別時に６行（住友，三和，三菱，第一勧銀，興銀，長銀）にライセンスを与えた。97年のフルブランチへの昇格は，住友，第一勧銀が獲得した。

（2） 実質ドル固定制度と短期資金の急拡大

アジア通貨危機の共通要因として，借り手国の短期資金への依存が挙げられるが，これは主たる貸し手である先進国銀行の短期貸出比率の上昇と表裏関係にある。なぜ，経済発展から評価が高まったアジア向けにおいて，長期資金ではなく短期を中心にした大量の資金流入が発生したのだろうか。

93年末時点で，BIS加盟先進国銀行の途上国向け融資の短期比率は56%であったのに対しアジア向けは67%で，オフショア市場の香港，シンガポール，黒字国の台湾向けが90%前後なのを例外とすれば，通貨危機の影響が大きかったタイ（72%），韓国（71%），インドネシア（62%）の順に高く，かつこれらの国は90年代前半に年率で20%前後の伸びの資金流入をいずれも記録した（第３図）。なかでも

第３図　短期融資比率の推移

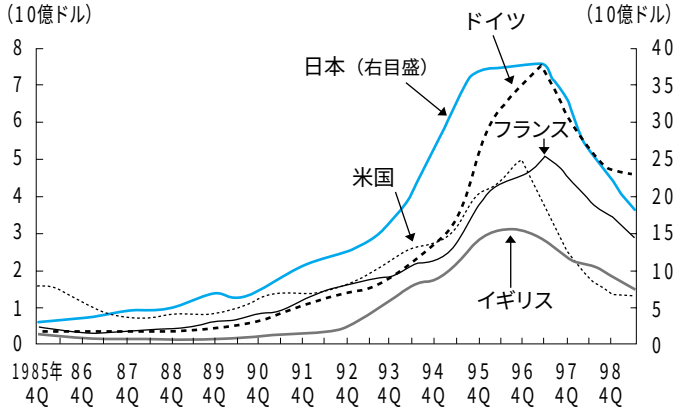


資料　第２図に同じ

タイにとって，邦銀からの借入増加がグローバルマネーの取入れの中心チャネルであり，その消長はまさにマネーの膨張と収縮を写したものとなった（第４図）。

福田（2000）は，貸し手，借り手の間での情報の非対象性が強い場合，双方にとって短期貸出を継続した方が利益が多いことをモデル的に示唆している。通常，国際金融市場においては情報の非対象性や不完全性が深刻なため，貸し手銀行が借り手のパフォーマンスを短期的にチェックし，新たに得た情報を用いて借り手をモニターした方が効率的であり，また借り手側も貸し手

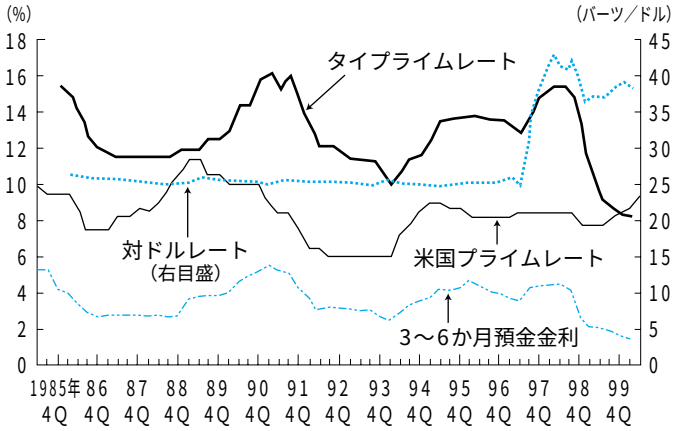
第４図　タイ向け与信残高の比較



資料　BIS資料から作成

の評価上昇によって有利な金利や融資額の拡大の機会を得ることができる。その結果，貸し手銀行のモニタリングの効率化によって貸出期間の短期化と資金流入の拡大が起きやすくなるが，同時に借入国におけるパニックが発生すると深刻な流動性不足をまねくリスクが増大するとしている。実際のところ，短期的な収益性の観点からも選好されたのは，後でみる事業性の乏しい内需関連事業が多く，市場行動の効率化は結果的に金融システムの破綻につながった。

第5図　タイと米国の貸出金利の推移



資料　Datastremから作成

また，こうした海外マネーの膨張の前提には，タイに限らずアジアの通貨がほぼドルに連動する為替制度を採用していたことが挙げられる。タイに関しては，バーツ金利はドル金利に対してかなり高いためドルの調達コストの方が名目上有利だが，両国間でのファンダメンタルズを反映してバーツはドルに対して切下げが従来たびたび発生した。そのため借り手はドル調達時に先物でドル買い・バーツ売りのヘッジを行う必要があったが，現実にはタイの外為市場が小さいためドル先物予約を行うために割高なプレミアムを支払うか，予約ができずアンヘッジで取入れを行うこともあった。そのため，ひとたびバーツ切下げ思惑が強まると，バーツを手当てしてドルを買う動きが殺到しコール金利は大きく上昇するという現象が発生していた。

しかし，84年以降に通貨バスケット方式による管理変動相場制が採用されると，変動相場制とはいいながらもバーツの対ドルレートは，１ドル＝25～26バーツの狭いレンジで固定されるようになった。この制度の下で，中央銀行の為替平衡基金(EEF)がバーツの対ドル相場を一定に保つために銀行間で外貨ポジションを調整した。商業銀行はこのEEFの機能を，ドル相場の調整だけでなく，バーツ資金の調節にも利用した。銀行は米国金利と国内金利の内外差をみながら，ドル短資の取入れ，放出を通じてバーツ資金の調整を行うようになった。米国の金利指標としてプライムレートを取れば，例えばそれが上昇し内外金利差が縮小すると，タイの資金量とコストに影響を与え，国内貸出金利の引上げをもたらす関係が自由化のなかで強まった（第５図）。

資本移動が自由化されるなかで，中央銀行が固定相場を維持することは理論的には困難であり，その問題についてはIMFも当時から指摘してきたが，通貨制度が維持されるという前提で流入してくるドル短期資

金が増大すればするほど，その制度は慣性を持ち得る関係にあった。タイの経常収支は90年代に入り悪化傾向にあったが，資金流入が拡大することで外貨準備は増嵩しており，事実バーツ相場は安定的に推移した。

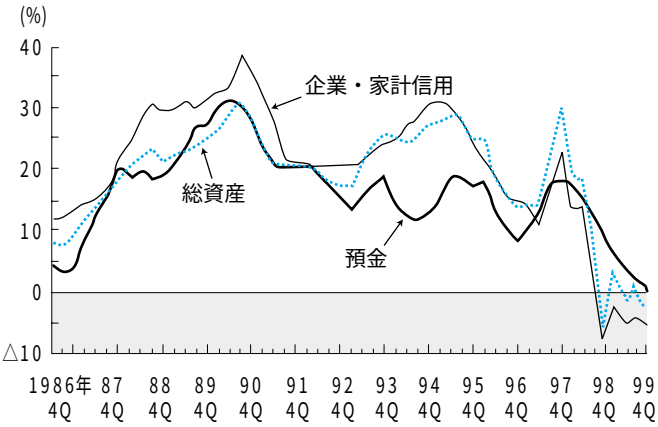
固定レートが実質的に制度化されれば，それが長期的にはフィクションであっても，ドル金利があたかも国内金利であるかのようにアンカバーで大規模に調達・運用するインセンティブが強まった。内外金利差と直先スプレッド（スワップコスト）との間で金利裁定は，スワップ市場の厚みが無い(特に１年超)こともあって機能不全であった。このように自由化とともに加速した短期資金の大量流入の根幹にドル・バーツ相場の固定があったが，それは同時に不安定な短期資金に依存する倒錯した相互信任の関係でもあった。

３．マネー膨張期のタイの商業銀行の行動

(1)　ドル資金をベースにした信用が拡大

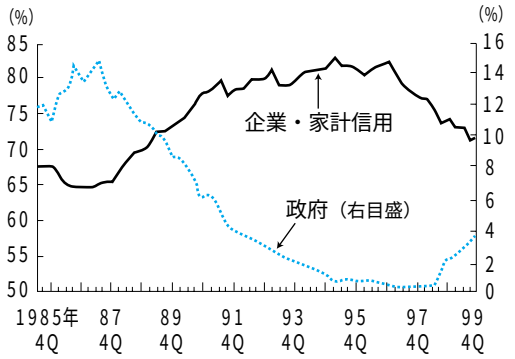
80年代後半以降，タイの急速な産業発展により増大する資金需要に対して，商業銀行は預金や総資産の伸びを大きく上回る勢いで貸出を伸ばした（第６図)。預金の吸収を高めるために預金金利の自由化が89年来導入されたが，金融逼迫状態は91年まで続

第６図　商業銀行の総資産，民間与信の対前年比



資料　第１図に同じ

第７図　商業銀行の与信先シェアの推移変化



資料　第１図に同じ

いた。資金不足を緩和するために，従来商業銀行の支店開設要件だった国債と一定の公共債の保有義務付けは，91年以降の財政黒字化で新規国債発行が停止される状況もあって順次緩和され，93年に入り撤廃された。第７図は銀行の与信先の比率であるが，80年代中頃までは10%以上占めていた対政府向け信用が急低下し，対民間向けの資金供給に入れ替わった。活発化する民間経済活動へ銀行資金が流れ，一方で経済発展によって財政状況が改善する好循環が80

年代後半に生まれた。

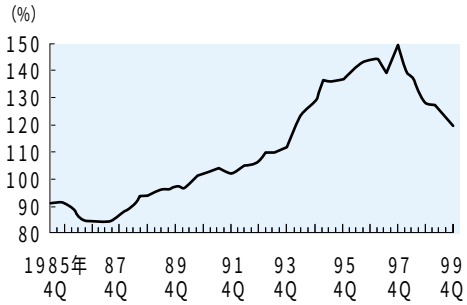
世界経済の減速もあってタイの熱狂的ブームも91年後半には沈静化に向かうが，内外金利差の拡大をねらった海外資金の流入が続いたため一転して金利低下と過剰流動性という事態が起きた。93年に入ると「アジア株ブーム」による未曾有の証券投資流入が発生し，これにBIBFの資金が加わり金融緩和がいちだんと広がった。こうした低コストの資金利用と銀行信用の再拡大，加えて海外経済の上昇を受け，94年には経済活動は活発化していった。

これ以後の銀行の預貸動向をみると，金融自由化の進展から銀行はその信用の源泉を国内貯蓄から急速に海外資金へとシフトさせ，貸出の伸びとともに国内預金の伸び減少という形で起きており，また海外資金の取入れ増によって総資産と貸出の伸びがほぼパラレルに動くようになった（前掲第６図）[(注5)]。また銀行の預貸率でみると，93年以降にその傾きが急となり，海外資金の流入をベースにしたオーバーローンの進行は通貨危機の発生まで持続した（第８図）。

オフショア市場創設以前においても，インターバンク市場が未発達だったためタイの銀行は一時的な資金調整のためにもドル短期資金をユーロ市場から取入れ利用していた。しかし，BIBF設立以前には海外調達は銀行の総資産の５～６％程度だったものが，BIBFの創設後20～25％前後まで上昇した（第９図）。また，株式市場の活況もあって増資も容易であったため，81年に中銀が定めた自己資本比率８％は維持されリスク資産の膨張を支えた。

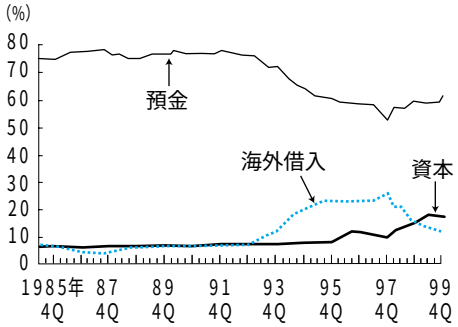
このように商業銀行の調達構造に海外資金が深くビルトインされ，銀行は主に内外金利差からドルの流出入量を調整し，それを反映したバーツ資金の流動性ポジションが国内の金利体系に波及するメカニズムがより定着化した。ただし，これに伴って銀行に発生するリスクは，実質的にドルに連動した為替制度のなかにとりあえず封じ込められていた。

第８図　預貸率の変化



資料　第１図に同じ

第９図　タイの商業銀行の負債構造の変化
（総資産に対する比率）



資料　第１図に同じ

（注5） 預金金利自由化後，預入期間による金利差がないか逆転するようになり，1年未満の短期預金が占める割合が大幅に増加した。田坂（1996）p.282

(2) 内需関連中心の貸出増加

伝統的にタイの商業銀行は，短期の商業・貿易金融を中心にしてきた。一部の政策金融機関を除いてタイでは短期貸出（当座貸越，手形割引，３か月程度の手形・証書貸付)が中心を占めており，中長期貸出は短期融資のロールオーバーという形で実施されていた(注6)。これは銀行側の融資姿勢であるとともに，ボロワーも資金回収に時間がかかる大型設備投資を必要とする事業に強い関心を示してこなかったことも要因である。60年代以降の輸入代替政策は外資依存で対応しており，80年代後半に入っても輸出主導工業化は外資中心であったため，銀行が長期資金供給を通じ産業金融を担うという性格は希薄であった。タイの地場産業である繊維などの軽工業，アグリビジネスなども，短期の商業・貿易金融で対応してきた。

では，93～96年にかけての信用膨張期に，商業銀行の貸出面にどのような変化が現れたのだろうか。前述のような基本的性格を銀行が引き継いでいることもあり，貸出先の構成で見る限りこの間に急激に変わったようにはみえず，やはり第三次産業向けが貸出の中心である（第２表)。製造業向けの比率は24～27%で漸増しているが，反対に農業は減少しており両者併せてほぼ３割を占めている。残り7割の第三次産業向けでは，個人，金融機関，サービス，公益などが着実に伸びたが，その分不動産が減少している。

貸出の内容を対前年比でみて，88～92年の経済ブーム期と比較すると，この期の特徴がもう少しハッキリしてこよう（第３表)。経済ブーム期には，アグリビジネス向けなど農業向けも製造業と並んで伸びていたが，93～96年にはそれが大きく落ち込み，製造業においても化学，金属・非金属の内需向け事業への貸出が中心に伸びた。この時期，地場新興企業グループが外資との合弁等で大型の内需プロジェクトを推進しており，地場大手行とともに邦銀を中心

第2表　タイの商業銀行の貸出先構成比

（単位　%）

	農業	製造業	鉱業	不動産	建設	輸出業	輸入業	卸小売	サービス	個人	公益	金融機関
85年	7.4	23.1	0.6	3.7	5.6	8.5	6.5	23.1	5.1	8.6	1.8	6.0
86	7,2	22.8	0.6	3.8	5.6	9.1	5.9	23.2	5.2	8.8	1.7	6.1
87	6.7	23.5	0.5	4.5	4.6	8.8	5.7	20.3	5.2	9.4	1.8	9.1
88	6.6	25.8	0.5	6.3	4.3	8.3	5.3	18.9	5.7	10.3	1.6	6.3
89	6.5	25.8	0.5	8.9	3.8	7.4	5.2	17.7	5.7	10.8	1.8	5.9
90	6.6	25.1	0.5	11.9	4.0	6.1	4.6	17.6	6.1	10.6	1.7	5.1
91	7.0	25.3	0.5	11.5	4.0	5.3	4.0	17.4	6.8	11.2	1.7	5.5
92	6.2	23.7	0.6	11.5	4.0	5.3	4.0	17.0	7.3	12.3	1.9	6.1
93	5.5	24.0	0.6	11.3	3.8	5.0	3.3	17.7	7.7	12.6	2.3	6.0
94	4.4	24.2	0.5	10.5	4.1	4.8	3.3	18.2	7.8	12.7	2.5	7.1
95	3.7	25.8	0.6	9.4	4.4	4.3	3.3	17.8	7.8	12.3	2.5	8.0
96	3.4	27.1	0.5	8.8	4.9	4.0	3.0	17.9	7.8	12.6	2.9	7.1
97	2.7	30.9	0.6	8.1	4.5	3.6	2.9	17.1	7.6	10.8	3.3	8.0
98	2.8	30.7	0.6	9.7	4.7	3.3	3.7	16.6	8.0	11.4	3.6	5.0
99	2.6	30.1	0.6	10.0	4.3	3.0	3.8	15.3	7.5	10.1	4.0	7.6

資料　第1表に同じ

第3表　タイの商業銀行の業種別貸出対前年比

（単位　%）

	全体	農業	製造業	鉱業	不動産	建設	輸出業	輸入業	卸小売	サービス	個人	公益	金融機関
86年	3.7	0.9	1.9	△ 5.7	6.8	3.8	11.4	△ 5.3	4.4	6.0	6.0	△ 0.4	4.9
87	26.0	16.2	29.8	9.8	49.3	4.1	21.3	21.2	9.9	26.2	35.0	32.8	88.7
88	25.3	23.9	38.0	31.9	75.4	17.6	18.5	17.2	17.1	36.8	37.0	8.3	△12.9
89	29.9	28.6	29.7	13.4	85.0	14.9	15.5	26.2	21.5	30.2	36.3	49.4	20.2
90	32.7	35.1	29.1	57.7	76.6	380	9.8	18.2	31.9	42.4	30.3	22.7	15.4
91	21.0	27.2	22.0	0.5	16.6	21.5	4.3	4.3	19.6	34.8	27.3	20.0	30.3
92	20.7	7.2	13.2	46.1	21.2	22.6	22.5	21.6	18.0	29.1	33.5	35.8	33.8
93	23.5	9.9	25.0	38.3	21.0	17.4	16.0	2.6	28.5	31.2	26.1	50.0	22.7
94	28.3	2.2	29.2	△ 5.8	19.9	36.9	23.1	29.6	31.5	28.6	28.8	40.8	50.4
95	22.9	4.4	31.2	59.2	9.9	30.9	9.7	21.0	20.6	24.2	19.6	25.2	38.4
96	14.2	3.2	19.7	△ 2.0	6.5	27.2	7.3	4.6	15.0	13.4	17.0	32.0	1.8
97	24.8	△ 1.4	42.5	47.1	15.1	15.5	11.7	19.1	19.3	21.2	6.5	38.1	41.2
98	△13.6	△ 9.3	△14.2	△10.4	3.2	△ 9.6	△20.5	10.3	△16.4	△ 8.6	△ 8.8	△ 3.8	△46.0
99	△ 2.0	△ 7.9	△ 3.9	△ 8.9	1.6	△ 9.6	△10.7	1.9	△ 9.2	△ 8.0	△13.0	7.8	48.9

資料　第1表に同じ

第4表　不動産業への融資状況

（単位　億バーツ，%）

	1989年	90	91	92	93	94	95	96
商業銀行 （前年比）	1,006 (85.0)	1,777 (76.6)	2,071 (16.6)	2,511 (21.2)	3,038 (21.0)	3,642 (19.9)	4,002 (9.9)	4,261 (6.5)
政府住宅銀行 （前年比）	32 (3.2)	26 (△18.0)	29 (11.3)	31 (4.7)	19 (△39.6)	18 (△1.1)	22 (17.3)	21 (△0.7)
ファイナンスカンパニー （前年比）	421 (84.5)	722 (71.7)	995 (37.7)	1,279 (28.6)	1,638 (28.0)	2,399 (46.5)	3,259 (35.8)	3,628 (11.3)
合計 （前年比）	1,459 (81.7)	2,526 (73.1)	3,095 (22.5)	3,821 (23.5)	4,694 (22.8)	6,060 (29.1)	7,283 (20.2)	7,911 (8.6)

資料　高橋，関，佐野（1998）
（注）　1．残高ベース。
　　2．93年３月にBIBFを設立。

とする外銀がBIBF経由でこの分野への融資を伸ばした。こうした資本集約型産業向けでは短期貸出であっても，設備資金は短期のロールオーバーによって実質長期貸出となっていたから，短期調達とのミスマッチの問題は拡大していた。

資金アベラビリティの上昇と資本コストの低下によって，採算性の不確かな内需向け事業においても投資が行われたと言えよう。資金流入増大による実質為替レートの上昇は内需を押し広げることにも寄与し，タイへの直接投資において圧倒的なプレゼンスを持つ日本の進出も，自動車，素材，流通など「市場としてのタイ」をねらったものがこの間増加した。卸小売，サービス，個人，公益インフラ事業への貸出拡大も，内需の見かけを大きくした。

不動産向けの抑制については，割り引いてみておく必要がある。過剰流動性対策から商業銀行の不動産向け融資などは政府のコントロールが掛けられていたが，この規制はタイ特有の金融機関であるファイナンスカンパニー（FC）を経由することで尻抜けになっていたとみられる。商業銀行の不

動産向け融資の抑制とFCを大宗とする金融機関向けの高い伸びは，FCの不動産融資の拡大と連動している(注7)（第４表）。

FCは金融危機前では，貸出，預金（約束手形販売などによる調達）とも全金融機関のなかで20％程度を占めており，それぞれ70％以上を占める銀行の機能を補完する役割を持っていた。事実，タイのFCは商業銀行，外資系金融機関の系列に入っているものが多く，銀行が製造業，卸売・小売業向けの企業金融を，FCはリテール業務で個人，不動産向けの貸出が中心で，主に自動車，住宅，証券投資ローンを手掛けていた。

FCの資金量は金融自由化で資金調達力が飛躍的に増大し，商業銀行からの調達増も手伝って急速に拡大，破綻する前の96年末には1.8兆ﾊﾞｰﾂ，商業銀行の総資金量の32％にまで膨張したが，一方運用先の確保は容易でない状態はFCでより強く，監督体制の未整備もあって不動産を中心とした高リスクの貸出に偏る傾向が強まった。

（注6） タイ産業金融公社（IFCT），一部保険会社，外銀では固定長期貸出がある。また，ユーロバーツ市場の拡大によりドル調達にスワップを適用しバーツ固定にする事例もある。

（注7） 金融機関に分類されるFCに限らず，タイの財閥企業は非関連分野への投資をタコ足的に行っており，統計上の産業分類どおりに投資が行われた保証はなく，製造業に分類されていてもその使途はそれに限定される訳ではない。

（3） 金融自由化とタイの商業銀行の共鳴関係

タイの商業銀行はほとんどが華僑系資本であり，大手民間企業もそうである。タイでは商業銀行は多数の同族企業を擁しコングロマリット的に事業展開し，こうしたファミリービジネスへの融資機関としての本来的役割を持っていた。加えて商業銀行と政治家，軍人，官僚との間での情実的な関係も絶えなかった。金融機関の破綻も景気後退期にファミリービジネスの失敗や情実融資の焦げ付きなどを通じて過去にも多く，FCついては破綻はたびたび起きてきた。

