

金融機関経営の現状と運用行動の展望

〔要 旨〕

- 1 04年3月期決算で主要大手銀行の多くで不良債権比率が低下。主要大手銀行を起点とする金融システム不安は後退した、と内外金融市場関係者からは受け止められている。
- 2 一方、「リレーションシップバンキング」のあり方に基づき特定の数値目標は定められていないものの、地域金融機関では不良債権処理の遅れが散見される。景気回復の格差や不動産価格の下落継続など地域金融機関の経営をめぐる環境は主要大手銀行に比べ依然厳しく、不良債権が経営の重石となり、今後も融資対応力が低迷し地域金融の円滑化が阻害される懸念は残る。
- 3 法人企業の資金余剰が中期的にも変わる可能性は小さく、余剰資金は負債の返済に向かうと考えるのが妥当だろう。ただし、財務健全性の向上と競争力強化投資の拡大の両立を追求する企業の財務戦略に対応し、金融機関は以前にも増して流動化・証券化を含めた多様・多面的かつ的確な資金調達サポートをおこなっていくことが求められている。
- 4 銀行の国内貸出金利回りは、低下基調を抜け出していない。低格付け先に対しての利ざや改善は一定の効果をもたらしているようだが、利回りの高い問題先貸出の圧縮に加え、高格付け先での金利競争の激化が利回りの押し下げ要因になっていると言われる。
- 5 ゼロ金利政策のもとで銀行は国債保有を増やしてきたが、03年6月からの長期金利の反転を機に、主要大手銀行では国債ポートフォリオの再編、デュレーションの短縮化などにより、国債保有の価格変動リスクを低減化する動きが見られる。
- 6 デフレ脱却の方向性のなかで、「実質金利 = 名目金利 - 物価変化率」の関係から考えても、名目長期金利の上昇が想定される。また、金利上昇過程では、通常、金利変動性(ボラティリティ)も増大し、金融機関の国債運用の不安定性を高める懸念がある。大手銀行も中長期ゾーン国債の買い手の一角として残ると考えるが、金利上昇のみならず、金利変動性(ボラティリティ)増大が、銀行の長期ゾーンの国債投資を消極化させる可能性には注意を払う必要がある。

目次

- | | |
|---------------------|---------------------|
| 1 はじめに | 4 企業の資金余剰の背景と今後 |
| 2 不良債権処理の現状と課題 | 5 ゼロ金利政策下の国債運用 |
| (1) 主要大手銀行の経営改善の進展 | (1) 金利変動リスク低減化へ方向転換 |
| (2) 地域金融の円滑化と地域経済格差 | (2) デフレ緩和と国債運用の今後 |
| 3 貸出の収益性向上は途上 | 6 おわりに |

1 はじめに

2003年後半から加速した景気回復に伴い、日本の経済・金融についての悲観的論説は影をひそめ、不安心理は後退している。また、主要大手銀行を中心に不良債権処理について目途がつき、金融システム不安は解消したとする楽観的見方が広がっている。デフレ脱却についても、先行きの展望が見えてきたとする声が強まり、現行の量的緩和・ゼロ金利政策解除を模索する出口政策への思惑も出てきている。

しかし、地方経済には回復の地域間格差や立ち直りの遅れが残り、不良債権処理の遅れも散見される。雇用低迷や財政支出削減などの構造調整圧力も依然、地方圏では大きい。

このようななか、本稿では、金融機関の経営内容がどの程度変わってきているのか、その変化の態様を不良債権処理の進展状況と貸出収益性の実状の側面から分析した後、予想される運用環境とその運用行動を貸出と国債投資について考察した。

2 不良債権処理の現状と課題

(1) 主要大手銀行の経営改善の進展

金融再生プログラム（02年10月30日公表）および同工程表（02年11月29日公表）に沿った主要大手銀行の不良債権処理は、03年5月におこなわれた「りそな銀行」への公的資金注入を含め、03年度中、大きく進展した。主要大手銀行を起点とする金融システム不安は後退した、と内外金融市場関係者から受け止められている。

04年3月期決算では、主要大手銀行の不良債権比率は第1表のように低下。東京三菱や住友信託が同比率の半減目標を前倒し達成した。他の多くの大手銀行でも期限である04年度中の達成に向け、目途がつく水準に到達した。同時に貸倒引当金や担保・保証でカバーされない不良債権の非保全部分も縮減し、総債権に対する非保全比率が多くの主要大手銀行で1%を切ってきた。

