

## 93 年度主要産業見通し

産業調査部

### 《要 旨》

1. 【93 年度の企業経営】 企業収益が現在まで低迷している要因は固定費、その中でも経費等の「その他固定費」の増加によるところが大きい。そのため足元では企業は売上減による大幅減益に陥っているが、顕在化していないものの収益の回復力は着実に向上している。それは 92 年度以降企業の固定費圧縮が本格化しているためであり、売上増加による増益効果が高まっているからである。  
93 年度の企業収益は売上の動向に大きく左右されるが、上場製造業の経常利益は増益率が 2 ケタに乗る可能性が高い。企業は増益に転じる中でも、当面は 80 年代後半の投融資活発化で生じた効率性・収益力の低下を見直す動きは今後も続くであろう。
2. 【複合要因が錯綜する消費不況】 個人消費は百貨店・スーパーの売上不振をはじめ、耐久消費財の販売不振など不振の度合いを強めている。この消費マインドの冷え込みの背景には可処分所得の低下と消費支出の伸び悩みがある。さらに今回の消費不況では、①バブル期のストック調整、②逆資産効果、③消費スタイルの変化、などの構造的要因も浮上している。93 年度企業業績の緩やかな回復というプラス効果はあるが、複合要因の好転には時間を要し、個人消費回復の足取りは重くならざるを得ない。
3. 【進まない不動産業の資産圧縮】 不動産企業の業績低迷が続いている中、物件処分等による資産圧縮を打ち出している企業が多いが、バブル期に急拡大した不動産業の資産は現在も高水準で推移している。不動産業の借入金残高の伸び率は鈍化しているものの依然増加中である。不動産業の借入金依存度の高さから金利負担の度合いによって業績が大きく左右される体質になっているが、簡単な試算では現在の不動産業全体が経常黒字に転換するためには約 17 兆円（総資産の 14%）程度の資産圧縮が必要である。

（注 1）この主要産業見通しは当研究所 1993 年度経済見通し（92 年 12 月 1 日発表）のシナリオを前提としている。すなわち、93 年度のわが国経済の実質 GNP 成長率は 2.3%、原油価格は年度平均 20.3 ドル／バレル（通関ベース）、対ドル円レートは年度平均 122 円、日本の公定歩合は 93 年 3 月末までに 2.75% へ引き下げ、等を前提としている（詳細は当調査月報 93 年 1 月号参照）。また、当予測は 1993 年 1 月 12 日に発表したものである。

（注 2）産業調査部 小川、松尾、中村、坂本、青山、窪谷、高橋、小野、増田、俣野、渡辺

4. 【ノンバンクの急成長と延滞債権】上記の不動産に関連してノンバンクの業績悪化が注目される。わが国のノンバンクは金融自由化による業務の多角化、資金調達手段の多様化、財テクブームなどを背景に70年代から80年代半ばにかけて金融機関系列を中心に設立が相次いだ。バブル期にはノンバンクによる不動産関連の事業融資が急増したが、不動産不況の深刻化から延滞債権が増加しており92年になって金融支援を受ける企業が続出している。こうした金融支援が本格的に実施されるのは93年度からであり、関連する金融機関や親会社であるメーカー等の収益を圧迫することになる。

5. 【各産業の動向】93年度の主要産業の収益動向（経常利益ベース）を展望すると、業種によって業績の明暗が大きく分かれると思われる。

すなわち、製造業は利益水準自体は低いものの概して増収傾向が見込まれるのに対して、非製造業では一部を除いて概ね引続き低迷を余儀なくされるものと見られる。

まず、「素材・エネルギー業種」は92年度的大幅減益から企業業績は回復に向かおう。鉄鋼は在庫調整が終了して粗鋼生産が1億トンまで回復することから2ケタ増益に転じる。石油化学は下期以降に製品市況回復が見込まれ増益へ転じよう。

「加工業種」では、これまで不振が続いていた電機・自動車の在庫調整・固定費圧縮が進んで増益となろう。受注残を抱える造船は増益を維持するものの、一般機械は設備投資減退が続く中、下期からの受注回復も期待できるが総じて減益基調が続く。自動車は年度半ばより国内販売が緩やかに回復に向かい2ケタ増益となり、半導体も急回復は望めないものの回復感が増してこよう。家電はやや厳しい状況が続こう。

「非製造業」は92年度に見られた業種間の好不調をそのまま引き継ぐ形となろう。不況対策としての情報化投資の削減が続いている情報・通信はユーザーである他産業の回復待ちになると思われ、民間建設受注低迷の長期化で建設も減益が続こう。

一方、時短等による余暇時間の一段の拡大を背景にレジャーは比較的堅調に推移しよう。トラックは郵便小包の値上げから宅配貨物のシフトによる需要増が見込まれ増益に向かうが、百貨店は消費回復が下期以降になると見込まれることから、収益回復は期待薄で引き続き減益基調となろう。

総じてこれまでの景気後退から回復に至る局面とはやや異なり、業種間、企業間での格差が拡がる。

## 業 種 別 収 益 見 通 し

### 【 凡 例 】

収益見通しは上場企業の経常利益ベース、対前年度比。

収益見通しの見方：   ↑↑↑ (↓↓↓) : 増益率20%以上 (減益率20%以上)  
                           ↑↑   (↓↓) : 増益率 (減益率) 10～20%未満  
                           ↑     (↓) : 増益率 (減益率) 3～10%未満  
                           ⇒     : 前年度比横這いレベル (+2～▲2%)

(本見通しは92年12月時点で作成)

| 業 種           | 収 益 見 通 し |      | コ メ ン ト                                                                            |
|---------------|-----------|------|------------------------------------------------------------------------------------|
|               | 92年度      | 93年度 |                                                                                    |
|               |           |      | 上段◇：92年度<br>下段○：93年度                                                               |
| 石 油<br>化 学    | ↓↓↓       | ↑    | ◇内需低迷とそれに伴う製品市況下落の影響で大幅減益。<br>○内需の急回復は望めないが、下期には製品市況回復が見込まれる。                      |
| 鉄 鋼           | ↓↓↓       | ↑↑↑  | ◇粗鋼生産は9750万トンと大幅な減産となり、高炉大手は前年度比7割もの経常減益<br>○在庫調整終了から粗鋼生産は1億トンを回復、企業業績もボトムアウトする見通し |
| 一 般<br>機 械    | ↓↓↓       | ↓    | ◇民需中心に受注低迷から減産が余儀なく大幅減益。プラント、環境装置は好調。<br>○下期から受注上向きも予想されるが、本格回復に遠く、減益基調変わらず。       |
| 電 気<br>機 械    | ↓↓↓       | ⇒    | ◇国内の家電不振と半導体市況下落に加え固定費負担重く、軒並み3割越す減益。<br>○急回復は望めないが、在庫調整・固定費圧縮進み、下期より若干の明るさ期待。     |
| 自 動 車         | ↓↓↓       | ↑↑   | ◇国内、輸出の販売台数減で固定費負担が収益を圧迫し、3期連続の大幅減益。<br>○年度半ばより国内販売は穏やかに回復、輸出は微減。コスト削減効果で増益へ。      |
| 造 船           | ↑         | ↑    | ◇受注増勢やや鈍化するも、船価の高い受注残により引き続き増益基調。<br>○過去的好決算で不良資産償却が進み収益拡大。但し受注残が底をつき競争激化。         |
| 建 設           | ↓         | ↓↓   | ◇公共工事の増加が見込めるものの、民間建設投資の冷え込みが激しく減益。<br>○受注停滞が長引き、2期連続の減益。減収も避けられない。                |
| 大 型<br>小 売    | ↓↓        | ↓    | ◇消費低迷とコスト増から特に百貨店の落ち込みが大きく、全体でも2ケタ減益。<br>○消費回復が下期以降にズレ込むとみられ、金利・償却負担も重く収益回復は望み薄    |
| 陸 運<br>(トラック) | ↓         | ⇒    | ◇宅配貨物好調は好調だが、需要低迷に伴い貨物輸送量の落ち込みが激しく微減。<br>○郵便小包料金の値上げにより宅配貨物の需要拡大。軽油取引税の引上げが負担に。    |
| 情 報<br>通 信    | ↓↓↓       | ↓↓   | ◇情報サービスは長期高成長から一転減収に。高水準固定費により大幅減益。<br>○回復は他産業に遅行する。通信サービスも引き続き料金値下げが足を引っ張る。       |
| レジャー          | ↑         | ↑    | ◇消費低迷による旅行、ホテルは減速傾向だが、アミューズメント産業は好調持続。<br>○余暇時間の拡大により、レジャー消費は引き続き堅調に推移。業態により格差も。   |

## I. 93年度の企業経営

### 1. 企業経営の現状

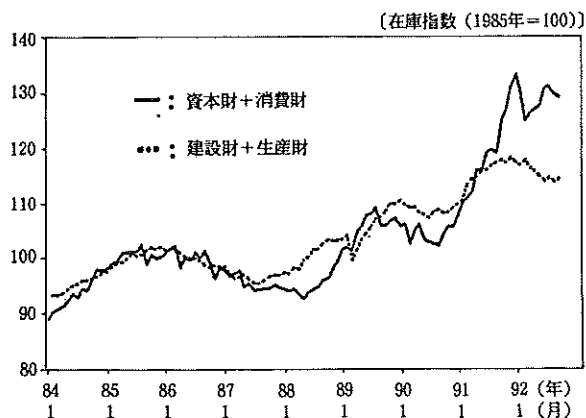
#### (1) 外部環境：川下部門の厳しい在庫調整

80年代後半の大型景気は、個人消費と設備投資という内需を両輪とした長期にわたる好況であった。このため、企業部門では消費財だけでなく生産財・資本財・建設財も含め産業全般に需要が増加し、全業種的に景気拡大が続いた。

ところが今回の景気後退期は、従来落ち込みの少なかった自動車・電気機械・一般機械のような消費財・資本財の需要が不振となり、厳しい在庫調整を強いられている。図-1の在庫動向をみると、消費財・資本財という「川下部門」の在庫積み上がりが従来の景気後退期に比べても大きく、円高不況を上回る在庫調整圧力が働いている。

このため売上面でも、従来の景気後退期には素材業種が加工業種に比べてより落ち込みが多かったが、今回は電気機械、一般機械といった加工業種の売上減少がめだっている。

図-1 鉱工業在庫指数の動き



(注) 通産統計による。季節調整値。

#### (2) 収益悪化の原因

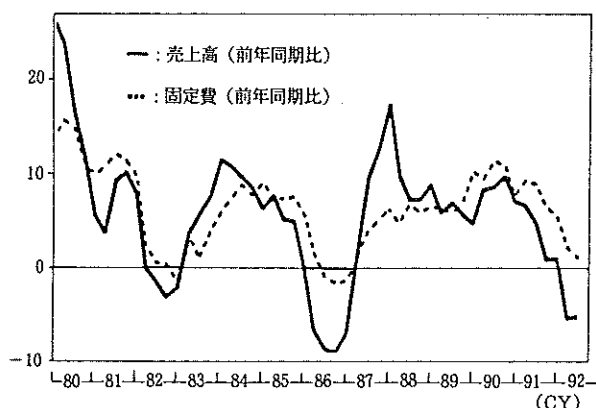
こうした在庫調整が行われるなかで、売上低迷が鮮明になるにつれ、各企業は多くの業種で売上高が前年比マイナスとなる程の厳しい最終需要減・

在庫調整に直面している。92年11月調査の日銀短観によると、経常利益は上場企業ベースで前年度比20%強、製造業では25%もの減益が予想される状況となっている。

#### ①経費先行型の企業体質

この利益率の急低下は、固定費の増加によるところが大きい。87年以降の景気拡大期に企業が積極的な投融资活動を行ったため、固定費はそうした投資行動に遅行して増加した（図-2）。そして、売上げが鈍化しはじめた90年度以降も固定費の増勢は止まらず、売上げの伸びを大きく上回る固定費の増加が続き、企業の利益率が急速に低下した。

図-2 売上高と固定費の変動



(注) 大蔵省「法人企業統計季報」による。対象は資本金1千万円以上の製造業。単位：%。

こうした利益率の低下を要因別に分解すると、東証上場の製造業全体において、88年度から91年度の売上高経常利益率の低下は、固定費の増大によるところが大きいことがわかる（表-1）。

換言すれば、好景気下の固定費の定常的な増加が企業のコスト構造にビルトインされ、増収を前提とした費用先行型の体質に陥った企業が多かったと言えよう。この結果、需要鈍化に弱く売上高の増減に影響されやすい収益構造になっていた。

表-1 経常利益率の変動要因

|                  | 85年度<br>→88年度 | 88年度<br>→91年度 |
|------------------|---------------|---------------|
| 売上高経常<br>利益率の変化幅 | +1.44         | ▲1.57         |
| 変動費要因            | +3.34         | ▲0.39         |
| 固定費要因            | ▲1.92         | ▲1.18         |
| 人件費              | ▲0.41         | ▲0.13         |
| 減価償却費            | ▲0.20         | ▲0.23         |
| 金融費用             | +0.37         | ▲0.08         |
| その他固定費           | ▲1.67         | ▲0.73         |

(注) 対象は東証上場製造業。単位：％。

## ②「その他固定費」の増加が響く

こうした固定費の増大をさらに細分化すると、人件費・減価償却費・金融費用よりも、それらを除いた「その他固定費」によるところが大きい。この「その他固定費」は、販売手数料、広告宣伝費、拡販費、賃貸料、公租公課・事業税、開発費・試験研究費などに分けられる(表-2)。同表で88年度から91年度にかけての「その他固定費」比率の増加をみると、開発費・試験研究費、賃貸

表-2 固定費の内訳

(製造業、対売上高比率、％)

|             | 85年度  | 88年度  | 91年度  |
|-------------|-------|-------|-------|
| 固定費         | 27.22 | 29.14 | 30.32 |
| 人件費         | 11.38 | 11.79 | 11.92 |
| 減価償却費       | 3.23  | 3.43  | 3.66  |
| 金融費用        | 0.16  | ▲0.21 | ▲0.13 |
| その他固定費      | 12.46 | 14.13 | 14.86 |
| ①販売手数料      | 0.86  | 0.98  | 0.93  |
| ②広告宣伝費      | 0.85  | 0.96  | 0.95  |
| ③拡販費・その他販売費 | 1.58  | 1.61  | 1.57  |
| ④賃貸料        | 0.60  | 0.69  | 0.83  |
| ⑤公租公課・事業税   | 0.92  | 1.06  | 0.81  |
| ⑥開発費・試験研究費  | 1.46  | 1.91  | 2.17  |
| ⑦その他        | 6.19  | 6.92  | 7.60  |

(注) 対象は東証上場製造業。

料の間接経費以上に、「その他経費」の寄与が際立っている。統計上正確な使途を捕捉することは出来ないものの、ここ数年で業務委託費や諸物品費用、交際費などの諸経費が増加し、企業収益を圧迫している姿が看取できる。

## 2. 今後の企業収益

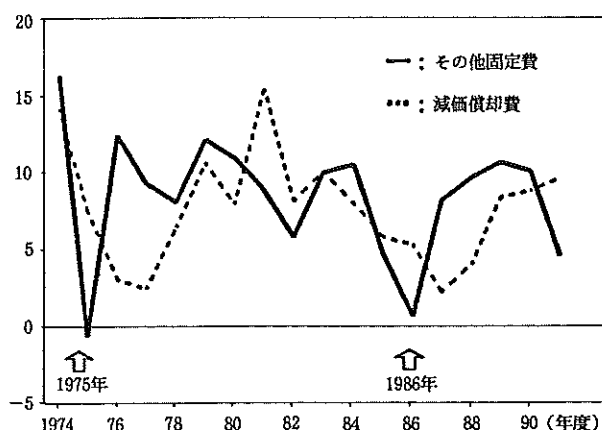
### (1)現在の収益構造：大きい収益のリバウンド効果

#### ①固定費圧縮の効果

収益が悪化するなか、固定費の圧縮は既に多くの企業で取り組まれており、今後次の観点から上場製造業で相当進むものと考えられる。

まず、固定費増加の大きな要因となった「その他固定費」は人件費・減価償却費に比べて能動的に削減しやすいと考えられる点である。過去をみても、その他固定費は景気後退の本格化以降伸びが鈍化しており、75年度(第一次オイルショック後)、86年度(円高不況)のように減少するケースもみられる(図-3)。既に経費節減運動が各企業で本格化しているが、93年度には効果が現れよう。そのため、その他固定費は93年度横ばいから微減程度にかなり圧縮されるであろう。

図-3 その他固定費の変動



(注) 対象は東証上場製造業。前年度比、％。

次に減価償却費の伸びが鈍化すると予想される点である。設備投資計画の大幅下方修正は既に報道されているし、92年11月通産省設備投資動向

調査でも減価償却費は93年度は0.8%の伸びとされている。従って、減価償却費は前年度比1～2%程度の低い伸びに留まると考えられる。

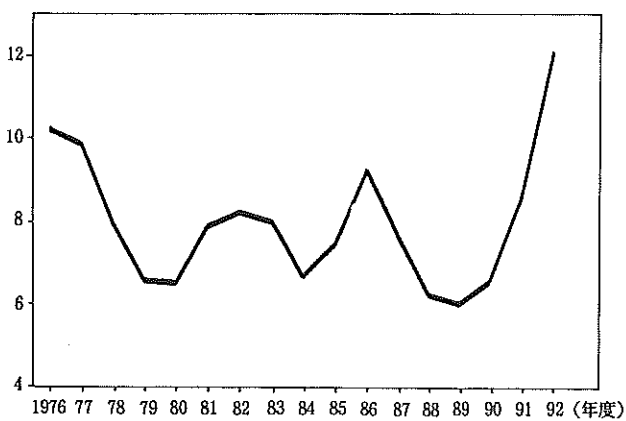
## ②売上げ増による増益率の高さ

固定費比率の上昇のため製造業では売上減比の減益率が高くなっているが、裏返せば売上増比の増益率も高いことになる。しかも、上場製造業は3年連続の減益から利益水準が低くなっており、利益の増加当たりの増益率も高い計算となる。

ここで、売上高1%の変化に対し経常利益が何%変化するかを表す“経常利益のリバウンド率”を算出すると(図-4)、既に91年度時点で円高不況の86年度を上回り、92年度は第一次石油危機直後に次ぐ水準であることがわかる。

92年度のリバウンド率が2ケタを超えており、仮に93年度に固定費が前年度並みに抑制されれば、93年度の売上高が前年度比1～2%増の小幅回復しても、経常利益は大きい伸びが期待できる。

