

## 2 金融仲介とマクロの経済成長

資金循環や家計及び機関投資家の投融资行動を確認した結果、我が国ではマクロ的に資金は潤沢であったものの、いわゆるリスク性資産である株・出資金への投資割合は低く、銀行経由の資金フローでさえも産業や事業向け融資が減少してきた。2013年前半の指標には変化の兆しも見られるが、こうした金融仲介の滞りは設備投資を通じてマクロ経済の成長に悪影響を与えるのではないだろうか。

### (1) 銀行経由の資金と経済成長

金融仲介の滞りが成長に与える影響を考える最初の切り口は、銀行を経由した資金である。リーマンショックという世界的な金融危機において、企業の設備投資は鈍り、景気は大きく後退した。また、銀行部門は貸倒れと不良債権によりダメージを受けた。こうしたことから、以下では銀行経由の資金と設備投資や経済成長の関係をグローバルなデータにより整理していこう。

#### ●設備投資率は経済成長率によって決まるが、その影響度が低下

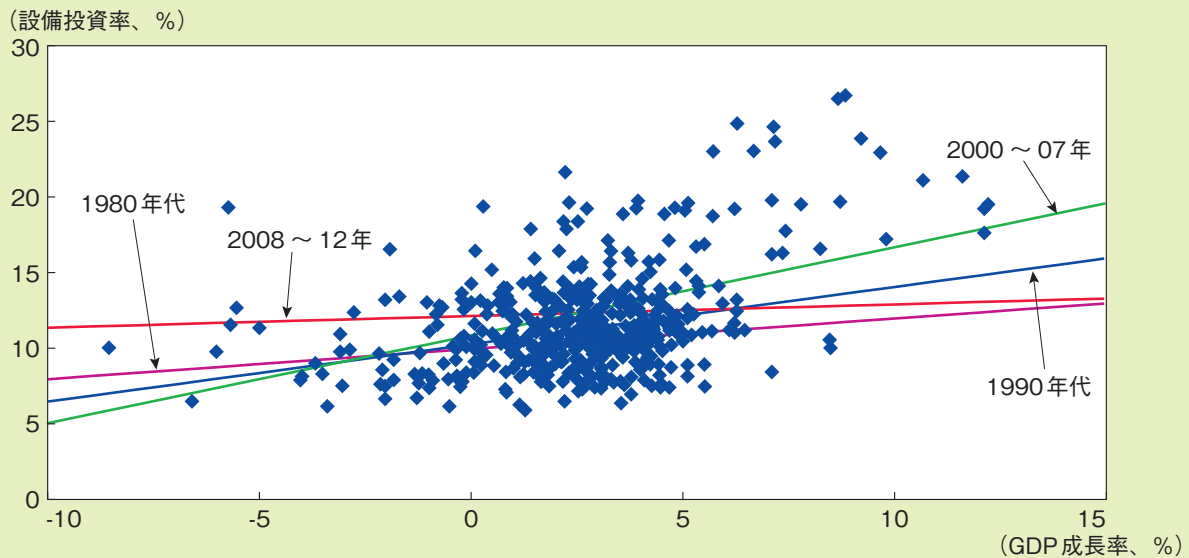
経済成長率と設備投資率の間には双方向の関係があるだろう。すなわち、投資は需要項目の一部であるから、投資が低迷すれば、定義的に成長率は低下する。他方、低成長が続けば成長期待が損なわれ、投資が低迷していくという動きも考えられる<sup>57</sup>。そこで、OECD15か国のデータによって成長率と設備投資率のいずれが先に決まるのかという点について確認すると、80年代は双方向に因果性があるものの、90年代になると、成長率から設備投資率への因果性のみが検出される。また、2000年からリーマンショック前の2007年の間は、設備投資率から成長率への因果性が少し回復するが、2008年以降は成長率から設備投資率の因果性のみが検出される。時期にもよるが、基本的には総需要としてのマクロ成長率が設備投資率を決めている。そして重要な点は、その影響度が、リーマンショック後に大幅に低下しており、総需要としてのマクロ成長率の上昇が設備投資率に結び付いていないということである（第3-2-10図）<sup>58</sup>。

注 (57) 日本銀行（2012b）は、「リーマンショック時を振り返ると、潜在成長率の低下は当初殆ど観察されなかったが、事後的には2008～2009年の潜在成長率が低下していたことが確認できる。これを踏まえると、今次局面においても、現時点では観察されていない潜在成長率の低下が事後的に観察される可能性があると考えられる」としている。