ただし、UFJにおいては一般・個別ともに貸倒引当金を積み増し、不良債権に対する保全率は74.8%に引き上げられた。これ

第1表 主要大手銀行の不良債権比率

(単位 %))

| | 02年 3月期 | 02年9月 中間期 | 03年 3月期 | 03年9月 中間期 | 04年 3月期 | 目標 |
|-----------------|------------|--------------|------------|--------------|------------|-------------|
| みずほ銀行 | 7.1 | 6.2 | 6.2 | 5.7 | 3.8 | 04年度 3%台 |
| みずほコーポ レート銀行 | 7.7 | 7.3 | 7.4 | 6.7 | 5.2 | |
| みずほ2行合算 | 7.1 | 5.4 | 5.3 | 5.0 | 4.4 | |
| 東京三菱銀行 | 7.9 | 7.1 | 5.0 | 3.5 | 2.6 | 06年度1%台 |
| UFJ銀行 | 12.5 | 10.2 | 7.8 | 7.5 | 8.2 | 04年度3.4% |
| 三井住友銀行 | 8.9 | 8.7 | 8.4 | 6.4 | 5.0 | 04年度3%台 |
| りそな銀行 | 13.9 | 13.2 | 10.0 | 12.6 | 7.4 | 04年度3%台 |
| 住友信託 | 6.1 | 5.1 | 3.6 | 3.4 | 2.8 | - |
| 中央三井信託 | 9.2 | 8.7 | 7.1 | 6.9 | 5.0 | 04年度3.8% |

資料 各行資料(決算短信)等から農中総研作成。単独ベース。

(注) 不良債権比率=金融再生法開示債権÷総債権額(開示債権+正常債権)
なお、再生専門子会社は含まない。

によって最終処理への準備が進んだことは間違いがないが、資産査定の際格化による不良債権の増加額は大きく、不良債権比率は03年9月期中間決算に比べ上昇。不良債権自体の増加により上記の非保全比率も^(注1)2.2%に上昇した。また、自己資本比率(BIS基準)は8.36%に低下した。

このような不良債権処理の進展は、積極的な償却や延滞債権売却などオフバランス化とともに、景気回復に伴う債務者の業況改善等による好影響も大きい。健全債権化・上方遷移^(注2)(格上げ)に加え、新規不良債権の発生や債権内容の劣化も減少している。

また、主要大手銀行の03年度貸倒引当金繰入前の実質業務純益は全体で前年度比3%程度の減益となった。貸出減少に加え、年度後半の債券関係損益の伸び悩みなどから、国内の資金利益が減少したことが影響したが、投信・保険販売手数料など役務収入増加および経費削減などから、主要大手

銀行の利益水準は高止まっており、不良債権処理を進展させる支えとなっている。

なお、簿価ベースで03年度中、主要大手銀行全体で4.2兆円の保有株式の圧縮がはかられ、中核的自己資本(Tier)内以下に保有株式を収める規制をクリアし始めた。

(注1) UFJグループは、04年7月15日に三菱東京フィナンシャルグループと経営統合に向けた交渉に入ることを決定した。

(注2) 03年9月期中間決算で見ると、全国銀行・再生法開示債権は前年度末 3.7兆円減少。内訳としてオフバランス化によって 5.4兆円。また、業況悪化による新規発生が合計3.6兆円あった一方、健全債権化・上方遷移によって 2.2兆円減少している。ただし、7月27日東京地裁が住友信託の申し立てに対し、信託部門を含む統合交渉を禁じる仮処分を決定した。

(2) 地域金融の円滑化と地域経済格差

これに対し、地域金融機関では不良債権処理の遅れが散見される。

地域金融機関においては、主要大手銀行とは異なる特性を有する「リレーションシップバンキング」のあり方に基づき、不良債権処理の特定の数値目標は定められていない。その代わりに「リレーションシップバンキングの機能強化に関するアクションプログラム」により、地域金融の役割が重視されている。