例えば，間米（1987）が80年代半ばのタイの商業銀行破綻について指摘している要因は，ほぼそのまま今回の銀行危機の中心となった中下位行に妥当する面が強い。すなわち，①銀行融資が人間関係をベースに担保も不十分なまま，不動産，商業施設向けなどに行われた，②縁故，人脈による貸出のために不良化しても迅速な回収ができず追加融資を行い雪だるま式に債務が拡大，③ドルの借入比率が高いにもかかわらず，先物ヘッジを必ずしもしない，④貸倒引当等の内部留保が十分でない，損失発生がそのまま経営危機につながる，⑤経営危機が表面化すると，責任の所在をめぐり経営者間で対立が強まり，再建のための当事者能力を喪失する，と。

もちろん「華僑系は華僑系であるが故に」といったステレオタイプな理解は一面的であり，事実80年代半ば以降外資との結びつきを強めながら，タイは方向としては開放性と競争性の高い産業社会に向かった。銀行についても，80年代にバンコク銀行，タイ農民銀行などの大手行では経営組織の改革と自己資本の充実を図り，銀行経

営の近代化を進めた。オーナー一族の経営支配を残すものの，外部から有能な人材を登用し経営にあたらせ，融資政策においても同族外の新興企業グループへの貸出を増加させ，またコンピュータシステムによるオンライン化，業務の機械化・効率化，海外拠点の設立等を行ってきた。

しかし，輸出向け製造業などと比較すれば，タイの商業銀行は外国資本の経営参加を経験せず，国内市場における外銀との競争も限定的であった。預貸金利自由化後も金利形成は実質的に地場大手5行の寡占によってコントロールされ，中下位行でも収益がでるように設定されるため，効率の高い上位行では超過レントが発生していた。金融業務に関する規制緩和についても，証券業務そのものが未発達な状況で，証券業など他業態との間での競争関係は希薄だった。

こうした環境下で，自由化によって海外調達を通じ低コストでの調達力を高めた銀行は，競争を通じた経営イノベーションを誘発し新たな産業創出の産婆役となるよりは，伝統的な短期金融の分野でグローバルマネーと共鳴し合う面が強かったと言ってよいだろう。とりわけ経営の革新が遅れ同族性の強い中下位行やFCにとっては，自由化が経営構造の問題を温存，累積させる結果をもたらした(注8)。

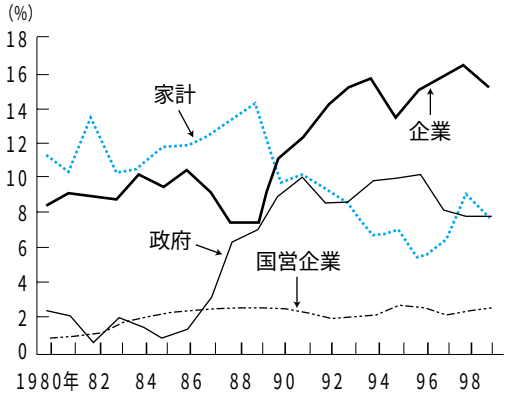
（注8） 華僑資本が持つ商業主義と米国の自由主義経済思想との共鳴は，オーナーの子弟のほとんどが米国で教育を受け経営者となり，またタイの政治エリートが同様に米国での教育を受ける環境も土壌になっている。

（4） 大きく縮小した家計の貯蓄率

金融自由化の主眼であった国内貯蓄投資ギャップの是正は，外資を取り込むと言う点を別にすれば，90年代に入り家計貯蓄率の縮小を主因に傾向的にむしろ悪化した（第10図）。反対に，企業部門では内部蓄積が進み（中銀は銀行の引当金増大を主因に指摘している），政府収入も大きく改善した。家計貯蓄率の低下傾向を，金融制度や金融機関の行動によりどの程度説明されるかは別にしても，すくなくともタイにおける金融自由化の方向が，国内貯蓄に代替して海外貯蓄を利用しながら内需ブームを維持するというものであり，家計貯蓄率の改善をもたらすようなフレームワークでなかった点は指摘できよう。

もともと先進国において金融自由化は，濃淡はあるにせよ，企業部門が証券市場や海外市場からの調達を増加させたり，政府部門の赤字ファイナンスが国債市場の拡大と資金フローの変化を招き，規制された銀行システムの制度変更をもたらす形で進ん

第10図　部門別貯蓄の対GDP比推移



資料　第1図に同じ

だ。これに対して，タイでは企業の資金調達が実態として金融自由化を要求したものではなく，また政府部門が黒字基調で証券市場が未発達であり，証券市場の拡大が金融仲介機能の変質をもたらす構図も強くなかった。

前述したように，マクロの赤字ファイナンスの観点から進んだ金融自由化は，企業，金融機関の資金調達力を拡充し景気持続を可能としたが，その下で企業体質の改善や競争を通じた金融部門の革新，証券市場の発展，また監督・規制体制の整備(特に国際市場における）等が十分伴わない「上からの自由化」にとどまった。その結果，金融自由化が金融機関の自己規律，監督機関による規制，監督体制とが相互に支え合う形とならず，貸し手・借り手双方にモラルハザードを生みやすく，また政府当局にあっても金融機関と利害関係もあって規律を欠く「自由化」を容認することで，金融システムの安定性を損なう結果となった。

４．通貨危機後の金融環境の変化と銀行行動

(1)　対外資金フローの変化

タイの対外資金フローは，通貨危機の発生の前後で大きく変貌することになる（前掲第１表)。95年にピークを付けたタイへの海外民間資金フローは，96年に入ると景気後退，不動産価格下落，金融不安等，タイ経済の信任低下から全体として伸びは鈍化していたが，97年の通貨危機と変動相場制への移行を機に，短期資金の流出が加速し流動性危機が実体経済の悪化につながる悪循環となった。

部門ごとのネットベースの民間資金移動の大きな流れを拾ってみると，銀行部門では商業銀行の直接借入（タイ以外でのシンジケートローン等の借入）の引上げが97，98年に一挙に拡大した。ややこれにラグをおいてオフショア勘定からの資金逃避が98年に入って急激に発生した。これら銀行部門からの資金流出が，非銀行部門のそれに比べ非常に大きいのが今回の大きな特徴になっている。これに非銀行部門に分類されるが，内外金利差を通じ変動の大きい「非居住者バーツ建て預金」を加えると，通貨危機は文字どおり金融的な性格の強いものであった。

非銀行部門ではシンガポール，香港市場等など海外からの直接借入が97年以降マイナスとなり，貿易信用も金融危機の影響を受け縮小したことで，実体経済の悪化に追い討ちをかけた。一方で，非銀行部門へは97年以降，海外からの直接投資が急増し資金フローを安定化させる主因となった。これを業種別にみると，電機，機械，金属といった製造業とともに，商業，金融機関などへの投資も積極的に行われた（第５表)。

国籍別にみると（第11図)，97，98年と日本からの投資が大きく伸びたが，その多くは製造業を中心に合弁企業の増資受入れや買収などによるものであった。99年には欧州からの投資が急増したが，ショッピングセンターなどの商業施設や金融機関の買収

第5表　タイへのネット直接投資フローの業種別動向

（単位　百万パーツ）

	合計	製造業	うち食品・砂糖	繊維	化学	石油	金属	機械	電機	商業	サービス	不動産	建設	金融機関
91年	51,389	23,350	1,683	1,124	3,834	△374	2,196	2,183	8,933	7,637	1,776	3,636	3,351	6,813
92	53,764	17,467	1,243	1,462	1,624	1,279	1,693	1,084	5,907	7,096	2,151	1,561	14,534	6,555
93	42,066	20,450	949	△97	5,400	4,844	2,412	1,566	2,568	5,573	510	4,902	3,852	3,336
94	14,954	12,872	1,153	869	838	4,681	1,133	299	1,494	8,561	1,404	△2,963	1,752	△11,561
95	49,887	14,114	973	941	2,333	△4,019	2,302	3,597	5,812	11,112	2,186	21,246	906	643
96	57,472	17,942	1,143	1,247	4,632	△6,332	2,851	2,749	6,095	13,798	3,162	19,054	1,783	1,823
97	117,689	58,337	6,971	1,493	6,054	452	6,610	12,873	18,446	33,947	9,082	3,467	5,786	3,725
98	198,266	83,505	2,960	3,712	8,805	12,737	13,345	27,218	10,260	34,222	12,110	20,421	6,167	20,776
99	120,950	40,630	△773	714	1,366	232	8,528	15,020	15,787	43,525	17,914	4,541	△5,817	9,182

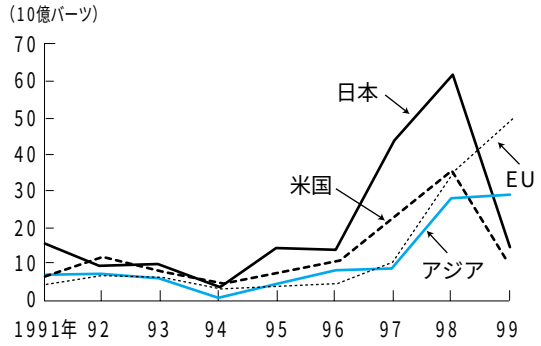
資料　第1表に同じ

を反映したものである。

タイへの民間資金の流れは，危機の収束と景気持直しから資金流出のスピードが99年以降鈍ってきている。しかし，その内容をみてみると「非居住者バーツ預金」や「証券投資」の上向き，銀行部門からの流出鈍化など，いずれも振れの大きい短期資金の動向に依存している。反対に，直接投資は99年に入り伸びが鈍化しているだけに，依然として不安定，かつ流動的な均衡状態にある。

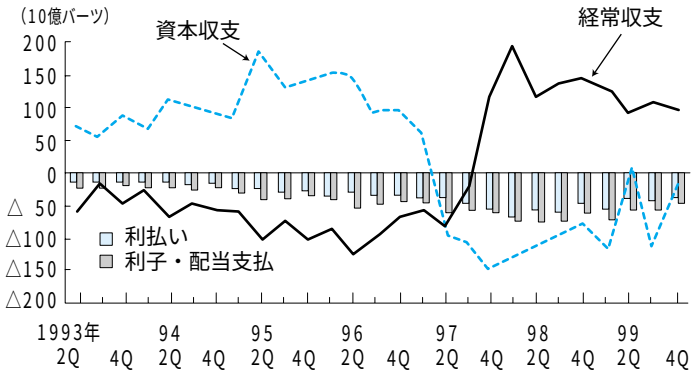
第12図は公的資金を含めた資本収支と経常収支の動向である。危機以後の両者のポジションが入れ替わり，経常収支が黒字化し資本収支の赤字（資金流出）を上回っている。しかし，経常黒字幅は輸入の増加からやや頭打ちになっており，対米依存の輸出の先行き，また経常収支に含まれる対外利子・配当だけでも相当な負担が続く状況等を考えると，経常収支の黒字が基調化するとは即断できない。これに不安定な資本収支の性格を合わせると，タイの対外収支は，わずかな条件変化で再びその脆弱性をあらわにする可能性がある。

第11図　タイへの直接投資の地域別の動向



資料　第1図に同じ

第12図　タイの対外ポジションの変化



資料　第1図に同じ

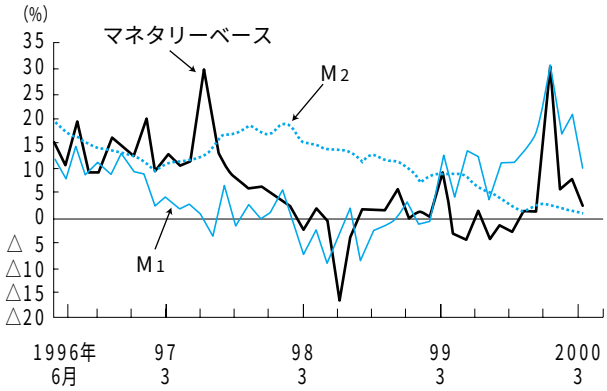
(2) 縮小する貸出

タイでは中央銀行による金融調節手段としては，公定歩合操作，中銀貸出の調節，預金準備率操作，オペレーション等があったが，現実にマネーサプライをコントロールする力は弱かった。そもそも中銀から商業銀行への貸出が小さく，また公定歩合が市中金利との連動性が希薄で金利操作を通じて，コスト効果や流動性効果を波及させていくメカニズムが機能していなかった。また，90年代を通じて預金準備率７％はほとんど変更されることがなかったし，オペ手段としての国債流通量もわずかであった。そのため信用創造のソースとなる中銀のマネタリーベース（中銀当座預金＋銀行手元現金＋現金通貨）は，ネットの対外資産の増減に非常に大きく影響された。

商業銀行が外貨資金を取り入れる場合，為替平衡基金を通じてほぼ固定レートでドル買，バーツ供給を行いマネタリーベースを増加させ，銀行はそれを基礎として信用創造を行った。海外資金の過剰流入に際しても，それを不胎化させる機能を中銀は持っていなかったから，むしろ金融引締めに転じることでかえって短期資金の流入が加速され過剰流動性が進行する事態が95～96年にかけて生じた。開放体制下でタイのような小国では，内外金利差に国内マネーサプライが撹乱される問題が生じた。

ドル資金の変動が国内経済の信用メカニズムを方向づける構造は，根底的にドルにリンクした形でタイの通貨制度に埋め込まれていたから，その崩壊は国内の信用収縮を非常に大きなものにした。97～98年にかけてマネタリーベースの収縮は，ネット対外資産の急減を主因に，IMFの勧告を受けて採られた高金利政策が加わり急減した（第13図）。

第１３図　タイの通貨供給量の動き（対前年比）



資料　第１図に同じ

こうした環境の下で，通貨危機後，銀行は経営状態の悪化や自己資本規制の達成等のために，融資を停止し資金回収を急いだため，これが企業の財務状態を一層悪化させ，ひいては上述の銀行の信用収縮に拍車をかけた。金融機関の不良債権比率は99年５月のピーク47.7%（商業銀行＋FC）にまで上昇した。この間，商業銀行の貸出総額は97年末の６兆600億ﾊﾞｰﾂから99年末で５兆1,328億ﾊﾞｰﾂへと9,272億ﾊﾞｰﾂの減少，対前年比では98年が13.6%，99年が2%の減少となった。その主因は，オフショア市場残高（「外ー内」）の縮小で，97年末の１兆4,116兆ﾊﾞｰﾂから99年末には4,871億ﾊﾞｰﾂへと急降下し，わずか２年間に65%減少した。免許別にみると地場銀行が80%，外銀フルブラ

ンチ行が56%，IBF行が60%もの融資残高減となった。

貸出の減少幅が99年に入り小さくなっているのは，金融再編処理の結果，商業銀行が破綻FC資産を引き継いだこと，また米金利の上昇で内外金利が逆転するという状態で，コスト的にバーツ調達が有利となり，さらにドル資金返済のリファイナンスにバーツ借入が増加するなどの要因が寄与しているとみられる。金融緩和の進展で国内プライムレートが98年前半の15%前後から，2000年第1四半期（平均）で8.25%まで下落し，一方でドル・プライム金利は上昇し2000年第２四半期で9.50%となり，異例な逆転状態となっている。

タイの金融政策は98年後半以降，経常収支の黒字化と資金流出の鈍化を受けて，緩和へ転じた。これを受けマネタリーベースは，前年比で98年の0.3%増から99年にはＹ２Ｋ等の特殊要因もあって30.8%増へと大きく伸びたが，貸出の伸びにつながっておらず銀行の信用創造は減退している（前掲第13図）。金融機関は不良債権問題からリスク回避的になり，また借り手企業の資金需要が低迷していることから，金融の緩和状態だけが急速に広がっているのが実情である。

前掲第３表にあるように，銀行の貸出先はFCからの資金回収で金融機関向けが98年に急減したが，運用難から銀行間市場に滞留しており金融機関向けが再び急増している。その結果，インターバンク金利（翌日物）は99年末には0.63%にまで低下しており金利収入は大きく減少している。企業サイドでは財務体質の改善が急務となり，外資導入による増資，負債圧縮，直接金融拡大といった流れは続くとみられることから，今後とも貸出量の伸びはあってもわずかにとどまろう。こうした状況から，各行とも中小企業の開拓や個人向けのリテール金融にいちように注力し始めている。

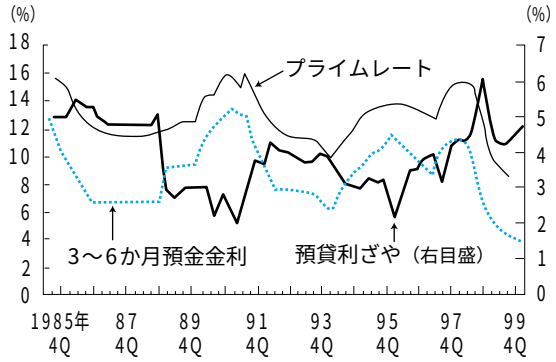
（3） 預金金利低下で金利マージンは拡大

通貨危機後，家計の資産選択としては安全志向から商業銀行の預金が占める割合がいちだんと高まった。中銀の調べによると，家計貯蓄の受入先として銀行預金は93／98年で71.36→88.25%へと大きく上昇し，一方で，生命保険は18.88→1.42%へと激減した。業態ではもともと政府系金融機関が占める比率が小さいうえ，通貨危機で多くのFCの破綻が相次いだこと，97～98年の高金利政策などから政府保証のある預金へと資金がシフトし，反対に不要不急の生命保険（タイでは保険加入者は高額所得者が中心）は忌避された。

こうした動きを反映して商業銀行の総預金量は97年末の３兆8,596ﾊﾞｰﾂから98年末に４兆2,012億ﾊﾞｰﾂへ8.9%増加したが，その伸びは99年に入るとほぼ止まり，2000年に入ると前年比マイナスとなってきた。

預貸金利の動向をみると，98年後半以降の金融緩和局面で，預金金利の低下が貸出金利のそれに比べて速いスピードで下落しており，90年代で最大の預貸マージンに広

第14図　タイ商業銀行の預貸金利推移



資料　第1図に同じ

がっている。代表的な預金金利である３～６か月定期の金利は，98年前半までの高金利政策時には11%を上回っていたが，その後急速に低下し2000年第１四半期には3.5%となり，この動きに合わせて預金の伸びもゼロ近くまで減少してきた（第14図）。

銀行は自己資本比率達成のための総資産の抑制基調と需資の低迷等から，貸出の伸びは小さく，かたや不良債権の処理や貸出金利収入の縮小によってキャッシュフローが減少している銀行にとって，調達金利引下げによるマージン確保が収益上不可欠になっている。プライムレートの適用は地場優良，外資企業に限られており，一般地場企業はプライムレートに数パーセント上乗せされているため預貸マージンはかなり厚くなっているとみられる。

タイの銀行の収益構造は圧倒的に預貸収支に依存しており，銀行間市場金利の現行水準や金利収入そのものの減少，さらに今後も貸出量の伸びが余り期待できないなかで，おのずと預金金利の引下げ圧力は強いとみられる。預金金利の低下に対しても，家計貯蓄はリスク，流動性に敏感になっており，たとえ預金金利が低下しても，大幅な預金残高の減少にはすぐ結びつかない環境があり，このことが預金金利の低下を支持している。

（4）　社債市場の急拡大

国内で銀行の資金仲介機能が弱まるなかで，ある程度それに代替する形で証券市場を通じた直接金融が拡大している。対外資金フローのうえでも，危機後に直接投資，証券投資が拡大する一方で，銀行部門や海外直接借入は縮小しており，タイのマネーフローは対外資金依存の低下とともに，内外ともに間接金融の縮小がみられる。

通貨危機後98，99年の民間証券発行による調達合計はグロスで１兆4,529ﾊﾞｰﾂで，この間の銀行貸出の減少額7,151億ﾊﾞｰﾂを大きく上回っている。民間調達のなかには金融機関が自己資本充実のために発行した優先株，劣後債，社債（SLIPS，CAPSなど）が多いが，非金融企業が銀行借入から社債発行へシフトする動きも拡大している（第６表）。公共部門は長らく国債の発行を停止していたが，金融システム改革や公共投資の拡大に伴う資金調達の必要から，98年以降本格的に発行再開し，今後も増加する見込みである。

証券化の流れは，個人を含め投資家サイドからも，低リスクで相対的に高いリターンを求めるニーズが増大しており，それにマッチする優良企業の社債，公社債投信の販売は好調である。タイの株式市場が韓国

第6表　タイの発行体別新規証券発行の推移

（単位　百万バーツ）

	1993年	94	95	96	97	98	99
国内発行合計	192,012	329,318	310,655	410,124	402,727	928,640	1,321,894
公共債計	60,432	57,121	84,654	196,153	239,286	501,677	459,422
政府債	—	—	—	—	—	400,000	332,179
国営企業債	60,432	57,121	55,154	57,368	49,286	46,677	98,138
中銀債	—	—	29,500	138,785	189,000	55,000	—
特別機関債	—	—	—	—	1,000	—	29,105
民間証券計	131,581	272,197	226,001	213,971	163,431	426,962	862,472
株式	55,065	137,156	129,605	117,881	63,297	329,981	465,710
社債	16,405	59,029	52,397	53,797	18,383	32,404	277,238
ワラント	675	7,596	4,079	2,586	—	1	22,716
投資信託	59,437	68,415	39,920	39,706	81,750	64,577	96,809
海外発行合計	69,402	115,033	116,523	137,965	55,958	11,428	35,928
公共債計	10,569	9,928	13,124	24,062	23,807	11,428	9,404
政府債	10,569	9,928	6,873	13,907	1,874	—	—
国営企業債	—	—	6,251	10,155	21,934	11,428	9,404
民間証券計	58,833	105,106	103,399	113,903	32,150	—	26,523
社債	31,230	54,196	34,975	86,153	24,858	—	26,523
ＦＲＮ（タイ金融機関）	11,750	21,726	15,353	5,000	—	—	—
ＦＲＣＤ（タイ商業銀行）	14,853	27,884	50,941	21,750	6,250	—	—
アジアカレンシー・ノート（産業公社）	1,000	1,300	2,130	1,000	1,042	—	—

資料　第1表に同じ
（注）　投信は97年以降、オープンエンド型投信の追加販売も含む、中銀証券は中銀債とFIDF債の額面額を指す。

などとは異なり長期低迷しており，代替的な資金の受け皿として期待できないこともあって，公社債への投資家ニーズは根強い。

銀行自体，リスクウェイトが低いこともあり，再び政府の債券保有割合を増加させている（前掲第７図）。銀行は手元資金の拡大に対して運用難が強まっており，インターバンク市場での資金滞留などとともに政府債の購入を拡大している。不良債権処理等から低金利環境が続くと見込まれており良好な起債環境にあるが，それは銀行の本来的な仲介機能がうまく回復していないことの一面でもある。また，社債発行を行っている企業は，地場では非常な優良企業であり，銀行による起債引受，販売の増大は自行の顧客基盤を弱めるリスクを抱えている。

