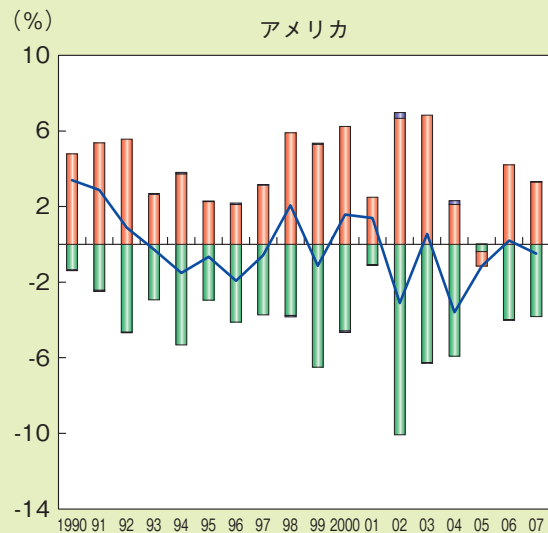
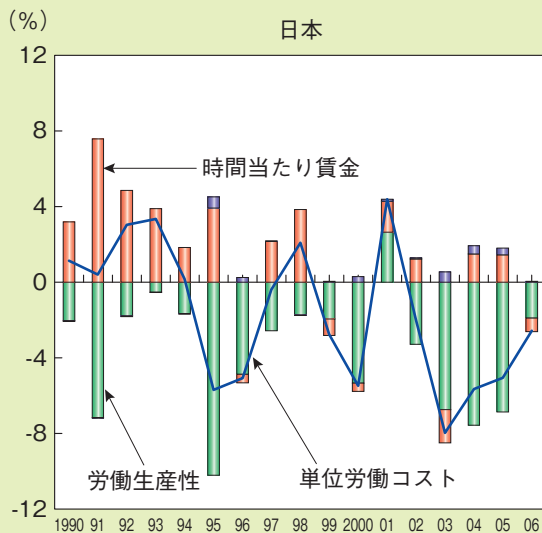


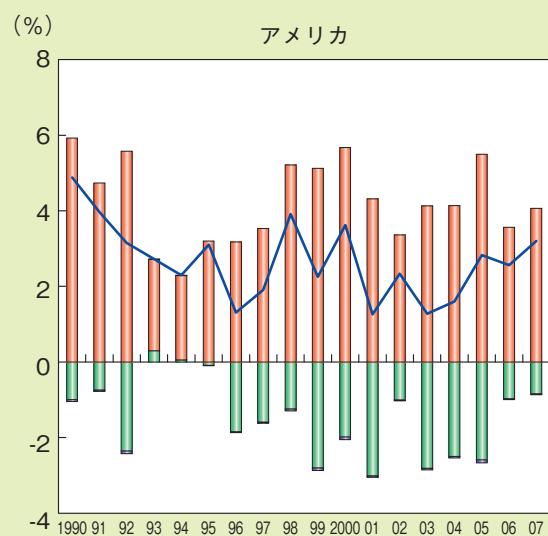
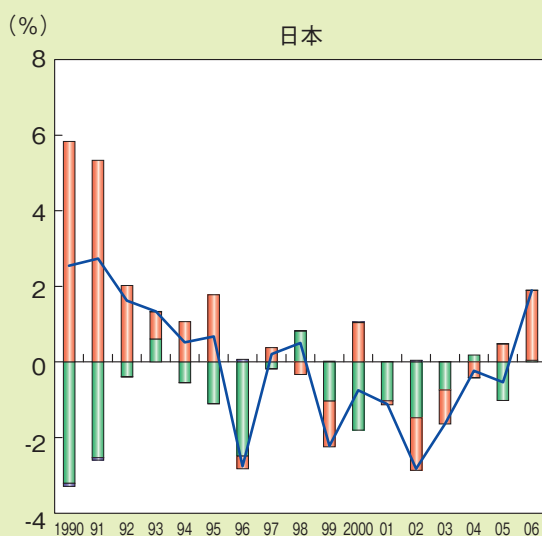
第1-2-19図 日米における単位労働コストの寄与度分解

日本は単位労働コストを賃金で調整する傾向

(1) 製造業



(2) サービス業



- (備考) 1. EUKLEMS databaseにより作成。  
 2. サービス業の定義は、ISICによる。  
 3. 労働生産性 = 実質GDP / 労働投入量 (就業者数 × 労働時間)  
 単位労働コスト = 名目雇用者報酬 / 実質GDP  
 = (名目雇用者報酬 / 労働投入量) / (実質GDP / 労働投入量) として計算。

3 金融資本市場と金融政策

リーマンショック後の世界的な金融資本市場の混乱を経て、景気は持ち直し局面に入った。ここでは、その後の我が国の金融資本市場や金融政策の動きを追ってみよう。具体的には、「我が国の株価はなぜ回復が遅れているのか」「企業の資金調達環境は回復したか」「金融政策は

どう運営されているか」といった点について説明する。

### (1) 我が国の株価はなぜ回復が遅れているのか

世界的な景気の持ち直しとともに、各国の株価にも上昇傾向が見られている。その一方で、日本の株価は他国と比べると、戻り方が鈍いとの指摘もある。各国の株価の動きを比較しつつ、日本の株価動向の特徴を見てみよう。