図-4 経常利益のリバウンド率



(注) 対象は東証上場製造業。単位：倍。92年度は当部の推定値。

### 〔“経常利益のリバウンド率”の考え方〕

◆固定費は売上高の変動の影響を受けないため、固定費を不変とすれば、売上1単位当たりの増減に対する利益の変動額は、＜売上高－変動費＞となる。これは限界利益と呼ばれる。

◆売上高が単位増減した時の経常利益変化率は、限界利益を前期経常利益で除した $\llcorner$ （売上高－変動費）／経常利益 $\gg$ となり、ここでは経常利益のリバウンド率と呼ぶこととする。

## (2)売上増は小幅だがコスト効果大きく利益は回復

足元では92年度の大幅な減益が企業の業況判断や投資計画を慎重な方向に下振れさせているが、(1)で述べた企業の収益構造からみれば、今後の企業収益を反転させる力が着実に付いている。

93年度の日本企業の売上は、個人消費・設備投資の低迷により、本格的な増加を期待できないであろう。しかし利益面では、先にあげた経常利益のリバウンド率の増大や固定費圧縮策の収益への寄与から、上場製造業の経常利益は2ケタの増益となる可能性が高い。

仮に、売上が横ばいレベルに留まった場合でも、過去の91年度のような大幅減益パターン<sup>(注1)</sup>を繰り返さないであろう。また、経常利益は過去以上に売上の変動で大きく増減するため、93年度の売上が1ケタ後半の伸びとなった場合には、経常利益は急速に回復することになるだろう。

(注1) 91年度は前年度比2.1%の減収に対して同21.5%の減益(東証上場製造業)

## 3. 効率化経営の影響

### (1) 低収益性の原因

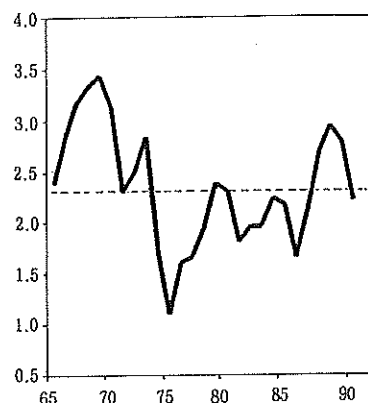
わが国企業の経営体質は、世界的にみて収益率が低い。大企業製造業の収益率は中期的にみても低下傾向にある。しかも、この収益率を売上高利益率だけでなくROA(総資本利益率)、ROE(自己資本利益率)でみると(図-5)、近年は売上高当期利益率に比べROA・ROEの低下が顕著であり、特にROEは戦後以降で最低レベルに達していることがわかる。

さらに、このROEの変動を、売上高利益率、総資本回転率、自己資本比率の3つの要因にわけてみると(表-3)、近年のROE低下の要因は、

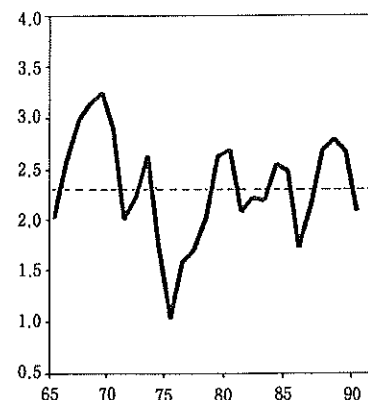
総資本回転率と自己資本比率の2者によるものとわかる。つまり、売上げの増加以上に資産を増加し（資産効率の悪化）、資産の増加以上に自己資本を充実させたため、自己資本の増加に見合う利益が確保できない状況になっている。

図－5 上場製造業の利益率指標の推移

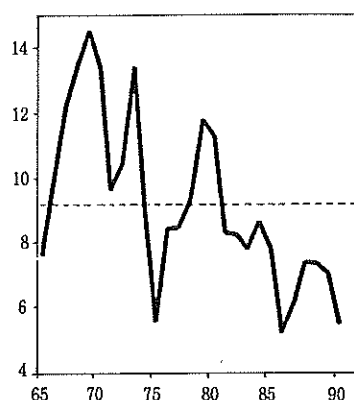
〔売上高当期利益率〕



〔総資本当期利益率（ROA）〕



〔自己資本当期利益率（ROE）〕



（注）対象は東証上場全製造業。単位：％。点線は1965年～91年の平均値。単位：％。

表－3 ROEの変動要因

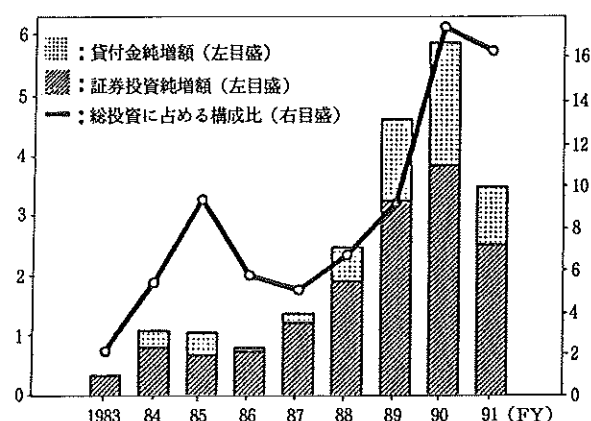
|              |       |
|--------------|-------|
| ROE 81年度 A   | 8.31  |
| ROE 91年度 B   | 5.48  |
| ROEの格差 (B-A) | ▲2.83 |
| 自己資本比率による要因  | ▲2.87 |
| 総資本回転率による要因  | ▲1.49 |
| 売上高利益率による要因  | +1.88 |

（注）対象は東証上場の全製造業。単位：％。  
 $ROE = \text{総資本} / \text{自己資本} \times \text{売上高} / \text{総資本} \times \text{当期利益} / \text{売上高}$ であるため、上式を全微分により変動要因分解すると上表ようになる。但し、交絡項のため各変動要因の合計は格差に一致しない。

## (2) 関係会社向け投融資の低採算性

こうした資産効率の悪化は、80年代後半の長期にわたる設備投資ブームや手元流動性の増加だけではなく、それらとともに多角化・研究開発投資や海外投資などのいわゆる“投融資”がもう一つの要因であった。これら投融資は設備投資と同程度のボリュームで増加したが（図－6）、現状ではこれらの投融資資産から得られる収益が低いことがあげられる。

図－6 関係会社投融資の状況



（注）対象は東証上場企業（金融・保険を除く）。  
 単位は純増額：兆円、構成比：％。

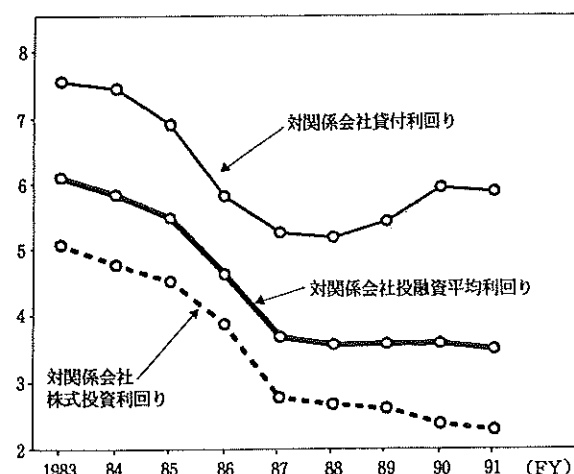
東証上場企業全体で、80年代後半毎年30～50兆円もの投資が行われてきたが、このうち関係会社向けには90～91年度その投資の2割近くが振

り向けられた。この結果、関係会社向け投融資残高は88年度以降毎年2ケタの伸びを示し、91年度末では32兆5千億円と5年前の2倍強に達した。

ところが、その収益性は極めて低く、図-7のように関係会社投融資の平均利回りは、87年度以降3%半ばにまで低下している。

また、関係会社投融資の中でも海外投資の収益性が特に悪い。既に通産省の調査等で明らかにされているように、製造業の海外子会社の売上高経常利益率は平均でみても2%を下回り、親会社本体の半分以下である。北米地域の事業に至っては90年度から赤字へ転落している。

図-7 関係会社投融資の採算性



(注) 対象は図-6に同じ。単位%。

### (3) 経営効率化のインパクト

#### ① 企業経営とマクロ経済

大幅減益を契機にして、企業は収益力の抜本的見直しに迫られている。これは在庫調整だけでなく、過去の設備投資や投融資など事業全体を見直し、収益力を強化する動きとなっている。

円高不況期企業は、内需拡大に対応し国内マーケット開拓に向けた「リストラ」を指向した。予想以上の内需拡大と金融資本市場ブームの中で、「リストラ」は結局効率性・収益性の低いものに

終わった。その上、「その他経費」や開発費・試験研究費、賃貸料の間接部門経費の増大が収益性の低下を招いており、低収益事業を圧縮し収益力を高めようとする減量経営的な企業行動が目立ってきた。また今回の景気後退では、企業の経営で次のような問題を内包しているため、過去の後退局面以上深い調整を必要としている。

1. 景気拡大の中で設備投資や消費の高い伸びが続いたため、資本財・消費財を生産する大半の加工業種は高水準の内需をベースにした収益構造に変化した。
2. 今回の在庫調整局面のなかで、過去のような輸出依存は貿易摩擦等から困難であり、企業は内需減少に見合ったコスト削減を行う必要がある。
3. コスト削減が人件費や間接サービスの圧縮をも伴っているために、所得・雇用環境にまで影響し、調整が個人消費にまで及んできている。

他方金融面からみて、昨今のマネーサプライ低迷等信用の停滞の原因は、金融機関の貸し出し消極化(=貸し渋り)だけではなく、企業側が肥大化した企業体質を強化すべく減量経営に着手した結果、前向き投資資金需要が細っている(=借り渋り)ためとされている。

こうしたことから、93年度以降の景気動向を占ううえで、企業部門の調整がどのようなマクロ的なインパクトを伴うのかが重要なポイントであり、本格的な景気回復のためには企業の収益力向上が従来に増して大きな影響力を持っていると考えられる。

#### ② 経費節減のインパクト

今回の企業部門の調整は、低採算部門の資産圧縮や経費節減であり、必然的に投資・消費といった企業の最終需要を減殺し、マクロ経済にもデフレ・インパクトを及ぼす可能性が強い。先述のように収益力低下の主因はその他固定費の増大であ

るが、この大半は前掲の表－2 でみたように、3 K（広告費・交際費・交通費）と呼ばれるような企業消費を中心とした“諸経費”である。ここで、企業の諸経費節減がどのような影響を及ぼすのかについて一応の目処をつけてみたい。

#### A. 企業における諸経費の規模

法人企業全体における諸経費の金額を産業連関表から推定してみよう（表－4）。企業の最終消費である家計外消費支出は、89年時点で17.7兆円と民間消費支出の7.5%に相当する。

表－4 産業連関表における諸経費

(89年時点、単位：兆円)

| 項目      | 金額   | 項目         | 金額   |
|---------|------|------------|------|
| 交際費     | 6.5  | ①情報サービス    | 11.3 |
| 福利厚生費   | 6.6  | ②建物サービス    | 2.7  |
| 宿泊費・日当  | 4.7  | ③事務用品・筆記具  | 2.1  |
| 家計外消費支出 | 17.7 | ④法務・会計サービス | 1.7  |
|         |      | ⑤国内・海外通信   | 3.8  |
|         |      | ⑥ハイヤー・タクシー | 0.9  |
|         |      | ⑦貸自動車      | 0.5  |
|         |      | 内生部門での支出先  |      |
|         |      | ①～⑦合計      | 23.0 |

(注)「1989年産業連関表」により作成。

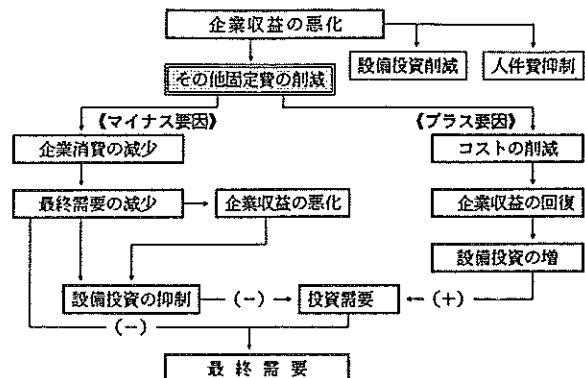
しかし、この家計外消費支出は企業の交際費・福利厚生費・宿泊費日当のみが対象であり、情報サービス業・建物サービス業への業務委託や、事務用品の購入、ハイヤー・タクシー代、通信費などの諸経費は含まれていない。そこで、後者の費用を生産部門における支出先から把握すると、同表のように20兆円を上回っており、前者・後者をあわせれば約40兆円と民間消費支出の約18%、名目GNPの10%にも相当する<sup>(注2)</sup>。

(注2) 家計外消費支出や内生部門の支出は、企業が生産活動をするうえでの中間投入であるため、GNP統計の最終需要に計上されない。従って、諸経費の削減額がGNPに直接マイナス効果をもたらさないが、その削減により企業利益や賃金等の付加価値が減少する影響や、企業の設備投資の下方修正といった間接的な影響がある。

#### B. インパクトの波及経路

今回の企業の経費節減策は、大型景気のもとで水膨れした企業消費の削減との性格が強い。こうした費用の削減は経済全体に対してマイナス、プラス両面のインパクトを及ぼそう(図－8)。

図－8 企業収益悪化の影響(概念図)



##### ◆マイナス・インパクトの波及経路――

経費節減により、企業の消費する財・サービスの需要が減少し、それらを生産する企業に対してデフレ・インパクトを持っている。

##### ◆プラス・インパクトの波及経路――

コスト削減は、企業の固定費比率の低下を通じて収益改善効果をもたらす。業績回復により企業の投資マインドが好転し、設備投資・在庫投資や投融資を回復させる。

#### C. 経費削減のインパクト

ここでは、企業の経費削減の経済全体に対するマイナス面のインパクトを、大まかに影響度合いを把握してみよう。

##### <前提>

- ・上記Aで推定した企業の諸経費（家計外支出・内生部門を併せた40.7兆円）1%の削減当たりの影響を測定する。
- ・国内産業への波及効果は、産業連関表による家計外消費支出の生産誘発係数を使用する。

・GNP への影響は、同じく家計外消費支出の付加価値誘発係数を使用する。

上記の前提に基づくと、諸経費の削減額は企業全体で約4千億円であり、国内産業全体に6,400億円の生産を減少させる。これは国内産業全体の生産高の▲0.08%に相当する(表-5)。

表-5 経費削減による国内生産の減少(試算)

＜全企業が諸経費を1% (4,070億円) 削減した場合の生産減少率＞

|       | 生産<br>減少額<br>(1) | 生産額<br>(2)  | 生産<br>減少率<br>(1)/(2) | 生産誘<br>発係数 |
|-------|------------------|-------------|----------------------|------------|
| 国内全産業 | ▲ 6,420<br>億円    | 795.2<br>兆円 | ▲0.081<br>%          | 1.577      |
| 製造業   | ▲ 1,470          | 310.1       | ▲0.047               | 0.360      |
| 非製造業  | ▲ 4,950          | 485.1       | ▲0.102               | 1.217      |
| サービス業 | ▲ 3,230          | 79.4        | ▲0.406               | 0.793      |

(注)「1989年産業連関表」による。  
数値はすべて89年時点の値。

業種別にみると、製造業では▲0.047%の生産減であるのに対し、非製造業は▲0.102%と相対的に非製造業へのインパクトが大きく、中でもサービス業の生産減(▲0.406%)が顕著である。また、この生産額の減少は付加価値の減少を通じてGNPにも影響を与える。極めてラフな計算を行えば、上記のような1%の諸経費削減は名目GNPを0.09%低下させることになる。

ただ、企業の諸経費削減は短期的・直接的には国内生産量の減少となって現れるが、経済全体への影響を考える場合には、そうした経費節減による収益改善効果も併せて考える必要があろう。企業収益の側面では、先の生産減少による収益悪化効果を経費削減による収益改善効果が相殺すると考えられるからである<sup>(注3)</sup>。

もちろん、収益改善はすべての業種に当てはまるわけではなからうが、産業全体をやや長いスパ

ンで考えれば、経費削減のプラス面のインパクトが充分期待できるであろう。

(注3) 例えば、表-5のように諸経費を1%削減した場合、国内産業全体で6,420億円の生産減が生じるが、同時に諸経費の1%削減分(約4千億円)のコストが削減される。産業全体の変動費比率(対売上高)を75%とすれば、6,420億円の生産減は約1,500億円の限界利益減であり、これは4千億円のコスト低下により充分埋め合わせられ収益は増加する計算となる。

#### (4) 変革期を迎えた日本企業

##### ①経営課題の今日の特徴

全体としてみれば、現下の経営効率化は次のように企業経営の本質に迫る問題を内包しており、一時的な動きでは終わらないであろう。戦後、日本企業は数々の景気後退局面で多様な経営課題に直面してきたが、今日の経営課題は以下に述べるように金融資本市場と密接に課題が関連している点に特徴がある。

第一に、現在の企業では資本の増加に見合った利益が確保できていない。エクイティ・ファイナンスにより既に自己資本を充実させ、今後も新株発行により増加させていく企業には、株主の期待を考慮した経営が求められる。

第二に、今後80年代後半のような膨大なエクイティ・ファイナンスが期待できない以上、資本市場とともに借入等のデット・ファイナンスもバランス良く調達していく必要があり、その意味からも80年代のような借り手優位の貸出市場とは違って企業の資金調達には金融機関のチェック機能が働き、採算性の低い、リスクの高い投資事業には歯止めがかかるであろう。

第三に、自己資本、あるいは総資産に応じた利益目標を定める必要が出てきている。借入しか外部調達手段を持ちえなかった高度成長期には、専ら前年度比での経常増益を目標として運営しても事足りたが、現在のように自己資本が既に充実し、かつ今後もエクイティ・ファイナンスを経常的に行って自己資本が増加していく企業にとっては、もはや経常増益だけでは充分ではなく、自己資本

に対する収益率（ROE）あるいは投下資本に対する収益率（ROA）といった価値尺度が、企業に出資した投資家を満足させるために必要となってきた。経常増益指向のみでは、先述のようにエクイティ・ファイナンスでも表面的な社外流出額しかコストと考えず、この結果企業は表面金利が低い資金を調達した場合にはそれよりも少しでも高い予想収益率の投資案件を進めてしまう。こうした投資行動は確かに経常利益の増加につながるであろうが、全体の収益率は低下する確率が高い。