（5）　外資主導の金融再編

通貨危機後，タイの商業銀行にとって存続することが目的関数となっているのが実情である。実際，大手６行のうち自力で増資ができたのはバンコク，タイファーマーズ，アユタヤ銀行だけで，クルンタイ，サイアム商業，タイ軍人銀行は政府の公的資金注入スキームで存続が可能となった。中下位行は資産内容が悪すぎて生き残ることができず，中規模行は中銀傘下の金融機関発展基金（FIDF）の管理下に移り，小規模行では危機後早い段階で直接外資に買収されたものが多かった（第７表）。FIDFに移管された銀行は順次民営化されるが，買い手はほとんど外資系となる見込みである。

危機後，従来25％に制限されていた金融機関に対する外国人持株比率の上限は，10

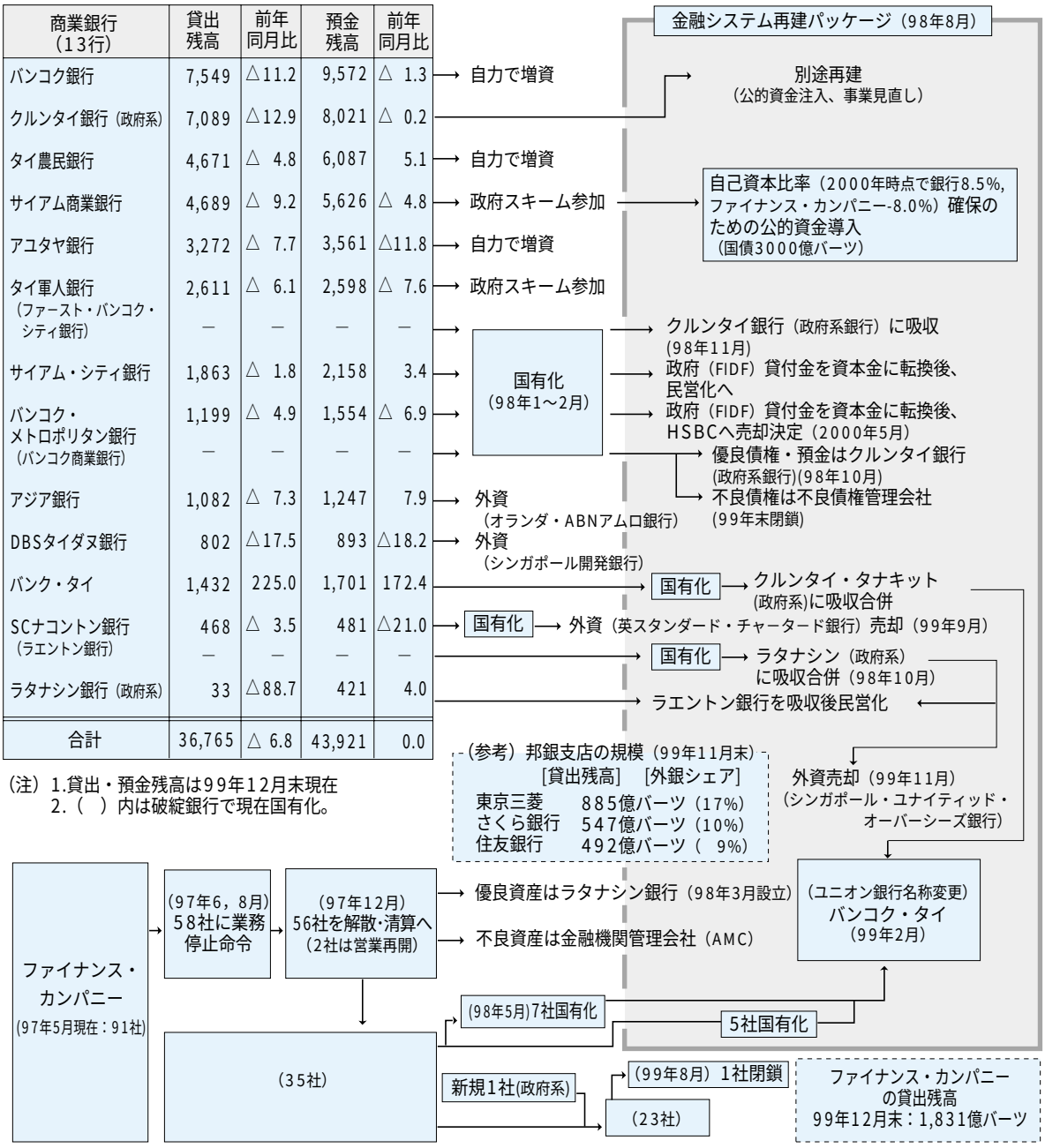
年間の期限付きで50%以上の保有が認められた。買収を行った外銀は，ABMアムロ，スタンダートチャータード，HSBCなどのアジアビジネスに積極的な欧州系，国策ベースで東南アジアの金融センターをめざすシンガポール系銀行(DBS，UOB)などが主導している。米系はタイへのエクスポージャーは抑制しながら，強みとする投資銀

第７表　金融システム再建に向けた動き

（単位　億バーツ，%）

商業銀行（13行）	貸出残高	前年同月比	預金残高	前年同月比
バンコク銀行	7,549	△11.2	9,572	△ 1.3
クルンタイ銀行（政府系）	7,089	△12.9	8,021	△ 0.2
タイ農民銀行	4,671	△ 4.8	6,087	5.1
サイアム商業銀行	4,689	△ 9.2	5,626	△ 4.8
アユタヤ銀行	3,272	△ 7.7	3,561	△11.8
タイ軍人銀行	2,611	△ 6.1	2,598	△ 7.6
（ファースト・バンコク・シティ銀行）	—	—	—	—
サイアム・シティ銀行	1,863	△ 1.8	2,158	3.4
バンコク・メトロポリタン銀行	1,199	△ 4.9	1,554	△ 6.9
（バンコク商業銀行）	—	—	—	—
アジア銀行	1,082	△ 7.3	1,247	7.9
DBSタイダヌ銀行	802	△17.5	893	△18.2
バンク・タイ	1,432	225.0	1,701	172.4
SCナコントン銀行	468	△ 3.5	481	△21.0
（ラエントン銀行）	—	—	—	—
ラタナシン銀行（政府系）	33	△88.7	421	4.0
合計	36,765	△ 6.8	43,921	0.0

（注）1.貸出・預金残高は99年12月末現在
2.（ ）内は破綻銀行で現在国有化。



資料　JETRO資料に加筆修正

行業務，不良資産処理ビジネスなどで大胆に収益チャンスを獲得しており，日系企業向けに特化せざるをえない邦銀の状況と対照的である。

外資系が買収により100店舗以上の規模のネットワークを獲得したことで，はじめて外資，地場間で本格的な競争がタイに浸透してくることが予想される。買収により新規に進出した外資系は，リテール業務を中心に置いており，地場と直接競合してくる。不良債権処理や金融商品開発等などで先行する外資に対して，地場系がかなり守勢に立つということも十分に考えられる。コーポレート業務では，証券ビジネスを中心に外資がもともと強みのある領域であり，直接金融が進めば進むほど地場系にとっては優良顧客をめぐって競争が厳しくなろう。存続した大手地場系にとって，不良資産処理負担と外資との競争が続くなかで，預貸業務以外に新たな収益基盤を早急に確立することには閉塞感が伴うのが現実であり，その対応力次第で地場大手間でも格差は拡大していくとみられる。

(6) 先送りされる金融システム改革

タイの金融システム改革，企業債務リストラなど構造改革は，表面的で先送りの感が否めなく，低金利と財政拡大によるマクロ政策で景気を維持しながら時間をかけた処理にゆだねられている。各行とも公的資金投入に伴う経営責任の明確化を回避する傾向が強く，大手行では優先株，劣後債発行などによる自己資本充実を選好してきた。また，タイでは韓国とは異なり，公的レベルで銀行の不良債権を処理する機関（資産管理会社AMC）を設置しておらず，各行が個別にその処理を選択してきた。

このスキームでは不良債権処理のための財政負担は小さく，そのぶん金利上昇が抑制され，金融機関は増資と金利マージンで時間をかけ不良債権を処理をしていくことになる。しかし，このスキームによる不良債権処理が立ち行かなくなりFIDFの管理に置かれると，処理が先送りされてきただけに最終的な財政損失は大きくなる。タイの場合，不良債権のかなりの部分不動産が占めているだけに，問題債権の処理が長引いた場合，最終的な処分時の損失が大きくなることは日本などの経験でも明らかであり懸念されるところである。

中銀が銀行に求める不良債権への貸倒引当率は，99年末で60%，2000年６月までに80%，同年末までに100%に引き上げることになっている。債務処理の方法は，中銀の企業債務リストラ顧問委員会（CDRAC）を通じたリスケ調停に応じるか，個別行ごとに不良債権を資産管理会社（AMC）へ移転するか，債権を株式に転換して保有するなどの形で行われている。中銀の基準達成のために，債務リストラはともかくも加速するという状況にあり，そのぶんその中身はかなり表面的であるとみられている。

しかし，それにもかかわらず不良債権の処理スピードは次第に鈍ってきており，タイの金融システム改革の有効性に懸念が強まっている。2000年３月末の金融機関全体

の不良債権比率は37.2%で,99年５月の47.7%から低下したものの依然として極めて高い水準である(第８表)。CDRACが一番不良債権処理を進めた方法であったが，妥結を優先するあまり債権金融機関と債務者との間で安易なリスケ案を受け入れる傾向が，依然から指摘されてきた。ここにきて，交渉成立でいったん正常化した不良債権が再び不良化する「再不良債権」が月を追って増加しており，2000年に入り足下では新規不良債権の30%超を占めるようになっており，CDRACスキームがうまくワークしていないことが表面化した。個別行AMCについも不良資産を移転しただけとの批判があり，また債権の株式化について十分なキャッシュフローを生む訳でない。この外にも，裁判所の人材不足や返済能力があるにもかかわらず融資条件を有利にするために，いわゆる戦略的不良債権問題も深刻化している。

このようなタイの金融システム改革が今後も持続できるかどうかは，いつまでバーツ安定と低金利の同時達成が維持可能かに大きく依存してこよう。反対に，マクロ環境の変化，とりわけ金利上昇に対し，タイの金融システムは非常に脆弱な状況にある。タイの対外資金フローの現状はかなり危うい安定状態にあり，米国金利との逆転という状況から次第に資金流出が増大しバーツは軟化傾向を示している。もし，資金流出が強まり金利上昇が避けられない場合，現行の不良債権処理スキームと金融機関経営に深刻な問題になるとみられる。

また，不良債権問題の先送りから今後その処理コストが上昇し財政支出が拡大する場合も，結果的に金利上昇につながり同様に不良債権処理スキームが挫折し，それによって資本逃避と通貨下落に至るシナリオも考えられる。現実に問題銀行への資金投入を行うFIDFの損失が膨らんでいるために,タイの公共部門の債務残高は2.7兆ﾊﾞｰﾂ,対GDP比で53.8%に上昇している（2000年

第８表　金融機関の不良債権（３か月延滞基準）

（単位　百万バーツ，%）

	1998年	1999年		2000年		
	12月	６月	12月	１月	２月	３月
民間商業銀行 （不良債権比率）	1,239,944 40.48	1,222,689 41.02	885,441 30.59	885,442 30.66	876,767 30.29	841,678 29.33
国営･一時国有化行 （不良債権比率）	1,036,654 62.45	1,173,325 70.23	1,055,410 62.73	1,044,077 52.04	1,027,622 61.21	1,010,839 60.61
外国銀行支店 （不良債権比率）	74,244 9.81	86,754 12.57	61,575 9.91	60,479 9.40	58,981 9.22	56,492 8.82
商業銀行合計 （不良債権比率）	2,350,842 42.90	2,482,768 46.48	2,002,426 38.52	1,989,998 38.17	1,963,370 37.55	1,909,009 36.87
金融･証券会社 （不良債権比率）	323,691 70.16	168,072 67.25	90,133 49.22	95,037 52.14	90,208 50.45	85,994 47.90
金融機関合計 （不良債権比率）	2,674,533 45.02	2,650,840 47.41	2,092,559 38.88	2,085,035 38.64	2,053,578 38.09	1,995,003 37.24

資料　ニュースネットアジア

５月時点)。また，FIDFの損失をめぐって中銀と政府大蔵省間で負担に関する対立が生まれ，投資家の不安を高めるといったことも起きている。

５．おわりに

――金融改革の目的をどこに置くか？――

経済開発と金融自由化をどのような関連で進めるべきかは，途上国にとって非常に難しい問題である。タイのケースは自由化が効率性の高い金融システムへの進化ではなく，結果的に金融システムの不安定な状態をもたらした事例となった。これはタイの金融システムが過度に脆弱的であったというよりは，規律のない形で海外マネーとタイの金融システムが適合してしまった要因が大きいとみられる。歴史的に包括的な産業政策を持たなかったタイでは，金融はあくまでも私企業として短期商業金融を中心に発展し，産業開発は外資系企業を軸に担われてきた。金融自由化を産業開発の視点から受容していく主体なり制度がない状況での金融自由化は，大きな陥穽が隠されている。

通貨危機後のタイでは，金融自由化は以前にもまして制度として根を下ろした。自由化とともに政府の監督，規制などが整備され，銀行に課せられる財務体質や与信管理等も厳格化している。金融部門のプレーヤーも外資系が占める地位が大きくなり，地場大手行でも経営改革とリストラが進行している。しかし，現状こうした動きは，避けられないにせよ，金融仲介機能の低下に強く作用しており，しかもタイの不良債権の負担は重く，改革は依然多くの問題を残している。

開放経済下の途上国の場合，金融システム改革と同時に為替，金利などのマクロ変数が相互に影響しあうなかで金融セクターの構造改革を進めていかなくてはいけないという厳しい条件が付いている。飛び越えなければならないハードルが非常に高いうえに，自由化が定着しているなかではかなり迅速に行う必要があるため，そのことと長期を要する産業開発やそれに寄与する人的・物的インフラの蓄積がうまくマッチできないリスクがある。マレーシアは資本規制を導入してでも，為替と国内金融政策の分離を選択し，政府主導の開発体制を維持しようとしている。ここでも金融自由化を受けとめ，産業開発に結び付ける主体の形成という問題にやはり戻ってくる。不良債権処理は不可欠にしても，ひろく国民全体を開発体制に乗せていく長期的視点で金融と産業構造改革を有機的に進展させる必要があろう。

ラテンアメリカ諸国も，似たような問題を構造調整の過程で経験してきた。ラテンアメリカ諸国は80年代の「失われた10年」を経て，90年代に入り外資主導で経済成長率は上昇したが，内発的な経済開発が進まないなかで経済，社会の二極化が一段と進行した。一方で，金融自由化と国際的な資金移動に伴って発生する為替，経済の変動が大きく，通貨危機と銀行危機が発生し，

いまなお銀行の不良債権問題と金融再編が続いている。こうしたことへの対策として，幾つかの国が通貨主権を放棄してでもドル化を選択した。マレーシアとは反対の形での自由化に対する反応である。

タイの金融改革は長い困難な過程をこれからも要しよう。金融システムの安定化に至る過程は政治的要因もあって紆余曲折が予想され，その間金融システムの脆弱性が成長の持続性を屈折させることが予想される。そのなかで現実に金融改革の目的をどこに置くかによって，タイの今後の経済システムの方向性は決定的に違ってくることになろう。

＜参考文献＞

・田坂 敏夫『バーツ経済と金融自由化』お茶の水書房，1996年
・高橋琢磨・関志雄・佐野鉄司『アジア金融危機』東洋経済新報社，1998年
・末廣 昭・東 茂樹編『タイの経済政策－制度・組織・アクター』アジア経済研究所，2000年
・間米康生「金融と金融政策」末廣 昭・安田 靖『タイの工業化－NAICへの挑戦』アジア経済研究所，1987年所収
・福田慎一「東アジアの経済危機に対する銀行貸出のインパクト－均衡契約理論から導かれるインプリケーション」『開発金融研究所報』2000年４月第２号
・寺西 重朗「東アジアの通貨危機と分配をめぐる対立」通産省通産研究所シンポジウム・コンファランスペーパー，1998年
・タイ中央銀行“ Recent Development in Household Savings Behaviour ” 中銀四半期報,1999年３月

（室屋有宏・むろやありひろ**）**

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

―― 米国景気ソフトランディングに向けての潜在的なリスク要因 ――

〔要　　旨〕

1．米国景気の先行きについては，情報通信技術革新の効果で生産性向上が続き，インフレ顕在化のリスクが小さいことや，財政・金融政策の自由度が高く，株価の大幅調整等の事態にも対応可能なこと等から，ソフトランディングの見通しが多い。

2．しかし米国企業のミクロレベルの財務内容に着目すれば，98年以降の株高と高成長の中心となったハイテク・インターネット関連の企業には，キャッシュフローの裏付けが無いままに，高株価を前提に負債依存の先行投資を行った企業が多く，結果的にマクロレベルでも企業の負債増加が最近２年で急速に進んだ点に留意すべきである。

3．株価上昇期待からのハイテク・インターネット関連企業の未公開株への需要が過熱した結果，ベンチャーキャピタルも本来果たすべきモニタリングやガバナンス機能を希薄化させてIPO（新規株式公開）を加速させ，キャッシュフローの裏付けの無い企業の事業拡大による株高と負債増加の連鎖をもたらした。

4．近年のハイテク企業のM&Aは，期待売上高拡大による株高の維持を目的としている面があり，市場による経営の規律付けという機能に乏しく，株高→株式分割・株式交換のM&A→株高という連鎖が資本効率の向上につながるかどうか疑問である。

5．企業セクターがマクロレベルで財務内容を悪化させた結果，資金供給サイドの銀行セクターでも信用リスクに対する懸念が高まっている。また規制緩和の過程で，ベンチャーキャピタル事業を拡大してきた銀行グループ（銀行持ち株会社）もあり，それらのグループでは株価下落が収益の大幅変動につながるリスクがある。

6．米国は社債，CP等，市場でのファイナンス手段も充実しているが，ロシア危機の際に明らかになったように，市場は場合によっては著しい流動性不足におちいることがあり，その際には中央銀行を中心にした銀行システムのリスクテイクが重要になる。

7．94年の利上げ局面では債券暴落にもかかわらず社債間のクレジットスプレッドは安定しており，当時の米国企業の財務健全性を裏付けている。企業財務の悪化という変化の中で，昨年６月からの今回の利上げは足元で社債間のクレジットスプレッドの拡大につながりつつあり，コスト効果だけでなく，流動性逼迫や一部企業の資金繰り難といった事態が顕在化している。

8．政策余力等トータルで考えると米国景気ソフトランディングの可能性は高いとみられるが，株価調整の行方や信用リスクの高まり等といった金融面での変化が実体経済に与える影響にはなお十分な留意が必要であろう。

目　次

１．はじめに
――減速の兆しを見せ始めた米国景気――
２．株価高騰に支えられた先行投資型企業の台頭と負債増
(1)　株式時価総額増加が一部業種に集中
(2)　先行投資型企業の台頭とキャッシュフローの悪化
(3)　資金供給サイド・供給形態の問題
(4)　高株価維持の手段としての性格が強まるM&A
(5)　マクロ的にみた企業債務の推移
３．潜在的に不安定性を抱えた米国金融システム
(1)　リスクを抱え始めた米国の銀行システム
(2)　直接金融の問題
４．景気循環と信用リスク変動
――過去の循環と今回の比較――
(1)　利上げ局面でのクレジットスプレッド
(2)　利上げの銀行経営への影響
５．おわりに

１．はじめに

――減速の兆しを見せ始めた米国景気――

米国経済は，今年の第１四半期までは過熱気味の高成長を続けていたが，昨年６月末の利上げ開始から１年を経て利上げ幅も1.75%になるに至り，ようやく減速への兆しを見せ始めている。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残っており，景気減速への兆しはあっても減速傾向が定着したとまではいえず，FRBは需要の伸びを３%台後半といわれる潜在成長率程度に抑制するべく，いまだインフレ警戒的なスタンスを維持している。

今後は米国景気がスムーズにスローダウンできるかどうかが焦点になってくるが，それに関しては実体経済面から考えれば，FRBのマイヤー理事が１月20日の講演(注1)で説明したように，生産性上昇による物価安定が持続するかどうかが重要であり，情報通信技術革新（いわゆるIT革命）による生産性の向上が今後も続くかどうかがポイントになる。

IT革命が90年代後半の米国の生産性の向上をもたらしてきた最大の要因であることは言うまでも無い(注2)。そしてIT革命の波及やそれによる生産性上昇の余地も依然大きとみられる。従って生産性の面からは（上昇率が鈍化したとしても）上昇傾向は続く可能性が高く，その意味で景気ソフトランディングの可能性も高いことが示唆される。

ただし景気がソフトランディング可能かどうかという点に関しては，実体的な変数の推移にのみ着目しているだけでは不十分

である。特に今日の米国のように，金融資産・負債の残高が大きく，ストック化が進んだ経済の場合，金融的なショックが発生した場合にはその実体経済への影響は大きく，ソフトランディングに向けての思わぬ陥穽にならないとも限らない。

米国経済の抱える金融面の問題としては，割高感の強い株価，海外資金への過大な依存等が指摘できるが，株高については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割超）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からそれによって株価は支えられ（従って海外への資金逃避も収まり），株安による逆資産効果(注3)を限定的なものにすることで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，一般的な米国経済に対する楽観論である。

しかし米国の企業セクターに着目し，ややミクロに立ち入ってみれば，特に98年以降の高成長を支えてきた企業の内容やその財務面での特質がそれ以前と大幅に異なっているのは明らかであり，その結果株価下落は，単に個人セクターの逆資産効果・消費抑制といった影響にとどまらず，信用市場への波及を通じて金融面での不安定性をもたらすリスクがあると考えられる。本稿ではここ２～３年間に急速に高まってきた米国金融システムの不安定性について考察する。

（注1） “Sustainability and Monetary Policy” Remarks by Laurence H. Meyer, Before the National Economists Club and the Society of Government Economists, Washington, D.C. January 20, 2000 では米国経済の先行きについて４パターンをあげて説明している。

