

日本経済ウォッチ < 2006 年 10 月号 >

【目次】

- | | |
|--------------------------------|------------|
| 1 . 今月のグラフ | p . 1 |
| ～ 日米ベビーブーマーの比較 ～ | |
| 2 . 景気概況 | p . 2 |
| ～ 緩やかな景気回復の背後で広がる大企業と中小企業の格差 ～ | |
| 3 . 今月のトピックス | p . 3 ～ 17 |
| ～ 増える貸出、増えないマネーサプライ ～ | |
| (1) 銀行の貸出動向 | |
| (2) マネーサプライの動向 | |



三菱UFJリサーチ&コンサルティング

調査部

【お問い合わせ先】調査部 国内経済班
小林 (E-Mail: s.kobayashi@murc.jp)

1. 今月のグラフ ～日米ベビーブーマーの比較

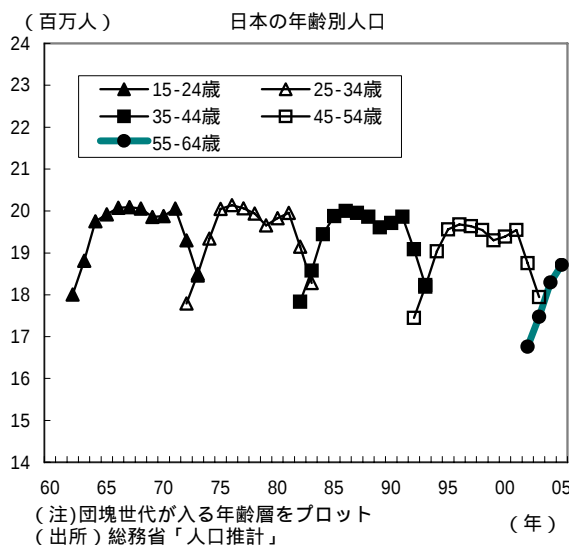
日米の成長率格差の要因として、人口動態の違いが影響しているという見方がある。所得水準が変わらないのであれば、人口が年率1%程度で増加している米国の方が、人口が減少したかどうか論議される日本よりも経済規模が拡大しやすい、というのがそうした見方の一つである。一方、人口増加率の差以外にも経済成長率に影響を及ぼしたと考えられる人口動態面の要因がある。日本の団塊世代と米国のベビーブーマー世代の存在である。

日本の団塊世代は、1947～49年生まれ、つまり2005年末時点で56～58歳であった人を指し、現在、約900万人、全人口の7%を占める。一方、米国のベビーブーマーは1946～64年生まれ、つまり2005年末時点で41～59歳であった人を指し、約8000万人、全人口の28%を占める。

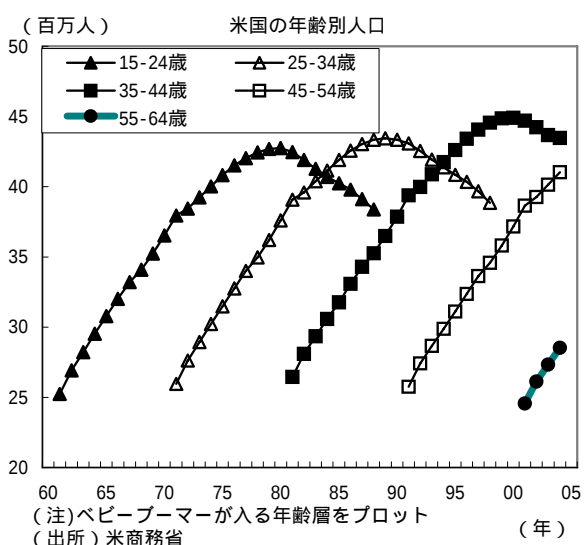
日米のベビーブーマーはともに高齢化しており、その年長層が間もなく退職する時期にさしかかるといえるのは同じである。しかし、相違点もある。日本の団塊世代は、米国のベビーブーマーに比べてはるかに小さな人口層に過ぎず、他の年齢層に比べて「塊（かたまり）」としての突出具合が際立っている。一方、米国のベビーブーマーはなだらかだが、大きな「塊」を形成して経済活動に影響している。また、移民を受け入れている米国では、ベビーブーマーの年齢層の人口が増え続けている。

こうした日米のベビーブーマー層の広がりや違いが、両国の経済成長率に影響している可能性がある。つまり、日本の団塊世代の中心年齢はすでに50代後半になり、需要を牽引する力は弱くなっているのに対して、米国ベビーブーマーの中心年齢は40代後半と最も消費活動が活発な時期にある。米国のベビーブーマーの加齢は、これまで需要面から経済活動を押し上げてきたとみられ、しばらくはプラスの効果が続くだろう。しかし、10年先を考えると、需要を抑制する要因となってくる可能性がある。

図表1 日本の団塊世代の加齢



図表2 米国のベビーブーマーの加齢



2. 景気概況 ～ 緩やかな景気回復の背後で広がる大企業と中小企業の格差 ～

景気は緩やかな回復を続けているが、米国をはじめとする世界経済の減速、半導体や液晶などデジタル関連財の在庫調整を背景に、今年度後半は回復の勢いが鈍ってくる。ここ1ヶ月に発表された経済指標は、こうした基本シナリオに沿ったものであった。

まず、鉱工業生産は実績が予測指数を大きく下回る状況が続いているが、実績の推移を素直に見れば増加基調が続いている。8月は前月比+1.9%と再び増加し、7～9月期は4四半期連続で増加を記録しそうである。また、輸出も8月は前年同月比+17.1%と前月より伸びが加速した。もっとも、世界経済減速の影響を受けてしだいに勢いが鈍化してくる可能性は続いている。

設備投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）が7月に前月比-16.7%と極めて大幅な減少を記録したことが、やや驚きをもって受け止められている。しかし、産業機械受注や工作機械受注が高水準ながらも横ばい状況になっていたのに比べて、これまで機械受注は大きく上振れしていた。7月の機械受注の減少は、設備投資の年明け以降の減速予想をサポートする材料だが、減少幅の大きさにあまり惑わされてはいけない。

個人消費関連の指標は今年に入って勢いが鈍っている。雇用者数の回復が一服して、一人当たり賃金は所定内給与を中心に伸び悩んでいる。家計調査の実質消費支出（全世帯）は、8月は前月比-0.6%と3ヶ月連続で減少している。もっとも、個人消費関連の指標の弱さがここにきてさらに加速しているわけではない。個人消費の回復は緩やかなものにとどまるが、景気回復の下支えは期待できる。

2日に発表された9月調査の日銀短観の結果は、大企業製造業の業況判断DI（「良い」-「悪い」）が足元で改善する一方で、先行きは悪化していた。年度後半の景気減速を予感させる内容と考えることができるが、日銀短観の結果でより興味深いのは大企業と中小企業の格差が開いていることだ。