## ②効率化経営の影響

以上のような企業の固定費削減の動きは、長いスパンで考えれば固定費比率の低下を通じて企業

の収益体質、ひいては経営体質を改善させるものであり、その意味で自律的な景気回復の原動力となりえよう。

しかしながら、そうしたプラス面の効果が発現するまでにはかなりのタイムラグを伴うと考えられる。特に、ここ数年間はこうした企業のその他固定費の積み上がりが大きかっただけに、従来以上に調整圧力は強いであろう。

また、過去の80年代の景気後退局面（第2次オイルショック、円高不況）ではサービス・流通業等を中心とした非製造業の活動が堅調な反面で製造業が不振という二面性がみられたが、以上の分析でみたような経費節減のインパクト、あるいは現下のような個人消費の停滞状況下では、今後非製造業の活動が相対的に停滞する可能性がある。

表－6 景気後退期における日本企業の経常課題

| 戦後の不況期                     | 直前の好況期             | 景気後退の主な原因                         | 経営課題                                                       |
|----------------------------|--------------------|-----------------------------------|------------------------------------------------------------|
| なべ底不況<br>57年6月～58年6月       | 神武景気<br>54年11月～    | ・国際収支悪化懸念からの金融引締め                 | ・欧米技術の体系的導入<br>・輸出拡大                                       |
| 昭和40年不況<br>64年10月～65年10月   | リバー景気<br>1962年10月～ | ・需要先行化後の耐久消費財・投資財の需要低下<br>・株価急落   | ・生産調整（合理化等）<br>・大型合併と企業集団再編<br>・貿易・資本自由化への対応<br>・株価対策      |
| 第1次オイルショック<br>73年11月～75年3月 | 列島改造期<br>71年12月～   | ・第4次中東戦争勃発に伴うOPECの原油輸出制限          | ・省エネルギー・エネルギー確保<br>・公害問題への対応<br>・外為変動相場制への対応<br>・安定成長へ減量経営 |
| 第2次オイルショック<br>80年2月～83年2月  | 77年10月～            | ・OPEC総会での原油価格の大幅引上げ、イラン革命         | ・省エネルギー・エネルギー確保<br>・過剰設備の圧縮（等）<br>・国際化・情報化の本格化             |
| 円高不況<br>85年6月～86年11月       | 83年2月～             | ・プラザ合意に伴う急速な円高の進行                 | ・生産拠点の海外化<br>・国際化の進展<br>・資金調達運用の多様化<br>・ハイテク・ハイ等経営の多角化     |
| 資産デフレ不況<br>90年～            | バブル景気<br>86年11月～   | ・金融引締めと融資規制等による株価地価の急落<br>・ストック調整 | ・固定費の圧縮<br>・多角化・海外化の見直し<br>・自社株、ファイナンス対策                   |

（注）諸資料よりニッセイ基礎研究所作成

## Ⅱ. 複合要因が錯綜する消費不況

### 1. 落ち込み強める消費関連指標

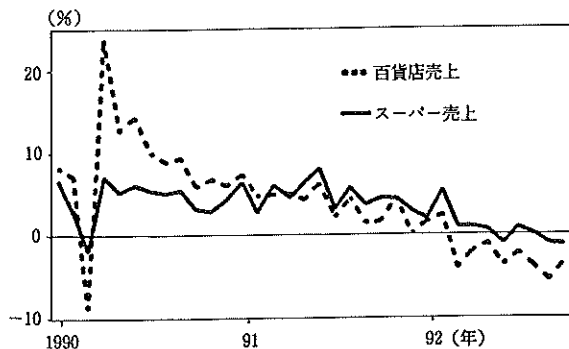
ここにきて個人消費の低迷が深刻さを増している。消費関連指標の落ち込みは代表的な指標である百貨店売上や自動車などの耐久消費財をはじめ、旅行などのサービス分野まで及んでいる。

以下では消費不況の現状を眺めながら、その要因について定性的な分析を行った。

#### (1) 大型小売店：販売不振

百貨店の売上は91年央以降から高級雑貨を中心に落ち込んでいたが、92年に入ってから売れ行き不振が食料品や衣料品など必需的消費の分野にまで及びはじめ、8ヵ月連続前年比マイナスが続いている。これは百貨店統計開始（65年）以来の落ち込みとなっている。またスーパーの売上もこれまで比較的堅調だったが、92年8月以降はマイナスに転じている。

図－1 百貨店・スーパーの売上高伸び率

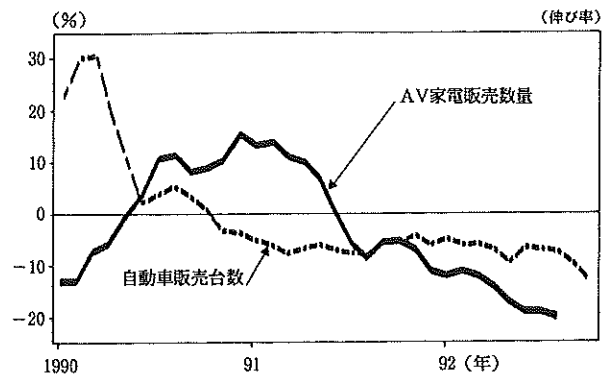


（出所）百貨店協会、日本チェーンストア協会

#### (2) 自動車販売：低迷、AV家電：マイナス幅拡大

耐久消費財についても、自動車販売台数はここ2年ほど前年比マイナスが続けている。また家電販売についても今まで牽引役となっていたテレビ・VTRなどのAV製品の売れ行きが91年半ば以降減少傾向を強め、92年にはさらにマイナス幅を拡大させて推移している。

図－2 主要耐久消費財の販売伸び率



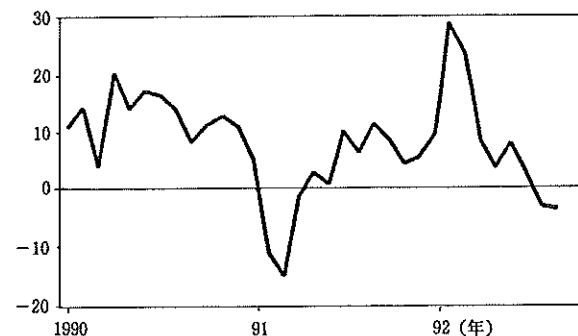
（出所）自動車工業会、通産省

（注）自動車は軽自動車除く、AVはTV+ステレオ+VTRの販売数量

#### (3) 旅行取扱高：6年振りの減少

サービス支出は、ストックがきかないため不況期でも堅調と言われてきたが、ここへきて変調が生じている。海外・国内を合わせた大手旅行代理店の旅行取扱高は既に92年2月以降伸び率の鈍化をみせはじめていたが、92年8月～10月にかけて3ヵ月連続で前年比マイナスとなっている。これは湾岸戦争時の特殊要因を除外すると、ほぼ6年ぶりの前年比マイナスとなる。

図－3 旅行取扱高の伸び率



（出所）運輸省

（注）主要35社の取扱高

## 2. 錯綜する消費不況の複合要因

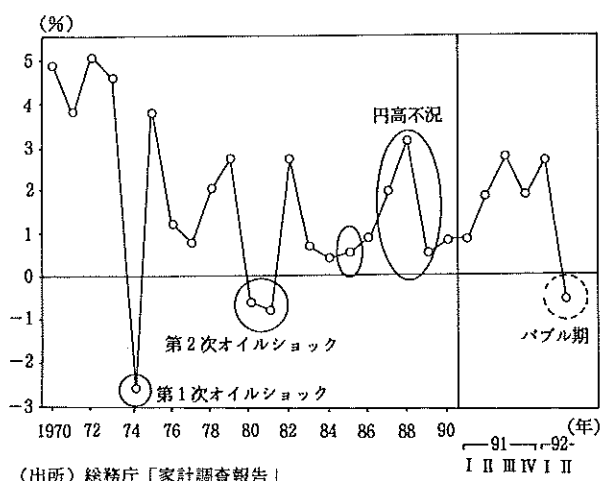
このような消費低迷の背景としては以下の4点が指摘できる。

第1は景気停滞に伴う企業業績の不振を反映し、雇用環境の悪化と所得の伸びの低下から家計の消費マインドが冷え込みを見せていること、第2は乗用車、家電製品を中心とした耐久財消費についてバブル期に大量購入され、ストックの積み上がりの反動によりフローの新規需要が伸び悩むといういわゆるストック調整圧力が働いていると見られること、第3はバブル期の影響として逆資産効果が家計における消費マインドの冷え込みに拍車をかけていること、さらには消費パターンに質的变化が発生しつつあるとの構造的な要因も考えられること、である。

### (1) 財布のひもが締まる家計

消費支出（実質）の動向を見ると、過去の不況局面に見られるように92年第Ⅱ四半期（92年4～6月）に前年比▲0.6%とマイナスを打ちはじめ、92年7月0.0%、8月▲0.4%と急速に落ち込んでおり（図－4）、財布のひもが固まっている様子がうかがえる。

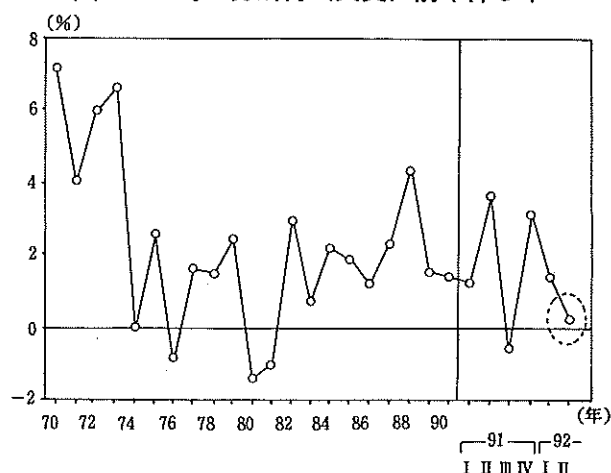
図－4 家計消費支出（実質）の前年伸び率



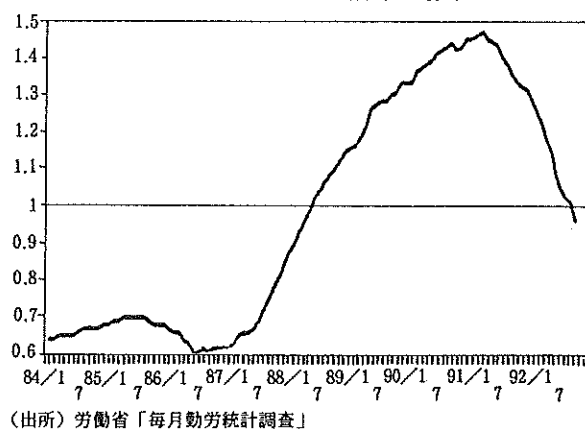
この原因としては企業業績の悪化による雇用不安や残業時間の大幅な圧縮などを背景にした収入の確保や賃金の伸びへの不安が消費マインドを冷

え込ませているものと考えられる。有効求人倍率は直近で0.96と1を割り込んだことに加え、可処分所得（実質）の前年伸び率を見ても92年第Ⅰ四半期（92年1～3月）から徐々に低下してきている。

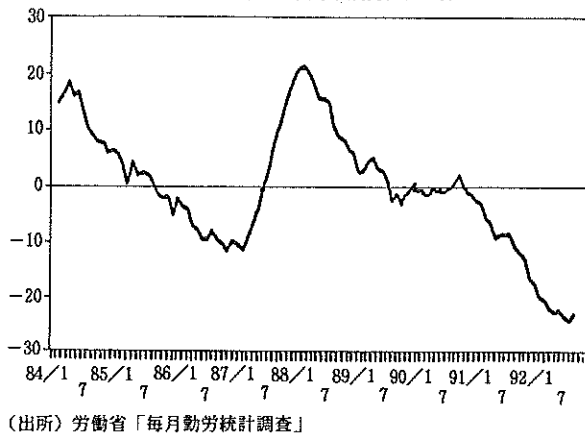
図－5 可処分所得（実質）前年伸び率



図－6 有効求人倍率の推移



図－7 所定外労働前間の推移



また、消費マインドの変化を消費動向調査(92年9月経企庁実施)で見ると、消費者態度指数は92年7-9月で39.7と前年同期比11.0%減と低下の一途をたどっている。消費者意識指標の中でも「雇用環境」が18.9%減と大きく減少したほか、「収入の増え方」が同4.2%減、「耐久消費財の買い時」が同3.9%減と消費心理の冷え込みが一段と顕著となっている姿を反映している。

次に家計支出を主要項目別に見ると「家具・家事用品」「被服及び履物」や「食料」の伸び率が縮小しており、大型小売の販売低迷を裏付けている。また「住居」や「教育」は依然高い伸びを示しており、他の消費支出の足を引っばっている。また、「土地家屋における借入金の返済額」を可処分所得における割合で見ると<sup>(注)</sup>、70年代には2%台であったものが、85年以降には4%台へとそのウェイトを高めてきており、この点も消費の圧迫要因となっている。

表-1 主要な家計の消費支出伸び率の推移

|        | 食料   | 住居   | 光熱水道 | 家具家事 | 被服履物 | 交通通信 | 教育   | 娯楽   | その他  |
|--------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 86年    | 0.2  | 0.7  | 3.9  | ▲3.5 | ▲1.7 | 1.9  | 1.6  | 1.5  | ▲3.8 |
| 87     | ▲0.1 | 4.8  | 1.1  | 5.4  | 0.8  | 4.5  | 2.5  | 0.8  | 5.4  |
| 88     | 0.6  | 0.4  | 2.2  | 0.5  | 3.7  | 5.4  | 1.5  | 7.1  | ▲0.4 |
| 89     | 0.1  | ▲0.9 | ▲0.1 | 1.3  | ▲0.8 | 1.9  | 2.1  | 1.2  | 2.4  |
| 90     | 0.1  | ▲2.7 | 3.0  | 3.1  | 0.5  | 2.1  | 2.0  | 2.7  | 0.5  |
| 91     | ▲0.8 | 8.9  | 2.5  | 7.2  | ▲1.0 | 2.9  | ▲6.3 | 1.5  | 9.3  |
| 92/1-3 | 0.9  | 14.3 | 3.5  | 7.1  | ▲7.1 | 1.7  | 9.3  | 7.1  | 8.3  |
| 4-6    | ▲1.3 | 6.9  | 2.8  | ▲7.4 | ▲6.1 | 3.6  | ▲3.9 | ▲0.7 | 7.7  |
| 7-9    | ▲0.5 | 6.3  | 1.8  | ▲6.7 | ▲1.8 | ▲3.4 | 8.0  | 2.6  | ▲5.0 |

(出所) 総務庁「家計調査報告」

(注) 92年7-9月は速報値

## (2) フローの新規需要を圧迫するストック調整圧力

乗用車・家電製品のストック調整圧力についてみてみよう。乗用車の場合、バブル期以前の新規登録台数は年間約300万台であったが、90年度のピーク時には約510万台まで上昇し、乗用車保有台数でも86年度末に比べ約3割の増加をみている。

またAV家電の販売数量は80年代前半は年平均約20%と順調な伸びを示していたが、80年代の後半に入ってから横這いに転じている。

図-8 自動車新規登録台数の推移

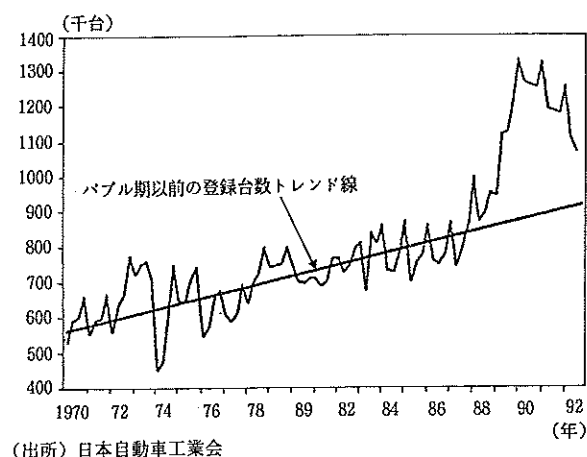
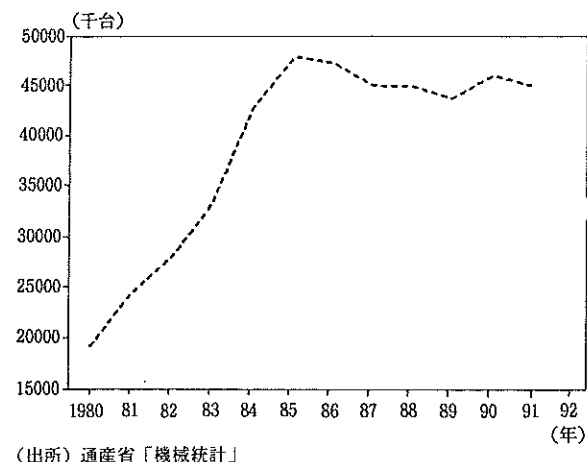


図-9 AV家電販売台数の推移



(注) 可処分所得に対する「土地家屋借入金返済」比率は次のような推移となっている。

| 年     | 75  | 80  | 85  | 86  | 87  | 88  | 89  | 90  | 91  |
|-------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| 比率(%) | 1.1 | 2.3 | 3.7 | 4.4 | 4.5 | 4.1 | 4.8 | 4.2 | 4.2 |

(出所) 総務庁「家計調査報告」

これらの例はストック調整が①需要の先取り、②普及率の高まりによる新規需要の頭打ち、すなわち買替え中心の需要への変化という2つの面で圧力となっていることを表している。

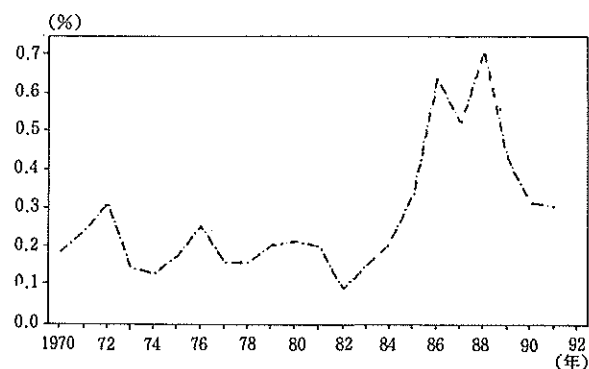
とりわけ、後述する株式や不動産の急騰局面をバックとした資産効果がこのようなストック部分を加速させたと考えられる。またAV家電商品について激化した多機能競争が、「冷静な」消費に戻った現状において需給のミスマッチを招いている点も、今回の不況局面で新たに生じたメーカーサイドの課題と言えよう。

### (3) バブル期の後遺症として残る逆資産効果

バブル期の家計の消費行動が「浮かれた」態度であったとしても、単にムードだけによってなされたものではなく、株式や土地売却益による収入の裏付けがあったと言える。バブル期に株式の売却益が可処分所得を押し上げたインパクトを検証することによって、現状における消費への反動の大きさを図ってみることにする。