（注2） IT革命が米国企業の生産性向上に結びついている事例に関しては，米国商務省“DIGITAL ECONOMY”のシリーズ（Ⅰ～Ⅲ）に紹介されている。

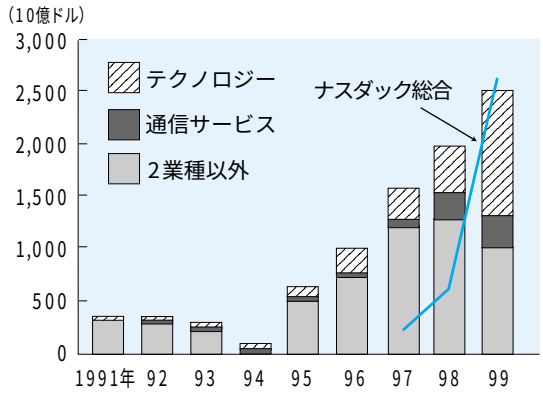
（注3） 株価下落の逆資産効果については数多くの試算があり，例えば，IMF“WORLD ECONOMIC OUTLOOK May 99”では米国株価の３割下落（それによるドル実効レートの10%下落等の複合効果はあるものの）が当年の米国GDPを1.9ポイント押し下げるとしている。また経済企画庁の『世界経済白書』99年版では，米国株価が３割下落した場合に消費へのマイナス効果が1.33ポイント，その効果だけでGDPを0.91ポイント押し下げると推計しているが，住宅投資や設備投資へのマイナス効果を考慮していないから，それらを考えるとIMF同様３割下落でGDP２%程度下振れというのが一般的な試算結果とみられる。

２．株価高騰に支えられた先行投資型企業の台頭と負債増

（1） 株式時価総額増加が一部業種に集中

まず近年の米国資産市場，特に株式市場の動向について触れておきたい。足元の米国経済の高成長に株高等による資産効果が影響してきたことはいうまでもない。グリーンス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年ごろまでとそれ以後とで大きく異なっていることである。米国の資産増加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（第１図），97年ごろまでは比較的多様なセクターで時価総額の増

第1図　S&P500(業種別)とナスダックの総合指数時価総額前年差



資料　S&P500時価総額はDatastream, ナスダック総合はナスダックホームページより。

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，通信サービス株の２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６割弱がその２セクターによるものとなっている。

また99年６月末以降の利上げ局面では，S&PやNY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あるため，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の株価高騰が，最近２年程度の米国株式時価総額の増加の中心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。

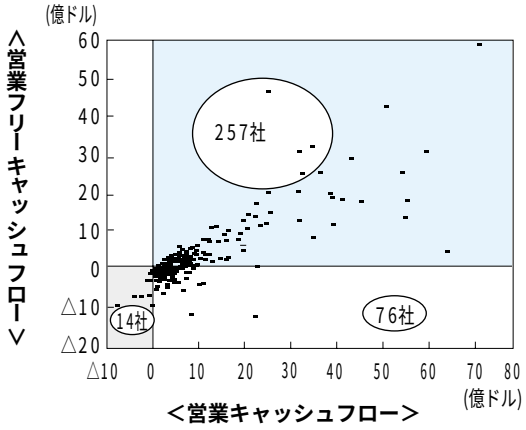
そしてそれらの「資産増加」に寄与してきた新興企業の財務の全体としての特徴は，キャッシュフローの不足を外部からのDebt financeで補っているということである。

(2)　先行投資型企業の台頭とキャッシュフローの悪化

振り返れば97年ごろの米国では多国籍企業を中心とした資本効率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（総資産利益率）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。四半期決算の数字に追われて「近視眼的」と批判されることはあったが，「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ていたことは事実であろう。

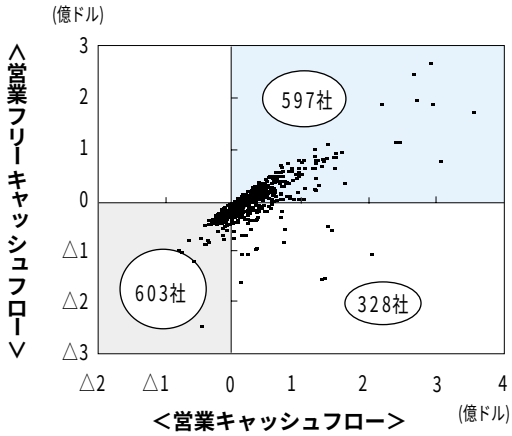
実際に，企業のキャッシュフローの潤沢さを示す営業キャッシュフローと，それから設備投資を引いた営業フリーキャッシュフローという軸で，S&P500工業（非金融）

第2図　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にグラフには表示せず（社数はカウント）。

第3図　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にグラフには表示せず(社数にはカウント）。

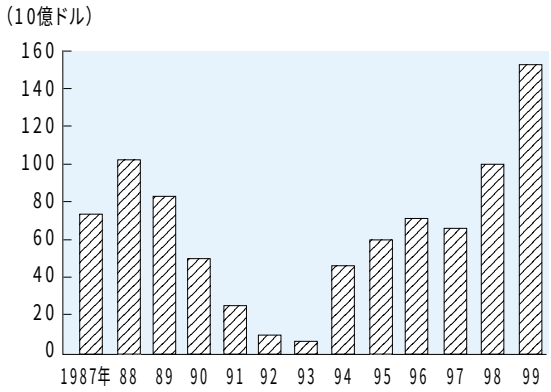
株を構成する企業の97年度財務データをプロットすると，第２図のように，営業キャッシュフロー（横軸）がマイナスの企業はごくわずかで，営業フリーキャッシュフローでもマイナスの企業は一部にとどまり，双方プラスの企業（第１象限）が４分の３を占めている。

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（非金融）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（第３図）。

このようなキャッシュフローマイナスの企業が増えている背景には，（成長業種の企業としては一般的パターンという面もあるが）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を持つ企業の台頭がある。そしてこれらキャッシュフローの不足を企業は銀行等からの借入，社債発行等の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。

またこのような新興企業は規模や市場シェア拡大のための合併・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年ごろまではキャッシュによるM&Aの金額は低水準（株式交換によるものが大半）だったが，98年以降はキャッシュによるM&Aも急速な増加に転じ，99年は80年代のピークを上回る1,500億ドルのTOBがキャッシュによって行われている（第４図）。これも企業にとっては負

第4図　キャッシュによるtakeoverの金額



資料　Trim Tabs.com

債増加要因になる。

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避けられない。

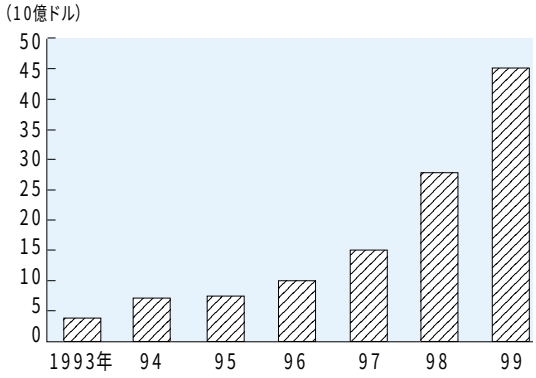
(3)　資金供給サイド・供給形態の問題

次にこのような負債増加についてその供給サイドの事情をまとめておこう。キャッシュフローマイナスの新興企業の経営を成立させている負債供給サイドは，ベンチャーキャピタル，銀行融資，知名度が高まれば社債発行ということになる。

インターネット関連のハイテク・情報通信ビジネスは，近年その潜在的な成長性が注目されて，前述のように株価が急騰を続けてきた。その結果，当該分野での未公開ベンチャー企業への投融資ニーズも高まり，ベンチャーキャピタルへの資金流入も最近２～３年の間に記録的に拡大した（第５図)。しかし一方でベンチャーキャピタルの質的改善が，その運用する資金の量的な拡大に必ずしも追いつくものではなかったこともまた事実とみられる。(注4)

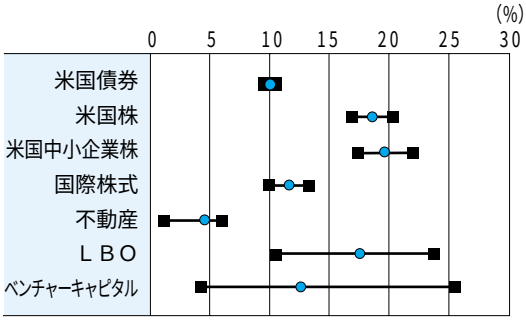
ベンチャーキャピタルはEconomist誌も指摘するように，通常は「ハイリスク・ハイリターン」の資金運用（第６図）であり，

第5図　米ベンチャーキャピタルへの資金流入額の推移



資料　ventureeconomics.com

第6図　各種資産のリスクとリターン



資料　Economist2000年5月27日
原資料はYale Endowment Fund
(注)　それぞれの資産の97年末までの10年間の平均リターン。
■はそれぞれの資産中の最高･最低パフォーマンス
●は中位平均。

新興企業に対して３～５年，長いものでは10年以上にわたり，経営指導を行いつつ資金提供し，利益が出るようになった段階で，投資銀行（証券会社）を通じて株式上場（ないし機関投資家や関連企業等への株式売却）を目指すビジネスである。(注5)

ベンチャーキャピタルの金融機能は，投資家から預かった資金の提供という資金仲介だけでなく，専門知識に基づく有望な技術の発掘，経営ノウハウの供与という情報生産機能，利益の出る事業体にまとめ上げるまでのモニタリングやガバナンス機能等の複合であり，それによってファンドのリスク低減・リターンの向上を図るとともに，マクロ的にも成長分野への資金配分を促す役割がある。しかし，上場基準の緩やかな株式市場の登場という環境のなか，インターネット関連ビジネスへの過度な期待，インターネット関連企業株の急騰によって，新興ネット企業の未公開株への需要が高まったことで，需要主導のままに，利益が出ない企業でも上場，ないし株譲渡を行うようになってきたのが最近の動きといえよう。ベンチャーキャピタルの機能である情報生産，モニタリングやガバナンスといったサービスには，供給面での制約が大きい（急には供給量をふやせない）のに対し，需要が一方的に拡大することで，投資対象企業のリスク・リターンがそのまま投資家に転嫁されただけという面が強い。

場合によってはそれ以上に，ベンチャーキャピタルにとっては株式公開にまでこぎつければ資金回収，利益計上可能ということで，投資家に誤った幻想をもたせて公開を成功させるモラルハザードの事例もみられるとのことである。(注6)資金不足環境であればベンチャーキャピタル間の競争圧力がモラルハザードへの抑止効果を持つが，資金余剰環境，運用圧力増加環境のなかでは，もともとベンチャービジネスという情報の非対称性（asymmetric information）が高い分野であるために，モラルハザード（moral hazard）や逆選択（adverse selection）といった「エイジェンシー問題」（agency problem）が避けられなくなり，資源の配分がゆがめられるといった事例といえる。(注7)実際近年，IPO（新規株式公開）後株価が下落する企業が増加しており，(注8)それに加えて４月以降株価（特にナスダック指数）が軟調に転じるとともにIPOを延期する企業も増加している。

次いで社債による資金調達に関しては，前述のように，ナスダック上場の新興ハイテク企業の場合成長性優先で財務内容の悪い企業が多く，いわゆるハイ・イールド債（ジャンク債）に分類されることが多い。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とのことである。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倍増となり，また転換社債残高の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，(注9)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。株高期待が持続すればともかく，それが剥落すれば，これらの転換社債の償還期限までには潤沢なキャッシュフロー確保による財務内容改善が求められることになり，それが可能かどうかは個社ごとの中心業務の収益性いかんで，決して楽観視はできないだろう。

（注4） アンソニー・B・パーキンス他はこの間の事情を具体的に描写している。「ベンチャー・キャピタル業界が運用しなければならない資金が，たとえば，1995年に比べ99年は3倍になっているとしよう。それと同じだけ質の高い投資案件も増えているだろうか。答えはノーだ。するとどうなるだろう。これはつまり，投資額が上がっていくという意味だ。そして投資に値しない企業が，資金を与えられることになる」（P.90）「（投資案件をめぐる）競争の激化は，同時に，投資をすばやく決定しなければならないというプレッシャーを強めた。適切な注意や背景調査も，本来やるべきレベルとは程遠くなった。…以前より乏しい知識をもとに，以前よりも早く決定しなければならない」（P.92）。

（注5） 伝統的なベンチャーキャピタル，およびその機能については，“ Adventurous venture capital ”“ Money to burn ”『Economist』2000年5月27日付参照。

（注6） 「根本的な前提になっているのは，ベンチャー・キャピタリストは公開市場を利用して競争コストを賄える，ひょっとすれば，負け馬に乗ってしまった場合でもうまく回収できるという考え方だ。」「企業が利益を出すと，それはつまり，投資家が実際に株価収益率を計算できるということになる。インターネット・バブルの時代においては，それは一般に，評価が大幅に低くなることを意味するのである。売上高も利益もない以上，市場での高い評価を正当化するには，ウエブサイトのトラフィック（アクセス数）やホームページの印象など，馬鹿げているとは言わないまでも，伝統的な裏付けのない基準に頼るしかない。」前掲アンソニー・B・パーキンス他P.101～102。

（注7） いわゆる新古典派経済学で前提とされている完全市場では，完全競争だけでなく完全情報（市場参加者がすべて同じ情報をもっている）という前提があり，市場参加者間に情報格差がある（これを情報の非対称性という）場合には，市場を通じて行われる資源配分が必ずしも最適にならないという問題が80年代以降の経済学の重要な論点にの一つになってきた。情報の非対称性に基づく資源配分のゆがみの典型的な現象がモラルハザード（例えば，貸し手がリスクを負担することを利用して，資金の借り手がよりリスクの大きい（成功した場合のリターンも大きい）事業に資金を投入するような事例）や逆選択（モラルハザードが一般化すると上記の例では資金の貸し手は予防としてモラルハザード分のコストを金利に上乗せするが，その結果，資金の借り手も更にハイリスク・ハイリターン志向になって結局ローリスク（ローリターン）の主体やモラルハザードの無い主体が市場から退出してしまうという逆の結果になってしまうこと）といった事態である。情報の非対称性の問題については，例えば岩田P.75～79参照。

（注8） 『Economist』2000年４月29日付“ IP…Oh, never mind ”によれば，2000年入り以降の新規公開株については，直近の株価が株式公開当日の株価に比べ，平均で4.3%下回っているとのことである。

（注9） “ Investor Enthusiasm Fuels Offerings From Tech Firms ”THE WALL STREET JOURNAL 2000.1.26。

（4） 高株価維持の手段としての性格が強まるM＆A

また，ハイテク企業の高株価を利用したM&A戦略についても最近では問題点が指摘されるようになってきた。例えば「BARRON‘S」誌（５月８日付）が，Cisco Systems(シスコ・システムズ。インターネットを支える基幹的な製品であるルーターやスイッチャーの大手供給者。近年では様々なネットワーク関連企業を買収して，一時株式時価総額が世界最大に）の好業績が，売上増加 → 株価上昇 → 株式交換で関連企業買収 → 売上増加という好循環によるものとし，その継続性や高水準のPER（株価収益率＝株価を１株当たり利益で割ったもの）に懸念を呈している。またそのM&A戦略に

関しても，「M&Aの専門家というのは，かつては市場での株価が割安に放置されている企業を探すのが求められる能力だった。しかしシスコのような，今日のM&Aで行われているのはこれとは全く異なる。彼らが買うのは資産ではなく，製品でもない。利益でもなく売上ですらない。彼らが買っているのは形成途上の技術や，いつの日か売上や利益，資産を生んでくれる見込みのある人々なのである」とし，「従ってシスコの企業買収担当者は，買収企業が将来本当に利益を生んでくれるのかどうかについて，リスクを負っている」が，果たしてそれが買収後の株価に反映されているのかという点で疑問を投げかけている。そして近年のM&Aブームのなかでで M&A対象と目される企業は，そのことだけで株価が上昇する傾向があることから，割安な価格で買収することがますます困難になっているという問題点を指摘している(注10)。

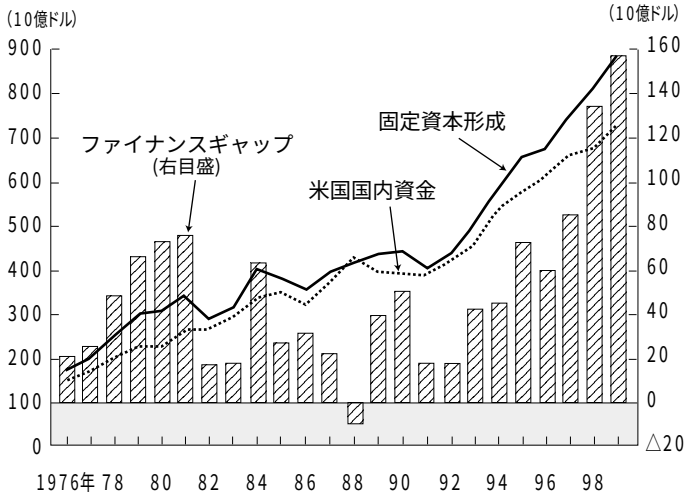
割安な株価の企業が対象となるようなM&A（なかでも敵対的M&A）には，「効率の悪い経営陣を規律づけるための基本的な仕組み」(注11)として，株式市場による企業経営の規律づけという意味あいが(特に米国では)あるといわれてきた。しかし，近年のハイテク企業で盛んなM&Aにはそのような機能が希薄化しており，高株価を利用して株式分割と株式交換でM&Aを行い，それによって将来の売上や利益に対する市場の期待をつなぎとめて高株価を維持するという危うい連鎖の上に成り立っているという面があることは確かであろう。米国企業のM&Aも，かつての企業リストラ，資本効率向上のための手段から，株価維持や(期待)売上高拡大のための手段になっている事例が増えつつあるとみられ，それが前述のように最近では負債増加要因にもなっている現状といえる。

(注10) “Cisco's Bids”『BARRON'S』2000年５月８日付。
(注11) 深尾光洋，森田泰子　P.32

(5)　マクロ的にみた企業債務の推移

これまでのミクロベースの事情をマクロ統計によって全体的にとらえなおしてみよう。米国企業が最近２年間急速に負債に依存して設備投資を拡大させてきた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

第７図　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



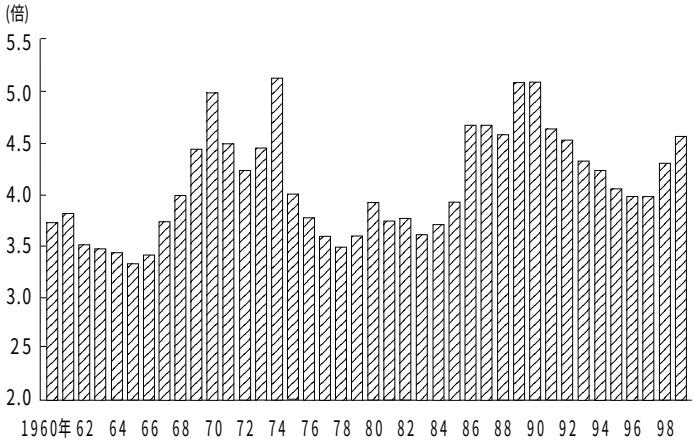
資料　FRB flow of funds
(注)　米国国内資金は配当控除後の税引後利益＋減価償却費，固定資本形成は設備投資･在庫投資計。ファイナンスギャップはその差。

(配当控除後の税引後利益＋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1,300億ドル台，99年には1,500億ドル台にまで増大している（第７図)。

また非金融法人企業のキャッシュフローと負債残高の比率（負債残高／キャッシュフロー）では，98年以降の上昇が顕著であり，ナスダック上場企業の株価急騰，株価上昇に支えられたキャッシュフローマイナス企業の負債拡大というミクロの事態がマクロデータでも確認できる（第８図)。

グリーンス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月のことであるが，97年時点であればこれら指標によって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。しかし前述の通り，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言え，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が拡大しているのはマクロ的にも明らかである。

第８図　米国非金融法人企業の信用市場負債残高対キャッシュフロー倍率



資料　第７図と同じ
(注)　負債残高／ネットキャッシュフロー

３．潜在的に不安定性を抱えた米国金融システム

(1)　リスクを抱え始めた米国の銀行システム

このような負債増加の全体的傾向のなかで，信用リスク拡大を懸念する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。ここでは企業セクターの財務問題を中心とした本論の内容とは直接に関連しないものの，米国銀行監督当局の現状認識を知る意味で，個人向け融資や不動産ローン，資金調達等も含めた全体的な評価をまとめてみると以下の通りである。

①対個人

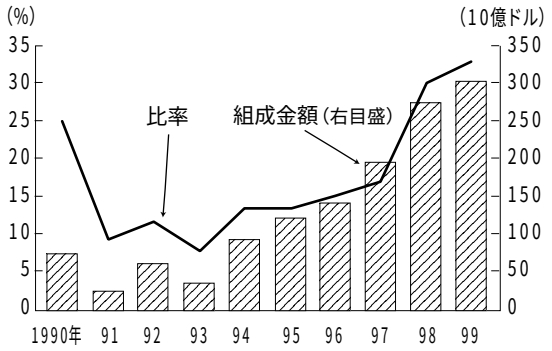
個人部門は，負債拡大にもかかわらず，これまでは低金利によるリファイナンスが既往債務の返済に充てられる等の好環境があった。しかし利上げ局面に入りリファイナンス効果が無くなり家計負債の早期返済が難しくなっている。また競

争激化のなかで，リスクの高い個人への貸出（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モーゲージの組成は，前年比20%増の1,500億ドル（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貸出が増加している。

②対企業（商工業）

貸倒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（大手ヘッジファンド）問題の際にいったん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，シンジケート市場ではハイ・レバレッジ企業向け融資が急増している（第９図）。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。

第9図　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。

③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，いまのところ貸倒比率は低い。

④資金調達

貸出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。市場でのファンディング増加から流動性リスクと金利リスクが高まる。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ンデ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。

次いで米国銀行システムにおける潜在的な不安定性増大という観点から注目されるのは，銀行（銀行持ち株会社）が規制緩和の

なかで未公開株式市場での業務（ベンチャーキャピタル）を拡大してきた結果，銀行と株式市場との関連が強まっているとみられることである。もちろんこれは規制緩和のなかでの事業展開であるから個別銀行ごとに程度は異なる。しかし長期の株価上昇のなかで米銀が全体として株式関連ビジネス，なかでも発行市場にかかわるベンチャーキャピタルに進出してきたことは，グリーンスパン議長も5月4日の講演[(注12)]で「過去30年間の銀行業をとりまくあらゆる変化のなかで，最も劇的といえるのは，デリバティブズの利用拡大と銀行業の未公開株市場でのプレゼンスの高まりである」と指摘している通りである。

実際主要銀行グループのなかでベンチャーキャピタルへの進出に最も積極的なchase（チェース）の場合，ムーディーズのレポートによれば，グループのベンチャーキャピタルが保有するポートフォリオは自己資本の３分の１に達するとのことであり，収益面でも99年には連結利益の25％を占めるに至っている（第１表）。ベンチャーキャピタルからの収益は実現損益だけでなく評価損益の計上を含み，株価変動によって振れが大きいため，このような業務のウェイトが高まれば銀行グループ全体の経営が株価動向に大きく影響されるようになるのは避けられない。