地域金融機関における不良債権処理は、その経営地盤となる地域経済の状況と一体不離の関係にある。中小企業を中心とする

地域の企業再生無くして地域経済の再生は無いし、地域経済の再生無くして地域金融機関の経営安定化も無い。地域経済と地域金融の両面の再生が求められているのである。

とはいえ、不良債権が地域金融機関の経営の重石となり、融資対応力が低迷し地域金融の円滑化が阻害される懸念は残る。

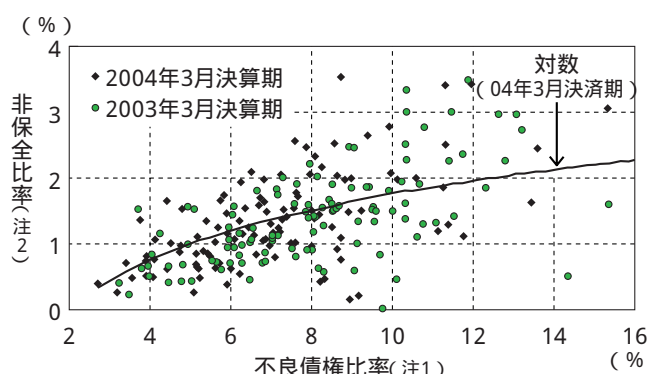
地方銀行および第二地方銀行の地域銀行が、03年度下半期にこれまで以上に精力的に不良債権処理を進めたことは確かである。地方銀行・第二地方銀行^(注3)(114行)の不良債権比率は、03年9月期中間決算に7.6%であったのが、04年3月期決算には6.9%に低下した。

02年3月期決算から03年9月期中間決算までの同比率の低下が平均で0.4%にとどまったことに比べ、その低下幅は大きい。

しかし、不良債権比率が10%を越す銀行が1割以上の16行ある。03年3月期決算の28行、03年9月期中間決算の23行からは減少しているが、まだ決して少ない数の銀行数ではない。また、不良債権比率が高い銀行は引当金および担保・保証などでカバーされない非保全比率もおおむね高く、最終処理にはより多くの処理費用の積み増しが必要である。

一方、不良債権処理の進展から不良債権比率が6%以下の地域銀行は03年9月期中間決算の29行から04年3月期決算時点では38行に増えているものの、全体の約3分の1にとどまる(第1図)。

第1図 地域銀行の不良債権比率とカバー状況



資料 各銀行財務データから農中総研作成
 (注)1 不良債権比率=再生法開示債権÷総債権額(開示債権+正常債権)
 2 非保全比率=(開示債権-担保・保証等保全額)÷総債権額

積極的な不良債権処理を進められるだけの資本金の体力や収益力の厚みなどのある地域銀行と、ゆっくりとしたペースでの不良債権処理をおこなうしかない地域銀行との分化が改めて顕著になっている。

信用金庫や信用組合における不良債権比率はさらに高い。03年度決算数字は現在のところは把握できていないが、日銀のとりまとめによれば、日銀取引のある信用金庫^(注4)全体の02年度の不良債権比率平均は11.4%。不良債権比率が2割以上という信用金庫が全体の1割強を占めている。

景気回復に伴い、信用調査機関の集計した全国の倒産件数が04年6月まで22か月連続で前年比マイナスとなるとともに、個人破産も03年11月以降、前年比減少に転じている。

しかし、地域経済の回復ぶりは、製造業の立地の程度やその業種、および立地企業の個別ごとの業況を反映して格差が大きい。自動車等の輸送機械関連に加え電機・デバイス関連が伸びている中部地方、半導

体・自動車の増産が寄与した九州および電子デバイス・電子部品およびデジタル家電生産の復調が見られる東北地方の一部などでは、前回の生産ピーク水準にあった00年平均を上回ってきている半面、04年半ばに至っても前回ピーク水準を割り込んだままの地域もある（第2図）。

一方、建設投資における公共事業比率の高い地方圏においては、政府の公共投資削減の方針は、受注減による建設業者の淘汰を否応無く生じさせている。特に地方圏でも山間部での公共工事減少が厳しいという声が多く聞かれる。

また、宿泊・飲食業などの観光業は多くの地方において基幹産業であるが、過剰設備投資の負担が圧しかかるほか、地元「カネを落とす」宿泊型観光客の減少が響いているという。

これらの三次産業の立ち直りは、現状、なかなか見えてこない。農林水産業も輸入拡大や景気低迷などによって需要不振をかこつ産品が多い。同時に、冷害やBSEに伴う値上がりなどを特殊・例外とすれば、農産物価格の長期低落に歯止めはかかってお