(58) 我が国の設備投資に関するより詳細な分析については、内閣府（2011）の第1章第1節を参照。

第3-2-10図 経済成長率と設備投資率の関係

設備投資率は経済成長率によって決まるが、その影響度が低下



(備考) 1. サンプルは、1980～2012年の15か国 (Australia, Belgium, Canada, Denmark, Finland, France, Iceland, Japan, Korea, Netherlands, New Zealand, Norway, Sweden, United Kingdom, United States)。OECD, Statにより作成。

2. 傾向線の回帰式は以下のとおり (括弧内の値はT値)。  
 設備投資額 / GDP (設備投資率) =  $a + \beta * \text{GDP成長率 (1期前)}$

	$a$	$\beta$
1980年代	9.87 (65.3)	0.20 (5.19)
1990年代	10.2 (64.9)	0.38 (8.40)
2000～07年	10.8 (28.2)	0.58 (4.81)
2008～12年	12.1 (130.3)	0.08 (2.27)

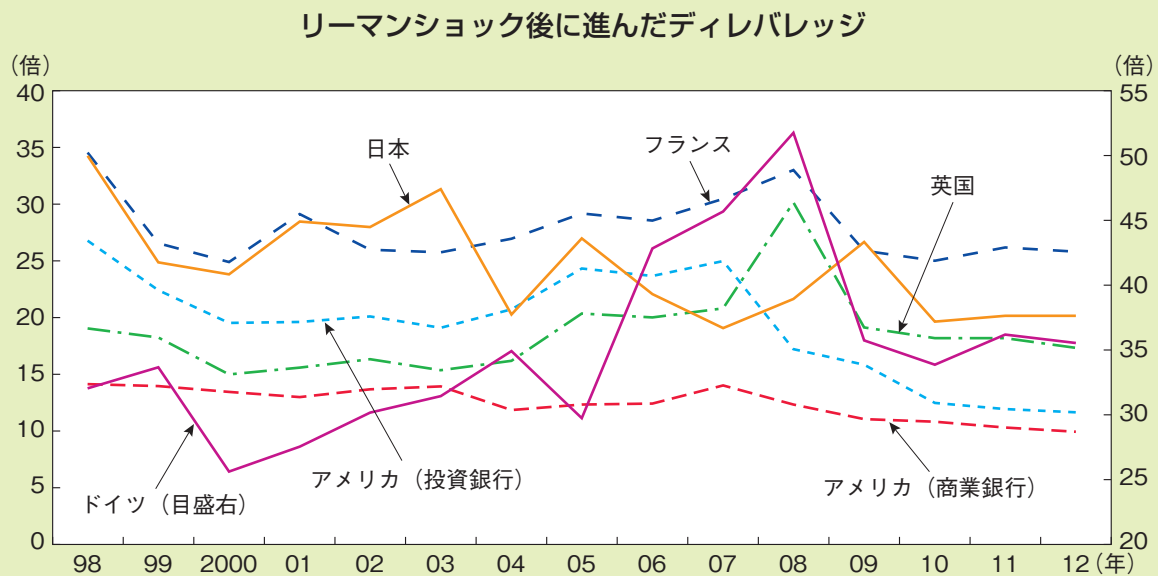
3. グランジャー検定の結果 (F値) は次のとおり。  
 1980年代、1990年代、2000～07年においては1%の有意水準で、  
 2008～12年においては15%の有意水準で成長率→設備投資率という因果関係がある。

	1980年代	1990年代	2000～07年	2008～12年
設備投資比率→成長率	9.25	0.17	3.48	0.60
成長率→設備投資比率	15.9	32.3	7.76	2.53

●リーマンショック後に進んだディレバレッジ

マクロ成長率と投資率の関係が弱まった背景には、銀行部門の動きが関係している。主要国の銀行について、レバレッジ率 (総資産 / 自己資本) を2008年と2012年で比較すると、アメリカは-2.4%ポイント (商業銀行) から-5.3%ポイント (投資銀行)、英国は-12.8%ポイント、ドイツは-16.2%、フランスは-7.4%と大幅に低下している (第3-2-11図)。レバレッジ率の低下は、借り手の経済活動に影響を与えるかどうかという点で重要である。IMF (2012) は、2011年第3四半期から2012年第2四半期の間が生じたヨーロッパの銀行 (58行) のレバレッジ率の低下要因を分析し、資本増強 (分母の増加) が1.5ポイント、債券などの圧縮 (分子の減少) が0.4ポイント、融資圧縮 (分子の減少) は0.1ポイントの寄与であったとしている。合計2ポイントのレバレッジ低下は大きいものの、融資の圧縮が小さいことから实体经济への悪影響はある程度抑制されたと評価している。金融危機後の实体经济への影響を抑えるには、