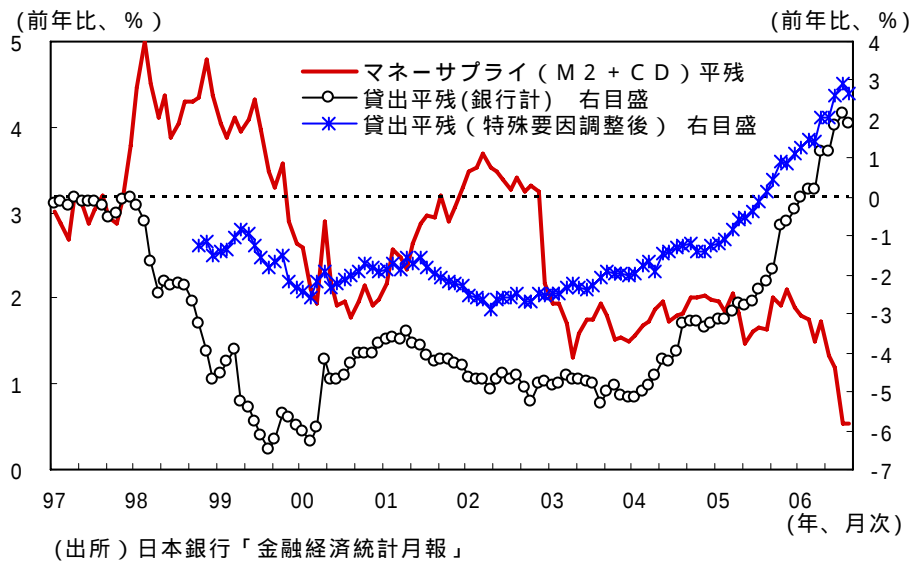
まず、中小企業の業況判断DIは製造業、非製造業ともに悪化している。理由を探ってみると、中小企業の利益が大企業に比べて圧迫されている。2006年度の収益計画を見ると、全産業ベースで大企業は上方修正されているが、中小企業は下方修正されている。法人企業統計でみても、大企業の売上高経常利益率が上昇基調にあるのに対して、中小企業は今年に入って悪化している。

中小企業で利益率が悪化している要因としては、まず人件費の増加が挙げられる。大企業も雇用を増やしているが、人件費の増加率は中小企業の方が大きい。また、仕入れ価格と販売価格はともに上昇しているが、両者の差であるマージンが中小企業で特に悪化している可能性がある。川上の大企業からは仕入れ価格の引き上げを迫られるが、中小企業の販売価格への転嫁力は劣る。コストが増える時代は企業収益の環境が厳しくなるが、まず中小企業にその影響が現れている。

3. 今月のトピックス ～ 増える貸出、増えないマネーサプライ ～

銀行の貸出が増加に転じる反面、マネーサプライ（ $M2 + CD$ ）の伸びの低迷が続いている（図表1）。一般には、貸出が増加して信用創造が活発になるとマネーも増加するはずであるが、足元ではむしろ増加ペースが落ちている。今月のトピックスでは、なぜ両者に異なる動きが生じているのか、その背景を探ってみた。

図表1. 銀行の貸出とマネーサプライの動向



(1) 銀行の貸出動向

銀行の一般的な貸出統計である貸出資金吸収動向および貸出先別貸出金でみると、前者では2005年12月から、後者では2006年2月から貸出が前年の水準を上回っており¹、最近では伸び率がさらに拡大している（図表2）。

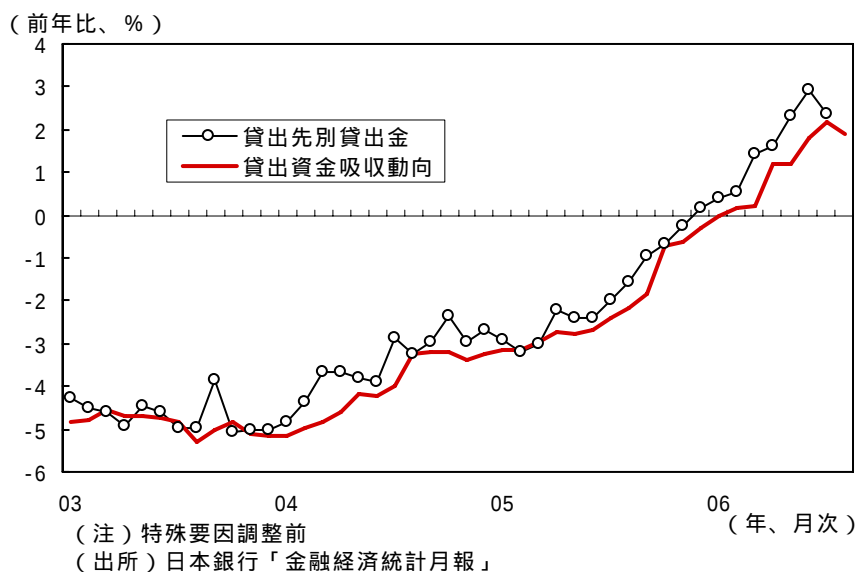
以下では、どのような先に対して貸出が伸びているのか、部門別、企業の業種別、企業の規模別、企業の資金需要別にまとめてみた。

法人向けも増加に転じる～部門別の貸出動向

貸出先を法人向け（除く金融）、個人向け、地方公共団体向けに分けてみると、地方公共団体や個人向けの貸出は以前から増加が続いていたが、最近になって法人向けの貸出が増加に転じ、これが全体の増加につながっている（図表3）。

¹ 貸出先別貸出金では、貸出先に中央政府を含まず金融法人を含むが、貸出資金吸収動向では、中央政府、金融法人ともに含まない。また、図表2では、貸出先別貸出金では月末残高、貸出資金吸収動向では平残を使用した。

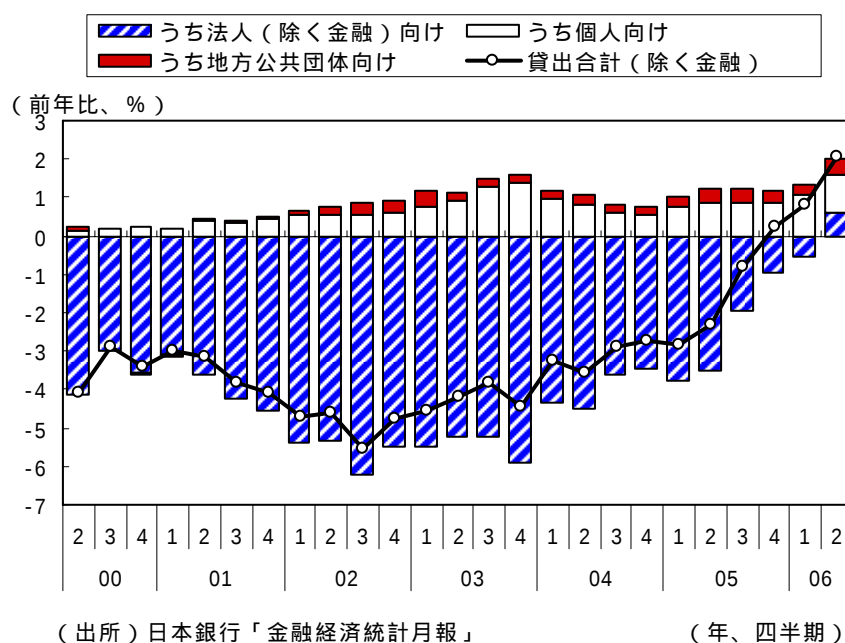
図表 2 . 銀行の貸出動向



もっとも、個人向けの貸出の堅調な増加は、住宅金融公庫が新規貸出業務を縮小させる中で振り替えの動きが続いているためであり、住宅ローン市場全体はこのところ前年をやや下回る水準で推移している(図表4)。また、地方公共団体向けの貸出は、ペイオフ対策として資金調達を地方債から銀行借入に振り替えていることが増加の要因と考えられる。