らず、農林水産業の所得低迷は地方圏における消費不調の一因となっている。

以上のように前述の不良債権および地方経済の現況を観察する限り、地域金融機関が独力で抜本的な不良債権処理を進め、融資体力を高めるのは決して容易でない。

短期間のうちに地域金融の円滑化をはかる上で、政府が地域金融機関の経営に^(注5)関与を深める判断ないしは金融機関自らが公的資金の導入を決断とする可能性が大いにあろう。

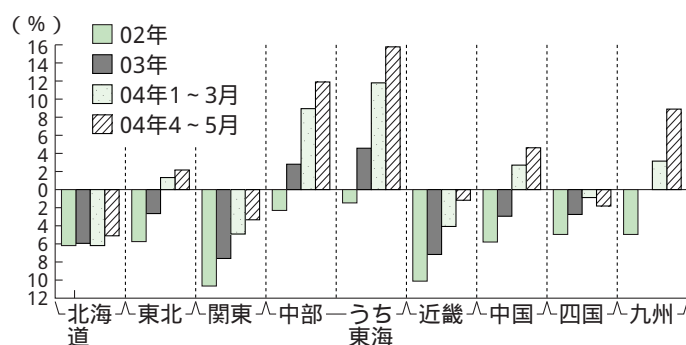
その場合、地域経済への影響とともに、系統金融機関を含む他の地域金融機関への間接的、長期的影響も無視できない。

なお、貸出の担保となる不動産価格の最近の動向についても、地方圏の方が都市圏に比べ問題が大きい。04年1月1日付け地価の公示価格では、東京都心部の前年比上昇地点が増加する一方、地方圏の地価は依然、ダラダラとした下落が続いている（第3図）。

担保依存融資からの脱却の試みがおこなわれつつあるが、地価下落のもとで企業貸出を中心とする金融仲介機能の活性化には限界があろう。大都市圏を地盤とする大手銀行に比べ、多くの地域金融機関は担保となる地価動向の面でも相対的に不利であり、融資対応力を取り戻す障害の一つとなる懸念がある。

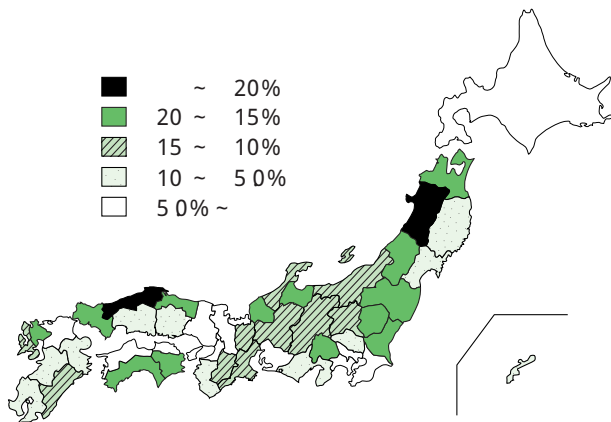
（注3）地方銀行は64行、第二地方銀行は50行のデータについて分析（銀行単独ベース、足銀は除く）。

第2図 地域別鉱工業生産(2000年=100とした変化率)



資料 各地方経済産業局データから農中総研作成

第3図 2004年都道府県別地価公示
— 2004年変動率(2003年比) —



資料 国土交通省,地価公示から農中総研作成

(注4) 日銀月報03年8月号 日銀取引のある信金は03年3月期において全国信金326庫中、300庫。

(注5) 従来の預金保険法102条に基づく特別危機対応に加え預金保険機構による株式等の引受を通じ公的資金の予防的注入を可能にする「金融機能の強化のための特別措置法案」が成立(預金保険機構の財源手当のため2兆円の政府保証付与)。04年8月1日施行決定。

3 貸出の収益性向上は途上

貸出対象先の信用リスクに見合った貸出金利の設定は、金融機関の貸出対応力を高めることにつながる。それによって、信用リスクに応じた貸出収益が確保できれば、金融機関は貸出残高(ボリューム)拡大をおこなう判断が従来に比べ容易になるはずである。マクロ的な資金仲介機能の活性化という点からも、貸出競争を回避し信用リスクに見合った貸出金利設定の考え方が浸透していくことは重要な要素であろう。