このような収益の振れによるグループ内銀行経営への波及を緩和すべく，FRBも銀行持ち株会社のベンチャーキャピタル子会社には投資額の50％相当の自己資本を振り向けるように指導している[(注13)]が，株価の変動幅次第では影響が大きくなるリスクはあろう。

第１表　各銀行持ち株会社の1999年のベンチャーキャピタルからの収益

（単位　100万ドル，％）

会社名	ベンチャーキャピタル収益	同税引前利益	連結利益に対するベンチャーキャピタル利益比率
Chase	2,330	2,095	25
JP.Morgan	646	501	16
Wells Fargo	1,008	＊786	12
Fleet Boston	494	380	11
First Union	578	＊445	9
MSDW	725	＊565	7
Bank One	415	＊319	6

資料　Moody's investors Service“Banking System Outlook”United States、2000年４月
（注）　＊は推計値。MSDWはモルガンスタンレー・ディーンウイッター。

（注12）“Banking evolution”Remarks by Alan Greenspan，At the 36th Annual Conference on Bank Structure and Competition of the Federal Reserve Bank of Chicago，May 4，2000
（注13）同上講演より。

（2）　直接金融の問題

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も言うまでもない。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（ディスクロージャー）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

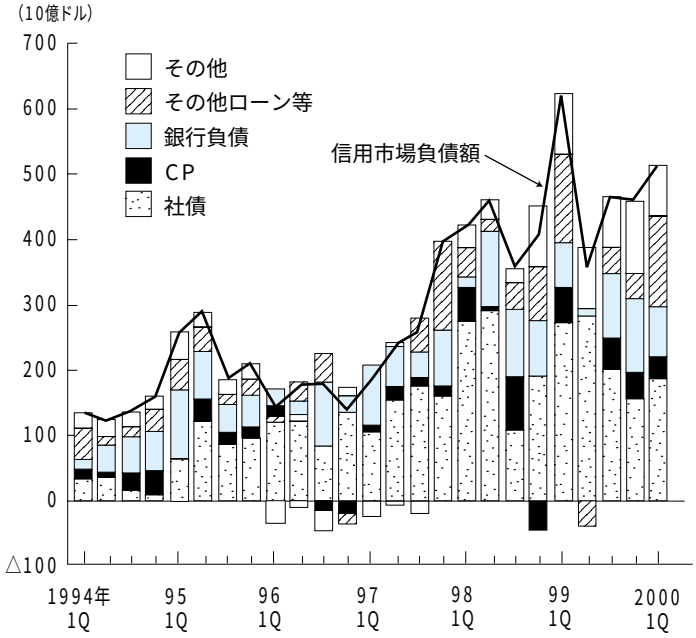
断ち切ることも可能との見方もある。

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，グリーンスパン議長も昨年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(注14)。銀行中心の間接金融のウェイトが高い日本等と比べ，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，市場の透明性確保等を通じて市場機能を高めることだけでは，金融システムの安定性を確保するのには限界がある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。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が素早く積極的な３回の利下げを行ったことで株価が支えられ，株高を維持することで企業の信用力が回復してクレジットスプレッドが縮小し，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第10図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も考えられるが，一方でNY連銀の仲介，大幅利下げという人為（政策）的な対応を受けた銀行セクターによる流動性の供給が，特に市場が不安定化した時には，重要性を持つことが示されたといえる。

その意味では，直接金融市場が発達した米国でも，市場が健全に機能するためには，市場を構成する各主体（なかでも流動性の供給に最も密接な銀行セクター）の財務健全性やリスクテイク能力，また中央銀行による市場変動に対する適切な対応，等が必要といえる(注15)。最近２～３年の信用拡大で米

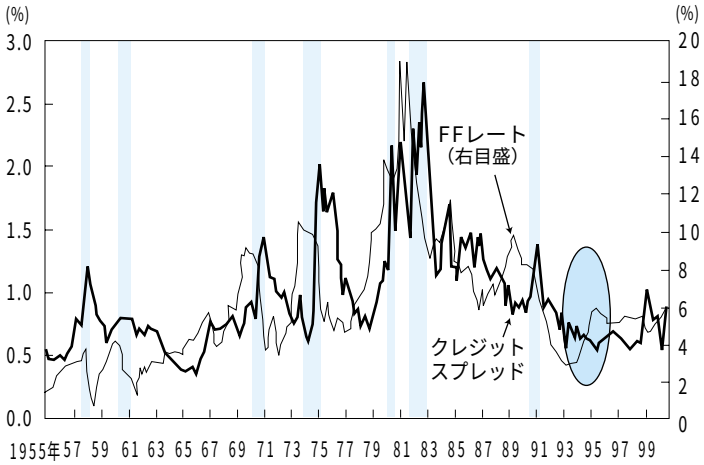
第10図　米国非金融法人企業の資金調達
（信用市場負債増加額とその内訳）



資料　第7図と同じ

国銀行システムが内部的な不安定性を抱え始めたことは，今後市場で大きいショックが生じた場合に，それを吸収するバッファーが相対的に小さくなったことを意味しており，金融システム全体としても不安定性が増加したと判断できる。

第11図　米国のFFレートと社債間クレジットスプレッドの推移



資料　WEFA,Datastream
(注)　クレジットスプレッドはmoody'sのBAA格付け。
「社債利回り－AAA格付け社債利回り」シャドー部分は景気後退期。

（注14）“Do efficient financial markets mitigate financial crises?” Remarks by Alan Greenspan, Before the 1999 Financial Markets Conference of the Federal Reserve Bank of Atlanta, October 19, 1999

（注15） かつては流動性の危機は「預金取付」という形で主に銀行セクターの問題と考えられていたが，金融システムにおける資本市場の役割が大きくなるなかで，ロシア危機の際にロシアやその他のエマージング諸国とは一見関連が薄そうな市場でも市場の流動性が急速に枯渇したことを契機に，市場流動性の決定要因やそのダイナミズムに対して関心が高まっている。詳しくはBIS“Market Liquidity：Research Findings and Selected Policy Implications”May 3 1999。日本銀行仮訳が『市場流動性：研究成果と政策へのインプリケーション』として日銀HPで公開されている。

4．景気循環と信用リスク変動
――過去の循環と今回の比較――

（1）　利上げ局面でのクレジットスプレッド

上記の検討を踏まえて株価や信用市場の変化に着目し，（ソフトランディングに成功した）94年の利上げ局面やロシア危機時と比較して，今回の利上げ局面（99年6月末以降）の特徴を考えてみたい。

94年の大幅利上げに際しては，債券（国債）相場が暴落し，地方自治体であるオレンジカウンティが資金運用の失敗から破産する等の事態もあったが，経済の中心を成す企業セクターのマクロベースの財務健全性は顕著であり（前掲第８図），そのことは利上げ局面を通じて社債間の利回り格差がほとんど拡大しなかったことによっても裏付けられる（第11図の楕円部分）。同図によってやや長いタームで金融政策の推移と企業間クレジットスプレッドの変化を概観すると，リセッションとなって終了した景気循環サイクル（ハードランディング）においては，利上げの後半にクレジットスプレッドが拡大して，利上げのコスト効果や投資消費抑制・貯蓄促進効果だけでなく，信用リスクが高まり，流動性制約の強まる局面が共通して存在していることが分かる。

その意味では94～95年に大幅な利上げを

第2表　最近のインターネット関連企業の清算例

	事業内容	後援企業、ベンチャーキャピタル	清算月
Boo. com	衣料品小売	Italy 's Benetton, J.P.Morgan ほか	5月
Toysmart	オンライン玩具小売	Disney	5月
Violet. com	ネット小売	21 st century internet venture partners	4月
ePatients	医療	Saratoga Ventures, Morgenthaler Ventures, New Enterprise Assoc, Prospect Venture Partners	1月
CraftShop. com	趣味、工作用品	Andinger Capital Vll, Brand Equity Venturesl, CMGI @ Ventures, Primedia ventures	5月

資料　The Wall Street Journal　5月25日付

経て米国景気がソフトランディングできたのは，予防的金融政策によってインフレ懸念の鎮静化が実現したという面だけでなく，企業の財務内容が全体としては健全で，利上げに耐えられたからという点も大きかったといえよう。

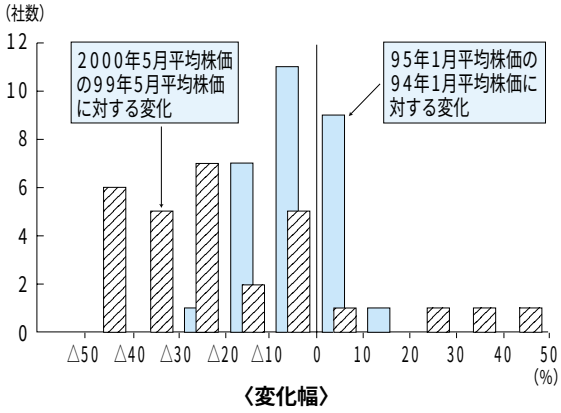
一方今回の利上げ局面では，慎重な利上げのなかでも企業の社債間のクレジットスプレッドが足元で拡大傾向にあり，ロシア危機以来の幅となっている。利上げが単なる利払いコスト増加効果だけでなく，企業の流動性を逼迫させる様相を見せ始めてきており，実際ブランド力がありながらも資金繰りがつかずに破綻したネットベンチャーが既にみられ，またその予備軍も多いといわれる（第２表）。

(2)　利上げの銀行経営への影響

企業セクターの財務健全性は銀行経営の安定と裏腹の関係にある。そこで利上げ局面において銀行経営が株式市場でどう評価されたかを把握するため，個別銀行の株価の動きをとりあげると，94～95年初めにかけての利上げ局面では，大幅利上げ・債券暴落といった環境にもかかわらず，主要銀行（ここではS&P500銀行株を構成する29行）の株価は，利上げ局面を通じてほとんど横ばい圏内で推移（95年１月平均株価が94年１月比で△4.7%）しており，銀行経営に対する悲観的な見方は94年の利上げ局面では（株価に反映される限りでは）少なかった（第12図）。

しかし今回の利上げ局面では，慎重な引き締めにもかかわらず主要銀行の株価は軟調に推移し，2000年５月の平均株価は前年同月対比で平均20%下落と，市場の銀行に対する目も厳しく，今回の利上げが銀行経営に与える悪影響の大きさを示唆している（ただし規制緩和に伴い株価の変化率にも大

第12図　S&P500銀行株構成29銀行の利上げ局面での株価変化



資料　Datastream

きな格差がでていることも特徴的)。

ロシア危機の時は，株価下落，クレジットスプレッドの拡大に対し，積極果断な金融緩和で株価を支えることを通じて，信用市場での流動性危機を乗り切ったのが実態である。

しかし今回は世界的な景気拡大と米国労働市場の需給逼迫進行のなかで，株価を調整しなければインフレ懸念が抑えられず，「株価を支えることで金融面に生じつつある不安定性を解消する」という戦略は容易にはとれない。また今後ハイテク株中心に株価が更に調整をした場合には，これまで述べてきたようにクレジットリスク顕在化から銀行経営への悪影響が大であり，仮に利下げしても，銀行の取りうるリスクはロシア危機の時に比べて低下していよう。クレジットスプレッドの拡大が加速する場合には，FRBの政策も流動性の安定供給という面に留意を払わなければならなくなる局面もありえよう。

5．おわりに

ここまでは企業財務と金融システムの変化に着目して，米国経済にとってのリスクを考えてきた。結論として指摘できるのは，今回の利上げはキャッシュフローの裏付けの無い企業が株高(株価の上昇)を前提に負債を拡大した後で始まったものであるため，その効果は消費・投資抑制等の実物経済面だけでなく，クレジットリスクの高まりや一部企業の資金繰り難等，信用市場にも波及しつつあり，その点で94～95年初めの利上げ局面と異なって(過去のパターンから考えると)ハードランディングのリスクも小さくないということである。

ただこのリスクが現実化するかどうかに関しては，金融機関サイドの資本充実度やクレジットデリバティブ等のオフバラをも利用したリスク管理体制等に関するより詳細な分析が必要であり，マクロデータだけでは先行きの展望は難しい。本稿でも株価の先見性という意味で銀行株に着目した程度にとどまっている。

また米国経済のソフトランディング・ハードランディングという点をより包括的に考えるならば，ソフトランディングをサポートする要因が数多くあることは言うまでもない。冒頭指摘したようなIT革命による生産性向上の継続性，財政・金融政策の発動余地の大きさだけでなく，例えばIMFも指摘するように，90年代の米国の資産価格上昇は主に株式に限られており，不動産価格は経済成長にみあう程度の上昇にとどまっていて反動下落のリスクが小さいこと(注16)や，また80年代の金融危機の反省から米国金融機関はリスク管理を向上させ，監督当局もプルーデンス(健全性)規制に注力してきたこと等々である。

金融システムという観点から考えれば，ある程度成熟化(ないし寡占化)した産業を抱える経済においては成熟産業の資金余剰化傾向のなかで，金融機関(ないし金融市場)の役割が，「ハイリスク・ハイリターン

分野への効率的資源配分」という方向にシフトし資本市場の役割が増大してくるのは，ミクロ的にもマクロ的にも自然な動きである。その意味で，透明性の高い資本市場を中心として，ベンチャーキャピタル，規制の緩やかな株式公開システム，ジャンクボンド，M&A，ストックオプション等が機能している米国型の金融システムはリスクマネー供給の一つの有力なモデルといえる。

しかし近年の経済学が注目するように市場は完全ではなく，市場の不完全性に伴う問題は市場に参加する関係者が専門分化して増えてくればそれだけ「エイジェンシー」の問題が深刻化するという構造を持っている(注17)。市場を中心とした資源配分が常に最適とは限らない以上，その修正もまた避けられない。問題はその修正の規模とそれに耐えうる金融システムであるかどうかということである。

米国の株式時価総額は96年末の10兆ドルから３年間で９兆ドルも増加して99年末にはGDPの２倍にまで膨れ上がり，そのもとでキャッシュフローの裏付けに乏しい企業による株高を前提にしたDebt Financeが行われた。今後はその修正が避けられないとみられるが，その過程で中南米危機やS&L危機を通じて強化された米国金融システムの真価が初めて問われることになるといえよう。

（注16） IMF“WORLD ECONOMIC OUTLOOK May 99”P.98-104参照。

（注17） 市場による効率的資源配分を阻害する要因として，不確実性（uncertainty）と不完全性（imperfect）を区別すべきであることは言うまでも無い。前者の問題は様々なオプション市場の創設によってリスクの最適配分が（理論的には）可能であるし，また実際にもそうなってきた。後者に対しては前述のようなエイジェンシー問題の発生を抑止するような様々なインセンティブやペナルティのシステムを，状況に応じて設定していくことが必要になる。この点については例えば堀内P.278～279参照。

〈参考文献〉

・米国商務省，室田泰弘訳『ディジタル・エコノミー』東洋経済新報社　1999年２月
・アンソニー・B・パーキンス，マイケル・C・パーキンス著，吉川明希訳，斎藤精一郎監訳『インターネットバブル　来るべき反動にどう備えるか』　日本経済新聞社　2000年４月
・堀内昭義著『金融論』東京大学出版会　1990年４月
・岩田規久男著『金融』東洋経済新報社　2000年５月
・深尾光洋，森田泰子著『企業ガバナンス構造の国際比較』1997年５月
・『Economist』各号
・IMF“WORLD ECONOMIC OUTLOOK”各号

〈その他参照Site〉

・米国連邦準備制度理事会（FRB）
http://www.bog.frb.fed.us
・米国預金保険公社（FDIC）
http://www.fdic.gov
・国際決済銀行（BIS）
http://www.bis.org
・国際通貨基金（IMF）
http://www.imf.org
・ナスダックに関するデータ
http://www.nasdaqnews.com
・ベンチャーキャピタルに関するデータ
http://www.ventureeconomics.com
・M&Aに関するデータ
http://www.mergerstat.com
・株式市場の需給に関するデータ
http://www.trimtabs.com
・信用リスク，銀行経営に関するもの
http://www.moodys.com

（小野沢康晴・おのざわやすはる**）**

情勢

設備投資の現状と課題

1．はじめに

長引く不況からの景気回復の牽引役として民間設備投資の回復が待たれていたが，今回は景気循環的な回復以上のものが期待されている。「IT革命」の文字がマスコミをにぎわせ，情報化投資の拡大が中長期的な日本経済成長の起爆剤となるだろうという期待が膨らんでいる。本稿では，足元の設備投資動向の現状と，実際にそうした情報化投資の波が広がりつつあるのか，といった点について分析を試みた。

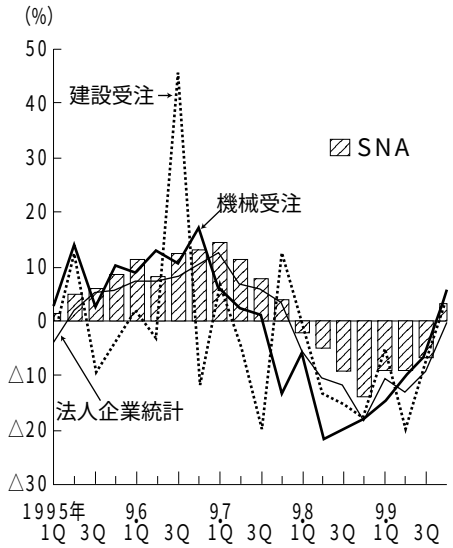
2．概観

—— 設備投資は回復基調に ——

(1)　足元の回復状況

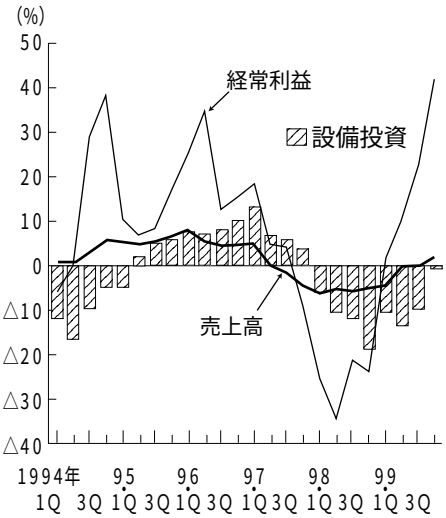
設備投資関連の統計が軒並み回復基調を強めている（第１図）。1999年第４四半期の実質GDPは民間企業設備投資が季調済前期比4.6%，前年比でも3.1%とプラスに転じ，法人企業統計でも同期の設備投資額は前年比マイナス幅が大幅に縮小した。特に中小企業は98年中の落ち込み幅が大きかったこともあり，足元で急速に回復してきている。１～２四半期の先行性をもつと言われる機械受注，建設受注も99年第４四半期から前年比増に転じており，当面の先行きも回復基調が続くと予想される。リストラ効果により経常利益の増加が続き，前年割れの続いていた売上高も2.2%増とわずか

第１図　各統計における設備投資伸び率の推移
（前年同期比）



資料　経済企画庁「四半期別国民所得速報」「機械受注統計」,大蔵省「法人企業統計」，建設省「建設工事受注」
(注)　SNAは民間企業設備投資（実質），機械受注は民需(除く船舶･電力)，建設受注は民間。

第２図　売上高･経常利益と設備投資の推移
（前年同期比）



資料　大蔵省「法人企業統計」

ながら前年比増に転じるなど経営環境が改善していることが，全体的な設備投資回復につながっている（第２図)。

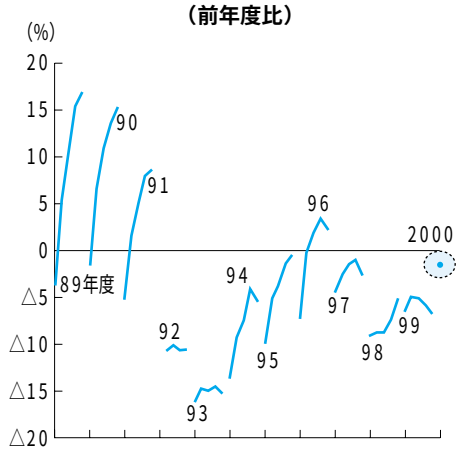
(2)　設備投資計画

――企業マインド・行動の改善

2000年３月の日銀短観の2000年度設備投資計画でも，３月調査としてはかなり強い数字が出た。全産業全規模で前年度比△1.1％と，99年度実績見込み△10.7%からは大幅に改善しており（第３図)，設備投資計画は年度を通じて上方修正されていく傾向があることを考えると，年度のスタートとしてはかなり高い発射台といえる。

特に中小企業は経営環境の変化があまりラグを置かず設備投資に反映される傾向もあり,前年度比△6.8%と調査開始以来の強い数字となった。一般的に上期計画の数字は，調査時点で既に計画済みの金額を積み上げた数字と考えられるが，一方で下期計画は（特に中小企業では）３月時点では未定のため，低めの数字となる傾向がある。今回の中小企業の設備投資計画では，下期計画も３月調査の数字としては強いものとなったが，注目すべきは実際の金額に近くなるであろう上期計画が8.0%増と非常に高い水準の結果となったことだろう。これまで企業は全体的な景況感は改善していたものの，具体的項目の判断については慎重姿勢が続いていたが，ここにきてようやく景況感の改善に実際の行動がともない始めたと言える。

第３図　全産業全規模の設備投資年度計画推移
（前年度比）



資料　日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
(注)　各年度とも3月調査，6月調査，9月調査，12月調査,3月調査実績見込みの順。

(3)　金融機関のIT投資計画

また，Y2K問題もあり99年度は抑制された金融機関の設備投資も統合・合併が相次ぎ，2000年度はそれぞれ大規模なIT投資を

第１表　大手９行のIT投資計画

銀行名		1999年度	2000	特徴
みずほ	日本興業 第一勧業 富士	500 750 750	2,000	・顧客データベースの整備 ・ネット金融サービスなど電子商取引システムの拡充 ・証券などの決済システムの整備
三東あ	和海ひ さ	600 150 300	1,000 } 600（合算）	・地銀が参画できるシステム開発 ・顧客データベース,電子商取引システム開発
住さ	友 く ら	550 600	1,200	・個人顧客向け情報システム強化 ・ネット銀行や個人ローン会社などのシステム開発
東京三菱		850	1,500	・国際業務充実のシステム投資
合計		5,050	6,300	