家計収入のうち有価証券売却益の可処分所得に占める割合は、80年代後半から急上昇して90年以降は急落している。88年のピーク時には約0.7%にまで達し、おおよそ0.2%で推移していた以前の水準の約3.5倍に膨れ上がったが、現時点では0.3%と下落している。

図-10 有価証券売却益対可処分所得比率の推移



(出所) 総務庁「家計調査報告」より作成

ピーク時の可処分所得を0.7%押し上げる効果を実額に直すと約1.1兆円と推計されるが、このような家計の収入面での潤いが、耐久消費財、絵画・貴金属等の高級雑貨などの大量購入と高級化指向に結びついていたと言えよう。

株式市場の下落による資産効果の剥落が家計部門の需要に及ぼす影響は、年間1.1兆円の需要が消滅したことで、含み益の縮小あるいは含み損の発生が心理面からの消費抑制効果として働いていることの2点につきる。これが逆資産効果の実情といえよう。

土地売却益に関しても地価上昇期には年間およそ6兆円の需要押し上げ効果をもっていたとも言われており、株式売却益と合わせたこの逆資産効果が、現状いかに消費に大きく影響しているかが推し量られる。

### (4) 変化する消費スタイル

#### ①過剰消費の反動と普及率の高まり

代表的な耐久消費財である家電製品の売れ行き低迷には、主要製品の普及率が上限に達しつつあるという構造的要因も影響を及ぼし始めている。また、「生活必需品」に対して「快適生活必需品」は世代や価値観により、全世帯が必要としている製品ばかりでない。「知的生活必需品」は消費者に能動的な購入目的意識と一定の機器操作の習得を要求する。

ワープロ等は情報家電と呼ばれ、家電各社が普及に注力している。今後、少し時間をかけて発生してくる既存製品の更新需要と情報家電の新規製品の普及率アップが、家電不況克服の標準的処方箋である。①一部需給のミスマッチの原因となった高付加価値と多機能の溝を埋める操作性の改善、②消費者ニーズを「シンプル派」と「多機能派」に分けた製品開発や多品種少量生産から中品種中量生産などへの移行、③価格設定を含めた総合的な開発政策の見直し、が必要とされよう。

## ②消費スタイルは変化するか？

バブル期の消費は資産効果を背景に「高いものから売れる」という異常な状態が蔓延したが、所得の伸びに対する不安が広がりつつある現在、百貨店をはじめ従来型の大型小売店が苦戦を続けており、バーゲンが日常化している。このためディスカウントショップへの客足は好調である。

また最近の特徴として、これまでの消費スタイルや意識が変化を見せはじめていることがあげられる。それらを集約すると①価格選好（指向）の強まり、②選択消費（支出）の強まり、③コストパフォーマンスの重視などが挙げられる。

これらはすべて既知のテーマばかりであるが、

バブル期に商品に対する目が肥えた消費者と潤沢な消費経験を持つ第2次ベビーブーマー層の社会進出は、この傾向をより定着させることになる。

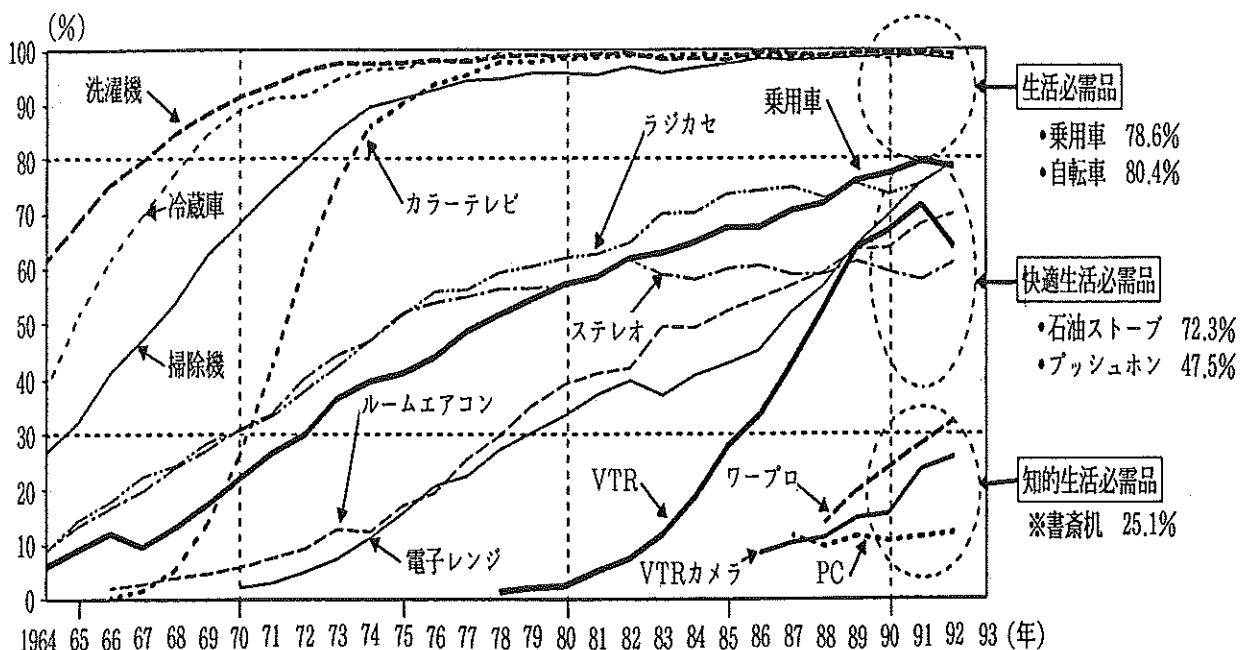
上記の消費スタイルが定着化するとすれば、流通業も消費者の価格選好に合わせ流通マージンを含めた流通慣行の見直しや流通形態の再編など大胆な見直しを迫られることとなろう。また、自動車や電機メーカーも従来の日本型横並びの製品開発・製造・販売の業界内における調整も必要となろう。この点では総合展開を行っている大手企業も不採算部門の合理化やグループ外企業との水平分業化、準大手企業にとっても競争優位性を持つ領域の一層の強化が必要となろう。

表-2 消費者・流通業・製造業の現状と課題

|                                                                                   | バブル絶頂期<br>(88~90年)                                                                                                                                                        | ⇒ | バブル反動期<br>(91~93年)<br>(現在)                                                                                                                                                               | ⇒ | ポスト・バブル期<br>今後2~3年?                                                                                                                                                                                 |
|-----------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>消費者・個人</b><br>・家計の状況<br>・経済的心理状態<br>・消費スタイル<br>・指向商品<br>・価値観の変化                | <b>【高水準の消費支出】</b><br>・所得の増大<br>・ストック価値の上昇<br><b>【資産効果】</b><br>・含み効果（経済的安心感）<br>・安易な借入、ローン<br><b>【高額商品指向】</b><br>・高額商品購入・買換え<br>・ブランド指向<br>・住宅、高級車、絵画、宝飾品<br>・大型家電、旅行・レジャー | ⇒ | <b>【消費支出の抑制】</b><br>・徹底した支出の抑制<br>（所得の伸び鈍化→不安感）<br><b>【逆資産効果】</b><br>・バブル後遺症、固定資産税<br>・金融資産の利回り低下<br><b>【高額商品の購入中止】</b><br>・新車の販売不振→中古車<br>・家電製品の販売不振<br>・需要先食い・普及率飽和説<br>・選択的なサービス支出→旅行 | ⇒ | <b>【消費者のリストアップリング】</b><br>・合理的な支出の抑制<br>（今後の収入の伸び期待薄）<br>・バブル後遺症の処理<br>・安全確実な金融商品の選択<br>（貯蓄・運用に注力）<br><b>【堅実な消費スタイルへ移行】</b><br>①価格選好（価格指向）<br>②選択消費<br>③コストパフォーマンス重視<br>（メーカーには手強い存在）               |
| <b>流通業界</b><br>・経営戦略・課題<br>・業界環境<br>・業績の状況<br>・資金調達環境<br>・品揃え政策<br>・価格政策<br>・構造変化 | <b>【スーパー・カルフールの追求】</b><br>・新規出店強化<br>・店舗の大型化<br>・低コストの資金調達<br>・担保資産の値上がり<br>・低金利<br><b>【高額商品の品揃え強化】</b><br>・高級ブランド品<br>・絵画、宝飾品<br>・高額・大型商品<br>・高額・高性能商品                   | ⇒ | <b>【既存ブランドの販売不振】</b><br>・百貨店・スーパーの販売不振<br>・家電量販店の販売不振<br>・固定費の増加<br>・金利負担増<br>・ディスカunterの台頭<br><b>【出店・事業戦略見直し】</b><br>・新規出店の抑制・中止<br>・グループ内企業の再編<br>・品揃え・価格政策の変更<br>・バーゲン・拡販政策           | ⇒ | <b>【流通業界のリストアップリング】</b><br>・百貨店：業態の見直し<br>・スーパー：事業多角化<br>・ディスカunter：定着・拡大期<br>・専門店：質やサービスの差別化<br>・従来の商慣行の見直し<br><b>【業態の変革・新展開】</b><br>・質の高い専門店の増加<br>（嗜好品、高級品専門店）<br>・日本型価格制度の調整<br>・流通改革<br>・外資の導入 |
| <b>製造業</b><br>・経営戦略・課題<br>・業績の状況<br>・資金調達環境<br>・製品戦略<br>・製品価値<br>・差別化戦略           | <b>【拡大・成長路線】</b><br>・設備投資活発化（増産）<br>・低コストの資金調達<br>・R&D強化<br>・企業収益好調<br>・M&A<br><b>【多品種少量・高級化】</b><br>・高額・多機能・大型製品<br>・3ナンバー高性能乗用車<br>・情報家電、エアコン、VCR<br>・デザイン・カラー視覚要素      | ⇒ | <b>【収益の大幅ダウン】</b><br>・販売不振→在庫調整<br>・過大投資による償却費の利益圧迫→大幅減益<br>・各種経費の増大→リターン不足<br>・各種損失の発生・増加<br><b>【事業・経営戦略見直し】</b><br>・利益確保（前提の見直し）<br>・デフレ期間の見直し<br>・品種・機能・部品点数等削減<br>・売れる製品の模索          | ⇒ | <b>【製造業のリストアップリング】</b><br>・収益構造の改善<br>・固定費・変動費の削減<br>（償却費・人件費等）<br>・グループ企業の再編・合理化<br>・経営革新→経営資源の再配置<br><b>【売れる好採算品の開発】</b><br>・価値ある製品の開発<br>・高品質で魅力ある製品造り<br>・値頃感のある製品の市場投入<br>（個性ある製品の開発）          |

（出所）各種資料よりニッセイ基礎研究所作成

図-11 主要家電製品の普及率推移とその特性分類



(出所) 経済企画庁「家計調査年報」及び「四半期調査報告書(H.4.6月)」より作成

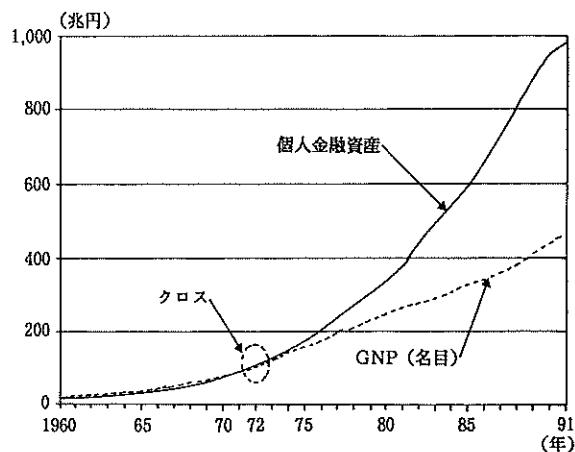
#### (5) 低金利局面下での逆資産効果

また、これらの要因に加え 80 年代以降急速に増加した「個人金融資産」の逆資産効果について見てみたい。

土地を除く個人金融資産残高は 91 年末で 985 兆円となっており、72 年に GNP 名目値を上回って以降 GNP 伸び率よりはるかに高い伸びをもって増加している。景気後退・停滞局面では需要拡大政策として企業投資などの支援を目的に金利の低下が図られるのが通常であるが、個人金融資産面からすると利息収入の減少につながり、消費に対してマイナスに働くものと考えられる。

バブル期においても金利水準は低く同じように所得減収にあった訳だが、バブル期においては株式あるいは不動産のキャピタルゲインの膨張により、この減収効果が目立たなかった。しかし可処分所得が減少をみている中では、消費マインドを減退させるもう一つの要因として働きつつあるものと思われる。

図-12 個人金融資産残高の推移と内訳



| 91年 (兆円) |      | 伸び率 (%) |
|----------|------|---------|
| 個人金融資産   |      | 3.2     |
| 現金       | 29   | 11.0    |
| 預金       | 506  | 7.8     |
| 信託       | 218  | 9.4     |
| 有価証券     | 71   | 8.6     |
| (内株式)    | 149  | 116.5   |
| その他      | (69) | (126.8) |
| 借入金      | 285  | 4.4     |
| 民間金融機関   | 230  | 3.7     |
| 公的金融機関   | 55   | 7.2     |

(出所) 国民経済計算年報

さらに消費回復の手段としての所得減税についてもつけ加えておくと、一時的な所得減税を実施することはある程度の効果を期待できようが、表-3のように近年所得の高い階層での納税者割合が高くなっている（源泉所得税対象者についても同様の傾向となっている）ことからすると、長期的な視野に立っての累進課税見直しの方向を打ち出すほうが、個人消費面のマインド高揚には有効ではないかと考えられる。

表-3 所得階級別納税者の累年比較

|      |             |                 |                 |                 |                  |             | (%) |
|------|-------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|-------------|-----|
| (年分) | 100万円<br>以下 | 100～200<br>万円以下 | 200～300<br>万円以下 | 300～500<br>万円以下 | 500～1000<br>万円以下 | 1000万円<br>超 | 合計  |
| 80   | 14.3        | 33.0            | 19.1            | 16.0            | 11.0             | 6.5         | 100 |
|      | 47.3        |                 | 35.1            |                 | 17.5             |             |     |
| 85   | 11.1        | 30.5            | 21.2            | 18.0            | 12.2             | 7.0         | 100 |
| 88   | 8.4         | 25.1            | 21.8            | 20.7            | 14.9             | 9.1         | 100 |
| 89   | 7.4         | 21.6            | 21.1            | 22.1            | 16.5             | 11.2        | 100 |
| 90   | 6.6         | 20.6            | 20.9            | 22.6            | 17.2             | 12.1        | 100 |
|      | 27.2        |                 | 43.5            |                 | 29.3             |             |     |

(出所) 国税庁「申告所得税の実態」

また機能性から見た商品価格に値頃感が出はじめている

といった背景を考えると、景気の底入れ時期とみられる92年度下期(93年1-3月期)から6ヵ月後の93年秋以降と予想される。

ただし、今後の景気回復テンポが、企業投資活動の弱含みな推移、バブル崩壊の影響(財テクの含み損、金融子会社の整理、不動産不況の長期化見通し等)、あるいは流通段階での在庫調整の遅れなどにより緩慢になる可能性も残されており、この場合には消費回復も94年に入ってからとなろう。

多くの産業で90年度から92年度にかけて減益と企業業績が悪化している現状にあっては、雇用調整、残業手当・ボーナスを含めた賃金伸び率の抑制が図られることは当然であり、消費が後退色を強めてくることは驚くには当たらないが、ただ今後の個人消費の回復の足取りが、過去に比べて重いものとならざるを得ない点が懸念される。

### 3. 回復の足取り重い個人消費

今後の個人消費の行方については、ここでみたように様々な要因が錯綜し複雑な様相を呈しているため把握することが難しい。過去の景気回復局面をみると、需要の回復⇒企業の生産活動の拡大⇒企業収益の向上、改善⇒賃金・ボーナスの伸び率の上昇⇒可処分所得の増加⇒消費の拡大という循環をたどるため、個人消費の伸び率が高まるのは景気の底からおおよそ2四半期-6ヵ月程度遅行している。

個人消費の伸びが高まるのは、

- ①製造業を中心に93年度の企業業績が回復基調の見通しにある
- ②消費者物価の低位安定的な推移が見込まれる
- ③企業の商品開発努力によりいわゆる需給のミスマッチが徐々に解消されており、

### Ⅲ. 進まない不動産業の資産圧縮

不動産企業の業績悪化は依然続いており、92年度中間決算では大手でも前年同期比で50%を超える減益となったところもある。92年度通期の各社見込みも厳しいものとなっており、不動産不況回復の兆しは見られない。業態別にみると、高額物件の動きが依然として鈍いことから、特にマンションや戸建て分譲を主体とする企業の業績悪化度合いが大きい。このような状況の下、マンション分譲企業などでは物件処分等による資産圧縮を打ち出している企業が多く、バブル期に膨張した資産のスリム化が喫緊の課題となっている。

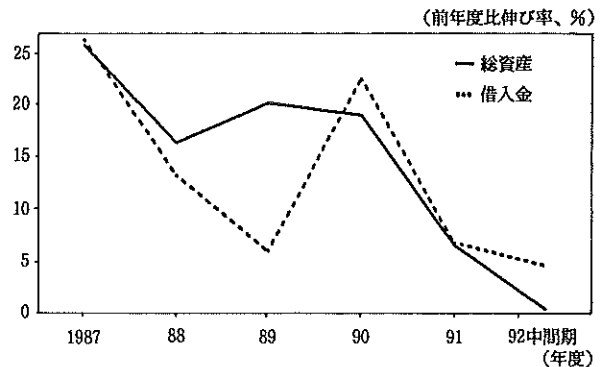
#### 1. 大手不動産業の資産はバブル崩壊後も高水準

不動産不況は深刻度を増しており、ここ一年余りの間に不動産企業の資産圧縮計画が相次いで打ち出されている。ただ、上場不動産業全体でみると92年度中間期の総資産、借入金は91年度末比較でわずかではあるが伸びを続けており、バブル期に急拡大した資産は足元でも依然高水準を保ったままである。

特に借入金は92年度になってもかなりの伸びを続けており、年度換算では91年度の伸び率を上回る可能性が高い。この要因としては、①地価沈静化に伴って、一部の不動産企業で物件の仕込みが徐々に活発化している、②資金繰りの苦しい企業では、在庫を抱えたまま金利分の追加借入を行っている、③業績悪化企業では借入金の返済がほとんど進んでいない、といったことが考えられよう。