貸出残高については、不良債権のオフバランス化推進に証券化も加わり、表面的には残高減少が続いている。ただし、主要

大手銀行の正常先への貸出残高は03年度下半期には微減ないしほぼ横ばいとなっており、04年度は残高反転の態勢に入ること、業務計画の柱の一つとしている。

一方、貸出収益の面では、変化は起きているだろうか。

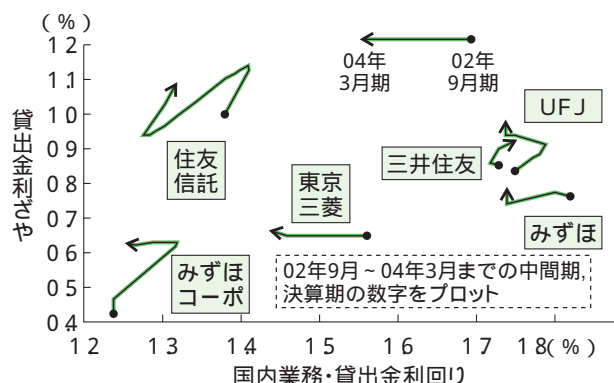
主要大手銀行の国内貸出金利回りは、過去2年の間、引き上げられておらず、低下基調にある(第4図)。

同様に、地域銀行や信用金庫の貸出利回り(ストックベース)^(注6)も、低下基調を抜け出していない。

低格付け先に対しての利ざや改善は一定の効果をもたらしているようだが、その一方、利回りの高い問題先貸出の圧縮に加え、高格付け先での金利競争の激化が利回りの押し下げ要因になっていると言われる。

主要大手銀行のなかで、小幅ながら貸出利回りが上昇したのが三井住友であるが、その要因として信用リスクの比較的高い対象先への積極的ビジネス・ローン商品投入があげられよう。同行の04年3月期末の中

第4図 主要大手銀行の貸出金利回りと貸出利ざや



資料 各行財務データから農中総研作成
(注) 貸出金利ざや=国内貸出金利回り-資金調達原価(資金調達利回り+経費率)

小企業比率は73.9%へ前年度末に比べ5%以上上昇した。これに対し、東京三菱の同比率は56.5%にとどまり、前年度末に比べ1.5%の微減となっている。大企業・高格付け先での利回り低下の影響が第4図に示される貸出金利回りの低下継続の一因となっていると考えられる。

主要大手銀行で貸出利ざや(=貸出金利回り-資金調達利回り-経費率)が維持されているのは、人件費を中心とする経費率低下によるところが大きいのが実状である。

前述のような04年度の貸出残高積み増し計画のなかで、貸出競争を懸念する声も多い。果たして信用リスクに見合った貸出金利設定の動きが定着し、貸出収益の引き上げが進むのか、が注目される。

(注6) 04年5月の貸出利回りの前年同月差は、地方銀行：0.095%、第二地方銀行：0.071%、信金：0.028%であり、それぞれ低下。

4 企業の資金余剰の背景と今後

世界的な景気拡大が継続する見通しが強まるなか、民間企業の設備投資計画が具体化し、投資増加の期待が高まっている。

また、主要大手銀行の経営改善による貸出能力の回復と地域金融機関による地域企業への支援強化の枠組みのもとで、貸出の積極姿勢も言われている。

このような資金需給両面の話は、

金融機関の企業向け貸出が増加する期待を抱かせるが、果たしてどうであろうか。

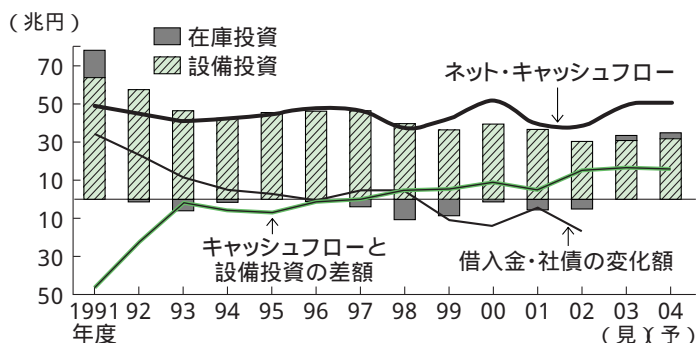
第5図は、90年代以降の全国法人企業(注7)(除く金融)の設備投資とキャッシュ・フロー(いずれも名目)を見たものである。