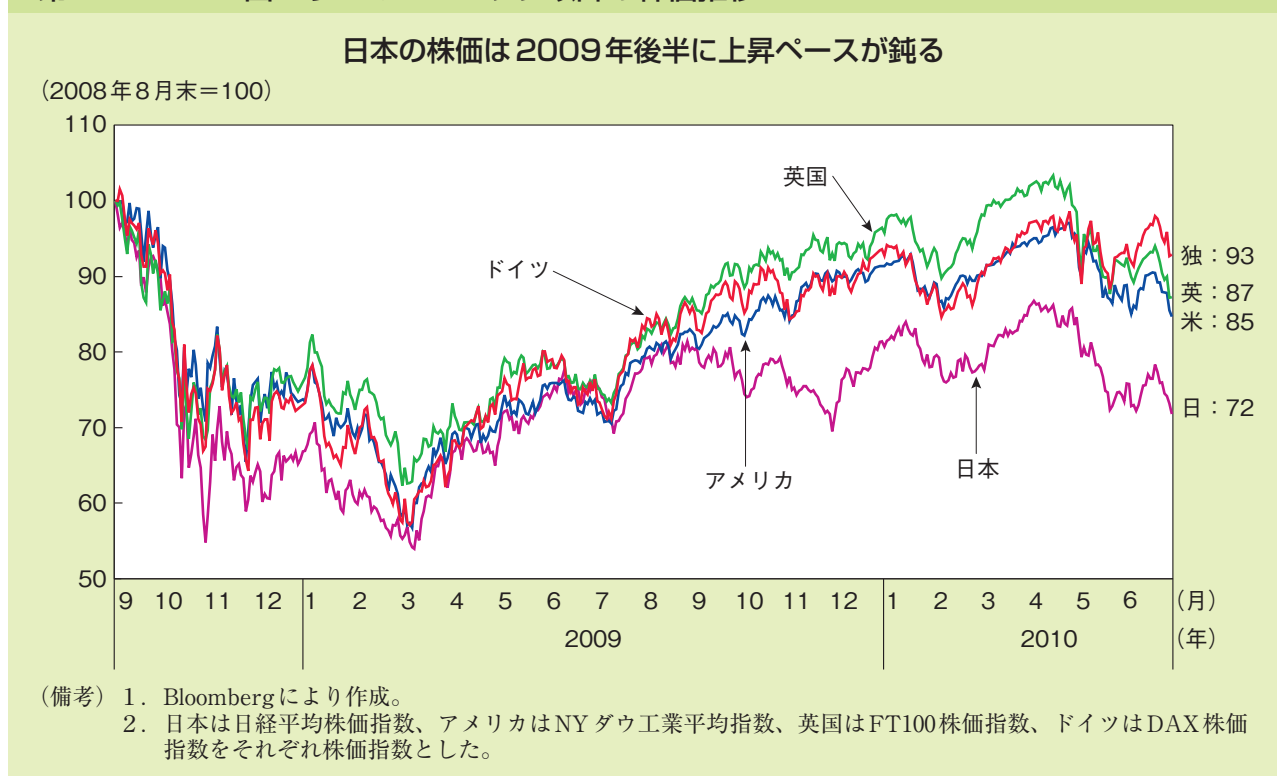
#### ●日本の株価の戻りは他国に比べて相対的に遅れ

日本の株価の回復は他国に比べて遅れているのであろうか。まず、この点について確認しよう。リーマンショック前の2008年8月末の株価を基準時点として、日本とアメリカ、英国、ドイツの株価指数の動きを比較すると、次のような点が特徴として指摘できる（第1-2-20図）。

第一に、リーマンショック前と比較すると、日本の株価の回復は相対的に遅い。2008年8月末と比較すると、日本の株価は2010年6月末時点で7割程度となっており、8~9割程度のドイツや英国、アメリカよりも低い水準にとどまっている。

第二に、株価の動きに着目すると、2009年3月頃を底にして、各国とも株価は回復を始めたものの、2009年9月から11月頃にかけて日本の株価だけ下落基調に転じている。その後、日

第1-2-20図 リーマンショック以降の株価推移



本の株価も2009年12月には上昇に転じ、他国と似たような動きを辿るが、下落して生じた水準の差は依然として取り戻せていない。2009年9月から11月にかけて、何か日本特有の要因があったのだろうか。一つ考えられる要因は、円高の進展であろう。2009年9月から12月にかけて、円は対ドルで6%程度（5円／ドル）の大幅増価となった<sup>20</sup>。名目実効為替レートを見ても、4%程度の増価と貿易相手国全体に対して円高が進んでいる。日本の株価は輸出関連企業を中心に、円高になると株価を下げる場合が多い。こうした円高要因が日本の株の回復の遅れに寄与していると考えられる。

第三に、株価の長期的な動向を見ても、日本の株価の動きは他国に比べ停滞感が強い（後掲第1-2-21図）。この点を考慮すると、リーマンショック後の回復の遅さだけでなく、長期的に日本の経済パフォーマンスが他国に比べて劣っていることが、より本質的な株価の押下げ要因になっていることが示唆される。