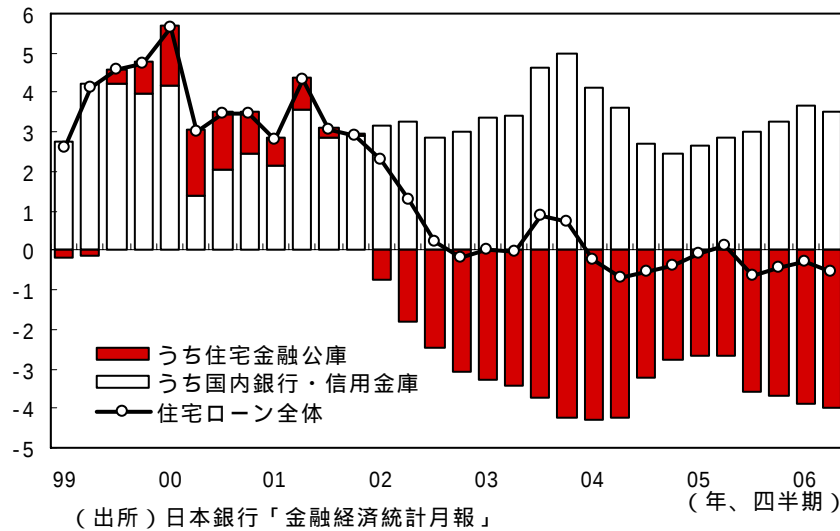
このように、個人、地方公共団体の資金調達の総額に大きな変動はなく、貸出が増加基調にあるとはいっても、見かけほど信用供与が活発になっているわけではない。実際には、法人向け貸出が増加に転じてきたという変化が重要である。

図表 3 . 貸出の部門別動向(貸出先別貸出金ベース)



図表4．住宅ローン残高の内訳

(前年比、%)



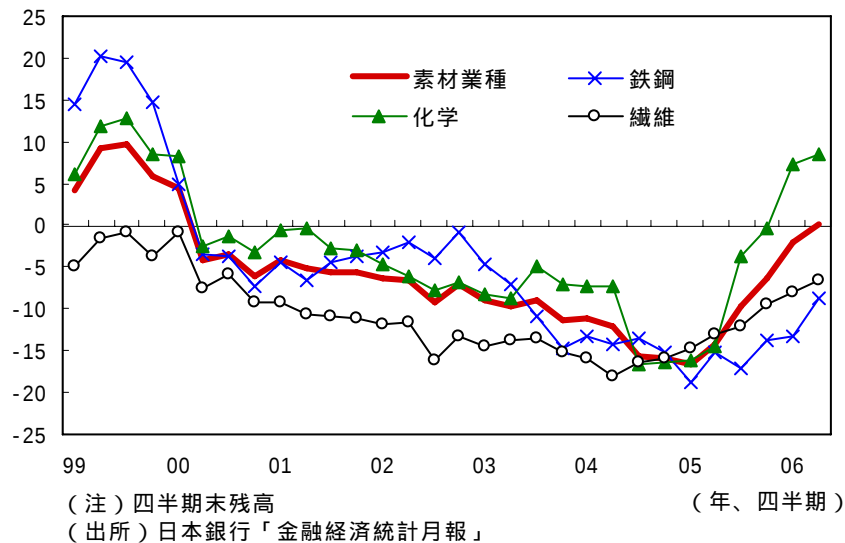
業種によってバラつきがある～企業の業種別の貸出動向

製造業のうち素材業種への貸出動向をみると、鉄鋼や繊維はマイナス幅が縮小しているとはいえ、依然として減少が続いている(図表5)。しかし、今年に入って化学が増加に転じ、増加幅も拡大していることから素材業種全体では足元でようやく前年比プラスに転じた。

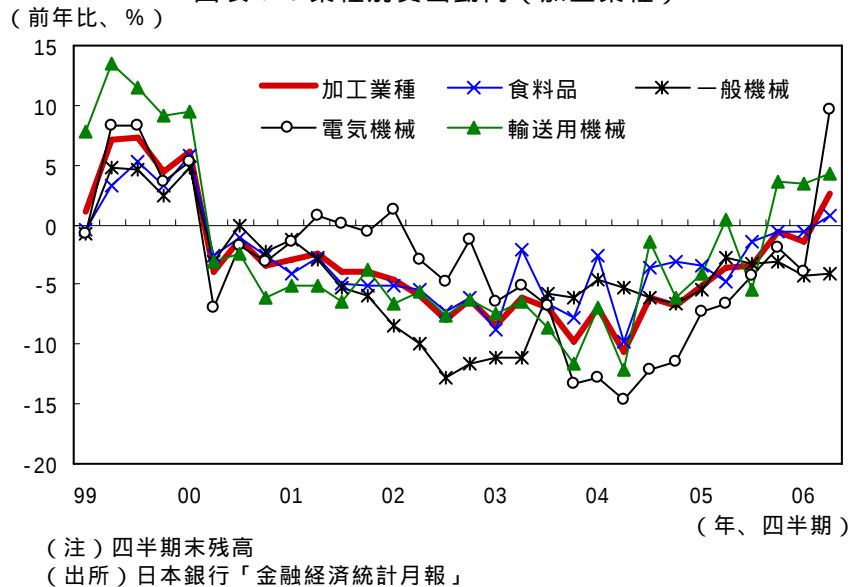
製造業のうち加工業種への貸出動向では、すでに増加している輸送用機械(主に自動車)に加え、足元では電気機械、食品も増加に転じている。一般機械の減少が続いているものの、加工業種全体では足元で堅調に増加している(図表6)。

図表5．業種別貸出動向(素材業種)

(前年比、%)

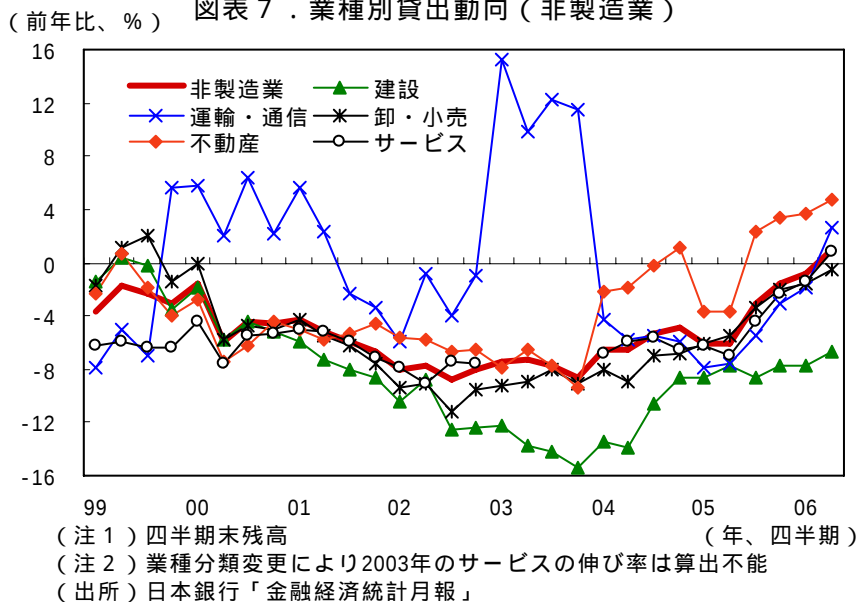


図表 6 . 業種別貸出動向（加工業種）



非製造業向けの貸出も前年比で増加に転じている（図表 7）。中でも、大都市圏での地価上昇を背景に土地取引が活発化してきていることや、REITなどの不動産ファンドが増加していることを背景に、伴う借入需要が強い不動産向けの貸出が好調に伸びている。建設向けは低迷が続いているが、卸・小売業ではマイナス幅の縮小が続き、運輸・通信業やサービスは足元で増加に転じている。