法人企業の設備投資は90年代半ばには50兆円程度であったのが、90年代末から減少をたどり、02年度には30兆円程度まで落ち込んだ。これに在庫圧縮などによる運転資金の減少も加わって、法人企業の資金需要の後退が生じたのである。

これに対し、減価償却費と内部留保利益(税引後当期利益から配当金、役員賞与を引いたもの)などを合わせた「キャッシュ・フロー」の動向を見ると、好況・不況に伴い内部留保利益が5~4兆円の範囲で変動したものの、減価償却費は、この間、おおむね40兆円程度で推移してきた。

この結果、減価償却費が設備投資を10兆円程度超過するようになり、これに内部留保利益が加わり借入金・社債の返済財源となった。02年度のキャッシュ・フローと設備投資の差額は13.9兆円。これに対し借入

第5図 法人企業の投資動向と資金対応



資料 財務省『法人企業統計年報』から農中総研作成。03,04年度は予測
 (注)1 ネット・キャッシュフロー:内部留保利益+減価償却費+引当金増減
 2 設備投資:有形固定資産(含む建設仮勘定)の増減+減価償却費

金・社債の減少は17.5兆円^(注8)となった。

03年度においても、設備投資の持ち直しにもかかわらず、内部留保利益の増加により、キャッシュ・フローと設備投資の差額は17兆円弱となり、負債の返済に向かったと見られる。

次に、04年度の法人企業の投資動向と資金需給を前述のような要因に分解して考えて見よう(同図)。

まず、キャッシュ・フローであるが、1割程度の経常増益見通しの一方、配当などの社外流出増加から04年度の内部留保利益は03年度に比べ横ばいの約7.5兆円にとどまると見込む。また、減価償却費は前年度比3%増加と想定。この結果、キャッシュ・フローは50兆円程度になる。

一方、日銀の04年6月「短期経済観測調査(全規模合計)」によれば、04年度設備投資(名目ベースで土地取得の投資を含む)は前年度比2%増加の計画である。景気拡大に伴い計画が上方修正され、仮に前年度比5%増加となっても、設備投資額は32兆円程度である。

よって、設備投資資金を上回るキャッシュ・フロー超過額は、03年度に比べ、横ばいしないしわずかの減少にとどまると試算される。このように04年度については、マクロ的に、法人企業の資金余剰に変化は考えにくい。

さらに中期的にも、資金余剰の状態が変わる可能性は小さいだろう。株主や取引金融機関など企業外部からの財務改善圧力が残るなか、企業の設備投資が、財務悪化を

度外視するほどに大きく膨らんでいくとは予想しにくい。一方、「内部留保利益+償却費」などのキャッシュ・フローは、コスト削減努力に伴う収益体質向上から、好不況の波に伴う変動は当然あるものの、高水準を維持していくと考えられる。したがって、法人企業の資金余剰状態は今後も続くと想定され、余剰資金は、負債の返済に向かうと考えるのが妥当だろう。

ただし、景気回復下、企業が単純な萎縮・リストラから戦略的拡大路線に変わりはじめているのは確かである。財務体質の健全性を重視する一方、世界レベルでの競争力維持に不可欠と判断した投資には集中的な資金投下をおこなうというスタンスに変わってきている。このような企業の戦略に対応して、金融機関は、以前にも増して流動化・証券化を含めた多様・多面的かつ的確な資金調達サポートをおこなっていくことが求められている。

(注7) ここでは、法人企業の資金需給への効果という側面から、機械・建物などの有形固定資産およびソフトウェアなどの無形固定資産に関する投資に加え、土地資産の取得も設備投資とする。したがって、GDP上の民間企業設備投資とは相違する。

(注8) これは、財務省『法人企業統計年報』上の数字であり、オフバランス化などの不良債権処理の効果を含む日銀の貸出統計の数字とは異なることに注意されたい。なお、17.5兆円の借入金・社債の減少の内訳は、製造業が3.3兆円、非製造業(建設業含む)が14.2兆円であり、非製造業の返済が8割を占める。