### ●名目成長率よりも実質成長率の方が株価との相関は高い

次に、日本の株価回復の遅れについて、実体経済のパフォーマンスの違いから見てみよう。株価は景気を映す鏡といわれる。ここでは、景気を端的に示す指標としてGDPを例にとり、リーマンショック前の2008年4-6月期と直近の2010年1-3月期の間の変化率を比較する。なお、アジアの他の先進国として、韓国を追加して比較する。特徴として、次のような点が指摘できる（第1-2-21図）。

第一に、名目GDP成長率と株価動向の間には、おおむね各国とも正の相関がある。しかし、相関係数を比較すると、日本は他国に比べて低い。逆に、韓国の株価は名目GDP成長率と強く相関している。また、アメリカとドイツについては、日本とともに、株価がリーマンショック前の水準を下回るが、名目GDPも依然としてリーマンショック前の水準にまで回復していない。他方、英国については、名目GDPはリーマンショック前の水準を回復していないものの、株価はすでにリーマンショック前の水準に復しており、株価が実体経済よりも強い動きとなっている。

第二に、日本の場合、名目GDP成長率よりも実質GDP成長率の方が株価との相関係数は高い。株価が景気を映す鏡だとすれば、日本の株価が映しているのは、名目ではなく実質成長率で見た景気状況といえる。名目成長率の方がより「景気実感」に近いともいわれるが、株価との関連でいえば、景気実感よりも実質的な経済パフォーマンスにより連動しているということになる。

第三に、GDPデフレーター動向と株価の間には明確な相関は見られない。ただし、日本の場合、デフレ下での株価上昇という時期が対象期間に含まれているため、相関係数はマイナスとなっている。この概観から見る限り、日本の株価はデフレによって押し下げられているの

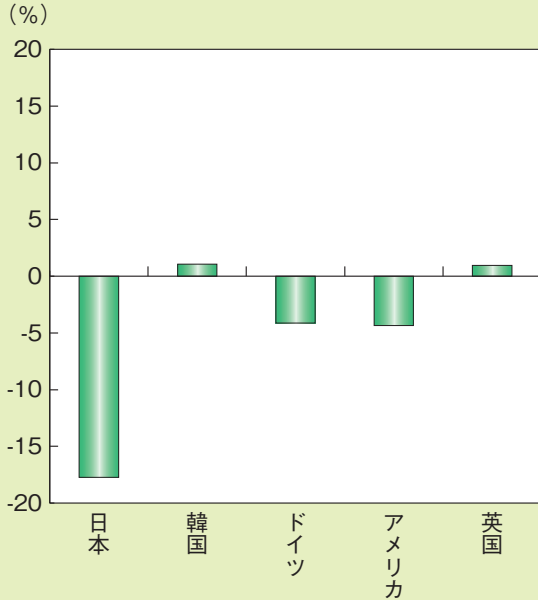
注 (20) 東京市場インターバンク中心相場の月中平均。

第1-2-21図 リーマンショック後の株価の回復と経済パフォーマンスの比較

日本の株価は名目成長率よりも実質成長率との相関が強い

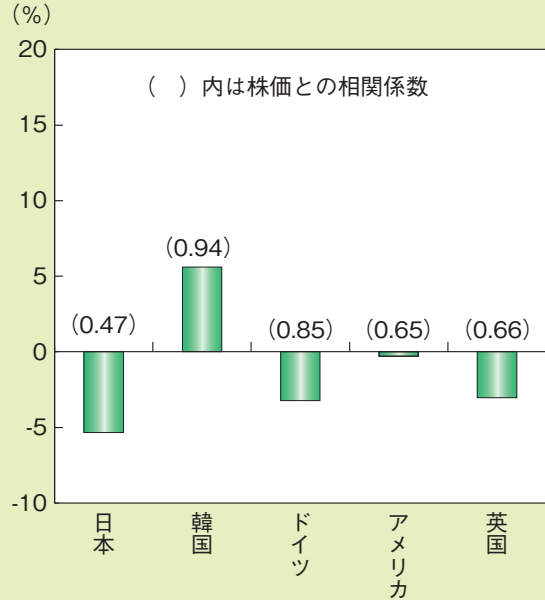
(1) 株価の上昇率

(2008年4-6月期～2010年1-3月期)



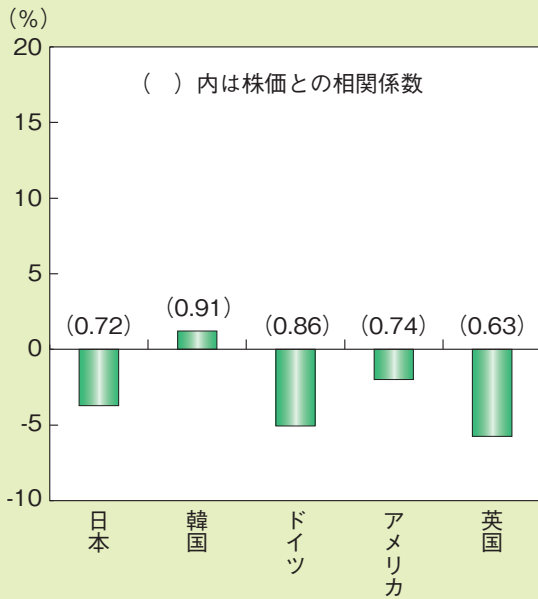
(2) 名目GDPの成長率

(2008年4-6月期～2010年1-3月期)