大蔵省「法人企業統計季報」により不動産業全体の不動産在庫率の長期推移を見ると、バブル突入以降に急拡大しており、80年代以降業界全体としての大規模な資産圧縮は行われていないことがわかる。

図-1 大手不動産業の総資産・借入金の推移

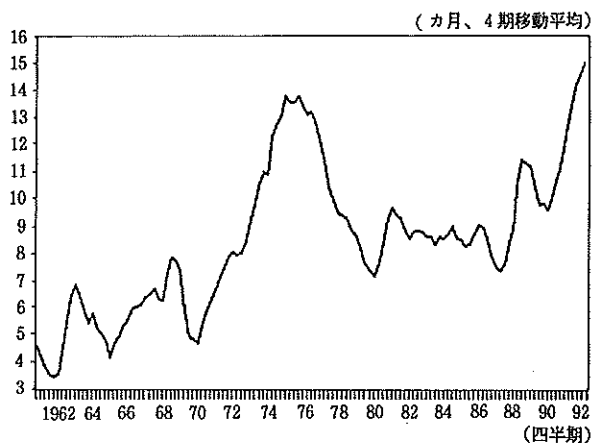


(注) ・92年度中間期は91年度末比伸び率  
・借入金は長短借入金合計  
・上場および店頭登録の42社ベース  
(出所) 各社決算書より作成

不動産業の資産が全体として増加を続けている中で、総資産のかんりの部分を占める在庫は、依然として高水準を保っている。

不動産業の売上見合いの在庫は70年代初めの列島改造ブームとオイルショック後に急増し、70年代末から80年代半ばまでは安定的に推移していたが、バブル突入後に急拡大し、バブル崩壊後も拡大を続けており現在は第1次オイルショック後の不動産不況時を上回る過去最高水準にある。

図-2 不動産在庫率の推移

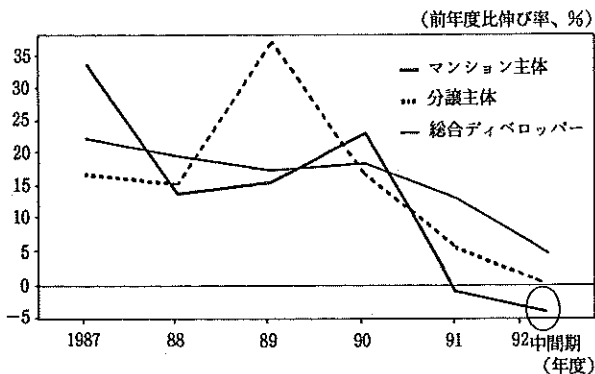


(注) ・「棚卸資産残高/月平均売上高」で算出  
・対象は資本金1千万円以上の不動産業  
(出所) 大蔵省「法人企業統計季報」をもとに作成

## 2. 業態別ではマンションの資産圧縮がやや進む

業態別に見ると、マンションを含む分譲主体企業の92年度中間期の資産が91年度末と比較して減少している。しかし、いずれもわずかな減少にとどまっており、資産圧縮の進展度合いはバブル期の急拡大と比較すると鈍く、比較的資産圧縮が進んでいるマンション主体企業でも、92年度中間期の資産総額はバブル全盛期の89年度末と比較すると依然として17%も高い水準にある。

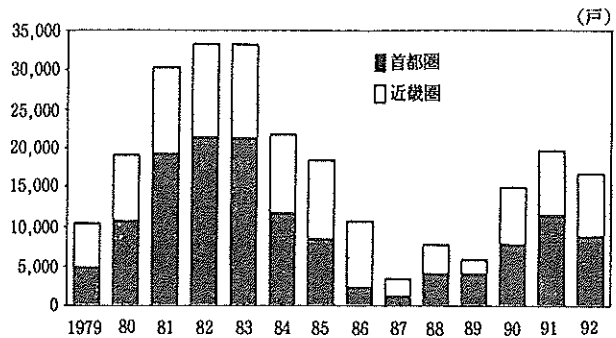
図-3 業態別総資産の推移



(注) ・92年度中間期は91年度末比伸び率  
 ・マンション主体：藤和不動産、ニチモ、大京、セザール、アーバンライフ、ダイヤ建設、五十鈴建設、リクルートコスモス、箕輪不動産、檜不動産  
 ・分譲主体：東急不動産、阪急不動産、エルカクエイ、大和団地、小田急不動産、太平洋興発、有楽土地、フジ住宅、日本中央地所、MDI、スターツ  
 ・総合ディベロッパー：三井不動産、三菱地所、住友不動産  
 (出所) 各社決算書より作成

マンション在庫の動向を見ると、首都圏、近畿圏の主要市場では92年10月末で17,000戸と91年末に比べてやや減少したものの、依然高水準が続いている。92年度入り以降新規マンションの月間契約率が上昇しているが、これは新規供給の低価格マンションの販売好調に牽引されたものであり、在庫水準の高さはバブル期の高額物件は売れ残ったままであることを表している。

図-4 マンション在庫の推移



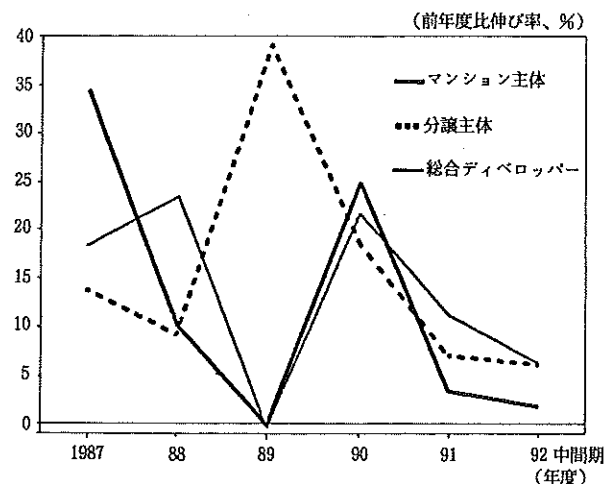
(注) ・マンションの年末分譲中戸数  
 ・92年は10月末時点  
 (出所) 長谷工コーポレーション「CRI」

## 3. 借入金 は各業態とも増加

一方、借入金(長短合計)は、各業態とも伸び率は鈍化しているものの、特に分譲主体企業では依然として伸び率が高く、92年度中間期では91年度末比で6.1%の増加となっている。

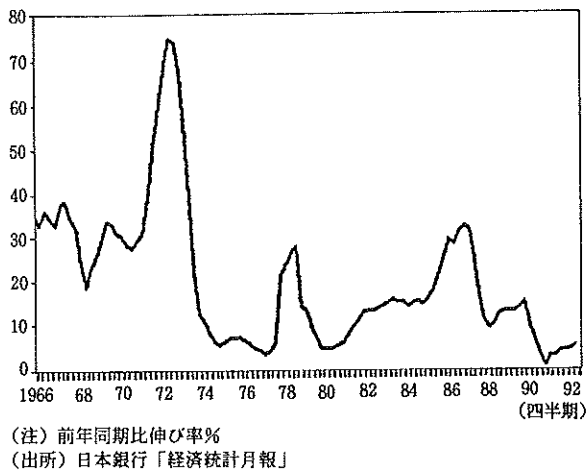
貸手側から見ると、不動産業向け融資残高の前年同月比伸び率は92年入り以降、総貸し出し残高の伸び率を上回っており、9月にはその差が3.4ポイントに拡大した。

図-5 業態別借入金の推移



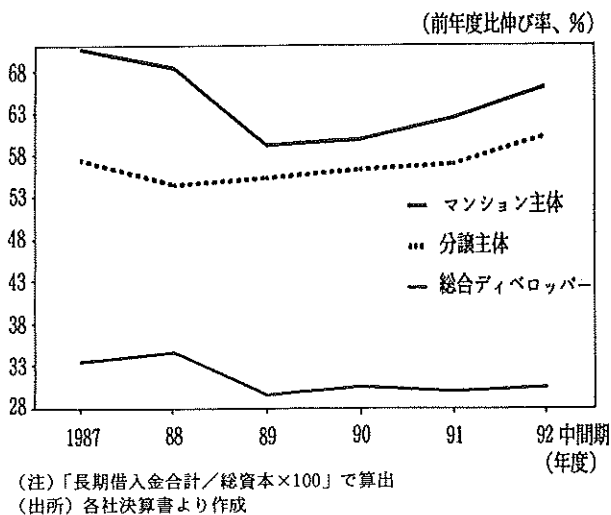
(注) ・92年度中間期は91年度末比伸び率  
 ・借入金は長短借入金合計  
 (出所) 各社決算書より作成

図-6 全国銀行の不動産業向け融資伸び率推移



上述したように、マンション主体と分譲主体企業は資産はやや減少しているため、借入金の増加から借入金依存度（借入金／総資本）は増加傾向にある。このため、この両業態の足元での金利負担はかなり大きなものであることが窺われる。

図-7 業態別借入金依存度の推移



#### 4. 売上高経常利益率は過去最低の水準

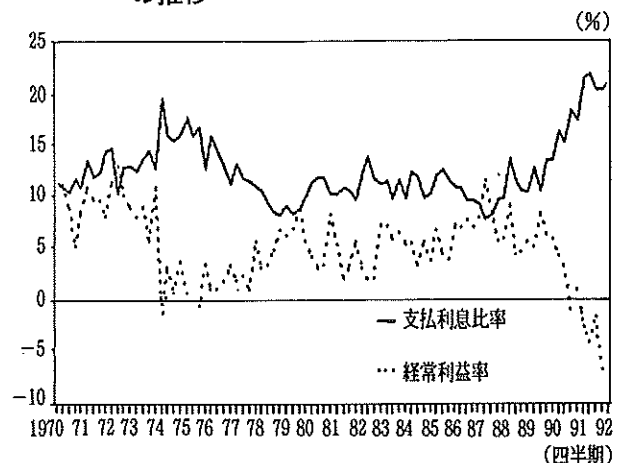
不動産企業は借入金依存度が他産業と比較しても高く、業績は金利負担に大きく左右される。し

たがって、支払利息比率が一定水準以上になると経常利益が急減することになる。

売上高支払利息比率は89年下期頃より徐々に上昇に転じたが、急上昇した90年第4四半期以降に経常利益率が急速に悪化しており、急激な業況悪化の様子が窺われる。91年下期以降は一段と金利負担増、経常利益減の方向にシフトしており、不動産業の収支は年々悪化度合いを増している。今回の金利負担の上昇と経常利益の減少度合いは第一次オイルショック時をしのぐものであることがわかる。

このように、不動産業界は最近では経験したことがない程の、高水準の金利負担率、すなわち低水準の経常利益率に苦しんでいる。金利はすでにより低水準であり、今後大幅に低下する可能性は小さい。また、前述のとおり、金融機関の不動産向け融資が依然増加している状況の下で、不動産売上の急回復も当面望めないことから、売上高支払利息比率がさらに上昇し経常利益率が悪化するという図式が当面続くと思われ、93年度も業績の急回復は難しいであろう。

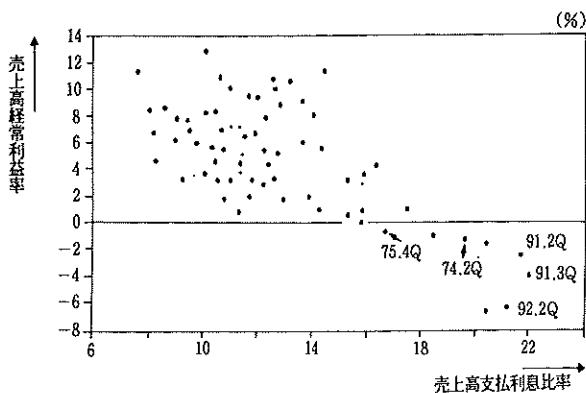
図-8 売上高支払利息比率と売上高経常利益率の推移



## 5. 今後の展望

不動産不況が長引くなかで、不動産業の業績回復のためにはバブル期に増大した資産を圧縮して金利負担を軽減することが急務となっている。売上高と金利が現在の水準で推移するとの前提で、資産圧縮のための換金売りや見切り損を別として、上述のような経常黒字体質となるための総資産の水準を簡単に試算してみると、91年度末時点で業界全体で総資産122兆円の14%にあたる約17兆円の資産圧縮が必要である。また、17兆円の資産圧縮が実現した場合、金利と売上を一定とすると売上高金利負担率は約17%となり、経験的に経常利益が±0となる金利負担率とほぼ一致する。しかし現在の環境を考えると、これだけの資産圧縮を短期間に行うにはかなりの困難が予想される。

図-9 売上高支払利息比率と売上高経常利益率の関係



(出所) 大蔵省「法人企業統計季報」をもとに作成

また、バブル発生前の85年度末とバブル崩壊後の91年度末のバランスシートを比較すると、資産(資本)ウェイトの高い科目で大幅に上昇しているのは棚卸資産、土地、有価証券を含む投融資であり、長短借入金も大幅に増加している。自己資本の増加割合は相対的に低く総資本の増加率を下回っており、結局不動産業はバブル期に物件の回転で利益を上げたが、借入金も膨大となりいわば薄利多売の回転重視の経営であったために他

業種に比較しても利益の蓄積や、借入金の返済による財務体質の強化には十分繋がっていないことがわかる。

この間の資金運用状況をみても、71兆円増加した借入金のうち投融資関連(有価証券、投資有価証券、その他投資)に13兆円も回っている。この間の商品在庫を仮に、棚卸資産+(土地+その他有形固定資産) $\times 0.5$ とすると、43兆円程度である。従ってバブル期に肥大した不動産業の資産圧縮は棚卸在庫や開発用の不動産のみではなく、増加借入金の2割近くが注ぎ込まれた有価証券運用を含む投融資(含む海外)にも向けられるべきであると考えられる。

表-1 バランスシートの変化(86/3→92/3)

|      |                 |                |      |
|------|-----------------|----------------|------|
| 流動資産 | 現預金 + 51.0 %    | 仕入債務 + 99.6 %  | 流動負債 |
|      | 売上債権 + 41.5 %   | 短期借入 + 195.0 % |      |
|      | 有価証券 + 161.4 %  | その他 + 128.9 %  |      |
|      | 棚卸資産 + 216.1 %  |                |      |
|      | その他 + 339.1 %   |                |      |
| 固定資産 | 土地 + 196.8 %    | 社債 + 542.4 %   | 固定負債 |
|      | その他固定 + 95.3 %  | 長期借入 + 188.2 % |      |
|      | 無形固定 + 199.7 %  | その他 + 85.4 %   |      |
|      | 投資有証 + 274.8 %  |                |      |
|      | その他投資 + 301.0 % |                |      |
|      |                 | 自己資本 + 105.0 % |      |
|      | 総資産 + 165.8 %   | 総資本 + 165.8 %  |      |

(出所) 大蔵省「法人企業統計年報」をもとに作成

表-2 資金運用状況(86/3→92/3)

| (千億円) |     |      |     |
|-------|-----|------|-----|
| 現預金   | 35  | 仕入債務 | 22  |
| 売上債権  | 11  | 短期借入 | 336 |
| 有価証券  | 28  | その他  | 62  |
| 棚卸資産  | 273 |      |     |
| その他   | 133 |      |     |
| 土地    | 178 | 社債   | 17  |
| その他固定 | 131 | 長期借入 | 372 |
|       |     | その他  | 51  |
| 無形固定  | 11  |      |     |
| 投資有証  | 48  |      |     |
| その他投資 | 58  | 自己資本 | 46  |

(出所) 大蔵省「法人企業統計年報」をもとに作成

## IV. ノンバンクの急成長と 延滞債権

### 1. 70年代～80年代半ばに急増したノンバンク

わが国ノンバンクの全容を把握することは困難だが、「貸金業協会」をはじめとする関連業界団体に加盟している業者数等から推計すると、その数は92年末時点で17,000社以上に達していると思われる。このうち、中小零細規模の消費者金融会社や手形割引業者等を除いた中堅クラス以上のノンバンクが1,000社以上あると思われる。業態別にはリース会社と一般ファイナンス会社が圧倒的に多い<sup>(注)</sup>。

(注) ・「ノンバンク」とは「預金等を受け入れずに、不特定多数の者に対して与信業務を行う機関」であり、わが国では信販会社、リース会社、クレジットカード会社、一般ファイナンス会社、抵当証券会社、不動産担保金融会社、消費者金融会社、ベンチャーキャピタル、ファクタリング会社、手形割引会社、信用保証会社、住宅金融専門会社など業態に応じて様々な呼称がある。  
・ここでは主に、金融機関や大手メーカー等が設立したファイナンス会社やリース会社、及び独立系ノンバンクのうち比較的規模の大きい業界上位企業に焦点をあてて分析を行っている。

融資残高や取扱高で大半を占める中堅クラス以上のノンバンクでは金融機関系列のものが最も多く、主なもので300社を超えている。次に独立系、メーカー・不動産業等の大企業系の順となっている。また、設立年次別では70年代の初めから、80年代半ばにかけて金融機関や大企業系列の比較的規模の大きいノンバンクが急増しており、とりわけ74年～75年にかけての地銀、相銀、信金等の地域銀行系リース会社、83年～86年の地域銀行系ファイナンス会社の設立が目立つ他、80年代半ば前後の不動産・建設・商業系列のファイナンス会社設立が多い。

金融機関系列ノンバンクのみの設立動向をみると、60年代後半に都銀系リース会社が設立された後、70年代半ば前後に地銀系リース会社、80年代半ばになると第二地銀（相銀）、信金系列の

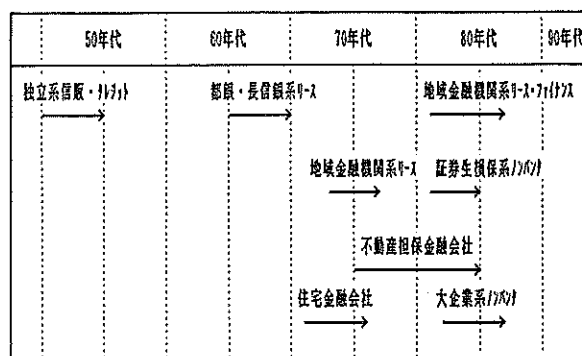
リース、ファイナンス会社が一気に急増している。

以上から、現在の主要ノンバンクは、従来からの小口金融業者や手形割引業者を除くと、金融機関系列企業を中心に70年から80年代後半の間に大半が設立され、バブル突入前の86年頃までに、大手メーカー等の異業種からの参入組を含めて現在の体制が確立されていたと言えよう。

70年代以降のノンバンク設立ブームには様々な背景が考えられるが、金融機関では折からの金融自由化の進展に伴う金融関連業務の多角化や、資金調達・運用手段の多様化に向けた「将来への布石」としてのリース会社、抵当証券会社、ファイナンス会社等の設立が相次いだ。また、設立が特定の時期に集中していることから、他に遅れを取りたくないといった金融機関相互の「横並び意識や設立競争」があったことも否定できない。