図表 7 . 業種別貸出動向（非製造業）



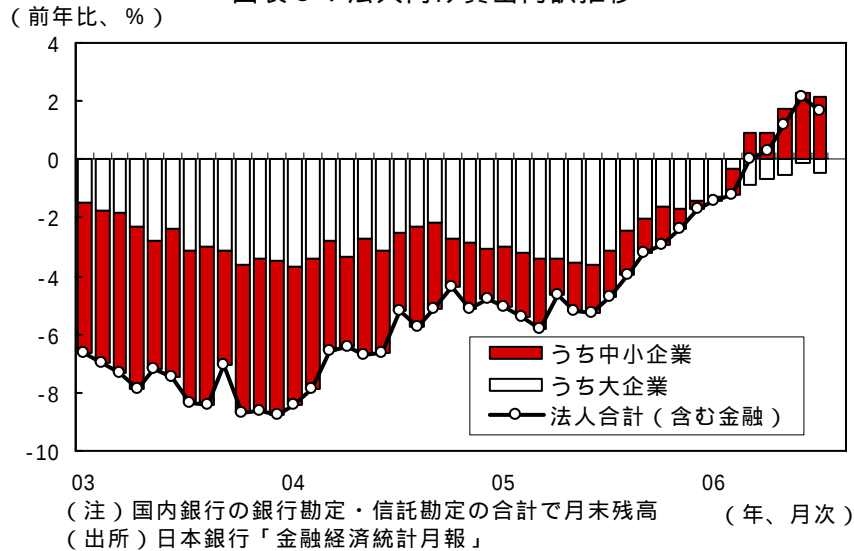
中小企業で増加～企業の規模別の貸出動向

企業の規模別にみると、大企業向けで貸出の減少が続いているのに対し、中小企業向けではすでに増加に転じ、増加幅も拡大中である（図表 7）。中小企業の設備投資が堅調に増

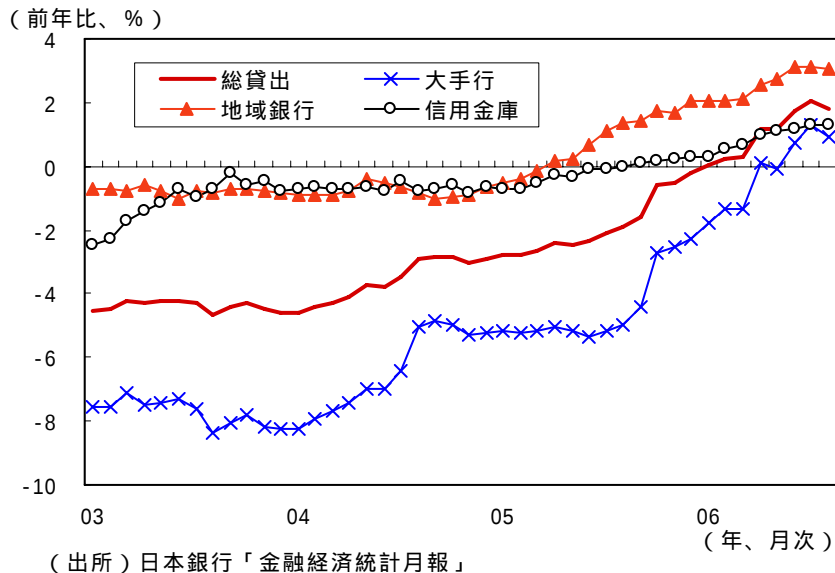
加していることや、景気の拡大に伴って運転資金への需要が増していることに加え、金融機関の貸出が積極的になっていることが影響していると考えられる。

金融機関の業態別の貸出動向をみても、中小企業向けの融資比率の高い地域銀行や信用金庫の貸出の方が、大手銀行に較べて、増加に転じるタイミングが早く、増加幅も上回っている（図表 9）。

図表 8．法人向け貸出内訳推移



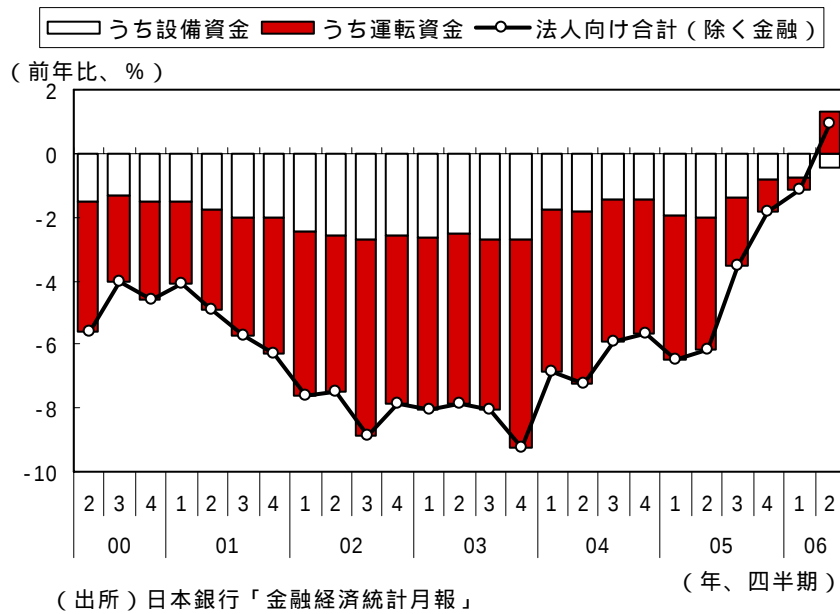
図表 9．業態別の貸出動向



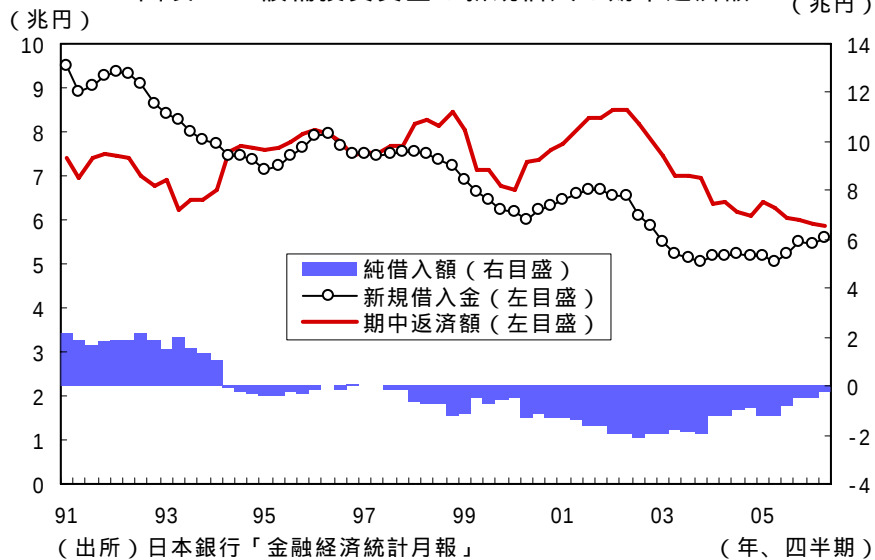
運転資金の需要が拡大～企業の資金需要別

企業の資金需要を設備資金と運転資金に分けてみると、運転資金の増加が全体を押し上げていることが分かる（図表 10）。また、最近の設備投資の増加を受けて設備資金の落ち込み幅は縮小しつつある。設備投資資金の新規借入額はすでに増加に転じており（図表 11）残高が増加し始めるのにも、さほど時間はかからないと思われる。