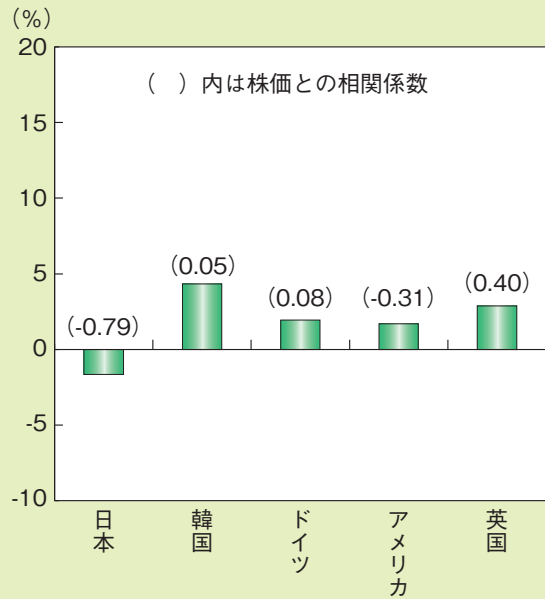
(3) 実質GDPの成長率

(2008年4-6月期～2010年1-3月期)



(4) GDPデフレーターの変化率

(2008年4-6月期～2010年1-3月期)



(備考) 1. Bloomberg、OECD、Stat、内閣府「国民経済計算」により作成。  
 2. 株価は四半期の末値を採用している。  
 3. 相関係数は各指標の前期比変化率間の相関。

ではなく、実質ベースでの景気動向の弱さによって押し下げられている要素が強いということになる。

### ●日本は経済成長率の低さが株価の抑制要因

日本は90年代初めのバブル崩壊以降、経済成長率は他国と比べ概して低調に推移してきた。実体経済と株価に相関が見られるのであれば、日本の株価は長期的にも他国に比べて低いパフォーマンスにとどまった可能性がある。この点について、90年代以降の株価変動率を実体経済（実質GDP成長率）と金融環境（長期金利）で説明する式を推計し、日本の株価が実体経済パフォーマンスの弱さによって押し下げられていることを確認しよう（第1-2-22図）。

第一に、長期的に見ても、日本の株価は他の先進国よりも低いパフォーマンスにとどまっている。実際、上記5か国のうち、92年4-6月期以降の株価の平均変化率（前四半期比）がマイナスになっているのは日本だけである。リーマンショック後の回復の遅れだけでなく、長期的に見て日本の株価は他国よりも概して弱い動きをしていたといえる。

第二に、実体経済の弱さ（実質経済成長率の低さ）が日本の相対的な株価上昇率の低さにつながっている。この点はリーマンショック後の株価回復の遅れと同様である。ここでの推計期間において、日本は実質GDP成長率が最も低い。このため、実質成長率の株価上昇に対する寄与度も日本が最も低くなっている。なお、前述の相関関係と同様に、GDPデフレーターを説明変数に含めて推計したところ、株価変動率に対する有意な影響は得られなかった。長期的に見ても、物価上昇率が株価変動の決定要因になっているとはいえない。この意味では、日本の株価はデフレによって下押しされているのではなく、デフレの背景にある実体経済のパフォーマンスの低さが下押し要因になっていると解釈することができる。

第三に、長期金利と株価の関係を見ると、日本は他国に比べ、金利要因によって株価が押し下げられる程度は低い。低金利の継続により、金利面からの株価押し下げ効果は小さくなっている。例えば、韓国においては、実質経済成長率が高く、実体経済面から大きな株価押し上げ要因となっているが、同時に、長期金利も高水準で推移していたため、金利面からは株価の上昇はある程度抑制されている。長期金利は実体経済の動向と連動する側面があり、経済成長率が高まると金利も上昇することが多い。株価の良好なパフォーマンスのためには、長期的な経済成長率を高める戦略的な政策を行うとともに、財政の健全化へのコミットメントなどを通じて市場の信認を高め、長期金利の無用な上昇を防ぐことが重要である。

## (2) 企業の資金調達環境は回復したか

金融資本市場はリーマンショック後の混乱から正常化に向かいつつある。ここでは、景気の持ち直しとともに企業の資金調達がどのように回復してきたかを振り返る。

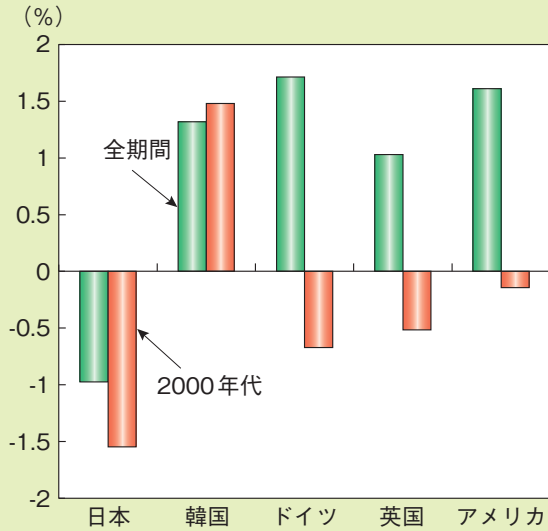
### ●資本市場を通じた資金調達に回帰

企業の資金調達は、設備投資資金の需要減などを背景に、2008年に大きく落ち込んだ。そのなかで、資金調達手段を見ると、金融資本市場から直接調達するような株式やそれ以外の証