5 ゼロ金利政策下の国債運用

(1) 金利変動リスク低減化へ方向転換

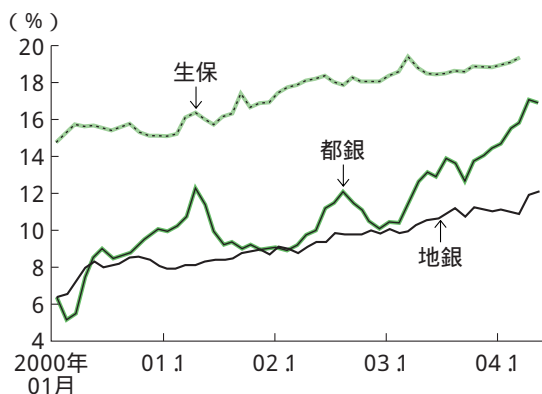
金融機関の法人企業向け貸出は大幅な減少をたどったのと対照的に、ゼロ金利政策のもとで、金融機関における国債の運用資産比率は上昇基調をたどった（第6図）。

ゼロ金利政策の時間軸効果に加え、信用リスクの高まりのなかで、減少する貸出に代わる資金収益の確保という消去法的な資産選択の側面も大きかったと思われるが、その後の長期金利低下に伴う保有国債の値上がりによって債券売却益ももたらされ、運用収益の下支えに貢献した。

都市銀行の国債運用資産比率は、現行のゼロ金利政策が始まった当初の00年4月に7%台だったのが、足元（04年5月）では16.8%へ上昇。同様に地方銀行においても8%程度だったのが、12%となっている。

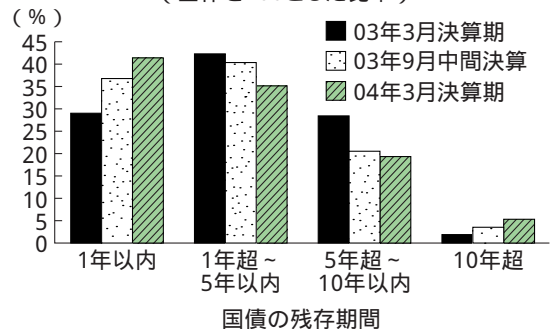
また、生保でも過去4年間に国債の運用資産比率は約15%から19%強へ上昇した。

第6図 都銀、地銀、生保の国債運用比率動向



資料 日銀データから農中総研作成
 (注) 国債運用比率 = 国債保有額 ÷ 総資産

第7図 4大メガバンクの残存期間別国債保有状況
 (全体を100とした比率)



資料 各行財務データから農中総研作成

この保有国債の増加において、どのような残存期間の国債が増えているかが重要となるが、03年6月の長期金利反転以前、中長期ゾーンの国債保有は増加をたどった。

その過程で、保有国債ポートフォリオのデュレーション（平均残存期間）を長期化した銀行等金融機関は多かった。

しかし、03年6月からの長期金利の反転を機に、主要大手銀行では国債ポートフォリオの再編、デュレーションの短縮化などにより、国債保有の価格変動リスクを低減化する動きが見られる。

03年度中、10年超を併せた残存期間5年超の中長期債の保有比率は年度間で5.5%低下した。逆に残存期間1年以内の国債ウェイトは41%へ年度間で12%強上昇した（第7図）。

さらに、スワップ等のヘッジ手段も使いながら、長期国債投資の実質的なデュレーションの短縮が進められ、デュレーションが長かった三井住友においても04年3月期末には2年台後半に短縮化され、東京三菱では2年を切ったと説明されている。

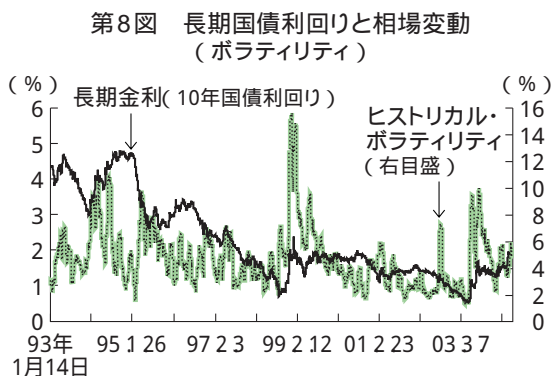
(2) デフレ緩和と国債運用の今後

内外商品市況上昇によるコスト高の転嫁観測が金融市場には存在するが、最終消費財およびサービスへの価格転嫁は、現状、限定的なものにとどまると見ており、わが国の04年度の消費者物価（除く生鮮食品）^(注9)は下落が続くと予想している。