また、金融機関以外の企業でも、「財テクブーム」に乗じてグループ内の資金調達や運用を目的としたノンバンク設立が相次いだ。特に低金利を背景とした財テク熱は87年～88年頃には、大企業から、中堅中小企業にもブームが拡大していった。さらに、不動産市場の活発化から、不動産・建設関連企業が相次いで不動産担保金融業務に進出した。

図ー1 近年における大手ノンバンク設立の特徴



(注) ニッセイ基礎研究所作成

## 2. 不動産関連の事業融資が増大

全国ノンバンクの総資金量は不明だが、大蔵省調査による金融機関のノンバンク向け貸出は91年12月末で92兆円余りに達しており、これはわが国金融機関の総貸出量の14%に相当する規模である。このノンバンクへ貸し出された資金は、リースや販売信用、個人貸付に回っているものも多いが、特にバブル期において不動産業をはじめとする一般事業会社への貸付が急増している。

大蔵省調査によるとわが国ノンバンクの融資残高は91年3月末で98兆円に達しているが、これは同時期の全国銀行の貸出残高の22%に相当する規模であり、86年3月末以降5年間で4.4倍に増大している。

図-2 ノンバンクの業態別融資残高推移

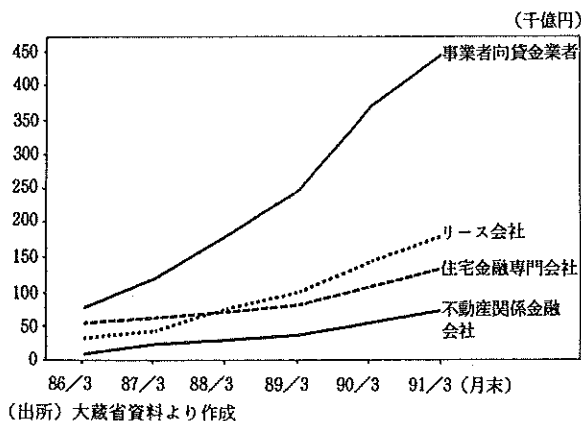


表-1 銀行とノンバンクの融資残高推移

|                  | 86/3                  | 87/3                  | 88/3                  | 89/3                  | 90/3                  | 91/3                  |
|------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| 全国銀行貸出金          | 2,731(11.0)           | 3,061(12.1)           | 3,428(12.0)           | 3,793(10.7)           | 4,249(11.9)           | 4,459( 5.1)           |
| 貸金業者貸付金<br>(業者数) | 170(32.8)<br>(21,356) | 248(45.3)<br>(25,037) | 357(44.2)<br>(22,587) | 471(31.9)<br>(23,058) | 694(47.3)<br>(21,749) | 849(22.4)<br>(21,811) |
| 消費者向け<br>(構成比)   | 53(n.a.)<br>(30.9)    | 60(13.2)<br>(24.0)    | 66(11.2)<br>(18.5)    | 78(18.3)<br>(16.6)    | 105(33.4)<br>(15.1)   | 119(14.1)<br>(14.0)   |
| 事業者向け<br>(構成比)   | 119(n.a.)<br>(69.1)   | 188(59.6)<br>(76.0)   | 291(54.6)<br>(81.5)   | 393(35.0)<br>(33.4)   | 589(50.1)<br>(84.9)   | 730(23.9)<br>(86.0)   |
| 住宅金融専門会社         | 53( 1.4)              | 60(11.5)              | 60(14.9)              | 78(13.3)              | 105(36.8)             | 131(24.3)             |
| ノンバンク貸付計         | 224(23.7)             | 307(37.2)             | 425(38.5)             | 549(28.9)             | 799(45.7)             | 980(22.6)             |

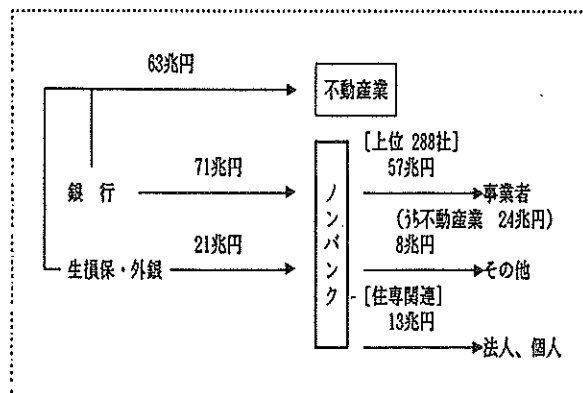
(出所) 大蔵省調べ

いわゆる事業金融の中でも、80年代後半の低金利、地価高騰時に不動産関連の融資が急増した。この時期にはリース会社や住宅金融専門会社(住専)、クレジット会社等も貸出金額の大きい不動産関連の事業融資に注力したため、各ノンバンクの事業金融部門が急拡大した。このため、ノンバンク全体の貸出金のうち事業者向けの割合が年々急増し、91年3月末にはその割合が86%(除く住専)にも達している。

なかでも不動産業向け融資は、活発化した市場の旺盛な資金需要に支えられて増大した。それまでリース、小口事業金融、住宅金融等を主力としていたノンバンク各社が、大型の不動産プロジェクト等への大口の不動産関連事業融資を一気に増やしていった。また、不動産担保金融業者の中には、銀行に比較してスピーディな融資を行ったり、極めて短期の資金を融資するなど、不動産物件の回転活発化に乗じたローン商品設計を行い、融資残高を急速に増やしていったところも少なくなかったと思われる。

大蔵省の調査によると、ノンバンク上位288社の貸付金65兆円のうち、不動産業向けが37%の24兆円に達している他、貸付のうち不動産担保金は42兆円で全体の65%を占めている(92年3月末)。

図-3 ノンバンク向け貸付金の流れ



(出所) 大蔵省「金融機関の不動産業等向け融資の実行状況について」(92.3.3)

大蔵省「ノンバンク上位300社の貸付金の実態調査結果について」(92.8.7)

(注) 金融機関のノンバンク向け貸出は91/12月末時点、ノンバンク及び住専会社の貸出は92/3月末時点の数値である。

### 3. バブル崩壊と延滞債権の急増

こうして80年代後半に不動産関連融資を中心に急拡大したノンバンクは、バブル崩壊に伴って多額の不良債権を抱えることとなった。銀行をはじめとする金融機関が不動産関連の多額の不良債権を抱えているのに加えて、中間資金供給者としてのノンバンクの不良債権が増大していることが金融界全体の債権内容の悪化を複雑かつ深刻なものにしていると言える。

ノンバンクの問題債権は大型倒産企業に対するものだけで、3兆円を超えると推計される。これに、金融支援実施企業や過大借入企業に対するもの2兆円程度を加えた今後不良化する可能性のある債権は総額で5兆円以上に達すると思われる。ノンバンクの業態別にみると、ここ1年では特に、都市銀行、長期信用銀行、大企業系ノンバンク、独立系ノンバンクの延滞債権増加が目立つ。大企業系ノンバンクの中では建設・不動産業、商業、メーカー各社系列の企業が多く、これらのものが9割以上を占めている。

### 4. 92年に表面化した大手ノンバンクの経営悪化

バブル崩壊に伴う不動産市場の不振等から、ノンバンクの貸付債権に関連する倒産や利払遅延など、不良債権の増加によって大手ノンバンク各社は、92年になって経営悪化が表面化し、金融支援を受ける企業が続出した。上場クラスのノンバンクでも92/3期決算は減益の企業が相次いだ。93/3期の予想では主要10社計で435億円の経常赤字が見込まれている（各社予想ベース）。

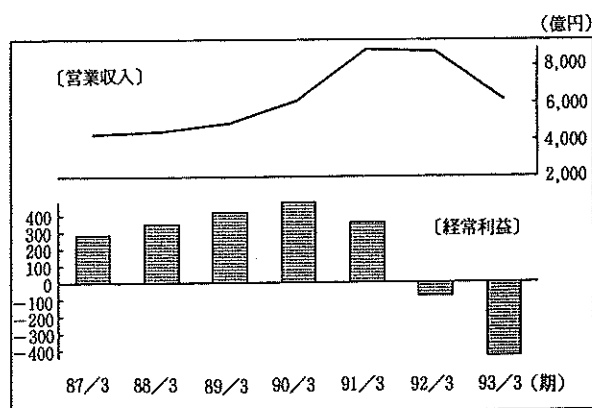
金融支援を受けているノンバンクは住宅金融専門会社（住専）をはじめとする金融機関系列のファイナンスやリース会社が多いが、メーカー系のファイナンス会社でも親企業が再建に乗り出したところがいくつかでている。92年初めから年末までに新聞報道等がなされた金融支援ノンバンクは50社以上あり、このうち借入残高等が判明している50社の借入金総額は29兆円に達している。これらのノンバンクから不動産関連企業等へ貸し出された貸付金のうち、延滞債権（元本または利息の受取りが滞っている債権）は、公表または報道された34社計で5兆8千億円程度にのぼるとみられる。

表-2 ノンバンクが抱える問題債権

| (億円)     |              |          |          |          |
|----------|--------------|----------|----------|----------|
|          | 倒産債権         | 過大借入企業等  | (合計)     |          |
| 金融機関系    | 都市銀行系ノンバンク   | 4,900    | 2,100    | 7,000    |
|          | 長信銀・信託系ノンバンク | 4,650    | 7,900    | 12,550   |
|          | 地域金融機関系ノンバンク | 3,350    | 1,750    | 5,100    |
|          | 証券会社系ノンバンク   | 1,400    | 1,300    | 2,700    |
|          | その他系列ノンバンク   | 2,100    | 350      | 2,450    |
|          | (小計)         | (16,400) | (13,400) | (29,800) |
|          | 大企業系ノンバンク    | 7,000    | 2,200    | 9,200    |
| 独立系ノンバンク | 7,500        | 4,200    | 11,700   |          |
| (小計)     | (14,500)     | ( 6,400) | (20,900) |          |
| 合計       | 30,900       | 19,800   | 50,700   |          |

- (注) ・「倒産債権」は90/秋～92/12の間に不動産関連等で倒産した主な企業（負債総額100億円程度以上）に対する債権の累計額  
 ・「過大借入企業等」とは過大借入等で問題となっている企業等に対する債権（直近判明分）。  
 ・地域金融機関系ノンバンクとは地銀、第二地銀、信金、信組系ノンバンク  
 ・その他系列ノンバンクとは生保、損保、政府系金融機関系ノンバンク  
 ・新聞報道、雑誌記事、信用調査機関レポート等をもとに作成

図-4 大手ノンバンクの業績推移



- (注) ・上場、店頭登録のノンバンクのうち10社の合計  
 ・93/3は各社予想  
 ・日貿信、日本住宅金融、第一住宅金融、日榮ファイナンス、セントラルファイナンス、九州リースサービス、兵衛ファクター、第一コーポレーション、オールコーポレーション、エクイオン

金融支援中ノンバンクの借入金のうち金利減免や棚上げの対象となっているものは、33社で6兆7千億円程度あると思われ、これらに対する年間の金利減免額は2,590億円程度と推計される。

表-3 金融支援ノンバンクの現状

(億円)

|              | 借 入 金   |               |              | ノンバンクから企業等<br>への貸付債権 |            |
|--------------|---------|---------------|--------------|----------------------|------------|
|              | 借入残高    | 金利減免対象<br>借入金 | 年間の金利<br>減免額 |                      | 延滞割合       |
| 住宅金融専門会社7社   | 141,250 | 35,000(7)     | 1,220(7)     | 120,950(7)           | 31,500(7)  |
| 銀行系ノンバンク25社  | 69,500  | 16,600(17)    | 680(17)      | 52,250(23)           | 15,100(19) |
| その他金融機関系3社   | 14,500  | 1,000(1)      | 40(1)        | 9,800(3)             | 3,600(3)   |
| 独立系ノンバンク9社   | 46,100  | 13,400(7)     | 610(7)       | 37,000(7)            | 8,350(5)   |
| ネット系ノンバンク等6社 | 21,500  | 870(1)        | 40(1)        | —                    | —          |
| 合 計 50社      | 292,350 | 66,870(33)    | 2,590(33)    | 220,000(40)          | 58,550(34) |

(注)・カッコ内は判明企業数  
 ・上表は新聞、雑誌等の情報をもとに作成しているが、一部金利減免額等の不明なものについては金利棚上げ率7%、減免率4%として推計した  
 ・「金利減免対象借入金」とは当該ノンバンク借入金のうち92年中に金利減免や棚上げの対象となった借入金  
 ・住専の延滞債権のうち公表されていないものについては公表企業の平均延滞率を適用して推計した  
 ・数値は直近判明のものであり、各ノンバンクの時期は一致しない

大蔵省が行ったノンバンク上位300社に対するアンケート調査(91/12末)によると、貸付債権のうち、1ヵ月以上の延滞債権が10%以上あるとするノンバンクが全体の60.3%に達しているが、92年入り以降の不動産市場の一段の悪化からこの割合はさらに増加しているものと思われる。

92年に相次いで実施された大手ノンバンクに対する金融支援の内容は金利減免、金利棚上げ、元本返済猶予、融資残高維持、追加融資、資産買い取りなど様々だが、金融支援は設立母体企業にとどまらず、その他の準メイン的な金融機関にも広がってきている。

## 5. 広がるノンバンクの本業回帰の動き

不動産や株式市場の低迷が長期化するなかで、ノンバンクでは前述の金融支援対象企業に限らず、保有不動産や株式などの資産売却による財務体質の改善を図る動きが多くみられる。

なかでも、バブル期に不動産関連の事業融資を急拡大したために、経営が悪化しているノンバンク各社では、バブル以前までの「リース」「住宅金融」「割賦販売」「信用保証」といった本来の業務のウェイトを高める動きが活発化している。メーカー系列のファイナンス会社等では、不動産関連融資業務から全面的に撤退するものや、不良債権を別会社に分離することによって本業に立ち戻る動きがいくつか見られる。

このようなノンバンクの資産圧縮や本業回帰の動きは93年度になって一段と本格化すると思われる、金融支援や不良化した資産の償却に伴って、ノンバンクに関連する金融機関や親企業であるメーカー等の収益を圧迫することになる。また、ノンバンク各社としては、与信先が特定の企業やプロジェクトに集中しないようにリスク分散を図ることが、今後一段と重要になる。

## V. 業種別の動向

### 1. 石油化学

#### (1) 進まないエチレン減産

エチレン生産は92年に入ってから堅調に推移しているが、主要ユーザーである自動車、電機の需要が弱く供給過剰感は否めない。冬場は石化製品の不需要期であることも重なって、企業によっては本格的な減産を表明しているが、当業界の過当競争体質から各社とも他社の動向に疑心暗鬼になっており、いまだ本格的な減産には到っていない。

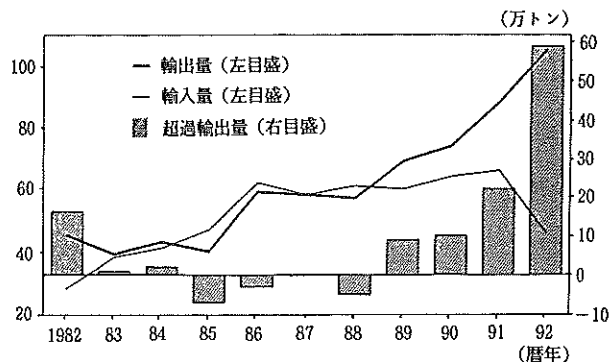
#### (2) 急拡大する輸出

国内需要の落ち込みをカバーするため、輸出が急拡大している。エチレン換算の石化製品の輸出入は、91年4月以来連続で輸出超過となっている。韓国も国内では供給過剰となっており、輸出圧力は強い。このため、東南アジア地域などでは日本、韓国などが超低価格競争を行っており、輸出の採算は悪く、したがって輸出増加の収益寄与は小さい。

#### (3) 浸透しない製品値上げ

①原料ナフサ価格は92年7-9月期にわずかに上昇したものの、91年以降下落傾向が顕著である、②石化製品需要が弱い一方で減産が進まず供給過剰感が強い、ことから製品価格は下落を続けている。上述のように冬場は不需要期であるためかなりの減産が実行されたとしても、当面需給逼迫は難しく、92年度内の値上げ浸透は困難と

石化製品の輸出入量推移



(注) ・エチレン換算輸出入量  
・92年は当研究所予想

(出所) 石油化学工業協会

思われる。

#### (4) 回復鈍い交易条件

ナフサは価格下落が続いているが、石化製品の価格下落幅も大きいため、湾岸危機以降の交易条件の回復は鈍いものとなっている。特に、足元では上向いてはいるものの、石化基礎製品の回復が鈍い。このため、石化基礎製品を原料とする合成樹脂の交易条件悪化度合いは比較的小さい。

当面、原油価格も安定的に推移し「原料安・製品安」の基調に変化はないと思われるが、石化製品価格は92年年央から横這いで推移しており、これ以上の大幅下落の可能性は少なく、交易条件は強含みで推移するであろう。

#### (5) 93年の予想エチレン生産量は592万トン

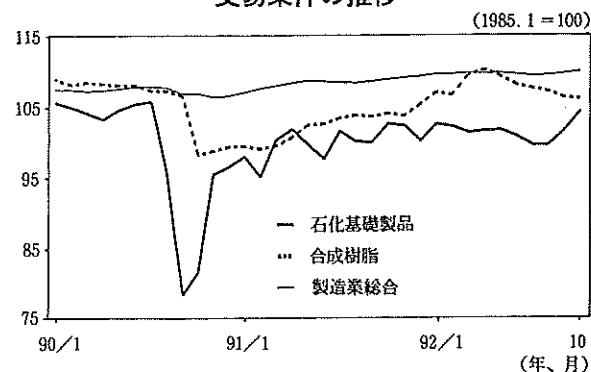
景気は依然低迷が続いており、石化製品の国内需要は当面弱含みの状況が続くと思われる。93年も内需の急回復は望めず556万トンにとどまると予想される。

93年の石化製品の輸出入については、輸出採算の一層の悪化により輸出は減少し36万トンの輸出超過にとどまると予想され、この結果93年の予想エチレン生産量は592万トンとなる。

#### (6) 93年度の企業業績は下期から回復

93年度もエチレン生産の前年比減少やプラント稼働率低下、物流費などのコスト増といった大きな減益要因がある。しかし、93年度後半には景気回復による内需増加が見込め、減産強化とあいまって製品市況が回復すると思われることから、企業収益は前年度比1ケタ増益が予想される。