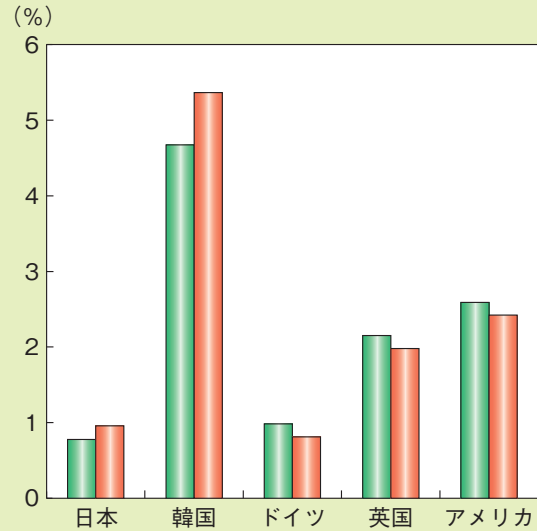
第1-2-22図 長期的な株価変動と経済パフォーマンス

日本は経済成長率の低さが株価の抑制要因に

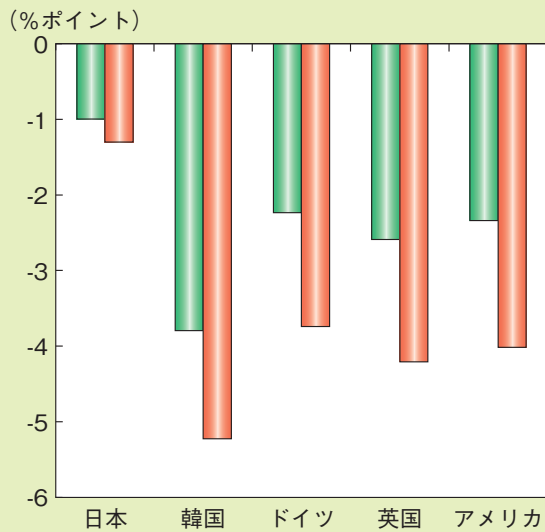
(1) 株価の平均変動率  
(92年4-6月期～2010年1-3月期  
(前期比))



(2) 実質GDP成長率の寄与度



(3) 長期金利の寄与度



(備考) 1. Bloomberg、OECD、Stat、内閣府「国民経済計算」により作成。  
 2. (2)と(3)は上記5か国のパネル推定による推計パラメーターに実績値を代入した理論値。推計式は以下のとおり。  
 株価の変化率 = 0.81 + 3.85\*実質GDP成長率  
 (全期間) (0.79) (8.32)  
 -0.44\*長期金利  
 (-2.18)  
 株価の変化率 = 1.04 + 5.41\*実質GDP成長率  
 (2000年代) (0.62) (8.90)  
 -0.90\*長期金利  
 (-2.08)  
 ( )内はt値。

券による調達を減らす一方、銀行等からの間接金融による調達が増加した。こうした傾向はどの程度変化したのであろうか。

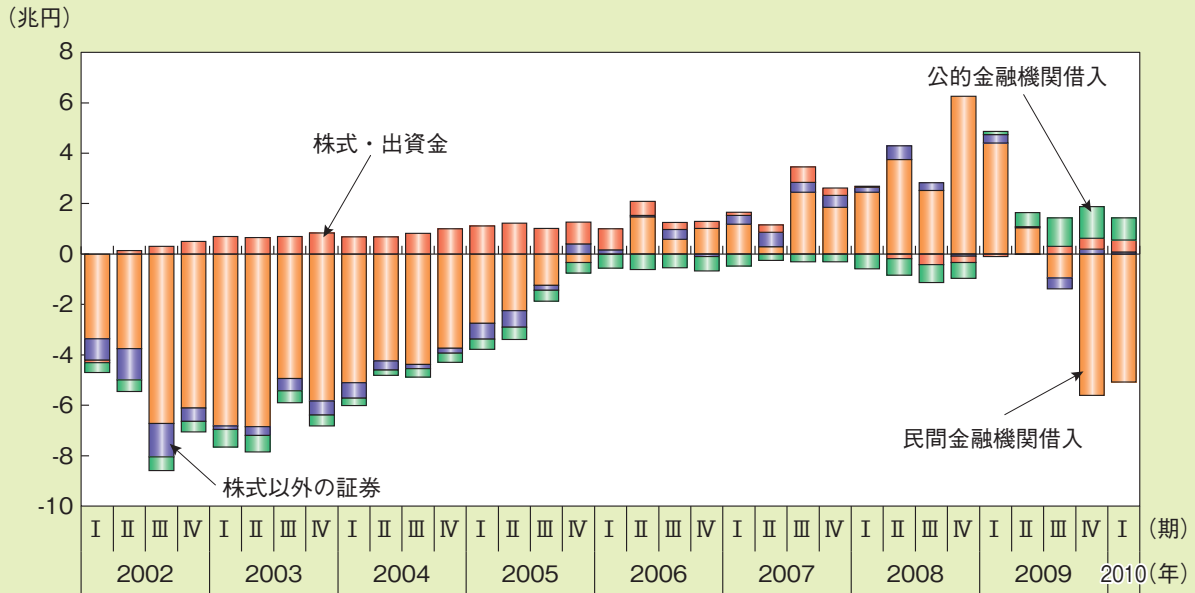
第一に、金融機関からの借入は減少に転じ、株式等の直接金融による調達が増加した。金融資本市場の正常化とともに、一時的に借入にシフトしていた資金調達も株式等の金融資本市場を通じた調達に回帰する動きが見られた(第1-2-23図(1))。