図表 10．資金使途別の貸出内訳



図表 11．設備投資資金の新規借入と期中返済額

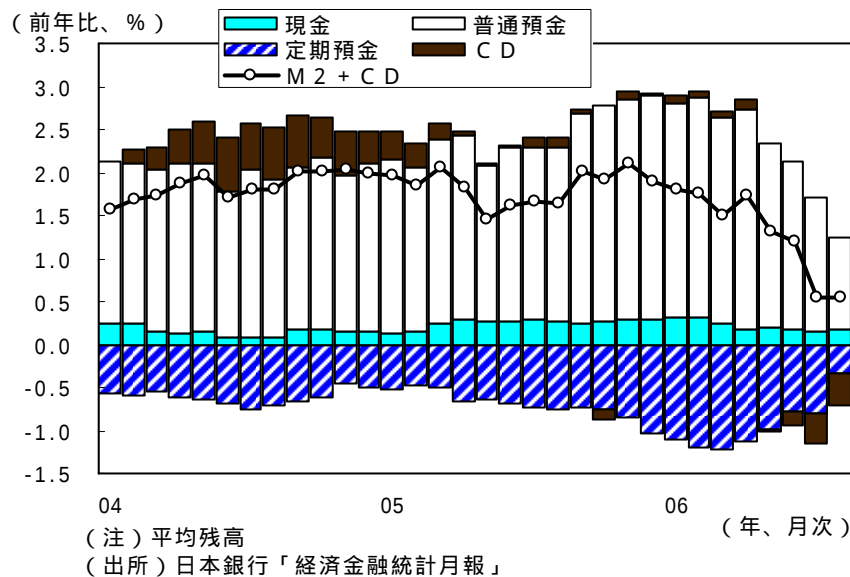


(2) マネーサプライの動向

伸び悩みが続くマネーサプライ

今年度に入ってマネーサプライ(M2 + CD)の伸びが鈍化している。2005年度の前年比伸び率は+1.8%だったが、今年7、8月には前年比+0.5%まで縮小した(図表12)。M2 + CDの内訳をみると、普通預金の伸びが弱まっていることが大きな原因であることがわかる。

図表12. M2 + CDの内訳

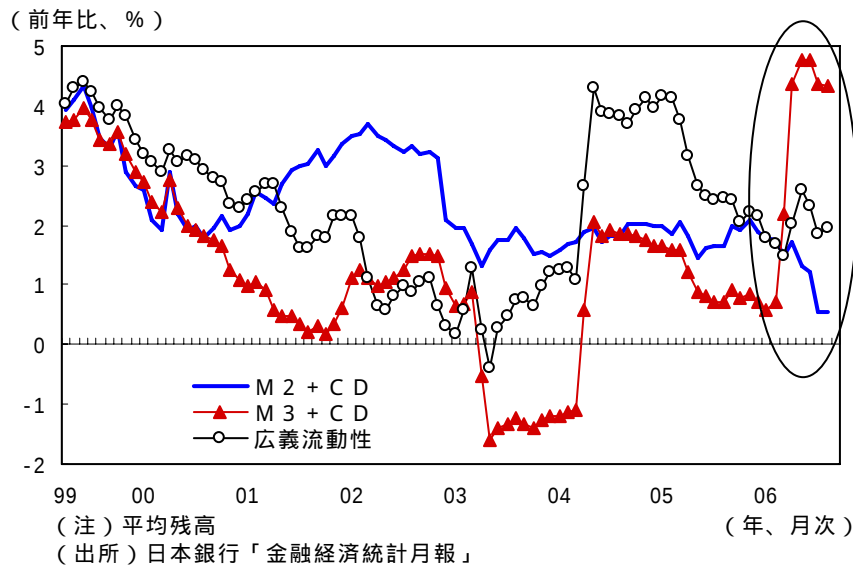


普通預金が減少した理由の一つとして、普通預金がM2 + CD以外の構成項目に振り替わった可能性が挙げられる。そこで、M2 + CDに郵便貯金や信用組合・農協といった金融機関の預金も含めたM3、M3にさらに投資信託、国債、外債などの金融商品も加えた広義流動性の動きをみると、これらの分類では足元ではむしろ伸び率が高まっている(図表13)。M3の急増は広義流動性の構成項目からの振り替えがあった特殊要因²によるところが大きい、その影響がなかった広義流動性については比較的順調な伸びが続いているといえる。

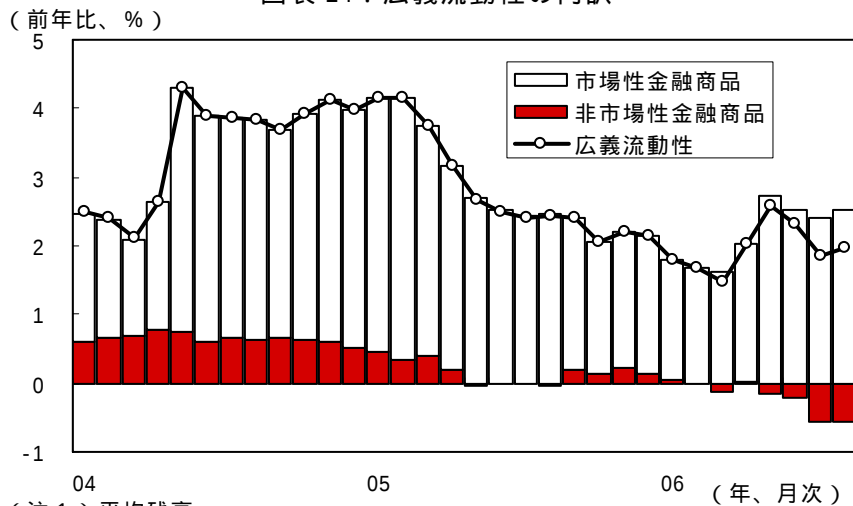
広義流動性の構成項目を、現金、預貯金など流動性の高い非市場性金融商品と、投資信託や国債など市場性の高い市場性金融商品に分けてみると、今年に入ったあたりから非市場性金融商品が減少に転じる半面、市場性金融商品は増加幅が拡大している(図表14)。これから判断すると、普通預金などからM2 + CDに含まれない収益性のより高い金融商品にシフトした可能性が高そうだ。

² M3が2003年度に急減した理由は、郵政公社誕生に伴って簡易保健福祉事業団が解散したことによるものであり、2006年度に急増した理由は、機関投資家による債券現先での大口の運用が投信を通じての債券運用に切り替えられたものである。