交易条件の推移



(出所) 日本銀行

## 2. 鉄 鋼

### (1) 92年度：生産減により決算は大幅減益

国内の鋼材需要は、92年夏以降の景気冷え込みから回復のテンポは予想以上に弱くなっている。92年7～9月期の普通鋼鋼材国内向け出荷は前期比では1.8%増と7四半期ぶりにプラスに転じたが前年同期比では9.9%減であり、10～12月期も同6%前後のマイナスと見込まれる。

このような内需の不振から鉄鋼各社は生産を絞っている。92年7～9月期の普通鋼鋼材生産は前年同期比9.7%減とマイナス幅は10ヶ月ぶりに1ケタ台にとどまったが、依然減産が続いている。こうした生産調整の結果、92年9月末の普通鋼鋼材在庫は740万トン（前年同期比13.6%減）と生産の減少率を上回っており、普通鋼鋼材の在庫調整は最終局面を迎えた。しかし、当面鋼材出荷の本格的な回復は期待しがたく、92年度の粗鋼生産は93年1～3月期の回復は期待されるものの、年度トータルでは9,750万トン程度と5年ぶりに1億トン台を大きく割り込むであろう。

92年度の業績は、減産が予想外に長引いていることから高炉大手では前年度比7%、電炉大手では9%程度の減収になる。しかし高炉大手は固定費負担が高いため経常利益は大きく落ち込み、

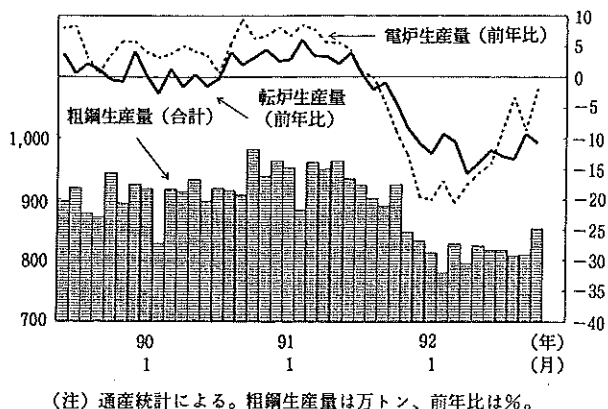
前年度比7割もの大幅な経常減益となる見込みである。電炉でも売上減をコスト削減でカバーしきれず、前年度比3割強の経常減益となる見通しである。

### (2) 93年度：在庫調整終了と需要の小幅回復から粗鋼生産は1億トンを回復

鉄鋼需要は93年度も本格的な回復は期待しがたく、内需全体では微増にとどまろう。在庫調整は92年度下期で終了し在庫取り崩しの動きがストップするため、93年度の粗鋼生産量は3年振りに増加に転じるが、需要拡大テンポの遅さから1億50万トン（前年度比3.1%増）前後となるであろう。

93年度の高炉大手の経常利益は、生産数量の回復が収益を牽引しよう。既に92年度業績が大幅な経常減益となり利益水準が大きく落ち込んでいることと固定費比率の高さから利益面の改善率は大きく、93年度は前年度比4割前後の経常増益となるであろう。しかし、利益水準はなお低く、各社の収益改善対策は続行されよう。特に管理部門の合理化や80年代後半に積極的に投資した多角化事業の選別・再編が更に進展するであろう。

粗鋼生産量の推移



|                   | (四半期)    | (半期)                 | (年度)                        |
|-------------------|----------|----------------------|-----------------------------|
| 91年4～6月           | 2,848万トン |                      |                             |
| 91年7～9月           | 2,715万トン | 5,563万トン<br>(▲12.6%) |                             |
| 91年10～12月         | 2,603万トン |                      | 10,585万トン<br>(▲5.2%)        |
| 92年1～3月           | 2,419万トン | 5,022万トン<br>(▲12.4%) |                             |
| 92年4～6月           | 2,427万トン |                      |                             |
| 92年7～9月           | 2,432万トン | 4,859万トン<br>(▲12.7%) | (予想)<br>9,749万トン<br>(▲7.9%) |
| 92年10～12月<br>(見込) | 2,490万トン |                      |                             |
| 92年1～3月<br>(予想)   | 2,400万トン | 4,890万トン<br>(▲2.6%)  |                             |

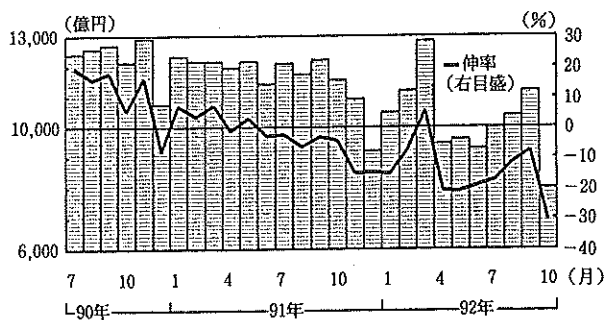
(注) カッコ内は前年比、%。

### 3. 一般機械

#### (1) 受注底入れは依然不透明

設備投資の先行指標である「船舶・電力を除く民需（経企庁発表 280 社ベース）」は、92 年 7～9 月の伸び率が 3 ヶ月連続で前月比でプラスとなり、一時は受注下げ止り感が広がったものの、足下で再び大幅減となり、依然底入れが確認できない。企業の設備投資意欲に好転の兆しが見えないことから、機械受注全体の本格的な回復は早くて 93 年央以降となろう。

機械受注額（船舶・電力除く民需）の推移



(出所) 経済企画庁

#### (2) 工作機械：受注減少続き企業業績も最悪

工作機械受注のマイナスは 90 年末からほぼ 2 年にわたって続いている。特に足下 (92 年 10 月) の受注額はついに 500 億円を割り込むまで落ち込んだが、これは円高不況で低迷していた 87 年 1 月以来の水準である。このため 92 年の工作機械受注額は前年比 36% 減の 7,300 億円前後になる見込。主要 8 社の 92 年度企業業績は 5 社まで赤字予想となるなど、大幅悪化が予想される。

工作機械需要の 6 割を占める自動車・一般機械の両業界とも、93 年度の設備投資計画を大幅に減少していることや、雇用調整が懸念される現状からすれば、これまで根強いと言われていた省力化・合理化投資も大きな期待はできないことから工作機械の受注底入れは早くて 93 年春以降と見られる。

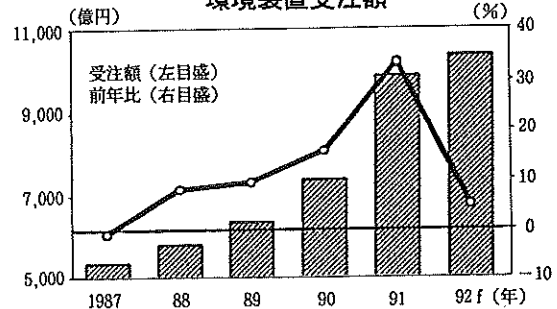
#### (3) 産業機械：建機の低迷続く、環境装置は好調

建設機械も需要減少に歯止めがかかっていない。総合経済対策も建機需要の回復にとって即効性は期待できないことから、92 年度の生産額は前年比 10% 減の 1 兆 6,000 億円前後となる見込み。このため企業業績も最悪期を脱するとは言え、2 桁減益は避けられない見通し。

93 年度も民間の建設工事受注が本格的に回復しない限り建機需要の回復も遅れることになる。

一方、環境装置は受注全体の 7～8 割を官公需で占めているため好調に推移している。92 年の受注額は初めて 1 兆円を超える公算が高い。なかでも自治体向けのゴミ処理装置が高い伸びを示しているが、背景には大都市でのゴミ排出量の増加や旧設備の更新需要がある。但し、今後は自治体の新增設も一段落し、受注量の鈍化も予想される。

環境装置受注額



(出所) 日本産業機械工業会

#### (4) プラント：受注残で業績好調続く

92 年度のプラント輸出は、通産省予想によると 4 年ぶりに 100 億ドルの大台を割り込む公算が高い。これは全輸出の 6 割を占めるアジア向けが 2 年連続で 2 桁の減少となったことや、主力の化学プラントが 5 割減となった影響が大きい。

93 年度も主力のアジア市場の復調がなければ減少基調は続くと思われるが、中国やベトナム向けの期待もあり、輸出額急減の懸念も少ないものと見られる。

輸出環境の悪化にもかかわらず大手専業 3 社の 92 年度業績はほぼ 2 年分の受注残により、収益は 7 割増と好調である。但し、今後は企業業績の鈍化も予想される。

#### 4. 電気機械

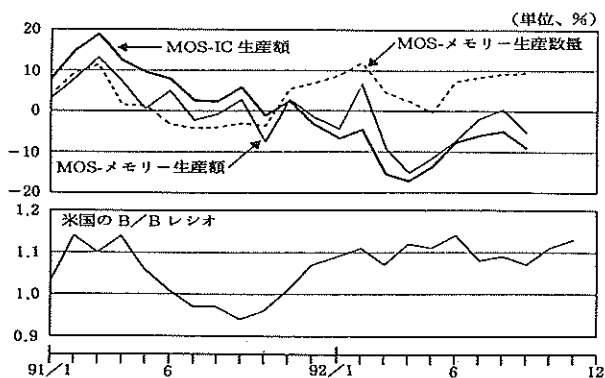
##### (1) 93 年度も厳しい経営環境続く

92 年 1 - 9 月の電気機械総生産額は 21 兆 92 百億円で▲9.5%とマイナス成長であった。92 年通年でも▲10%前後の生産額となろう。93 年も上期の状況は厳しく、秋以降の景気回復があったとしても、93 年通年で若干のマイナス成長となる見通しである。92 年度も主要各社の業績は 3 割を超す減益決算となる。93 年度は微増収で利益は 1 割程度の回復を期待するが、景気回復が鈍い場合は減益の可能性も否定できない。

##### (2) コンピュータもマイナス成長

過去、景気の影響を受けないと言われてきたコンピュータ産業も厳しい状況になっている。通産省機械統計では 92/1 - 9 月の電子計算機及び関連装置の生産額は 4 兆 07 百億円で前年同期比▲9.8%のマイナス成長となっている。その要因として汎用コンピュータが約 20%強の減少で、パソコンが約 8%の成長となっている。景気後退による情報化投資抑制の影響を受けている。93 年も引き続き厳しい状況が予想される。パソコンは低価格化の動きや OS を含めた市場・技術動向が過渡期にあり、中長期的に成長は期待されるが、短期的には収益面を含め大幅な成長は期待されない。中期的にはパソコンの成長性は高く、Windows や PC-LAN の普及が見込まれる。

MOS-IC 生産額推移と米国 B/B レシオ



(出所) 通産省「機械統計月報」(上段: 前年同月比)、  
米国 SIA の発表データ (下段) より作成

##### (3) 半導体は若干の回復も

92 年の半導体市場は 4 MDRAM 市況下落がきつ、生産額は約 10%程度のマイナスになる予想。この 4 MDRAM 下落の主因は韓国の半導体メーカーの安値攻勢である。しかし、米国でのダンピング提訴により、この安値攻勢も無くなり、足元では米国から日本メーカーへの発注が急増している。93 年の米国半導体需要は堅調が予想され、92 年に比較し日本の半導体メーカーの生産金額も 7%前後伸びる見込み。しかし、採算面の大幅な回復は期待出来ず、国内需要の本格回復が待たれる。

##### (4) 家電業界はリストラ

92 年度の家電業界は、国内の消費不況の影響を大きく受け、生産額では▲15%前後のダウンが予想されている。バブル期の反動や家計のストック調整のほか、既存製品の普及率アップによる市場の飽和説も指摘されている。この打開策は既存製品の更新需要促進と新規市場の開拓である。現在、家電各社はリストラに取り組んでいるが、この成果が出るのは少々先であり、各社の経営革新プランの内容が注目される。

以上の環境下で大手電機は苦戦を余儀無くされている。92 年度の各社の単独利益は、軒並み 30%を超す減益幅が予想されている。93 年度は下期からの景気回復が順調であれば若干の増益も期待されるが、回復が遅れた際は利益横這いから減益の可能性も否定できない。輸出は比較的堅調であり、国内の最終需要の回復時期が注目される。

大手電機企業の業績推移

| 項目<br>分類 | 売上高の伸び率 |      |      | 営業利益の伸び率 |      |      | 経常利益の伸び率 |      |      |
|----------|---------|------|------|----------|------|------|----------|------|------|
|          | 91/3    | 92/3 | 93/3 | 91/3     | 92/3 | 93/3 | 91/3     | 92/3 | 93/3 |
| 総合重電 (3) | 7       | 1    | ▲1   | ▲22      | ▲52  | ▲27  | ▲7       | ▲50  | ▲27  |
| 総合通信 (2) | 8       | 4    | 1    | 9        | ▲47  | ▲34  | 3        | ▲47  | ▲34  |
| 総合家電 (3) | 13      | 6    | ▲6   | ▲44      | ▲40  | 9    | ▲38      | ▲32  |      |
| 総合電機合計   | 9       | 3    | ▲3   | ▲8       | ▲48  | ▲33  | 1        | ▲47  | ▲34  |

(出所) 各社の単独決算書より、( ) 内数値は企業数、3 月本決算企業

- ・総合重電: 日立製作所、東芝、三菱電機の 3 社
- ・総合通信: NEC、富士通の 2 社
- ・総合家電: 松下電器産業、シャープ、ソニーの 3 社
- ・は合算数値のピーク時を示し、93/3 は会社予想数値

## 5. 自動車

### (1) 92年度は国内販売、輸出ともマイナスへ

国内販売は92年度に入っても依然停滞が続いており、新車販売台数（含む軽）は690万台となる見通しである。こうした販売不振の背景には87年度から90年度にかけて続いた自動車ブーム、内需先取りの反動というストック調整があり、あわせて景気低迷から雇用調整や残業カット、不況ムードの浸透など消費者の購買意欲を上向かせる要因が乏しい状態が続いている。

新車販売台数

(単位: 万台、%)

|      | 91年度        | 92年度見込      | 93年度予測     |
|------|-------------|-------------|------------|
| 登録車  | 568 (▲3.7)  | 534 (▲6.0)  | 554 (▲3.7) |
| 乗用車  | 396 (▲6.2)  | 370 (▲6.6)  | —          |
| 普通   | 72 (▲2.1)   | 70 (▲2.8)   | —          |
| 小型   | 324 (▲12.6) | 300 (▲7.4)  | —          |
| トラック | 169 (▲1.9)  | 162 (▲4.1)  | —          |
| バス   | 2 (▲2.3)    | 2 (▲12.0)   | —          |
| 軽自動車 | 175 (▲8.0)  | 156 (▲10.9) | 158 (▲1.3) |
| 乗用車  | 84 (▲4.5)   | 74 (▲11.9)  | —          |
| 商用車  | 91 (▲11.0)  | 82 (▲9.9)   | —          |
| 総合計  | 743 (▲4.8)  | 690 (▲7.1)  | 712 (▲3.2) |

(注) カッコ内は前年比、単位: %、92・93年度は当該研究所予測  
(出所) 日本自動車工業会「自動車統計月報」

一方、92年度の輸出台数総計は前年度2%減の570万台になる見込みである。地域別には主力の米国向けが景気低迷と現地生産へのシフトで減少傾向が続いている。また、欧州市場でも販売不振が深刻化しており、輸出の2大市場は厳しい状況が今後も続く見通しで、93年度の新車輸出台数は前年度比▲3%の550万台前後と92年度に続き微減するであろう。

### (2) 低収益体質になった自動車産業

最大手のトヨタの売上高営業利益率は87年6月期(4.1%)から上昇していたが、90年6月期(6.7%)をピークにその後一転して低下し、92年6月期には1.4%にまで低下している。利益率低下の主な原因には以下のような点が挙げられる。

①国内ストック調整による販売台数減少、対米乗用車輸出自主規制枠(VRA)の強化による対

米輸出台数の削減

②販売好調期(87年～90年)における設備投資

拡大による減価償却費の負担増、人件費の増加

③安全・環境対策のための研究開発費の増加

④円高による為替差損

⑤海外投資による損失の増大

このように自動車各社の収益低下は、設備投資急拡大と需要減に伴う体質変化といった構造的な問題に起因すると思われる。

### (3) 93年度は緩やかな回復へ

93年度の販売台数を予想するに際して販売動向を左右する様々な要素が考えられる。税制改正や軽自動車の規格改正など既に効果が一巡化したと思われるものを除いて、敢えて定性的に整理すると以下のようなものが挙げられよう。

①買い替え需要の本格化と中古車相場の高止まり

(プラス要因)

②運転免許人口の増加(プラス要因)

③メーカーによる低価格政策(プラス要因)

④RVなどニーズの多様化(プラス要因)

⑤所得の伸び鈍化(マイナス要因)

⑥弱まるストック調整圧力(マイナス要因)

上記の要因は必ずしも短期的な効果が期待できるものばかりではないが、93年度について予想すると、景気が底入れして消費者心理が少しずつ上向いてくる93年秋頃より乗用車販売は緩やかながら回復に向かい、新車販売台数は登録車、軽自動車合計で710万台程度(前年度比3%増)と92年度を小幅ながら上回るとと思われる。メーカー各社は価格・採算を重視する政策を強めており、93年度の売上高は92年度を小幅ながら上回ろう。また、収益改善に向けた取り組み効果が次第に現れ、経常利益は10%程度の増加に転じると思われるが、過去のような高い水準での販売回復は望めないために数量効果はそれほど期待できず、機能や価格を含めた消費者ニーズをうまく取り込んだメーカーの回復が早まると見込まれるため、企業業績にはバラツキが出てこよう。

## 6. 造船

### (1) 92年の造船受注は低調

日本の輸出船契約実績は、92年度11月累計で前年同期比64%減、90年同期比71%減に急落している。その結果手持工事量は減少に転じ、92年11月現在では2年前前後あるものの、年末には2年分を切る見込みである。

92年の1～9月の世界の造船受注量の前年同期比を、地域別に見ると日本が26%減、韓国が32%減と割り込みが特に激しく、逆に中国、ポーランドが、それぞれ94%、179%と大きな伸びを示している。

日本の輸出船契約実績の推移

|       | 87～91<br>FY平均 | 91年度  | 92年<br>4-11月 | 前年比  | 90年比 |
|-------|---------------|-------|--------------|------|------|
| 契約隻数  | 151           | 140   | 49           | ▲45% | ▲63% |
| 契約総トン | 633           | 723   | 182          | ▲64% | ▲71% |
| 手持工事  | 969           | 1,336 | 1,192        | ▲14% | ▲16% |
| 通関総トン | 405           | 597   | 328          | 1%   | 14%  |