しかし、景気拡大が持続すれば、需給ギャップ縮小傾向を背景に、05年度後半には小幅ながら消費者物価が前年比プラス推移することもありえよう。ゼロ金利政策の時間軸効果は徐々に弱まっていく可能性を否定できない。

現在のところ、デフレから緩やかな物価上昇のリフレーションの段階に移行できるかは不透明だが、中期的には少なくともデフレ脱却の方向を見るべきだろう。そのなかで、「実質金利 = 名目金利 - 物価変化率」関係から考えて、物価変化率の「ゼロ% +」化に伴い、名目長期金利の相場レンジの上昇が想定される。

また、金利上昇過程では、通常、金利変動性（ボラティリティ）= リスクも増大し、



金融機関の国債運用の不安定性を高める懸念がある（第8図）。

貸出の状況次第という側面が大きいものの、銀行の運用資産の振り分け先として中長期ゾーン国債は引き続き残ると考える。しかし、長期金利の上昇基調と金利変動性（ボラティリティ）増大が、銀行の長期ゾーンの国債投資を消極化させる可能性には注意を払う必要がある。

(注9) 農中総研の04年5月時点の経済見通しでは、04年度消費者物価変化率は 0.2%、05年度は通年でゼロ・フラットを予想。

6 おわりに

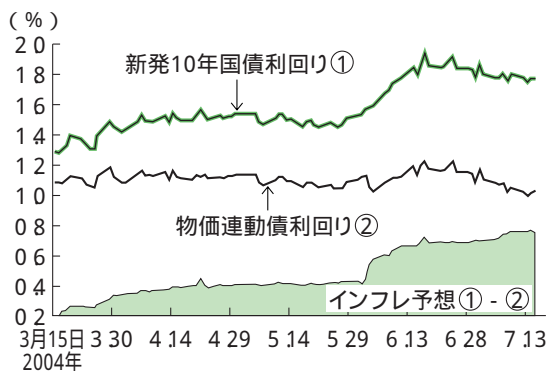
筆者は、景気の長期低迷とデフレ（物価下落）および不良債権処理という、過去10数年にわたり日本経済の桎梏^{しごく}となってきた課題が本当に解決するには、もう少し時間を要すると考える見方を持っている。

しかし、日銀の04年6月「短期経済観測調査」では、企業の景況感を示す「業況判断DI」（業況が良い企業 - 悪い企業の差）が前回調査の3月に比べ大幅に上昇。大企業の業況判断DIは製造業、非製造業ともに、90年代初めの水準に戻っている。また、中小企業・製造業の業況判断DIも91年11月以来のプラスを記録した。

また、デフレの先行きについても脱却への展望を見通す人々が増えている。

たとえば、3月に発行された物価連動債から試算されるインフレ^(注10)予想は、当初の0.2%から足元では0.75%程度に高まっている。

第9図 物価連動債から見たインフレ予想動向



資料 Bloombergデータから農中総研作成
 (注) 物価連動債利回りは4社気配平均。

そして、不良債権問題も、みずほ、三井住友、そして三菱東京 + UFJの3大金融グループへの集約という再編を伴いながら、少なくとも主要大手銀行については終結への期待が増している。

景気の長期低迷とデフレ(物価下落)予想、そして不良債権処理が、そう遠くない

時期に終わるのか。そうなれば、本稿が想定していたよりも金融機関の運用は貸出ないし証券化・流動化など市場型企業金融によりウェイトがかかったものになるかもしれない。

本当に何が変わり、何が変わらないで推移していくのか、丹念に検証していくことが、中期的に必要なになっていることは間違いないだろう。

(注10) 名目金利 - 実質金利 = インフレ率という関係が成り立つが、新発10年物国債の取引において、通常の固定利付国債の利回りは名目金利であり、インフレの変化によって価格 = 収益性が変動する。また、物価連動国債(10年物)はインフレおよびデフレに応じて元本が増減することから、その利回りは実質金利である。よって、「通常の新発10年物国債利回り - 10年物・物価連動債利回り = 先行き10年間のインフレ予想」となる。

(主席研究員 渡部喜智・わたなべのぶとも)