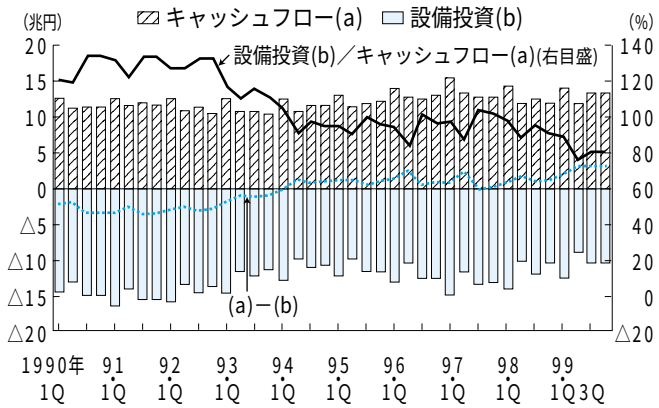
資料　日本経済新聞
(注)　1．「みずほ」は関連会社含む。
　　2．IT投資の基準は銀行によって若干異なる。
　　3．一部推定値。

予定している（第１表）。各行とも，コスト引下げや顧客の利便性の向上につながるインターネットを利用した新サービスを開始しており，IT投資の内容も，振込み等決済関連の大型コンピュータ投資に加え，電子商取引などを含む新サービスの開発や顧客データベースの整備などに重点が移行する傾向が見られる。

３．バランスシート調整

財務面を見ると，企業は収益改善により増えたキャッシュフローを借入金の返済に充てており，その分設備投資に振り向けられる資金の比率は減少してきた。特に製造業で債務圧縮の動きが強く，キャッシュフローに対する設備投資額の割合は全産業で８割，製造業では６割近くまで抑制されている（第４図）。日本興業銀行の設備投資アンケート調査では，2000年度の設備投資資金の８割近くが内部資金でまかなわれるという結果が出ており，企業の債務圧縮傾向が続いていることがうかがえる。ただ，今後も増益を見込んでいることなどから，大企業中心に資金面での設備投資抑制圧力は弱まると考えられる。

第４図　キャッシュフローに対する設備投資比率
（全産業）



資料　大蔵省「法人企業統計」
(注)　1．キャッシュフローは(経常利益÷２＋減価償却費)。
　　2．設備投資は±逆符号。

４．業種間格差

こうした需要・財務面での環境改善を背景に設備投資には明るさが出てきているが，業種によって回復テンポにかなり差が出ている事実も見逃せない。

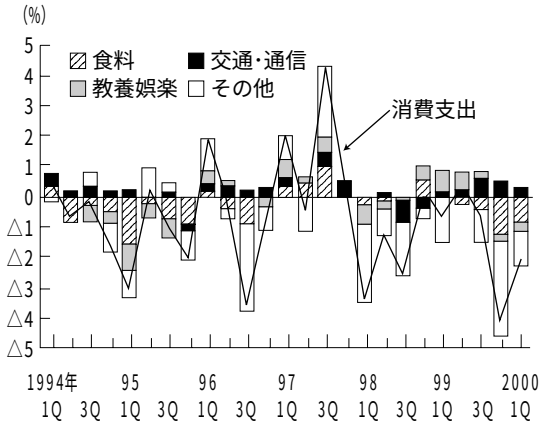
(1)　堅調な情報関連への需要

個人消費は全体で見れば99年秋以降一進一退だが，消費行動の内容には変化が見られる。支出先の選別化が顕著になってきており，家計調査によると食費，衣料費等の基礎的支出は節約志向が働いているのに対し，パソコンや通信費等のIT関連の消費支出は増加基調が続いている（第５図）。販売関連指標にもこうした二極化の傾向が現れており，家電以外の小売は低迷しているのに対し，パソコン出荷台数や携帯電話の加入者数は速いペースで増加が続いている（第６・７図）。この背景には価格低下によるパソコン普及率の上昇や携帯電話の爆発的普及に伴い，ｉモードを筆頭に様々なインターネット関連サービスが開始され，それがさらに情報通信家電の売上を促進するといった形で消費者サイドのIT化が進行していることが挙げ

られる。こうした情報通信機器への需要の高まりを受けて，電気機械や精密機械，紙パ，化学といった関連業種主導で生産指数が上昇している（第８図）。足元の機械受注の増加分も半導体製造装置の受注による部分が大きい（第９図）。

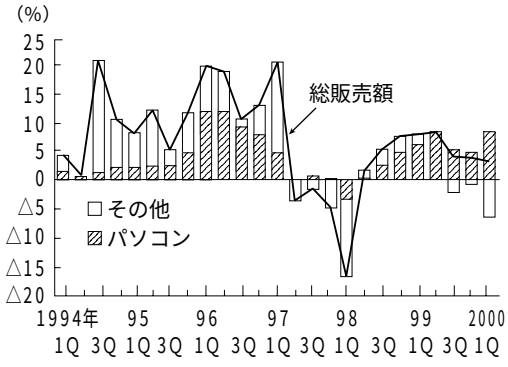
３月の日銀短観では設備過剰感は依然として高水準という結果が出ているが，情報通信に見られる技術革新にはめざましいものがあり，商品サイクルが短くなっていることもあって，従来設備の過剰感にかかわらず新規設備投資需要は強まってきている。

第５図　消費支出の推移（前年同期比）



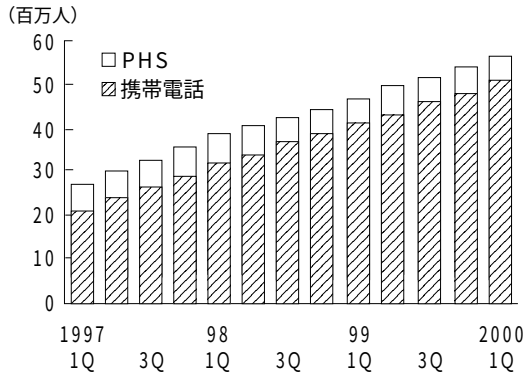
資料　総務庁「家計調査」
(注)　消費支出は除く家賃地代･医療費･自動車等購入費。

第６図　家電販売額（前年同期比）



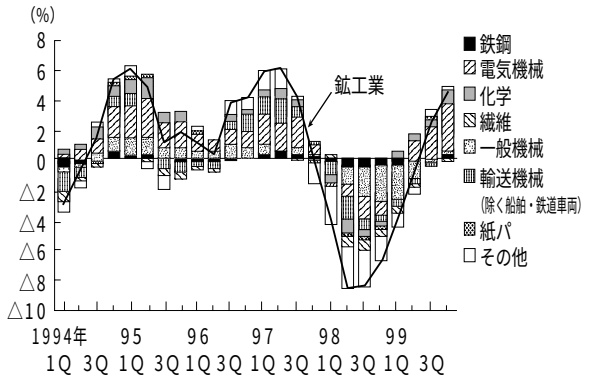
資料　日本電気大型店協会「NEBA販売統計月報」

第７図　携帯電話・PHS加入者数の推移



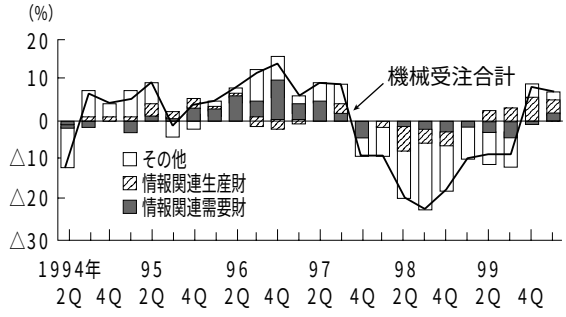
資料　電気通信事業者協会「携帯電話・PHS・無線呼出しの累計加入者数」

第８図　鉱工業生産指数(業種別寄与度)(前年同期比)



資料　通産省「鉱工業生産・出荷・在庫指数」

第９図　機械受注における電子通信機械の寄与度（前年同期比）



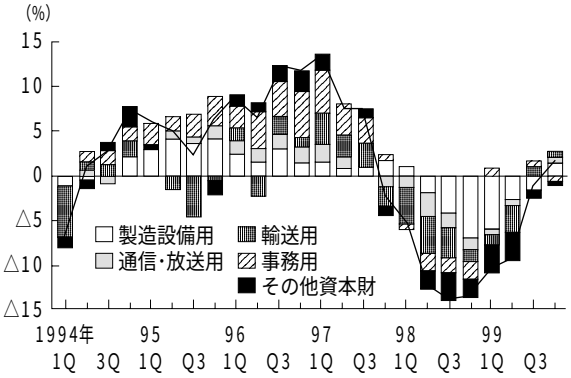
資料　経済企画庁「機械受注統計」
（注）１．情報関連生産財は半導体製造装置。
２．情報関連需要財は電子計算機，通信機，電子応用装置，電気計測器。

(2)　その他の業種

一方，情報関連機器以外でも資本財の出荷や産業機械の受注が増加するなど，設備投資の全体的な底上げが見られるが，情報通信関連以外の業種では設備投資回復のテンポは鈍い（第10・11図）。

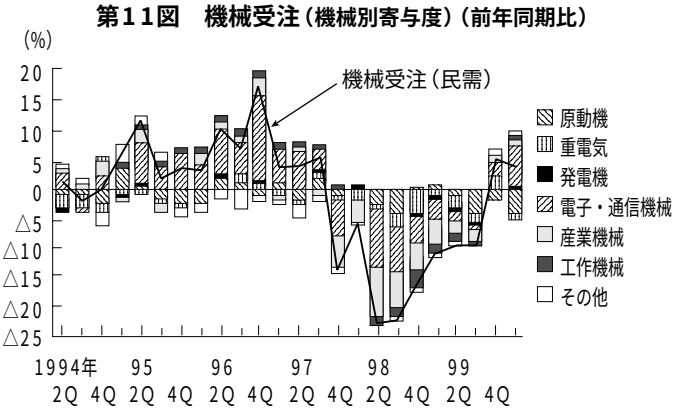
多くの業種で設備投資の前年度比増加，あるいは減少幅の縮小が見込まれているが，投資内容を見ると引き続き維持・補修目的の投資ウェイトが高く，特に素材業種で能力増強型投資は低水準にとどまっている。(注1) 設備過剰感が強い中で能力増強投資は抑制しながらも，一方では研究開発・新製品開発への投資ウェイトは引き上げるなど，競争力向上のための投資に重点を置く動きも見られる。

第10図　資本財の出荷（前年同期比）



資料　通産省「鉱工業生産・出荷・在庫指数」

第11図　機械受注（機械別寄与度）（前年同期比）



資料　経済企画庁「機械受注統計」

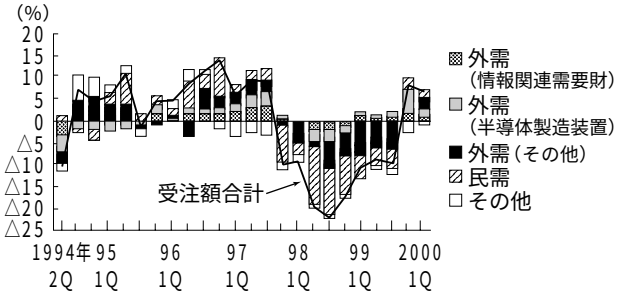
(注1)　日本政策投資銀行「設備投資計画調査」，日本興業銀行「設備投資アンケート調査」，経済企画庁「企業行動に関するアンケート調査」

5．情報化投資の持続性は？

(1)　情報関連投資の種類

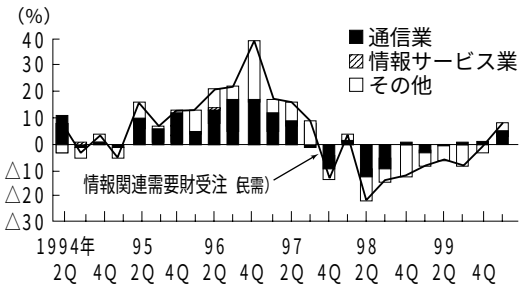
今後の設備投資の牽引役として期待されている情報関連投資には，①情報関連機器の生産設備への投資と，②パソコンの導入などによる組織・経営の合理化や，Eコマースへの参入など新しいビジネスモデルの構築といった生産性向上のための情報化投資，の２種類がある。中長期的に経済にとってより大きな影響をもたらすことになるのは後者だが，現在は半導体製造装置など，前者型の設備投資需要が強い。さらに機械受注のうち外需の伸びが民間内需の伸びを大きく上回っており，そのほとんどが電子通信機械の受注であることから，こうした情報関連投資の新規需要の多くは海外の生産拠点に振り向けられる分であると考えられる（第12図）。経済企画庁の企業行動に関するアンケート調査でも，製造業の海外現地生産比率は99年度見込みの10.8%から2000年度計画では12.8%まで引き上げるという結果が出ており，国内の設備投資需要という意味

第12図　機械受注に占める外需の寄与度
（前年同期比）



資料　経済企画庁「機械受注統計」
（注）　情報関連需要財は電子計算機，通信機，電子応用装置，電気計測器。

第13図　情報関連需要財の業種別受注寄与度
（前年同期比）



資料　経済企画庁「機械受注統計」
（注）　情報関連需要財は電子計算機，通信機，電子応用装置，電気計測器。

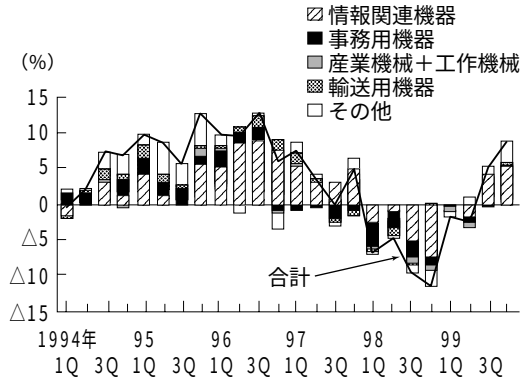
では今後の伸びには限界が出てこよう。

（2）　非情報通信業種における情報化投資

一方，非情報通信業種における生産性向上を目的とした情報化投資のウェイトは現時点では低い。しかし情報関連需要財受注の業種内訳を見ると，情報関連業種からの受注は増加が続き，非情報関連企業からの受注も足元では前年比増加に転じており（第13図），広範な業種で情報化投資への取組みが徐々に積極化してきていることがわかる。

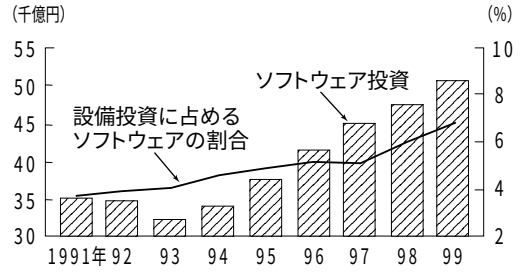
ただし，この種の情報化投資においては現在の設備投資関連統計では把握できない部分も大きく，情報化投資の広がりを示す兆候はほかにも見られる。例えばパソコン導入にはリースを利用する企業が多く，情報関連機器のリース取扱高が急増しているほか（第14図），企業行動に関するアンケート調査でも，情報関連設備が不足とする企業は３割にのぼり，２割の企業が適正水準

第14図　リース取扱件数の推移（前年同期比）



資料　リース事業協会『LEASE』

第15図　ソフトウェア投資額の推移



資料　経済企画庁「四半期別国民所得統計」，通産省「特定サービス産業動態統計月報」
（注）1．設備投資は名目GDPの民間企業設備投資。
2．ソフトウェア投資は情報サービス業販売額合計。
3．設備投資に占めるソフトウェアの割合はソフトウェア投資÷（投資設備＋ソフトウェア投資）。

だが質に問題があるとしており，情報化投資への潜在的需要は高いと言える。また，これまでGDP統計の設備投資にも含まれていなかったソフトウェア投資額が年々増加しており，設備投資全体に占める情報化投資の割合は着実に上昇している（第15図)。経営環境の改善とともに今後は広範な業種において，情報化投資の波が本格的に広がっていくだろう。

(3) 情報化投資の持続性

問題は，こうした情報化投資を実際に生産性の上昇につなげることができるか，という点である。現在の雇用体系では情報化により余剰となった労働者をすぐに解雇するのは難しく，経済企画庁調査では，約６割の企業が雇用が適正な水準になるまでは２年以上かかるとしている。逆に情報化を推進する上で必要となるSEなど情報システム関連の専門職労働者については，需給が逼迫するといった雇用のミスマッチが起きている。また，情報化投資の効果をあげるためには組織の意思決定手続きや流通経路の変革など，様々な面で企業の経営スタイル自体を変えていく必要もある。現状の体制では，情報化投資の効果が実際に出始めるまでに２～３年はかかると思われ，労働市場の流動化など，企業が情報化の効果を発揮しやすい環境づくりが早急に求められる。

６．おわりに

2000年度の設備投資に関してはIT関連投資主導で堅調と見込まれ，潜在的需要から今後数年間は情報関連の設備投資需要は続くと見込まれる。通信費の引下げによりインターネット利用による合理化効果が大きくなることや，インターネット関連サービスによる顧客取り込み競争が始まっていることなどから，特にこの１～２年はIT関連投資需要が大きく出てくる可能性が高い。

しかし，この情報関連投資が生産性の上昇につながらなければ，再び過剰設備を抱え込むことにもなりかねず，一過性に終わる可能性もある。情報関連投資以外の設備投資についても夏場以降，個人消費が回復軌道に乗ればある程度循環的な投資需要は出てこようが，企業の資本効率化姿勢が定着しつつあることを考えるとそれほど力強いものは期待できない。今後，情報化投資の成果がさらなる投資に結びつくといった好循環が生まれるのかが注目される。

（鈴木亮子・すずきりょうこ**）**

情勢

98年度の農協経営の動向について

はじめに

本稿では，98事業年度総合農協統計表等の資料をもとに，近年の農協の経営動向を概観してみたい。(注1)

総合農協統計表とは，農林水産省が毎年実施している「農業協同組合一斉調査」を集計したもので，該当事業年度における総合農協の組織，財務及び事業等の数値を取りまとめたものである。

98年度の集計農協は1,840農協と，合併の進展を反映し，前年度比272農協減少している。

（注1） 調査の対象となる98事業年度とは，98年４月１日から99年３月31日までの間に終了した事業年度。うち98年４月～99年３月期を事業年度とする農協が57%を占め，過半を超えている。なお96年度以降は，95年度まで集計対象外であった信用事業を行う専門農協を含む。

１．98年の農家経済について

――景気低迷の影響続く――

最初に98年の農家経済の動きを振り返っておきたい（第１表）。

98年の農家経済は景気の一段の落ち込みによる雇用情勢の悪化により，兼業所得にあたる農外所得が前年比3.0%減と，大きく減少した。そのため，農家総所得も前年比1.3%減と，２年連続の減少となった。農家総所得が前年を下回るのは，95年に32年振りに前年比マイナスに転じて以降，４年間で３度目である。

なお，98年の農業所得は3.6%増と４年振りに上昇に転じたが，これは，野菜，柑橘類等の価格の上昇（第１図）により農業粗収益が増加に転じたことに加え，資材価格が円高等の要因によりほぼ横ばいで推移したことによる。ただし，増加に転じたとはいえ，その水準は，過去10年間のピークである94年度の約８割にとどまっている。

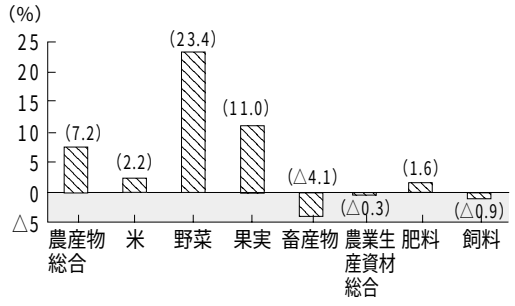
第１表　農家経済の動向（販売農家１戸当り平均）

（単位　千円，%）

	1998年（実数）	増減率			
		95	96	97	98
農業所得	1,246	△ 9.5	△ 3.8	△13.3	3.6
農業粗収益	3,705	△ 5.8	0.2	△ 4.2	1.7
農業経営費	2,459	△ 3.4	2.7	1.1	0.8
農外所得	5,311	△ 0.9	0.2	0.2	△ 3.0
年金・被贈等	2,123	1.2	3.1	1.7	0.1
農家総所得	8,680	△ 1.9	0.2	△ 1.6	△ 1.3

資料　農林水産省「農業経営統計調査」
（注）　95年増減率は94年度との比較。

第１図　農産物価格および農業生産資材価格の変化（1998／97年）



資料　農林水産省「農村物価指数」

このように農協の組織基盤である農家の経済は，依然厳しい状況が続いており，98年度の農協経営もその影響を大きく受けることとなった。

２.農協組織(組合員数の動き)
――正組合員の減少続く――

総合農協統計表より，まず農協の組合員数の動きをみてみると，98年度の個人組合員数は,904万4,906人と前年度比4,086人の小幅な増加にとどまった。また１組合あたりの組合員数は，組合員数の増加と，合併の進展による組合数の減少により4,281人から4,916人へ約600人増加している。

正･准組合員別にみると，正組合員は533万5,636人と前年度比4万4,447人減少したのに対し，准組合員は370万9,270人と4万8,533人増加した。ここ数年正組合員数の減少幅が大きくなっており，正組合員比率も59.0%と２年連続で60%を下回ることになった。

正組合員の減少は，中山間地域を中心に農村の過疎化や世代交代に伴う離農，農業後継者不足がさらに進んでいるためとみられる。一方准組合員の増加は，都市近郊における混住化が依然進んでいること等によるものと考えられる。

なお農事組合法人等の団体正組合員は，法人経営の増加等を反映し前年度比304団体増の8,567団体と，８年連続で増加している。

３.役職員数･店舗数の動向
――職員の減少傾向強まる――

(1)　役職員数

合併の進展により，農協の常勤理事数は,3,255名と前年度比291人減少した(第２表)。同様に非常勤理事数も28,796人と，前年度比3,027人の減少となった。常勤理事数，非常勤理事数とも，10年前の約３分の２の水準である。

職員数も28万８人と前年度に比べ4,475人減少した（前年度比△1.6%)。

主要４事業別（信用，共済，購買，販売）に職員増減数をみると，増加したのは共済事業のみで,前年比1,392人増の31,386人となった。また減少数が最も多かったのは購買事業で，減少数の約６割を占める。これは,①購買事業において臨時･パート職員への代替や協同会社への事業移管が増加していること，②収益性の低い小規模な購買店舗が減少していること等が影響しているとみられる。

第2表　農協の理事数および職員数の推移

（単位　人）

	1995年度	96	97	98	98－97
常勤理事	3,947	3,807	3,546	3,255	△　291
非常勤理事	36,259	35,243	31,823	28,796	△3,027
職員合計	297,632	293,369	284,483	280,008	△4,475
信用職員	75,806	74,370	72,845	71,728	△1,117
共済職員	28,491	29,486	29,994	31,386	1,392
購買職員	98,030	94,184	89,785	87,189	△2,596
販売職員	19,686	19,585	19,084	18,853	△　231
その他	75,619	75,744	72,775	70,852	△1,923