第3-2-11図 主要国におけるレバレッジ率の推移



- (備考) 1. Bloombergより作成。  
 2. レバレッジ比率は総資産／純資産により算出。  
 3. アメリカ投資銀行は、ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー、メリルリンチ。  
 4. アメリカ商業銀行は、シティグループ、バンク・オブ・アメリカ、JPモルガン、ウェルズ・ファーゴ。  
 5. 英国は、HSBC、RBS、パークレイズ、ロイズTSB、スタンダード・チャータード。  
 6. ドイツは、ドイツ銀行、コメルツ銀行、ドレスナー銀行。  
 7. フランスは、BNPパリバ、ソシエテ・ジェネラル、クレディ・アグリコル。  
 8. 日本は、三菱東京UFJ銀行、みずほ銀行、三井住友銀行。

いわゆるハードランディング的に不良資産を償却していくよりも、厚めに資本注入を実施することが有効な手段であるといえる。

### ●設備投資の低迷には金融仲介機能も影響

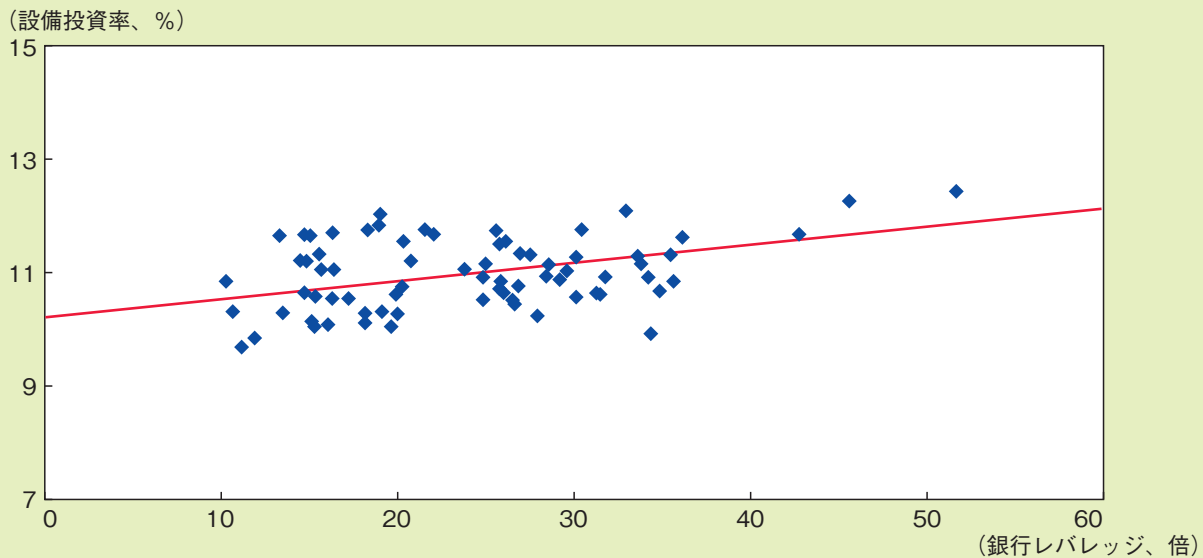
こうした銀行のレバレッジ率について、経済成長率と同様に設備投資率の決定要因と考えて両者の関係を推計すると、設備投資率の増減に対し正の影響を及ぼすことが分かる(第3-2-12図)。例えば、レバレッジ率が20倍から30倍に上昇すれば、GDP成長率が変わらなくても設備投資率が0.3%ポイント上昇すると見込まれる。したがって、設備投資が低迷を脱するには金融仲介機能の回復も重要である。

## (2) 我が国における銀行の現状

我が国ではリーマンショック後に金融危機が生じたわけではない。しかし、輸出の急落による深刻な景気後退を経験し、その後においても、2011年の大震災やタイの洪水被害の影響を受け、金融面においては借り手を支える政策措置が講じられてきた<sup>59</sup>。以下では、我が国における銀行の現状について、貸出に関連する危機対応措置との関連で概観する。危機対応の