第二に、2009年において、民間金融機関からの借入は減少した一方、公的金融機関からの借入は増加した。また、民間金融機関からの借入についても、政府は中小企業に対する緊急保

第1-2-23図 企業の資金調達手段の変化

(1) 民間非金融法人の負債内訳

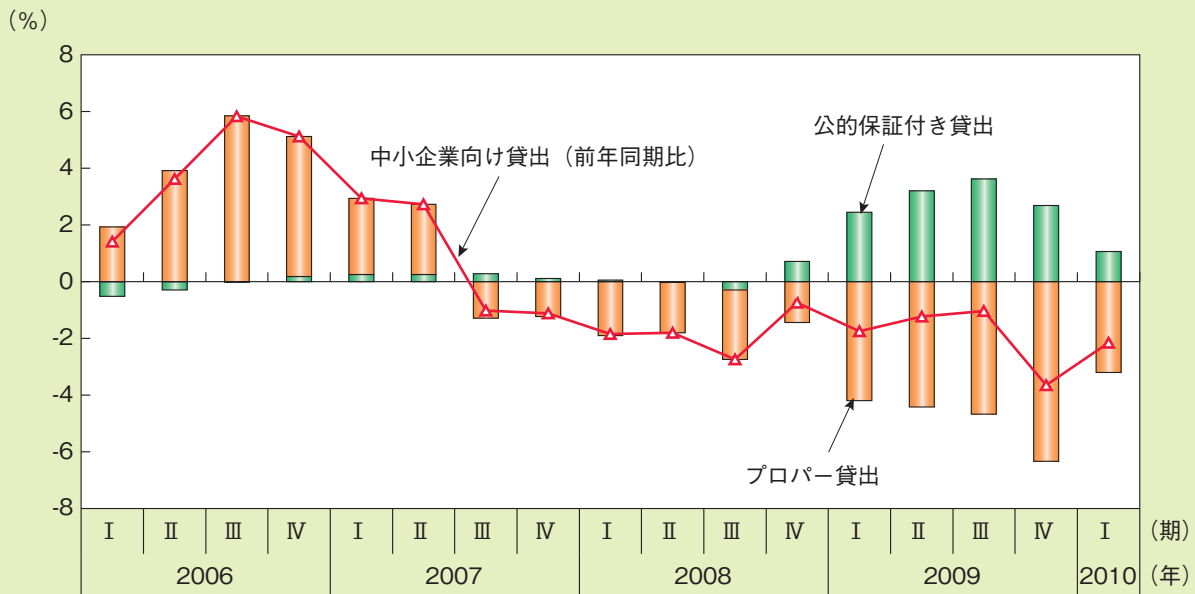
資本市場を通じた資金調達が回復



- (備考) 1. 日本銀行「資金循環統計」により作成。  
 2. 民間非金融法人企業のフロー・負債データを用いた。  
 3. 企業間信用などは除き、公的・民間金融機関借入、株式・出資金、株式以外の証券について、4期移動平均を示した。

(2) 中小企業向け貸出

中小企業向け貸出は縮小しているものの、保証制度が下支え



- (備考) 全国信用保証協会連合会、日本銀行「貸出先別貸出金」により作成。

証制度等を始め、企業の資金繰り支援を行っている。こうした支援策が企業の資金繰りを安定化させた面があると考えられる。実際、中小企業向けの貸出を公的保証付き貸出と保証なし貸出（プロパー貸出）に分けると、2008年10－12月期以降、公的保証付き貸出の増加が全体の貸出減を相当程度緩和していることが分かる（第1－2－23図（2））。

第三に、2009年後半において株式発行による資金調達が顕著に増加した。株式による資金調達はリーマンショック以前の2008年前半から減少を続けていたが、2年ぶりに増加に転じている。株式市場が比較的堅調に推移したことに加え、最近の特徴として、金融機関や企業の公募増資が活発化したことも指摘できる。