図表 13．各種マネーサプライ統計の推移



図表 14．広義流動性の内訳



(注 1) 平均残高

(注 2) 非市場性金融商品 = M 2 + C D + 郵便貯金 + その他金融機関預貯金
+ 金融機関発行 C P、市場性金融商品 = 金銭信託 + 金銭信託以外の
金銭の信託金融債 + 投資信託 + 国債 F B + 外債

(出所) 日本銀行「経済金融統計月報」

しかし、貸出が伸びているにもかかわらず M 2 + C D の伸びが低迷している理由は、こうした構成項目間の振り替えの動きからだけでは、はっきりとわからない。また、広義流動性の構成項目以外の金融商品、たとえば株や保険・年金などへ資金が振り替わっている可能性や、金融資産が増えているのかも明らかではない。そこで、次項以降では、M 2 + C D と貸出との関係、他の金融資産との関係について考えてみることにした。

マネーサプライ（ $M2 + CD$ ）とは何か

マネーサプライ（ $M2 + CD$ ）の動きを調べる前に、その中身について簡単にまとめておきたい。

マネーサプライ（ $M2 + CD$ ）は現金や預金（普通預金、定期預金、 CD ）などの通貨量を集計したものと定義されるが、何を集計の対象とするかについては、2つの面から捉えることができる。ひとつは、対象となるお金が「どこにあるか」という面である。現金は日銀が発行した後、銀行を通じて市中に出回るが、出回ってはじめて集計の対象となり、預金は国内銀行などの通貨発行主体³に預けられているものが対象となる。もう一つは、「誰のものか」という面であり、企業、個人、地方公共団体といった通貨保有主体⁴が保有する現金や預金などの合計が対象となる。

これら二つの要素が同時に満たされて、マネーサプライ（ $M2 + CD$ ）として定義される。具体的には、通貨保有主体が手元に持っているお金と、通貨発行主体に預けているお金の合計が、マネーサプライ（ $M2 + CD$ ）である。

すなわち、現金であっても銀行が金庫内やATM内に保有しているものや（＝市中に出回る前のものや還流してきたもの）、銀行や中央政府が日本銀行においている預金（＝銀行の場合は日銀当座預金）は対象とならない。また、企業、個人のものであっても、生保や政府系金融機関へ預けているお金や、 $M2 + CD$ ではなく $M3$ に分類される郵便貯金については対象からはずれる。

そこで、通貨発行主体と通貨保有主体の二つの側面から、それぞれ $M2 + CD$ の動向について検証してみる。

マネーサプライを増やすほど国内信用は増えていない

まず銀行等の通貨発行主体からみてみよう。 $M2 + CD$ は、企業や個人にとっての資産であると同時に、金融機関にとっての負債の一部である（現金も日本銀行の負債となる）。このため、金融機関のバランスシートに注目すると、 $M2 + CD$ の変動に関連して、金融機関の貸出や投資などがどう変化しているかわかる。

図表 15 は $M2 + CD$ の前年差の増減額を、国内信用（＝貸出、株式・債券の購入や引き受け）、対外資産、その他の3つに要因分解したものである。これをみると、国内信用が、2005年頃と較べると減少幅は縮小しているものの、他の二つの要因が影響して $M2 + CD$ を押し上げるには至っていないことがうかがえる。

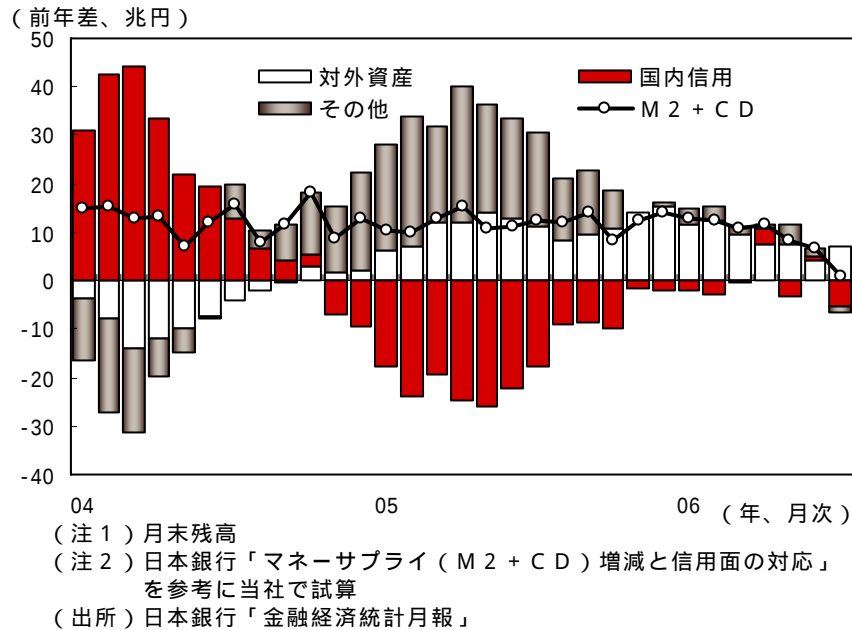
国内信用をさらに民間、政府、地方公共団体に分けてみると、地方公共団体で増加が続く、民間も最近では増加に転じており、銀行の貸出動向と整合性がとれている（図表 16）。

³ 通貨発行主体（＝ $M2 + CD$ 取扱金融機関）は、日本銀行、国内銀行、外国銀行在日支店、信用金庫、農林中央金庫、商工組合中央金庫、信金中央金庫と定義される

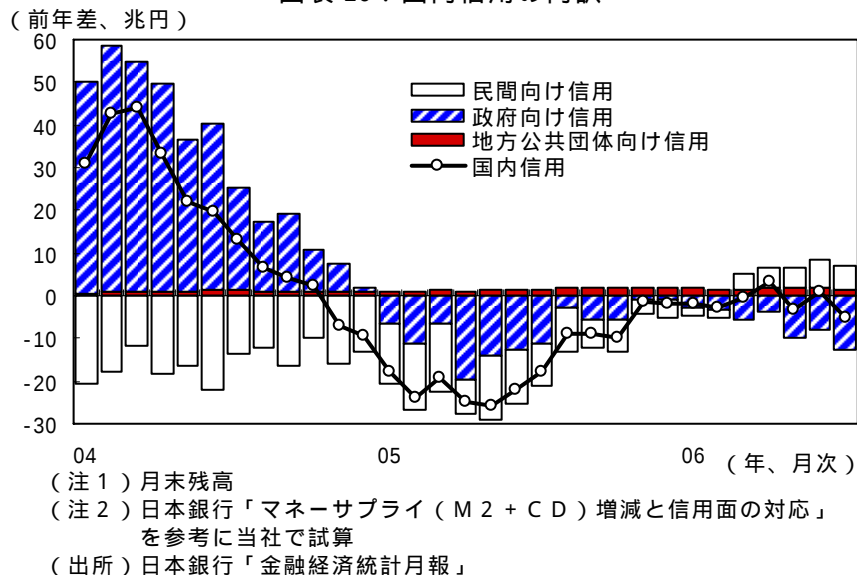
⁴ 銀行・信用金庫等のほか、信託（投信を含む）、保険会社、政府関係金融機関などは通貨保有主体から除外されるが、証券会社、証券金融会社、短資会社などは一般企業として通貨保有主体に含まれる