第3-2-12図 銀行レバレッジと設備投資率

設備投資の低迷には金融仲介機能も影響



- (備考) 1. サンプルは、1999～2012年の5か国（United States、United Kingdom、Germany、France、Japan）。OECD、Stat Bloombergにより作成。  
 2. 傾向線の回帰式は以下のとおり（下記表の括弧内の値はt値）。  
 設備投資率（設備投資額/GDP）=  $\alpha + \beta * \text{銀行レバレッジ（総資産/純資産）} + \gamma * \text{GDP成長率（1期前）}$   
 （ただし、GDP成長率は全サンプルの算術平均の1.53%とした。）

	設備投資率
推計期間	1999年～2012年
定数項平均	10.0
銀行レバレッジ	0.032 (2.103)
GDP成長率	0.125 (4.145)
修正済決定係数	0.905
サンプル数	70 (5か国、14年)

措置が平時においても継続されれば、企業部門の新陳代謝の妨げとなり、企業活動全体としてはマイナスとなりかねない。

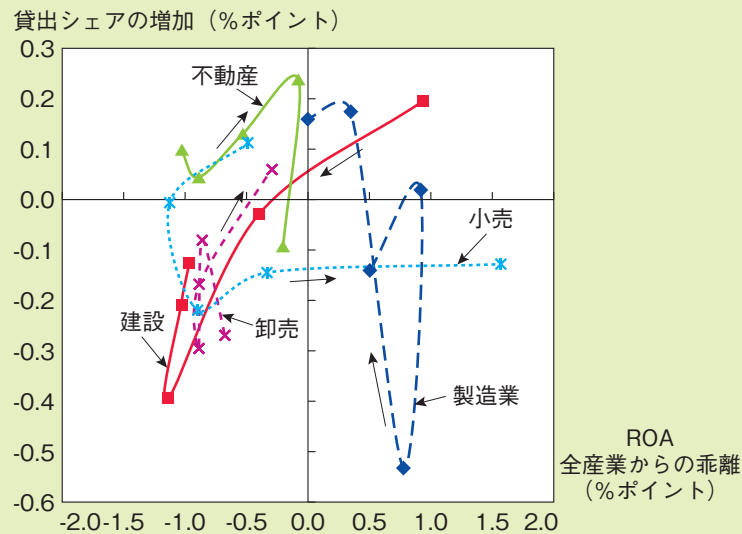
●業種によって異なる相対的な収益率と貸出シェアの関係

銀行貸出の業種別の動向を、相対的な収益率と貸出シェアの変化から見ていこう<sup>60</sup>。90年代から2011年までの動きをならしてプロットすると、例えば、不動産では、90年代から2000年代において、相対的に収益率が低く、貸出シェアが増加する傾向が見られた。しかし、2011年には、貸出シェアも低下し、第2象限から第3象限に移行した。また、卸売については、第

注 (59) 例えば、内閣府政策統括官（2012）第1章3節2項を参照。  
 (60) 収益率の変化幅と貸出量変化率のプロット図は、借り手企業の事業環境と貸出量との関係を示している。企業の収益率が上昇すれば、設備投資などの資金需要が高まり、結果として貸出が増加するという理論的な経路（右上がり）が示されることになる。しかし、両者の関係については、90年代以降のデフレ経済下において観察されにくくなったことから、その背景を探る多くの研究が行われた。例えば、堀・高橋（2003）はマイクロデータを用いた分析において、利益が借入れを代替したことにより、利益率と貸出量の間には負の相関がみられるようになったことを示している。また、福田・粕谷・中島（2005）では、他の条件（債務総資産比率など）をコントロールした場合、（直接金融へのアクセスが弱い）非上場企業をサンプルとした推計では、利潤の大きい企業向けに貸出が増加する傾向が強いとの結果を得ている。

## 第3-2-13図 業種別貸出シェア変化と収益率

業種によって異なる相対的な収益率と貸出シェアの関係



(備考) 1. 日本銀行「貸出先別貸出金」、財務省「法人企業統計」より作成。貸出は国内銀行勘定データを使用。  
2. 1991～1995年、1996～2000年、2001～2005年、2006～2010年の各期間の平均と2011年のデータを使用。