資料　農林水産省『総合農協統計表』から作成

(2)　店舗数――減少続く――

農協の総店舗数（本所に支店，出張所，事業所数を加えたもの）は２万3,793と前年比247減少し，減少率も１％を超えた。店舗数は，90年代後半はほぼ横ばいで推移していたが,97年に続き，２年連続の減少となった。

既存施設･店舗の再編・統廃合は,農協の経営効率化の上で重要な課題といわれてきたが，ようやくその取り組みの効果が現れてきたものとみられる。

４.収支構造

――やや改善した収益状況――

98年度の事業総利益は，２兆3,044億円と，前年度比６億円のわずかな増加にとどまった（第３表)。一方，事業管理費は2兆2,046億円と，349億円の減少となったが,これは主として，人件費の減少によるものである。事業管理費は95年度をピークに減少に転じ，その減少額は年々大きくなっている。

事業外損益にはほとんど変化がなかったため経常利益は,前年度に比べ367億円(31%)増の1,559億円となった。経常利益が前年度比で増加するのは，95年度以来３年振りである。

また収益性を事業管理費比率(注2)でみても95.7%と前年度比1.5ポイント低下した。

部門別の事業総利益は,信用事業が220億円，共済事業が９億円の増加となる一方で，購買事業が163億円，販売事業が49億円それぞれ減少となった。

各部門の事業総利益全体に占める比率は，信用事業が36.3%(＋1.0ポイント)，共済総利益25.2%(変わらず)，購買総利益25.4(△0.7ポイント)で，この３部門で約87%を占めている。近年，信用･購買事業の比率が落ちる一方，共済事業の比率が急速に高まってきたが,98年度は横ばいで推移した。

（注2） 農協の収益性をみる指標。事業管理費×100／事業総利益で計算され，この数字が100を超えると事業損失となる。

５.財務構造

――自己資本増強の動き続く――

(1)　貸借対照表

資産合計は78兆7,272億円と，前年度比9,535億円の増加となった(第４表)。これは97年度増加額2,139億円を４倍以上上回っている。

資産の部の内訳をみると，信用事業資産は,預け金が1,777億円の減少となったもの

第3表　事業総利益の部門別推移

（単位　億円,%）

	1995年度	96	97	98	98－97
事業総利益	24,645	23,912	23,038	23,044	6
うち信用総利益	9,323	8,587	8,137	8,357	220
共済総利益	5,723	5,742	5,795	5,804	9
購買総利益	6,572	6,398	6,020	5,857	△163
販売総利益	1,519	1,582	1,532	1,483	△ 49
事業管理費	22,741	22,574	22,395	22,046	△349
経常利益	2,549	1,957	1,191	1,559	367
事業管理費比率	92.3	94.4	97.2	95.7	△1.5

資料　第2表に同じ

の，貸出金が6,099億円の増加し，5,699億円の増加となった。また，共済事業資産は18億円,経済事業資産は1,679億円それぞれ減少した。

次に負債の部をみると，信用事業において,貯金が4,975億円,信用貸倒引当金が690億円，それぞれ増加し，信用事業負債合計も，4,613億円の増加となった。信用事業貸倒引当金の増加幅は,前年の1,195億円から大幅に減少したが，これは前年度に，早期是正措置導入（98年４月）を前にした資産の自己査定とそれに伴う引当の実施が行われたためとみられる。

また資本合計をみると，４兆3,900億円と,前年度に比べ3,296億円の大幅増となった。これは，土地再評価法(注3)の採用に伴う再評価差額金の影響が大きく，同差額金以外で増加額が大きいのは特別積立金の340億円，出資金の311億円である。

（注3） 98年３月に２年間の時限措置で施行された，長期保有している事業用土地の取得原価（簿価）を時価で評価し直すための法律。

第４表　貸借対照表

（単位　億円）

	1997年度	98	増減額		1997年度	98	増減額
信用事業資産計	714,357	720,056	5,699	信用事業負債計	706,451	711,064	4,613
うち預け金計	449,437	447,660	△ 1,777	うち貯金計	688,580	693,555	4,975
うち系統預け金	440,905	438,955	△ 1,950	信用借入金計	8,342	7,750	△ 592
系外預け金	8,284	8,578	294	信用貸倒引当金	3,054	3,744	690
有価証券等	43,670	44,246	576	共済事業負債計	7,805	8,625	819
貸出金計	213,294	219,393	6,099	経済事業負債計	8,976	7,890	△1,086
証書貸付	184,428	191,581	7,153	農地信託事業負債	0	1	1
手形貸付他	28,865	14,867	△13,998	設備借入金	1,842	1,808	△ 34
共済事業資産計	500	483	△ 18	雑負債	3,982	3,987	5
経済事業資産計	17,956	16,277	△ 1,679	諸引当金計	7,999	8,023	24
農地信託事業資産	1	1	0	うち退給引当金	6,871	6,877	6
雑資産	4,323	4,270	△ 53	貸倒引当金	181	114	△ 68
事業資産計	737,137	741,086	3,949	繰延税金負債	－	54	54
固定資産計	27,600	31,687	4,087	再評価に係る繰延税金負債	－	724	724
合併特別勘定	92	276	184	負債合計	737,134	743,372	6,238
外部出資計	12,606	13,186	580	資本合計	40,603	43,900	3,296
繰延税金資産	－	750	750	うち出資金	14,084	14,395	311
再評価に係る繰延税金資産	－	7	7	法定準備金	8,386	8,553	168
繰延資産計	301	279	△ 22	再評価差額金	－	1,739	1,739
				資本積立金	943	969	27
				特別積立金	16,166	16,506	340
				当期未処分剰余金	875	1,587	711
資産合計	777,737	787,272	9,535	負債・資本合計	777,737	787,272	9,535

資料　第2表に同じ

(2)　利益処分及び損失金処理の状況

財務体質を強化するため，利益の外部流出を抑制する動きは続いており，98年度決算の当期未処分剰余金に対する内部留保率(注4)は84.3%と前年を５ポイント以上上回った(第２図)。

一方，当期未処理損失金計上組合は，前年度を35農協下回る217農協となったが，全農協数に占める割合は，11.7%と引き続き１割を超えている。

また出資配当率をみると，無配当の農協は97年度の789農協から688農協へ101農協減少したものの，全農協に占める割合は，37%と前年度とほぼ同水準であった。

(注4)　内部留保率＝（法定準備金繰入れ＋特別積立金繰入れ＋次期繰越剰余金）×100／当期未処分剰余金

６.事業推移

――引き続き厳しい事業環境――

(1)　信用事業

a．貯金・貸出金の動き

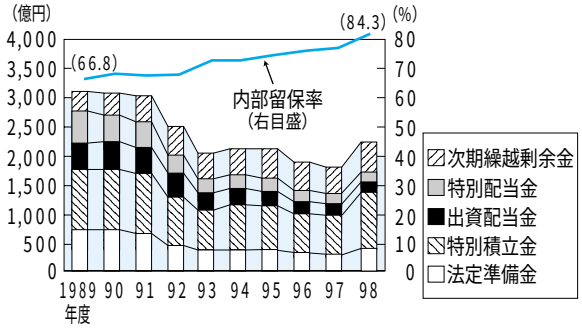
調達面をみると，貯金残高は69兆3,555億円で前年度比0.7%の増加となった（第５表)。増加率は，前年度を0.3ポイント下回り，依然低い伸びが続いている。

この背景としては，超低金利による利息元加効果の縮小，景気低迷の長期化による兼業所得の減少，農業収入の低迷等の影響が考えられる。

次に，運用面をみると，貸出金は21兆9,393億円で2.9%の増加となった。これは，農業向け資金は減少しているものの，住宅資金･賃貸住宅資金，地公体向け資金の伸びが比較的堅調に推移したためである。そのため貯貸率は31.6%と，前年を0.7ポイント上回り４年連続の上昇となった。

一方，信用事業資産の約６割を占める預け金は３年連続で前年を下回り，前年度比1,777億円の減少となった。また有価証券（買入金銭債権，金銭信託等含む）は前年度比1,799億円増の４兆5,467億円となったが，内訳をみると，増加幅が最も大きいのは，金融債の1,809億円，ついで国債の1,118億円となっている。

第２図　当期剰余金合計とその処分状況



資料　第２表に同じ

b．調達コスト･運用利回り

前記のように信用事業総利益は，前年度

第５表　貯金・貸出金および貯貸率の推移(末残)

（単位　億円,%）

	1995年度	96	97	98	98－97
貯金残高	680,267	681,954	688,580	693,555	4,975
貸出金残高	194,781	204,492	213,294	219,393	6,099
貯金伸び率	0.3	0.2	1.0	0.7	△ 0.3
貸出金伸び率	4.4	5.0	4.3	2.9	△ 1.4
貯貸率の推移	28.6	30.0	31.0	31.6	0.7

資料　第２表に同じ

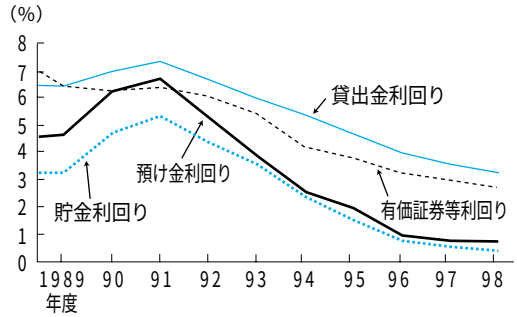
第6表　利回り・利ざやの推移

（単位　%）

	1995年度	96	97	98	98－97
貯金利回り	1.50	0.74	0.50	0.36	△0.14
貸出金利回り	4.70	3.95	3.55	3.25	△0.30
預け金利回り	1.96	0.96	0.77	0.72	△0.05
有価証券等利回り	3.76	3.23	2.96	2.71	△0.26
貯金･貸出金利ざや	3.21	3.22	3.04	2.89	△0.16
貯金･預け金利ざや	0.46	0.22	0.27	0.36	0.09

（注）　有価証券等利回りには売買益を含む。

第3図　利回りの推移



資料　第2表に同じ
(注)　有価証券等利回りには93年度以前は利息・配当金のみ，それ以降は売買益含む。

比220億円の増加となった。

内訳をみると，資金運用収益から資金調達費用を差し引いた資金収支は9,239億円と前年度比290億円増加した。これは貯金金利の低下による資金調達費用の減少幅が1,079億円と，資金運用収益の減少幅789億円を上回ったためである。また貸倒引当金の繰入れが計上されるその他経常費用は800億円と前年を218億円下回った。

運用収益の内訳をみると，最も減少額が大きかったのは貸出金利息の384億円で，ついで預け金利息の258億円，有価証券利息配当金の106億円と続く。

また貯金･貸出金利ざや，貯金･預け金利ざやの推移をみると，貯金･預け金利ざやが2年連続で上昇（0.09ポイント）する一方，貯金･貸出金利ざやは，貸出金利回りの低下幅が大きく，3.04%から2.89%へ２年連続して低下している（第６表，第３図）。

99年度以降も，超低金利の持続や長短金利差縮小により，信用事業利ざやはさらに縮小しており，引き続き信用事業の収支環境は厳しいものとみられる。

(2)　共済事業

98年度の共済事業の長期共済新契約は，件数が236万９千件で前年度比25万７千件の増加，共済金額も29兆9,857億円で１兆794億円の増加と，件数，金額ともに前年度を上回った（第７表）。

この要因としては，生命保険業界を巡る事業環境は景気低迷の長期化等により非常

第7表　共済事業の推移

（単位　千件，億円）

		1995年度	96	97	98	98－97
長期共済新契約高	金額	293,976	304,420	289,063	299,857	10,794
	件数	2,250	2,217	2,112	2,369	257
うち生命総合共済	金額	174,215	200,936	202,852	215,154	12,302
	件数	1,228	1,338	1,376	1,617	241
うち終身共済	金額	89,778	109,251	112,105	119,829	7,724
	件数	396	487	530	572	42
養老生命共済	金額	83,465	89,452	87,220	91,525	4,305
	件数	643	629	639	778	139
建物更生共済	金額	119,754	103,473	86,203	84,696	△1,507
	件数	1,020	877	734	751	17
短期共済契約高	掛金	4,307	4,401	4,413	4,371	△ 42
	件数	41,864	43,018	44,254	44,430	176
うち自動車共済	掛金	3,130	3,180	3,235	3,180	△ 55
	件数	25,468	26,319	27,404	27,565	161

資料　全共連『農協共済事業統計』

に厳しかったもの[(注5)]の，前年度の生保破綻の農協共済事業への影響が比較的小さかったことや，97年度の目標未達を踏まえ系統役職員の普及推進の取り組みが一層進んだこと等があげられる。

新契約の内訳をみると，終身共済，養老共済等の生命総合共済が21兆5,154億円と前年度比１兆2,302億円増加する一方，建物更正共済が８兆4,695億円と，前年度比1,507億円の減少となった。建物更正共済は阪神大震災の影響で94年度に残高が急増したものの，翌年度以降は4年連続で減少している。一方短期共済契約については，件数が444万３千件と前年度比17万６千件増となる一方，受入共済掛金が4,371億円と前年度比42億円減となった。

また共済事業総利益は，5,804億円と前年度比９億円の微増にとどまった。これは，共済事業収益の減少額（３億円）を，共済事業費用の減少額（12億円）が上回ったためである。共済事業費用の減少は，共済推進費の削減や低金利下で共済借入金利息が減少したためとみられる。

（注5） 98年度の民間生保業界における，個人保険の新契約高は前年度比11.5%減と，７年連続の減少となった。

（3） 購買事業

ａ．当期供給・取扱高

98年度の購買事業取扱高は，４兆4,024億円と，前年度に比べ2,551億円（△5.5%）の大幅な減少となった（第８表）。生産資材，生活物資に分けてみると，生産資材の取扱高は2兆7,615億円で，前年に比べ1,550億円の減少，生活物資の取扱高は１兆6,409億円で，前年度比1,000億円の減少であった。

生産資材の減少額が，生活物資の減少額を大きく上回っているが，これは作付面積の縮小や民間業者との競争に加え，国際的に商品市況が低迷したことも影響しているとみられる。品目別にみると，最も減少額が大きいのは石油類の518億円，次いで飼料の327億円である。

一方，生活物資も，農家所得の低迷や他の小売業との競争等の影響から５年連続の減少となった。最も減少額が大きいのは生鮮食品の257億円，次いで一般食品の251億円である。ただし，近年店舗購買においては県内Aコープ一体化のための別会社の設立や農協単独での協同会社化の動きもあり，そのこともこの大幅な減少に影響して

第8表　購買事業の推移

（単位　億円，%）

	1995年度	96	97	98	98－97
購買取扱高合計	49,681	50,623	46,575	44,024	△2,551
生産資材	30,498	32,019	29,166	27,615	△1,550
うち飼料	3,867	4,880	4,786	4,459	△ 327
肥料	3,807	3,914	3,572	3,541	△ 31
農薬	3,181	3,205	2,838	2,844	6
農業機械	4,137	4,157	3,424	3,131	△ 293
石油類	6,240	6,355	6,113	5,595	△ 518
生活物資	19,184	18,604	17,410	16,409	△1,000
うち米	1,440	1,304	1,159	1,095	△ 64
生鮮食品	4,138	3,867	3,675	3,418	△ 257
一般食品	5,069	4,753	4,424	4,173	△ 251
系統利用率	73.5	72.0	71.8	70.6	△ 1.2
生産資材系統利用率	76.1	74.2	74.5	73.4	△ 1.1
生活物資系統利用率	69.1	67.7	66.9	65.5	△ 1.4

資料　第2表に同じ

いるとみられる。

このように購買事業を取り巻く環境は厳しさを増しているが，農協系統としては，不採算店舗の見直しや職員の効率的配置等の事業効率化にむけた取り組みを進めている(注6)。

b．購買事業の系統利用率

購買事業の系統利用率（購買品受入高のうち連合会から受け入れた比率）は，5年連続して低下し，70.6%となった。系統利用率は趨勢的に低下しており，10年前に比べ約５ポイント低下している。

（注6） 98年度の売場面積100㎡以下の購買店舗は2,715店で，これは前年度に比べ169店舗の減少となった。また購買店舗１店舗あたり面積は７年連続で増加し，202㎡となった。

（4） 販売事業

a．当期販売･取扱高

98年度の販売事業取扱高は5兆4,295億円と，前年度に比べ2,781億円の減少となった（第９表）。

品目別内訳をみると，取扱高の最も大きい（１兆3,788億円）米が，前年度比2,657億円の大幅減となった。生産調整の強化と，作況指数の低下により，10年産米の生産量が896万トンと，前年を106万５千トン，11%下回ったことに加え，前年まで４年連続の豊作により，在庫が高水準で推移し，価格の上昇が小幅にとどまったためである。

次いで減少額が大きかったのは畜産物で，前年度比702億円の減少となった（取扱高は１兆2,606億円）。これは，豚肉，ブライラー，鶏卵の取扱高が主に価格下落により減少したことが影響している。

一方，米に次いで取扱高の大きい野菜は，長雨，台風等の天候不順により出荷量が減少したこと等により，価格が上昇し，取扱高は１兆4,439億円と前年度比918億円増加した。

また果実は，裏年にあたったみかんを中心に出回り量が前年を大幅に下回ったが，価格がそれ以上に上昇したため，取扱高は前年を41億円上回った。

b．販売事業の系統利用率

98年度の農産物販売の系統利用率（当期販売･取扱高のうち連合会経由の販売金額）は90.6%となった。前年度比0.2ポイント低下したものの依然90%を超えている。品目別にみると，米が最も高く96.3%，次いで野菜93.1%，果樹93.0%と続く。また花き，

第9表　販売事業の推移

（単位　億円，%）

	1995年度	96	97	98	98－97
当期販売取扱高	59,047	59,158	57,077	54,295	△2,781
うち米	19,695	17,905	16,444	13,788	△2,657
野菜	12,754	13,162	13,521	14,439	918
果実	7,600	6,996	6,144	6,191	47
畜産物	11,635	13,326	13,308	12,606	△ 702
花き・花木	2,073	2,270	2,302	2,343	41
系統利用率	92.7	91.2	90.6	90.4	△ 0.2
うち米	98.8	98.2	97.7	96.3	△ 1.5
野菜	93.5	93.2	93.6	93.1	△ 0.5
果実	93.4	92.4	91.5	93.0	1.4
畜産物	91.5	88.5	88.1	88.1	△ 0.0
花き・花木	77.4	67.1	65.4	73.2	7.9

資料　第2表に同じ

花木は県連，全農の取扱いシェアが他作目に比べ低く，73.2%にとどまっている。

系統利用率は，利用率の高い米の取扱高が減少していること等により，全体としてここ数年は低下傾向にある。

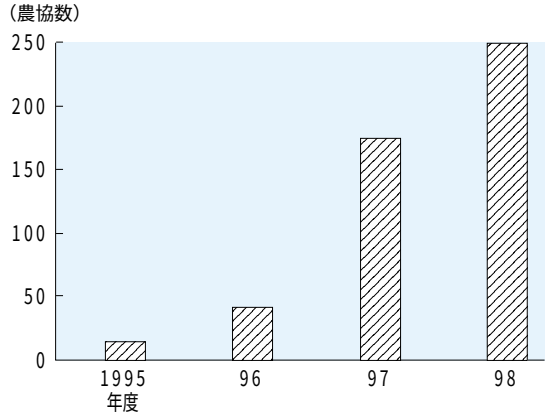
７．その他

(1)　老人福祉事業について

98年度に老人福祉事業に取り組んだ農協は，249農協と前年度を73農協も上回った。これは全農協の約14%を占める（第４図)。組合員の高齢者介護ニーズの高まり等を受け，農協系統では従来より積極的にホームヘルパーの育成等を進めてきたが，ここにきて，その取り組みが，急速に広がってきたことがうかがえる。

なお，2000年４月より介護保険制度がスタートしたが，介護保険の事業者指定を受け，事業を開始した農協は，全国で300を超えた。地域住民に対して提供される介護保険サービスは，農協と地域社会をつなぐ重要な取組みと考えられ，この動きはさらに広がっていくとみられる。

第４図　老人福祉事業への取組み



資料　第２表に同じ

(2)　労働生産性の推移について

第20回農協大会議案（1994年９月）には，「経営体力の増強を図るため，西暦2000年にむけてJAグループ全体の労働生産性を30%向上させることを目指します」とあり，労働生産性は収益力強化のための重要な指標とされた。同案によれば，労働生産性を示す指標は，職員一人あたり事業総利益である（基準年度93年度の同計数は776万３千円のため，2000年目標値は1,009万２千円となる)。

98年度の職員一人あたり事業総利益をみると，823万円と前年を13万２千円上回った（第10表)。ただし93年度と比較すると，６%の上昇にとどまっている。この変化を，職員数と事業総利益に分けてみると，職員数が，93年度比7.2%減少する一方で，事業総利益も1.4%の減少となっている。農協の事業再構築の取組みにより，職員数の抑制が進む一方，厳しい事業環境を受けて収益そのものも減少したため，労働生産性が伸び悩んだことがうかがえる。

第10表　部門別労働生産性

（単位　千円）

	1993年	94	95	96	97	98
信用事業	10,666	11,204	12,298	11,546	11,170	11,650
共済事業	20,800	20,570	20,087	19,473	19,320	18,491
購買事業	6,965	6,909	6,704	6,793	6,705	6,717
販売事業	8,319	8,002	7,716	8,077	8,028	7,868
全事業計	7,763	7,977	8,280	8,151	8,098	8,230

資料　第２表に同じ

98年度の職員一人あたり事業総利益を主要４部門でみると，前年度を上回ったのは，信用事業，購買事業で，それぞれ48万１千円，１万２千円上昇し，1,165万円，671万７千円となった。一方，前年度を下回ったのは，共済事業，販売事業で，それぞれ82万９千円，16万円低下し，１,849万１千円，786万８千円となった。とくに共済事業は94年度以降５年連続の減少となったが，これは収益性の高かった同事業への職員シフトが進むなか，先にみたように厳しい事業環境を受け事業総利益の伸びが鈍化してきたためとみられる。

おわりに

98年度の農協経営は，信用事業総利益がやや好転したものの，購買・販売事業総利益は引き続き減少し，総利益はほぼ横ばいにとどまった。その一方で，職員体制の見直しにより事業管理費の抑制が進んだ結果，事業利益は増加に転じている。厳しい経営環境のなかで，事業再構築の効果がようやく現れてきたとも考えられる。