### ●財務基盤の強化を目指し、公募増資が活発化

公募増資の拡大は、2009年の金融資本市場の特徴の一つである。公募増資の動向とその背景について、2009年の特徴を見てみよう。

第一に、2009年の公募増資額は5兆円程度と、直近ピーク時の2006年と比べても3倍以上の大幅な増資額となっている（第1－2－24図（1））。財務基盤の強化を目指し、金融機関や事業会社がともに大型の公募増資を行った。特に、金融機関については、金融危機後の自己資本強化の動きとともに、国際的な金融規制の見直しの議論において、自己資本における普通株式等の役割を重視する議論が行われていたことも増資活発化の背景として指摘できる。

第二に、その一方で、増資は1株当たりの価値の希薄化や市場需給の悪化などを想起させ、増資企業や金融機関の株価を下落させる要因にもなったとの指摘もある。例えば、東証株価指数（TOPIX）と公募増資の動きを重ねて見ると、2009年11月に公募増資が大きく増加した際、ドバイショックの影響はあったものの、TOPIXは下落している。2010年1月においても公募増資の増加と株価の低迷が同時に起きている。

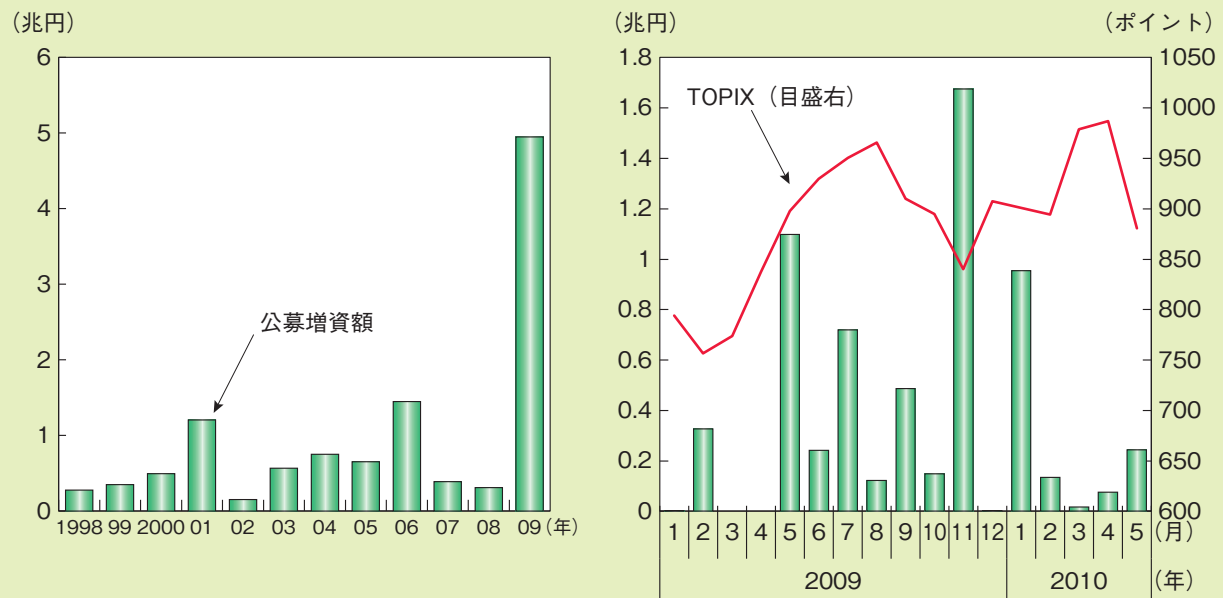
第三に、企業は財務基盤の強化を目指して増資を行っている例が多いと見られるものの、必ずしも財務基盤が弱い企業だけが増資に踏み切っているとは限らない。2009年1月から11月末までに公募増資を発表した企業54社を対象に、増資企業の自己資本比率とその企業が属する業種の平均的な自己資本比率を比較し、企業が財務基盤強化のために公募増資に踏み切っているか確認した（第1－2－24図（2））。結果を見ると、増資企業の自己資本比率は、企業間のばらつきは大きいものの、平均を下回る場合が多いことが分かる。この意味では、企業は、財務基盤の弱さを強化するために増資している場合が多いといえる。業種別には、自動車・輸送機や電気・精密、運輸・物流にその傾向は強い。しかし、医薬品産業のように、すでに自己資本比率が高く、財務基盤が強固である企業が公募増資を行っている例もある。こうした企業では、自社の財務基盤の弱さを補完するために増資を行っているのではなく、例えば、買収合併（M&A）戦略など、個々の企業の財務戦略の一環として行われていることも考えられる。