3象限から第2象限に移行しており、2011年は相対的な収益率が低く、貸出シェアは拡大している（第3-2-13図）。

### ●保証協会による保証率は高止まり、代位弁済率は低下傾向

中小企業向け融資残高に対する信用保証残高の割合（保証率）はリーマンショック以降上昇し、2012年第4四半期においても13.6%と高水準にとどまっている（第3-2-14図）。これは、98年の金融危機時と同じ程度である。代位弁済率と保証承諾額は低下しているものの、高い保証率水準は、100%保証を中心に、銀行の融資先審査機能を弱体化し、経営支援などの努力を怠らせることになり、銀行間の競争を通じた金融業自身のイノベーションやマクロ面での資源配分の効率化の機会を失わせかねない。保証については、銀行における中小企業の経営状況の把握や経営支援と一体となった取組の一層の促進などに向け、不断に制度の点検を実施していくべきである。

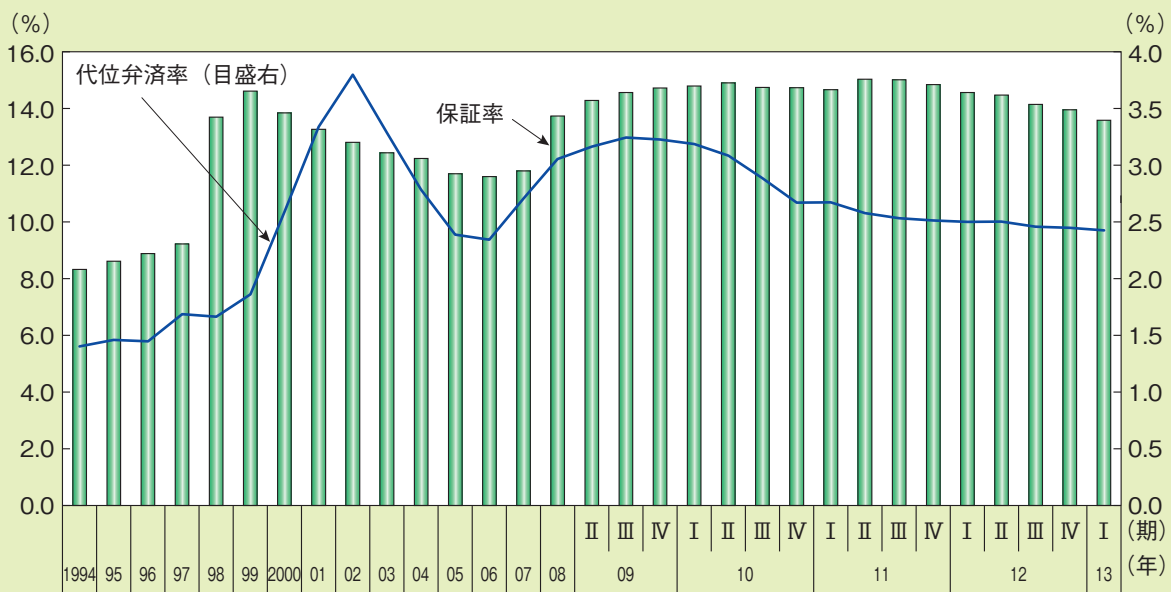
### ●銀行貸出に対する金利や自己資本の影響度が低下

では、銀行の貸出能力はどのような要件で決まるのだろうか。リーマンショック後の貸出量について、不良債権比率、自己資本比率、そして貸出金利が決定要因であるという枠組みを検証しよう。過去においては、2001年から2004年のデータを基にした分析事例があるため、それとの対比によって、2009年以降の銀行行動を評価する<sup>61</sup>。

注 (61) 内閣府（2005）第1章3節2項第1-3-2図を参照。

第3-2-14図 保証率と代位弁済率の推移

保証協会による保証率は高止まり、代位弁済率は低下傾向



(備考) 1. 日本銀行「貸出先別貸出金」、全国信用保証協会連合会「信用保証実績の推移」により作成。  
 2. 代位弁済率=代位弁済額÷保証債務残高、保証率=保証債務残高÷中小企業向け貸出金とした。