しかし、政府向け信用の減少が続き、国内信用全体の増加を押さえている（政府向け信用の減少の大部分が、国債・F Bの金融機関引受・購入の減少によるものである）。その他要因や対外資産要因など、信用供与とは異なる要因でM2 + CDが増減している局面もあるため幅をもって判断する必要があるが、少なくとも足元では、国内信用はマネーサプライを押し上げていくほどには増加していないようである。

図表 15．マネーサプライの増減と信用面での対応



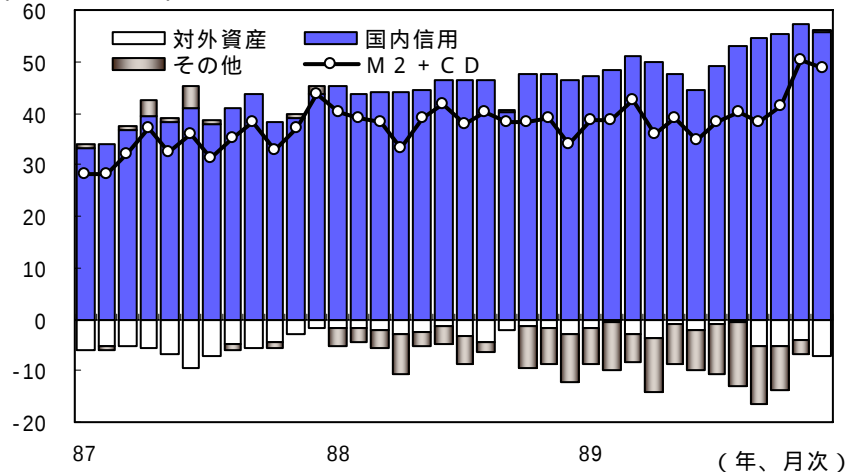
図表 16．国内信用の内訳



なお、マネーサプライが順調に増加していた80年代後半の動向をみると、国内信用の増加がM2 + CDの増加と結びついていることがわかる（図表17）。

図表 17. マネーサプライの増減と信用面での対応（80 年代後半）

（前年差、兆円）



（注）月末残高

（出所）日本銀行「マネーサプライ（M2 + CD）増減と信用面の対応」

金融資産が増えても預金には回っていない

次に資金循環統計⁵を利用して、通貨保有主体の側面からM2 + CDの動向をみてみよう。

図表 18 は通貨保有主体のうち、家計、国内非金融法人、地方公共団体の金融資産の合計額⁶の増減と、その内訳をM2 + CDの構成項目とそれ以外の項目で示したものである。これをみると、2003 年ころから金融資産は増加に転じ、最近では増加幅が拡大してきていることがわかる。

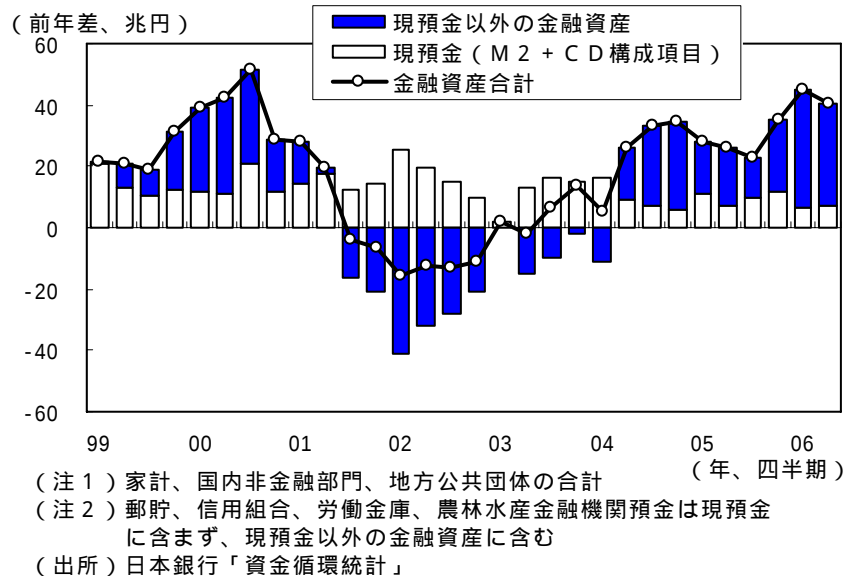
このうち家計の金融資産の動向をみると 2004 年から増加基調に転じているが、増加した資産の多くの部分が株式以外の証券（国債、投資信託など）と保険・年金に回っており、現預金（= M2 + CD）の増加額は縮小している（図表 19）。金融資産の総額が増えない中で、株式や株式以外の証券を売却して得たお金は、2003 年頃まではそのまま現預金にとどまっていたが、最近では増加した金融資産は、郵貯の満期金と合わせて、より利回りの高い金融商品や将来に備えた貯蓄に回っていると考えられる。

現預金の増加ペースは、2001～2003 年度は毎年 15 兆円程度だったが、2004 年度以降は 5 兆円程度に鈍化しており、マネーサプライ（M2 + CD）の伸び悩みの一因になっている（たとえば最近のM2 + CDの残高は約 700 兆円であり、10 兆円の落ち込みは前年比 1.5%程度のマイナスに相当する）。なお、株式は増加しているものの増加額は小幅にとどまっている。

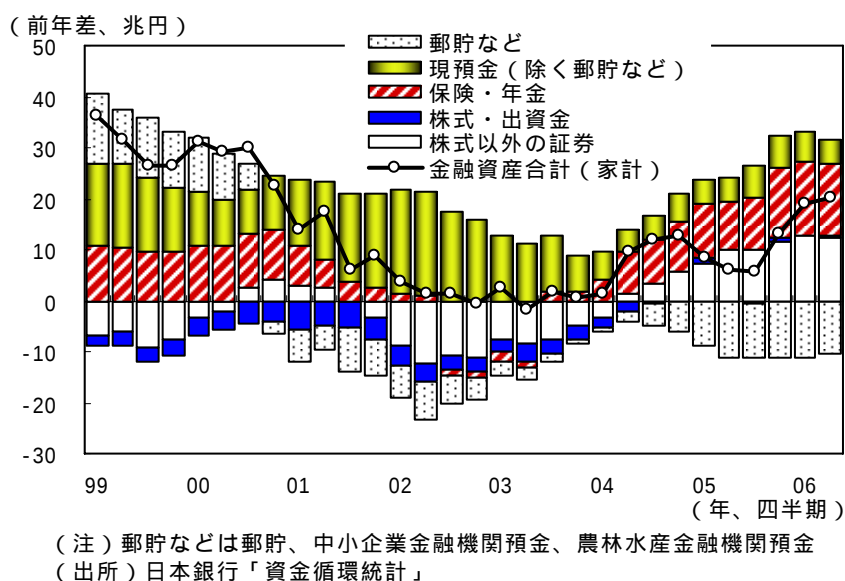
⁵ 前期差の動向を示す金融取引表を使用したため、金融資産の時価変動による増減は反映されていない