また，こうした事業の効率化が進む一方で，老人福祉事業等組織基盤の構造変化によってニーズの高まってきた新たな事業に積極的に取り組んでいる姿勢も確認された。

このように，98年度の農協経営には，既存事業体制の見直しと，新たな事業展開の動きが同時にみられているのが特徴と言えよう。

しかしながら99年度以降，景気低迷の長期化等により農協の収益環境はさらに悪化し，また高齢化や過疎化，担い手不足等農協の組織基盤の脆弱化も進んできている。農協系統としては，組合員や地域社会のニーズに応えた事業展開を行うためにも，組織基盤の変化に対応した強固な経営体制の確立を，既存の事業・施設，組織体制の見直し等を含めさらに進めていく必要があろう。

〈参考資料〉
・日本農業年鑑刊行会編『日本農業年鑑2000年版』家の光協会

（内田多喜生・うちだたきお**）**

統　計　資　料

目　　次

1．農林中央金庫　資金概況　（海外勘定を除く）……(63)
2．農林中央金庫　団体別・科目別・預金残高　（海外勘定を除く）……(63)
3．農林中央金庫　団体別・科目別・貸出金残高　（海外勘定を除く）……(63)
4．農林中央金庫　主要勘定　（海外勘定を除く）……(64)
5．信用農業協同組合連合会　主要勘定……(64)
6．農業協同組合　主要勘定……(64)
7．信用漁業協同組合連合会　主要勘定……(66)
8．漁業協同組合　主要勘定……(66)
9．金融機関別預貯金残高……(67)
10．金融機関別貸出金残高……(68)

統計資料照会先　農林中金総合研究所調査第一部
ＴＥＬ　03（3243）7351
ＦＡＸ　03（3246）1984

利用上の注意（本誌全般にわたる統計数値）

1．数字は単位未満四捨五入しているので合計と内訳が不突合の場合がある。
2．表中の記号の用法は次のとおりである。
「０」単位未満の数字　「－」皆無または該当数字なし
「…」数字未詳　「△」負数または減少

1. 農林中央金庫資金概況

（単位 百万円）

年月日	預金	発行債券	その他	現金預け金	有価証券	貸出金	その他	貸借共通合計
1995. 4	**30,110,035**	**9,068,734**	**5,521,937**	**6,201,162**	**14,484,300**	**13,827,663**	**10,187,581**	**44,700,706**
1996. 4	**29,897,493**	**9,286,641**	**4,482,862**	**4,445,738**	**15,967,220**	**15,491,769**	**7,762,269**	**43,666,996**
1997. 4	**30,019,900**	**6,716,323**	**7,568,924**	**4,364,773**	**13,063,441**	**15,707,442**	**11,169,491**	**44,305,147**
1998. 4	**27,027,739**	**7,702,581**	**14,654,345**	**5,689,898**	**10,042,223**	**13,359,247**	**20,293,297**	**49,384,665**
1999. 4	**28,758,850**	**7,267,159**	**11,121,449**	**2,140,851**	**13,258,147**	**16,912,755**	**14,835,705**	**47,147,458**
1999. 11	31,430,834	7,182,019	12,812,415	4,240,974	14,846,924	20,756,709	11,580,661	51,425,268
12	31,374,112	7,176,948	12,580,272	4,420,941	14,255,538	20,656,449	11,798,404	51,131,332
2000. 1	32,200,296	7,115,140	11,114,889	3,840,890	15,278,511	20,473,221	10,837,703	50,430,325
2	32,190,916	7,045,753	10,691,747	3,125,652	15,088,531	21,821,430	9,892,803	49,928,416
3	32,708,933	6,977,951	8,032,880	2,465,916	14,796,831	20,922,379	9,534,638	47,719,764
4	34,359,607	6,917,248	22,406,173	2,187,621	15,997,784	21,332,754	10,330,373	49,848,532

（注） 単位未満切り捨てのため他表と一致しない場合がある。

2. 農林中央金庫・団体別・科目別・預金残高

2000 年 4 月 末 現 在　　（単位 百万円）

団体別	定期預金	通知預金	普通預金	当座預金	別段預金	公金預金	計
農業団体	28,453,659	22,270	1,898,089	242	199,035	-	30,573,295
水産団体	1,146,794	12	50,207	87	14,276	-	1,211,376
森林団体	2,692	-	2,618	53	429	-	5,791
その他出資団体	8,989	-	1,001	-	940	-	10,930
出資団体計	29,612,134	22,282	1,951,914	381	214,680	-	31,801,392
非出資団体計	544,803	208,998	437,659	185,171	1,156,925	24,659	2,558,216
合計	**30,156,938**	**231,280**	**2,389,574**	**185,551**	**1,371,605**	**24,659**	**34,359,607**

3. 農林中央金庫・団体別・科目別・貸出金残高

2000 年 4 月 末 現 在　　（単位 百万円）

団体別		証書貸付	手形貸付	当座貸越	割引手形	計
系統団体等	農業団体	88,267	329,004	8,507	1	425,778
	開拓団体	2,571	942	-	-	3,513
	水産団体	98,322	58,442	43,311	887	200,962
	森林団体	21,335	19,252	696	421	41,704
	その他出資団体	65	9,898	170	-	10,133
	出資団体小計	210,560	417,538	52,684	1,308	682,090
	その他系統団体等小計	340,019	51,352	188,830	1,505	581,705
	計	550,579	468,890	241,514	2,813	1,263,795
関連産業		2,958,405	431,521	3,148,823	121,964	6,660,714
その他		2,753,616	10,567,215	87,415	-	13,408,246
合計		**6,262,600**	**11,467,626**	**3,477,752**	**124,777**	**21,332,755**

4. 農　林　中　央　金

(貸　　方)

年月末	預金			譲渡性預金	発行債券
	当座性	定期性	計		
1999. 11	2,273,529	29,157,305	31,430,834	-	7,182,019
12	2,256,797	29,117,315	31,374,112	8,300	7,176,948
2000. 1	2,541,505	29,658,791	32,200,296	4,800	7,115,140
2	2,326,804	29,864,112	32,190,916	17,500	7,045,753
3	2,774,874	29,934,059	32,708,933	43,160	6,977,951
4	4,187,071	30,172,536	34,359,607	63,960	6,917,248
1999. 4	2,056,754	26,702,096	28,758,850	13,400	7,267,159

(借　　方)

年月末	現金	預け金	有価証券		商品有価証券	買入手形	手形貸付
			計	うち国債			
1999. 11	141,971	4,099,002	14,846,924	5,243,812	14,605	-	10,202,610
12	154,662	4,266,278	14,255,538	4,519,915	369,953	-	10,069,344
2000. 1	114,421	3,726,467	15,278,511	5,456,270	533,949	14,000	9,994,521
2	95,614	3,030,036	15,088,531	4,971,343	548,822	-	11,585,025
3	171,651	2,294,264	14,796,831	4,680,521	267,928	-	11,013,903
4	192,133	1,995,486	15,997,784	5,961,575	248,840	79,800	11,467,625
1999. 4	121,531	2,019,319	13,258,147	5,332,187	196,033	105,050	5,647,532

(注)　1．単位未満切り捨てのため他表と一致しない場合がある。　2．預金のうち当座性は当座・普通・通知・別段預金。
3．預金のうち定期性は定期預金。　4．62年11月以降は科目変更のため預金のうち公金の表示は廃止。
5．借用金は借入金・再割引手形。　6．1985年５月からコールマネーは借用金から，コールローンは貸出金から分離，商品有価証券を新設。

5. 信　用　農　業　協　同　組

年月末	貸方				
	貯金		譲渡性貯金	借入金	出資金
	計	うち定期性			
1999. 11	47,508,448	45,655,006	167,760	7,045	924,571
12	48,165,196	45,787,626	107,710	11,494	925,014
2000. 1	47,932,624	45,921,090	139,180	11,534	925,019
2	47,907,020	45,950,543	110,700	11,532	925,728
3	48,073,990	45,789,578	89,630	9,281	946,936
4	47,669,644	46,063,284	105,100	11,154	949,364
1999. 4	47,474,708	45,463,343	204,690	20,282	912,694

(注)　1．貯金のうち「定期性」は定期貯金・定期積金の計。　2．出資金には回転出資金を含む。
3．1994年４月以降,コールローンを金融機関貸付金から分離。　4．1999年10月より統合県ＪＡは含まない。

6. 農　業　協　同　組

年月末	貸方				
	貯金			借入金	
	当座性	定期性	計	計	うち信用借入金
1999. 10	15,425,462	54,582,366	70,007,828	973,720	750,989
11	15,252,667	54,583,329	69,835,996	974,900	755,664
12	15,865,076	55,149,944	71,015,020	925,271	713,047
2000. 1	15,089,384	55,062,733	70,152,117	926,864	716,926
2	15,489,833	54,850,094	70,339,927	934,157	725,487
3	15,672,148	54,583,450	70,255,598	948,611	741,289
1999. 3	14,934,399	54,061,545	68,995,944	1,003,802	778,654

(注)　1．貯金のうち当座性は当座・普通・購買・貯蓄・通知・出資予約・別段。　2．貯金のうち定期性は定期貯金・譲渡性貯金・定期積金。
3．借入金計は信用借入金・共済借入金・経済借入金。　4．1999年10月より統合県ＪＡを含む。

庫　主　要　勘　定

（単位 百万円）

コールマネー	食糧代金受託金・受託金	資本金	その他	貸方合計
1,080,514	2,931,998	1,124,999	7,674,904	51,425,268
402,364	3,737,490	1,124,999	7,307,119	51,131,332
769,957	3,415,298	1,124,999	5,799,835	50,430,325
389,720	3,389,472	1,124,999	5,770,056	49,928,416
212,712	2,949,548	1,124,999	3,702,461	47,719,764
863,495	2,913,896	1,124,999	3,605,327	49,848,532
482,910	3,859,173	1,124,999	5,640,967	47,147,458

貸出金				コール・ローン	食糧代金概算払金	その他	借方合計
証書貸付	当座貸越	割引手形	計				
6,559,179	3,874,802	120,117	20,756,709	3,573,037	-	7,993,020	54,425,268
6,533,022	3,915,294	138,787	20,656,449	3,476,435	80	7,951,937	51,131,332
6,511,978	3,845,951	120,769	20,473,221	3,120,108	40	7,169,608	50,430,325
6,425,524	3,696,997	113,883	21,821,430	3,004,786	90	6,339,107	49,928,416
6,330,427	3,459,621	118,426	20,922,379	2,719,715	-	6,546,996	47,719,764
6,262,600	3,477,751	124,777	21,332,754	3,179,738	-	6,821,997	49,848,532
6,944,414	4,182,371	138,436	16,912,755	4,059,354	-	9,529,819	47,147,458

合　連　合　会　主　要　勘　定

（単位 百万円）

借方							
現金	預け金		コールローン	金銭の信託	有価証券	貸出金	
	計	うち系統				計	うち金融機関貸付金
60,721	30,650,205	29,956,084	32,000	518,183	11,303,622	6,195,835	603,791
193,467	31,244,426	30,518,396	26,000	516,190	11,178,307	6,205,542	603,791
56,840	31,270,117	30,762,189	5,000	512,316	11,190,293	6,163,204	603,790
63,511	31,038,901	30,595,942	33,000	506,717	11,333,878	6,169,133	593,070
53,654	30,967,189	30,556,834	52,000	436,215	11,741,871	5,962,548	593,068
49,342	31,214,266	30,850,673	0	473,530	11,243,345	5,839,317	579,258
49,324	30,091,358	29,099,719	19,000	516,906	11,290,028	6,397,660	652,871

合　主　要　勘　定

（単位 百万円）

借方							報告組合数
現金	預け金		有価証券・金銭の信託		貸出金		
	計	うち系統	計	うち国債	計	うち農林公庫貸付金	
298,569	45,524,603	44,971,788	4,396,047	1,350,260	21,986,106	513,810	1,557
334,324	45,231,960	44,677,798	4,421,861	1,410,971	22,024,405	501,855	1,557
494,542	46,213,251	45,569,375	4,303,278	1,334,775	22,006,200	496,609	1,558
331,308	45,651,836	45,129,959	4,240,367	1,293,225	21,875,191	490,688	1,558
324,675	45,649,798	45,149,708	4,320,502	1,411,529	21,936,429	480,742	1,548
312,755	45,607,105	45,074,389	4,250,307	1,377,641	22,086,399	480,269	1,537
312,157	44,407,429	43,563,436	4,475,562	1,337,049	22,026,040	520,616	1,724

7．信用漁業協同組合連合会主要勘定

（単位 百万円）

年月末	貸方				借方				
	貯金		借用金	出資金	現金	預け金		有価証券	貸出金
	計	うち定期性				計	うち系統		
2000．1	2,312,846	1,896,739	53,721	49,526	7,027	1,349,163	1,290,516	217,890	857,785
2	2,312,858	1,900,865	53,782	49,558	6,733	1,352,846	1,297,505	218,833	854,928
3	2,390,924	1,891,914	37,032	49,932	10,879	1,417,670	1,328,252	213,734	866,296
4	2,327,358	1,905,265	58,433	50,183	7,141	1,401,102	1,344,405	207,957	846,898
1999．4	2,248,711	1,849,577	52,256	49,013	5,598	1,271,345	1,239,843	211,906	855,054

（注） 貯金のうち定期性は定期貯金・定期積金。

8．漁業協同組合主要勘定

（単位 百万円）

年月末	貸方					借方						報告組合数
	貯金		借入金		払込済出資金	現金	預け金		有価証券	貸出金		
	計	うち定期性	計	うち信用借入金			計	うち系統		計	うち農林公庫資金	
1999．11	1,430,917	966,830	488,782	370,807	162,363	8,110	1,263,912	1,195,336	22,168	592,235	28,774	893
12	1,465,071	964,501	482,394	361,262	162,449	8,604	1,295,808	1,214,026	21,919	586,552	27,448	882
2000．1	1,410,405	958,185	468,808	354,318	162,185	7,963	1,252,977	1,183,961	22,191	574,455	26,893	874
2	1,411,770	952,397	461,212	350,381	161,217	7,166	1,251,320	1,182,820	22,642	567,288	26,334	864
1999．2	1,492,543	1,087,680	506,242	390,695	167,933	7,422	1,307,811	1,222,385	24,852	615,503	30,513	986

（注） 1．水加工協を含む。 2．貯金のうち定期性は定期貯金・定期積金。
3．借入金計は信用借入金・共済借入金・経済借入金。

9. 金融機関別預貯金残高

（単位 億円，%）

		農協	信農連	都市銀行	地方銀行	第二地方銀行	信用金庫	信用組合	郵便局
残高	**1997. 3**	**676,963**	**472,553**	**2,144,063**	**1,687,316**	**612,651**	**977,319**	**221,668**	**2,248,872**
	1998. 3	**684,388**	**468,215**	**2,140,824**	**1,690,728**	**606,607**	**984,364**	**213,530**	**2,405,460**
	1999. 3	**689,963**	**469,363**	**2,082,600**	**1,715,548**	**631,398**	**1,005,730**	**202,043**	**2,525,867**
	1999. 4	691,352	474,747	2,145,762	1,727,364	632,297	1,014,540	202,413	P 2,538,710
	5	691,150	480,346	2,194,880	1,737,395	628,105	1,016,291	200,539	P 2,540,023
	6	701,251	489,979	2,191,561	1,759,431	623,790	1,025,625	200,432	P 2,559,879
	7	698,648	487,755	2,188,988	1,740,067	618,402	1,026,731	199,518	P 2,563,308
	8	698,867	488,716	2,183,490	1,728,219	609,758	1,023,864	198,048	P 2,568,745
	9	695,770	486,538	2,176,469	1,723,359	608,850	1,021,550	197,487	P 2,566,426
	10	700,078	478,683	2,205,048	1,715,364	602,483	1,023,605	196,699	P 2,576,609
	11	698,360	475,084	2,211,891	1,732,228	600,530	1,019,475	P 194,983	P 2,571,083
	12	710,152	481,652	2,197,206	1,740,547	608,845	1,035,177	P 196,976	P 2,595,479
	2000. 1	701,521	479,326	2,221,008	1,706,580	597,467	1,020,159	P 194,126	P 2,599,979
	2	703,399	479,070	2,158,113	1,717,166	597,252	1,022,594	P 193,917	P 2,605,882
	3	702,556	480,740	(P2,036,892)	(P1,738,570)	P 598,429	P 1,020,520	P 191,967	P 2,602,932
	4	P 706,321	476,696	(P2,163,926)	(P1,782,585)	P 581,424	P 1,032,931	P 193,431	P 2,596,543
前年同月比増減率	**1997. 3**	**0.2**	**△2.4**	**△2.5**	**0.6**	**△0.2**	**1.6**	**△2.5**	**5.4**
	1998. 3	**1.1**	**△0.9**	**△0.2**	**0.2**	**△1.0**	**0.7**	**△3.7**	**7.0**
	1999. 3	**0.8**	**0.2**	**△2.7**	**1.5**	**4.1**	**2.2**	**△5.4**	**5.0**
	1999. 4	0.9	1.5	0.5	2.4	5.7	2.7	△4.8	P 4.7
	5	1.1	2.9	3.8	2.2	4.4	2.5	△5.5	P 4.5
	6	1.5	3.6	2.1	2.2	3.3	2.9	△5.2	P 4.3
	7	1.6	3.9	2.9	2.8	3.1	3.5	△4.7	P 4.0
	8	1.7	3.7	1.8	2.2	2.1	3.1	△5.1	P 3.7
	9	1.8	3.8	1.9	1.8	0.9	2.9	△4.9	P 3.6
	10	1.9	2.0	2.8	2.2	1.1	2.6	△4.7	P 3.6
	11	1.8	1.6	4.4	2.1	△4.0	1.9	P △5.0	P 3.4
	12	1.5	1.5	3.5	1.2	△4.8	1.1	P △5.0	P 3.0
	2000. 1	1.8	2.7	6.1	1.1	△4.8	1.1	P △5.3	P 3.1
	2	1.7	2.2	2.4	1.0	△5.7	1.1	P △5.1	P 3.0
	3	1.8	2.4	(P △2.2)	(P 1.3)	P △5.2	P 1.5	P △5.0	P 3.1
	4	P 2.2	0.4	(P 0.8)	(P 3.2)	P △8.0	P 1.8	P △4.4	P 2.3
発表機関		農林中金推進部		全銀協調査部	地銀協企画調査部	第二地銀協統計課	全信連総合研究所	全信組中央協会	郵政省貯金局

（注） 1．農協，信農連以外は日銀「経済統計月報」による。
2．全銀および信金には，オフショア勘定を含む。
3．都銀及び地銀残高の速報値（P）は，オフショア勘定を含まない。そのため、前年比増減率（P）は、オフショア勘定を含むもの(前年)と含まないもの(速報値)の比較となっている。

10. 金融機関別貸出金残高

（単位 億円，%）

		農協	信農連	都市銀行	地方銀行	第二地方銀行	信用金庫	信用組合	郵便局
残高	**1997. 3**	**199,493**	**59,545**	**2,140,890**	**1,359,955**	**532,803**	**702,014**	**172,721**	**10,756**
	1998. 3	**208,280**	**61,897**	**2,123,038**	**1,380,268**	**525,217**	**704,080**	**168,221**	**10,010**
	1999. 3	**214,613**	**60,420**	**2,093,507**	**1,382,200**	**527,146**	**712,060**	**154,204**	**9,775**
	1999. 4	213,961	59,016	2,108,783	1,364,612	520,399	706,635	152,979	P 9,770
	5	212,687	58,908	2,103,890	1,338,351	514,968	701,470	149,630	P 10,050
	6	212,491	58,164	2,108,829	1,334,175	513,790	700,718	148,239	P 9,606
	7	213,340	58,653	2,120,300	1,342,878	516,499	705,852	148,419	P 9,383
	8	214,068	59,039	2,111,479	1,334,840	512,663	700,764	145,826	P 9,497
	9	214,447	59,179	2,101,110	1,337,805	513,016	703,391	146,108	P 9,901
	10	214,277	57,666	2,097,069	1,339,734	511,163	703,805	145,679	P 9,921
	11	214,782	57,133	2,101,473	1,333,982	508,021	700,389	P 145,248	P 9,921
	12	214,618	57,230	2,136,238	1,365,497	515,614	710,716	P 145,730	P 9,283
	2000. 1	213,369	56,807	2,113,001	1,343,977	507,625	699,471	P 144,124	P 9,332
	2	214,082	56,918	2,117,158	1,346,816	505,998	696,977	P 143,551	P 9,433
	3	215,586	54,850	P 2,155,640	P 1,344,455	P 506,053	P 690,484	P 143,049	P 9,793
	4	P 214,987	53,618	P 2,112,075	P 1,349,473	P 483,447	P 684,535	P 141,758	P 9,571
前年同月比増減率	**1997. 3**	**5.1**	**△35.4**	**△1.2**	**0.5**	**0.3**	**0.4**	**△7.5**	**△4.1**
	1998. 3	**4.4**	**3.9**	**△0.8**	**1.5**	**△1.4**	**0.3**	**△2.6**	**△6.9**
	1999. 3	**3.0**	**△2.4**	**△1.4**	**0.1**	**0.4**	**1.1**	**△8.3**	**△2.3**
	1999. 4	2.7	△3.0	△2.3	△0.1	0.6	1.3	△7.3	P △2.2
	5	2.2	△3.5	△3.1	△0.9	△0.3	0.5	△7.3	P △1.9
	6	2.0	△4.0	△3.6	△0.8	△0.0	0.9	△7.7	P △3.2
	7	1.8	△3.7	△3.6	△0.5	0.3	1.3	△7.5	P △1.8
	8	1.7	△4.1	△4.4	△1.1	△0.3	0.7	△8.9	P △1.7
	9	1.5	△6.8	△2.6	△1.9	△1.0	0.5	△8.9	P △1.3
	10	1.6	△6.1	△4.8	△2.1	△0.6	△0.3	△9.1	P △1.8
	11	1.6	△6.2	△2.9	△2.3	△4.2	△1.4	P △9.5	P △4.8
	12	1.4	△6.0	△3.0	△2.6	△5.0	△2.4	P △9.7	P 0.5
	2000. 1	1.3	△6.1	△4.1	△3.4	△5.6	△3.1	P △9.5	P 1.1
	2	1.0	△5.9	△3.7	△3.1	△5.7	△3.3	P △9.1	P 1.6
	3	0.5	△9.2	P 3.0	P △2.7	P △4.0	P △3.0	P △7.2	P 0.2
	4	P 0.5	△9.1	P 0.2	P △1.1	P △7.1	P △3.1	P △7.3	P △2.0
発表機関		農林中金推進部		全銀協調査部	地銀協企画調査部	第二地銀協統計課	全信連総合研究所	全信組中央協会	郵政省貯金局

（注） 1．表9（注）1，2，3に同じ。郵便局は、「郵政行政統計年報」による。
2．貸出金には金融機関貸付金，コールローンを含まない。ただし，信農連の貸出は住専会社貸付金を含む。また，都市銀行の速報値は金融機関貸付金を含む。