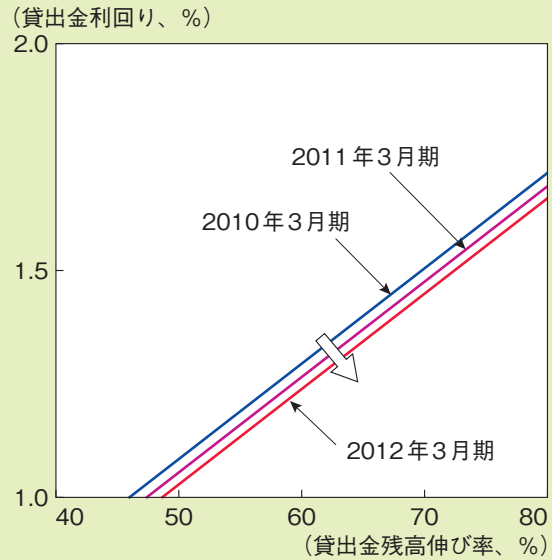
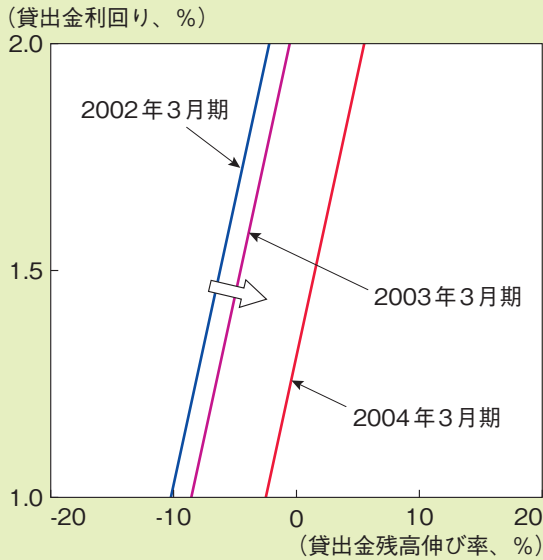
まず、不良債権比率については、2001年から2004年当時に見られた貸出量のマイナスの影響が、以前より程度は小さいものの、2009年以降にも見られ、不良債権比率の高まりは貸出量を減少させる。次に、自己資本比率については、2001～2004年当時と同様、貸出量に対してプラスの関係が期待されるものの、2009年以降は両者の関係が薄れているとの結果が得られた。すなわち、自己資本比率が高まっても貸出量があまり増えていないということになる。また、貸出金利については、2001年から2004年当時と同様に、金利と貸出量に正の相関が見られるものの、統計的には有意な関係とはいえない。すなわち、金利と貸出量の関係が弱い、又は金利とは関係なく貸出量が動いているということになる。また、前回の分析事例と比較すると、貸出量の金利弾力性が極めて大きく観察されており、貸出供給曲線はより水平に近い姿として描かれる(第3-2-15図)。

三つの要素のうち、自己資本比率と金利が貸出量に影響をあまり与えていない状況を作り出した要因は、需要不足とデフレによって名目金利がゼロ近傍にあったこと、の二つであると考えられる。今後、資金需要が回復してくると、貸出供給曲線が水平に近い場合、量は増えるものの名目金利は当面上がりにくい状況が続くと見込まれる。その後、供給側の制約に近づいたり、デフレ脱却が進んだりする中で、名目金利も上昇へと転じ、過去に観察されたような金利と貸出量の関係が現れてくるものと見込まれる。

第3-2-15図 銀行の貸出供給曲線の推移

銀行貸出に対する金利や自己資本の影響度が低下

(1) 推計期間2001年3月期～2004年3月期 (2) 推計期間2009年3月期～2012年3月期



推計期間	貸出金残高伸び率	
	2001年3月期～2004年3月期	2009年3月期～2012年3月期
定数項平均	-0.083	0.027
不良債権比率	-2.604 (-17.629)	-0.271 (-1.959)
自己資本比率	1.311 (10.714)	-0.140 (-1.388)
貸出金利回り	0.080 (9.652)	0.475 (0.835)
修正済決定係数	0.728	0.180
サンプル数	288 (96行、3年)	247 (86行、3年)

- (備考) 1. 日経NEEDS、各銀行の決算説明資料により作成。  
 2. 推計式は下記のとおり (上記表の括弧内の値はt値)。

$$NL_{i,t} = C_{i,t} + \alpha * NPL_{i,t-1} + \beta * SCR_{i,t-1} + \gamma * INKINRI_{i,t}$$

$NL_{i,t}$  : i銀行の今期の貸出金残高伸び率    C : 定数項  
 $NPL_{i,t-1}$  : i銀行の前期の不良債権比率     $SCR_{i,t-1}$  : i銀行の前期の自己資本比率  
 $INKINRI_{i,t}$  : i銀行の今期の貸出金利回り

3. NL (貸出金残高伸び率) は (今期の貸出金残高 ÷ 前期の貸出金残高) - 1、NPL (不良債権比率) はリスク管理債権額 ÷ 貸出金額、SCR (自己資本比率) は資本合計 ÷ (負債 + 少数株主持分 + 資本合計) とした。