⁶ 通貨保有主体のうちNPO、証券会社、ノンバンクなどは集計しなかったため、M2 + CDのカバレッジは7割強である

図表 18．通貨保有主体の金融資産の増減内訳



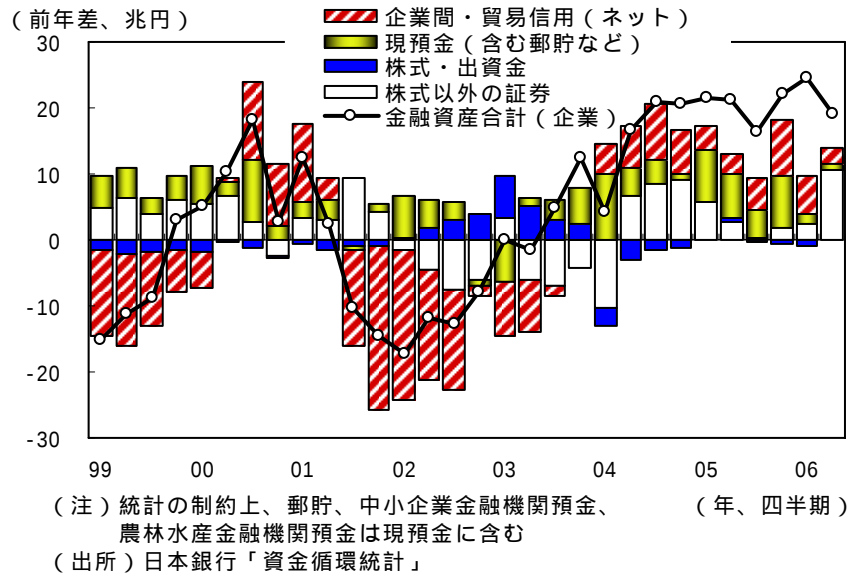
図表 19．家計の金融資産の増減内訳



次に企業の金融資産の動向をみると、2003年半ばから増加し始めている。景気が回復する中で手元流動性の需要も増加すると思われ、2004、2005年には現預金の増加幅が拡大する局面もあったが、2006年に入ってから増加が小幅にとどまっている（図表20）⁷。なお、増加した金融資産は主に株式以外の証券（中でも投信や信託受益権など）、企業間・貿易信用の供与に回っている。

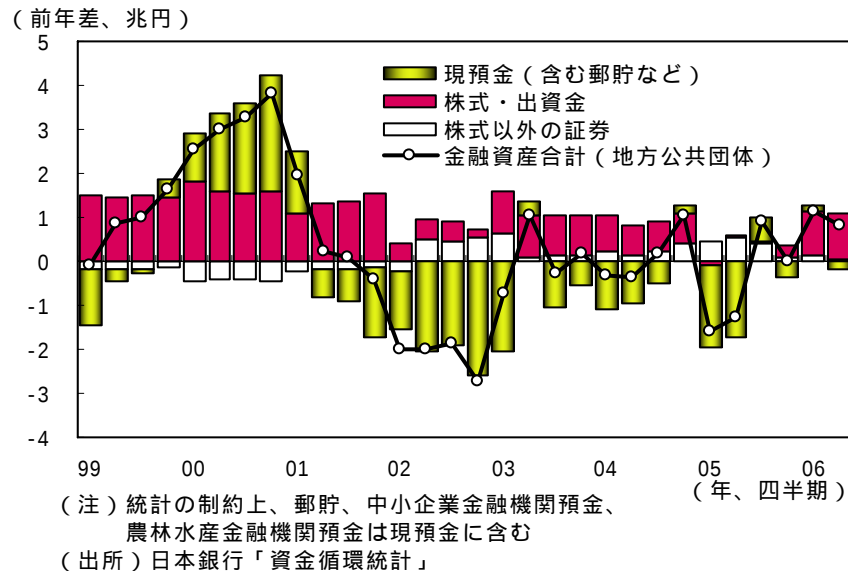
⁷ 統計の制約上、企業および地方公共団体の現預金には郵貯などM2 + CD対象外の預貯金も含まれているが、これらの大部分が家計向けであることから判断して、分析上、大きな影響はないと思われる。

図表 20．企業の金融資産の内訳増減



地方公共団体の現預金については、小幅になってきたとはいえ減少が続いている（図表 21）。厳しい財政事情を反映して今後も現預金が大きく増加することは期待できそうにない。

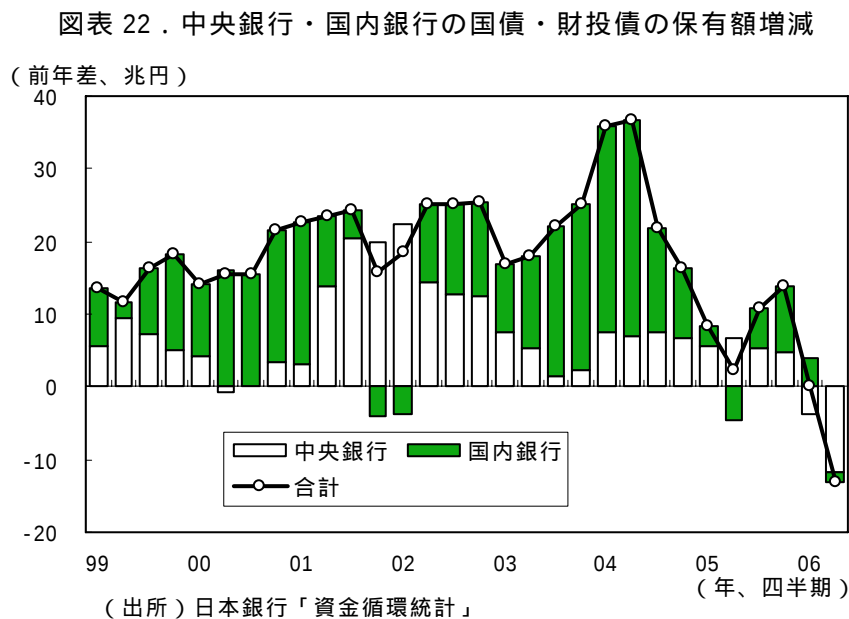
図表 21．地方公共団体の金融資産の内訳増減



通貨保有主体の側面からマネーサプライ（ $M2 + CD$ ）の動向をみる場合、中央銀行や国内銀行の保有する現預金の動向など $M2 + CD$ の集計対象外の主体の動きも考えておく必要がある。たとえば、国内銀行が保有している国債を通貨保有主体に売却した場合には、通貨保有主体の預金が減少し、同時に銀行の預金（実際には日銀当座預金残高）が増加するため $M2 + CD$ は減少する。また、国内銀行が保有している国債が満期を迎えた場合に

は、支払われる償還金が、税収や新規の国債発行を通じて通貨保有主体から調達したものであれば、同様に通貨保有主体の預金が減少し銀行の預金が増加する。

このように、中央銀行や国内銀行が保有する国債の減少はマネーサプライ ($M2 + CD$) を減少させることにつながる。実際に 2006 年に入って国債の保有額は大きく減少している (図表 22)



以上みてきたように、銀行貸出が増加に転じているとはいえ、マネーサプライ ($M2 + CD$) の増加に影響する国内信用は依然として増加していない。また、国内信用以外の対外資産やその他項目の変動が相対的に大きくなっており、国内信用の動向が $M2 + CD$ に与える影響は小さくなっている。さらに、民間の金融資産は増加しているが、それが現預金に回らず、既存の現預金と合わせて、より収益率の高い $M2 + CD$ 以外の金融商品に回っている。当面こうした状況が続くと思われ、マネーサプライ ($M2 + CD$) の伸び率が低水準で推移する可能性がある。