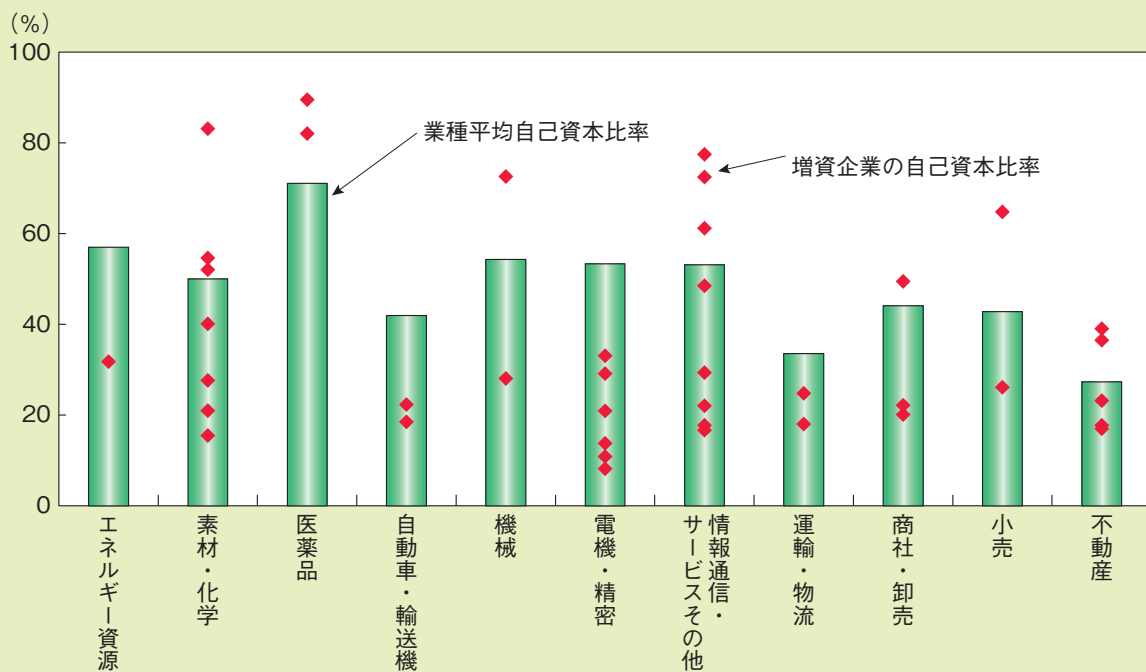
第1-2-24図 2009年後半に集中した公募増資

財務基盤強化を目指し、公募増資が活発化

(1) 公募増資額 (IPO除く) の推移



(2) 増資企業の自己資本比率 (業種別平均との比較)



(備考) 1. 東京証券取引所「上場会社資金調達額」、Bloomberg、日経NEEDsにより作成。  
 2. (1) では、年間額は東京証券取引所、月額額はBloombergにより作成した。月額額は公表日ベースで集計した。

### ●自己資本比率は上昇しているが、不良債権比率は主要行等で近年やや上昇

バーゼル銀行監督委員会は、2009年12月に自己資本規制と流動性規制に係る市中協議文書を公表した。そのなかで、自己資本規制については、損失への耐性を高めるなど自己資本の質の向上を目指し、基本的項目（ティア1）における普通株式等<sup>21</sup>の割合を引き上げること的重要性が指摘されている。こうした国際的な動きを受け、金融機関は公募増資等を通じて自己資本比率を高める取組を進めている。ここでは、金融機関の不良債権比率の動向について確認するとともに、銀行の自己資本比率の状況を見てみよう（第1-2-25図）。

第一に、主要行等の不良債権比率は2002年から2008年にかけて低下してきたが、2008年9月期以降、景気の悪化とともに幾分上昇している。なお、地域銀行の不良債権比率についてはおおむね横ばい圏内で推移している。

第二に、銀行の自己資本比率の推移を見ると、主要行等、地域銀行ともに2002年度以降上昇傾向を続けている。自己資本比率は2007年にいったん低下したが、2009年度は増資の影響などもあり、自己資本比率が再び上昇している<sup>22</sup>。なお、現在（2009年9月期末）の自己資本比率は、主要行等で14%程度であり、国際統一基準行の最低所要自己資本比率（8%）を大きく上回っている。

第三に、日本と欧米の金融機関について、2008年と2009年のティア1比率の動きを見ると、日本の金融機関のティア1比率は欧米金融機関に比べ概して低い。リーマンショック後の金融危機の経験を踏まえ、自己資本の質の向上に向けた世界的な取組は今後も継続していくと見込まれる。

### (3) 金融政策はどう運営されてきたか

デフレ状況から脱し、物価安定の下での持続的な経済成長を実現するためには、政府と日本銀行が一体となって政策努力を重ねていくことが重要である。リーマンショック後の国際金融市場の動揺や世界的な景気後退を経て、現在、景気は着実に持ち直してきている。しかし、自律的回復には至っておらず、脆弱性は依然として残っている。物価の面から考えても、景気の面から考えても、我が国経済には金融政策による下支えが必要である。以下では、金融政策について振り返る。

### ●日銀当座預金残高は量的緩和期の2002年前後の水準に増加

リーマンショック後の急激な景気の落ち込みや世界的な金融市場の動揺に対応し、日本銀行は政策金利の引下げや金融市場安定化策、企業金融の支援策など、いわば危機対応モードで

注

(21) 普通株式等 = 普通株式 + 内部留保 + その他包括利益 - 関連する調整項目を適用した純額

(22) 自己資本比率規制の一部弾力化により、国内基準行については、2008年12月期決算から2012年3月期決算までの時限措置として、有価証券評価損をティア1から控除しない扱いとしていることも影響している可能性がある。