(注) 日本船舶輸出組合資料より作成

### (2) 造船受注低調の原因は海運市況の低迷

足下の造船受注低調の主たる原因は、海運市況の低迷である。原油の運賃が91年後半から急落したため、船主側の購入条件が厳しくなってきた。一方、造船業者も手持工事があり値下げに応じないため、契約が成立しにくかった。

その他、VLCCのダブルハル化の過渡期であり船主側が模様眺めしていることも原因の一つと考えられる。

### (3) 造船受注の見通し

過剰船腹割合や係船量は82年末以降急低下し、受注船価もOECD造船部会等の国際的協調もあって、91年末まで堅調であった。

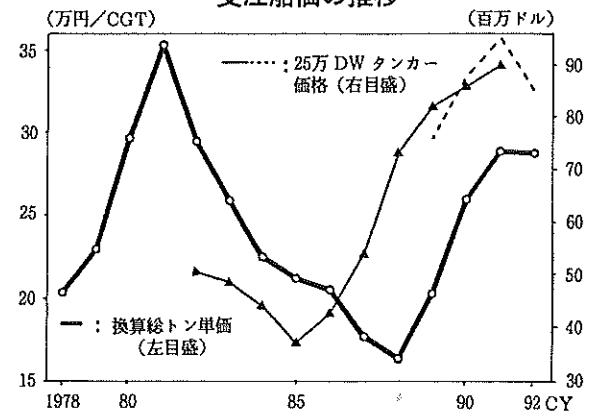
92年に入り海運市況が低迷したため上記指標はいずれも幾分悪化した。が、さほどの悪化にいたっていない。このことは、海運市況の悪化から受注は急減しているものの、造船業の環境全体はさほ

ど影響を受けず、ダンピング競争も起きていないことを示している。

92年末には手持工事量は2年分を割る見込みであり、94年下半年以降は一部の会社に受注の空きがあるようだ。95年下半年以降数年間造船設備はVLCCの代替船建造需要で埋まると予想され、95年上期迄の受注の空きをどう埋めるかが重要な課題となる。

タンカーの受注が激減しているなか、カタルやアブダビからのLNG船受注競争が活発である。これを受注できれば、VLCC代替需要期までの受注残を確保できよう。

受注船価の推移



換算総トン単価：運輸省年平均値、92年は1～7月平均  
25万DWタンカー：実線はFEARNLEYS年末値、  
点線はロイズ年平均値、92年は7月値

### (4) 当面の受注残により引続き良好な企業業績

各社とも当面船価の高い受注残を抱え、造船部門は好採算である。

造船比率の高い中堅4社の経常利益は、一部の会社の93年3月期営業外費用に単年度マイナス要因があるので、93年3月期が前年比1.8%増、94年3月期が前年比11%増と予想される。

主要造船会社では売上の非造船部門の比率が大きい。造船以外の重機械部門の収益状況は、「一般機械」で述べた通り、工作機械や建設機械部門が悪く、環境装置やプラント部門が良好である。各社とも、造船部門が好調であり高収益な重機械部門の比率が高いようで、93年3月期、94年3月期決算とも、概ね順調と予想される。

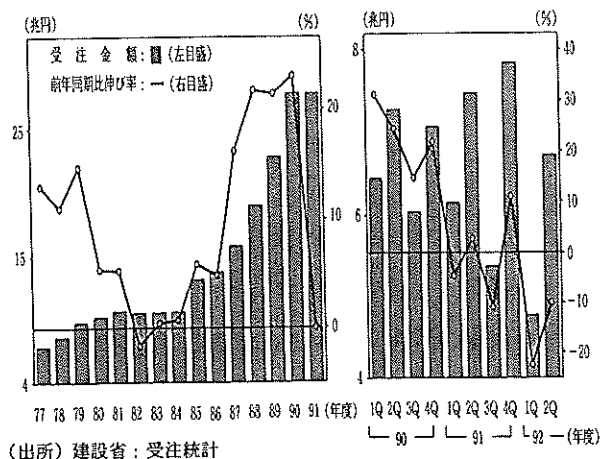
## 7. 建設

### (1) 民間建設投資の落ち込みが響く建設環境

ここにきて建設投資の低迷が、一層深刻な色合いをおびてきた。大手50社ベースの受注総計の伸び率をみると92年度に入ってから7ヵ月連続して前年度実績を下回っている。四半期別にみても期末要因で一時的に増加に転じた92年1～3月期を除くと91年4～6月期を境にほぼ減少傾向が続いている。

受注額が減少しているのは80年代後半のバブル期に、年率平均約26%の勢いで伸び続けた①事務所/店舗、②工場/倉庫、③住宅の発注が、92年度に入って景気後退感の広まりによる企業の設備投資の冷え込み、ビル需要の減退、住宅建設の減少により停滞しているためである。

建設受注状況（大手50社）



### (2) 建設需要を当面下支えする公共工事

公共工事の動向は、上期前倒し発注の効果などから増加基調にあるものの（92年第Ⅱ四半期の前年同期比伸び率は37.7%）、民間受注の落ち込み幅をカバーするまでには至っていない。

92/8に打ち出された10.7兆円規模の総合経済対策、補正予算での公共事業の追加、及び日米間の公約である91年度から10年間での公共投資430兆円を実現するには今後公共事業費を年率6%程度増加する必要がある、といった要因から当面公共工事が需要の下支えを果たすことになろう。

### (3) 長引く建設投資の低迷

建設投資の停滞は民間建設の停滞に起因するところが大きい。こうした現状は“建設冬の時代”と言われた80年代前半（81～84年）に似通っており、この時期の回復には約4年を要している。

また、①企業の設備投資マインドは93年度も冷え込みが続く可能性が高い②オフィスビル需要に低迷拡大傾向が見られる③住宅着工戸数が伸び悩む可能性がある、などの要因を考慮すると民間建設需要が再び拡大するにはもう少し時間がかかり、したがって93年度の受注量は底ばい状態で推移せざるを得ないと思われる。

### (4) 懸念される業績の大幅な悪化

建設業界は、92年度初には高水準の受注残を背景に今期収益横ばいを見込んでいたが、民間建設需要の急激な冷え込みのため、減益に追い込まれる企業が増加している。

93年度の収益は、①現状の受注縮小・受注競争の激化の中で採算性が落ちている今期の受注が93年度以降の決算に反映されてくる、②今期の受注減少が響き93年度の売上高が減収に転じる、③官公庁工事の増加が見込まれるものの売上高に占める官公庁工事のウェイトが3割程度では民間の落ち込み分を補完できない、等により今期に比べさらに落ち込む可能性が高い。

建設セクター別の業績（上場企業ベース）

|       |     | 91年度実績 |      | 92年度（見込み） |       | 93年度（予想） |       |
|-------|-----|--------|------|-----------|-------|----------|-------|
|       | 社数  | 売上高    | 経常利益 | 売上高       | 経常利益  | 売上高      | 経常利益  |
| 大手    | 5   | 0.2    | 2.3  | 4.3       | ▲7.2  | ▲5.9     | ▲19.0 |
| 準大手   | 4   | 7.8    | 4.4  | 1.1       | ▲18.8 | ▲5.2     | ▲20.7 |
| 総合    | 5   | 8.7    | ▲1.3 | 2.9       | ▲13.5 | ▲16.4    | ▲22.5 |
| 土木    | 5   | 10.8   | 5.4  | 1.5       | ▲35.2 | ▲5.2     | ▲10.2 |
| 建築    | 26  | 9.2    | 0.6  | 5.2       | ▲9.5  | ▲0.8     | ▲2.6  |
| 土木建築  | 16  | 7.6    | 11.3 | 4.0       | ▲10.2 | 0.3      | ▲5.8  |
| 道路    | 8   | 9.7    | 16.1 | 9.5       | 3.9   | 5.8      | 5.7   |
| 電気    | 4   | 15.0   | 7.1  | 4.7       | 4.0   | 6.9      | 5.1   |
| 空調    | 9   | 13.6   | 18.1 | 5.7       | ▲2.6  | 7.0      | 3.7   |
| 通信    | 15  | 10.9   | 6.4  | 2.9       | ▲14.4 | 4.5      | 10.9  |
| 電力    | 9   | 9.9    | 19.2 | 6.9       | 2.8   | 3.4      | 0.3   |
| その他合計 | 123 | 9.6    | 6.4  | 4.2       | ▲8.3  | ▲3.0     | ▲12.6 |

（ ）内数値は対前年度比、92年度は各社予想数値、93年度は新聞報道等から推計

## 8. 大型小売

### (1) 深刻な百貨店売上の低迷

百貨店売上は92年夏場以降も回復の兆しがみられず、92年3月以降10月まで8ヵ月連続の前年同月比マイナスとなっている。

商品別売上高をみると、絵画・宝飾品などを含む雑貨が91年7月以降16ヵ月連続の前年比マイナスとなった他、92年度入り後は主力の衣料品もマイナスに転じ、食料品売上も鈍化するなど各部門とも不振に陥っている。

### (2) 92年度決算～百貨店は軒並み減益、スーパーは増収減益

大手百貨店5社の92年度中間決算は軒並み減益となり、減益幅も3社が50%を超えるなど近年にない大幅なものとなっている。

このため92年度通期の決算も各社予想ベースで減収かつ大幅な減益となっている。91年度、92年度と2期連続の減益となることから、大手百貨店5社の92年度経常利益合計額は244億円となり、この水準は最盛期の90年度(743億円)の三分之一であり、バブル以前の83年～84年度の水準に近い。

一方、大手スーパーの92年度中間決算も6社中4社が営業減益、3社が経常減益となり前年度までとは一転して業績が落ち込んだ。年度通期でも4社が経常減益を予想しており、消費低迷がスーパーにも徐々に及んできている。

### (3) 大手小売業でリストラの動きが活発化

92年度の業績低迷から、大手小売業では①新

規出店計画の見直しや、②出店予定地域からの撤退、③従業員削減、④サービスの見直しなどの動きが特に百貨店で活発化している。

百貨店業界のリストラ活発化の背景には、80年代後半以降の消費好調期における出店や増床競争の存在がある。設備投資の増大によって、金利負担や減価償却費が増え、人件費増や配送費負担と相まって、高コスト体質を助長した。大手百貨店5社の92年度の設備投資計画額は前年度比▲46.9%の大幅な減少となっている。

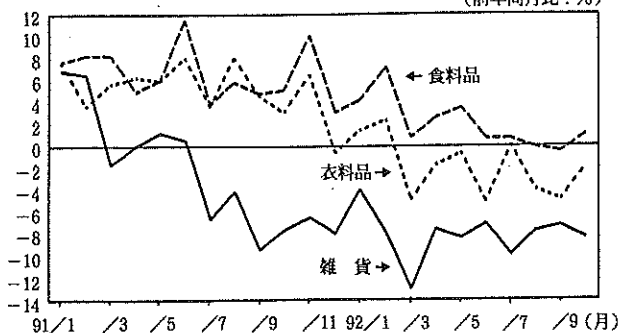
### (4) 消費低迷と高コストが収益回復を阻害

消費不振が高級品、高額品から日常生活品にまで及んできたことから、本格的な回復には時間がかかるものと思われる。92年度以降深刻となった消費低迷は、①残業時間の減少や、②雇用の需給緩和、③住宅投資の伸び悩み、④地価や株価の低迷による逆資産効果などが消費の頭を抑えている上に、⑤バブル期に大きく伸びた自動車、家電品などの耐久消費財や高級品・高額品が過剰消費の反動から、極端な売れ行き不振に陥っていることなど、複合的な要因が絡み合っている。

これに加えて大手小売業は、設備投資競争から借入が増加し、金融収支が悪化するなど構造的な課題をかかえている。93年度も設備投資の削減等が引き続き行われることとなろうが、消費の回復は年度下期以降と思われ、大手小売業の収益回復力は鈍く93年度も一桁台前半程度の経常減益が見込まれる。

百貨店の商品別売上推移

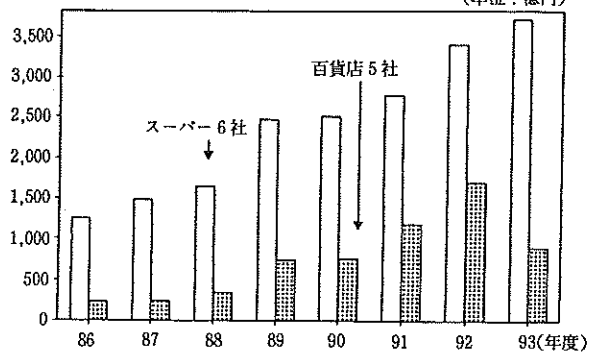
(前年同月比：%)



(注) 日本百貨店協会調べによる店舗調整後伸び率

大手小売業の設備投資推移

(単位：億円)



(注) 93年度は各社計画数値

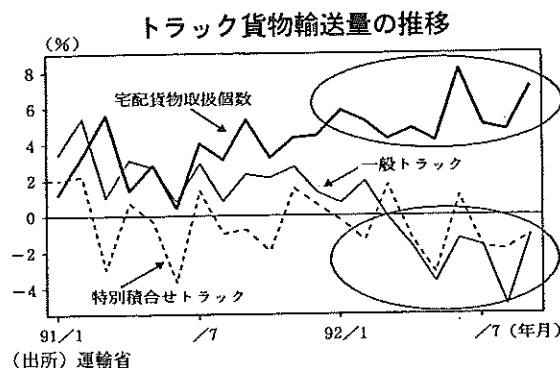
## 9. 運輸

### (トラック)

#### (1) 低迷続くトラック貨物輸送量

トラック貨物輸送量の伸びは92年度入り後マイナス傾向が続いており、一般トラックで7カ月連続、特別積合せトラックで3カ月連続して前年同月割れを示している。背景としては、在庫調整の長期化、設備投資の抑制など商業貨物の伸び悩みがあげらる。また景気低迷に伴い、企業の物流合理化も本格的に行われはじめ、運賃引下げの圧力となっている。

宅配貨物は、今年に入ってから堅調に推移しており、昨年平均3.8%を2%近く上回っている。宅配は景気の影響を受けにくい消費者物流であり、他の消費財と比べて相対的に単価が低いことが堅調な要因として考えられる。



#### (2) 92年度決算は企業間によって収益に格差

92年度の企業業績は、景気低迷による輸送需要の減少により売上高は各社横這い、経常利益は2社増益2社減益となる見込みである。増益2社は、経費削減による合理化や消費者物流の伸びを背景に過去最高益を更新する見通し。また、減益2社は、商業貨物の落ちこみ、貨物確保のための運賃低下により2桁減益は避けられない見通し。

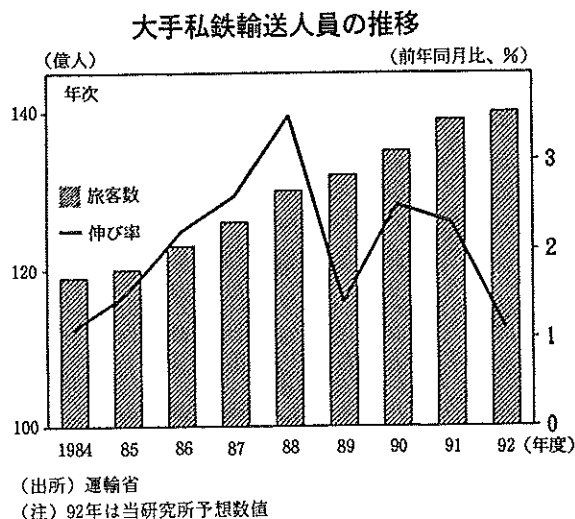
93年度は、下期景気回復に伴う輸送需要の増加、郵便小包値上げによる宅配貨物へのシフトなどにより増収を見込めるが、物流合理化による貨物の減少、軽油取引税(93年12月より)の引き上げによるコスト増といった減収要因により、企業収益は横這いと予想される。

### (大手私鉄)

#### (1) 鉄道輸送人員は頭打ち状態に

91年11月の運賃値上げ効果によって鉄道事業収入は伸びているが、輸送人員が頭打ち状態のため、増収率は運賃改定時予想に比べて若干の下方修正を余儀なくされている。

鉄道輸送人員は、景気後退とともに伸び率が低下しており、92年5月以降5カ月連続して前年同月比マイナスとなっている。85年度より私鉄の輸送人員伸び率は、毎年2%前後の伸びを示していたが、92年度は140億人の大台に乗せるも伸び率は1%前後に留まる見込みである。これは84年度以来8年ぶり、大手私鉄15社の内関東1社、関西3社が9月末現在で前期実績を下回っている。



#### (2) 93年度の企業業績は小幅減益

92年度決算は、各社間格差の広がり、値上げによる増収効果、金利低下による金利負担減などによって大手私鉄15社中8社が経常増益を予想している。しかし不動産分譲やホテルなど付帯部門の不振により7社が減益予想をしており、15社計では横這いと予想される。

93年度は、輸送人員の伸び率鈍化、設備投資負担、不動産不況の長期化など減収要因がある。しかし後半には景気回復による増収も見込まれることから、企業収益は小幅減益止まりと思われる。

## 10. 情報・通信

### (1) 史上初のマイナス成長となる情報サービス

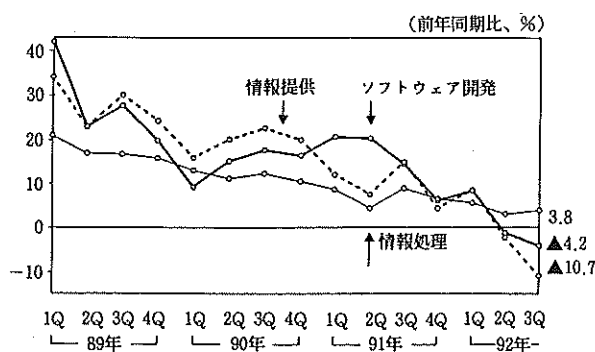
情報サービスはソフトウェア開発、情報提供などの業態で史上初のマイナス成長に転じた。これは官公庁需要を除く全てのユーザー業界で情報化投資の削減・繰延べが広がっていることによるが、従来の景気後退期にない深刻な不振になっているのはユーザー業界全般に一定レベルの情報システム構築がほぼ一巡したことと共に、ダウンサイジング・オープン化という構造変化の最中にあることなども影響している。

### (2) 回復は94年度以降にズレ込む可能性

情報サービス大手10社の92年度収支は平均で▲5.0%の減収、経常▲49.4%の減益予想。業界で大多数を占める中堅中小企業の業績悪化は更に深刻である。主要コストが人件費を中心とする固定費で占められ、これまで長期にわたって高成長が続いてきたこともあって減収は各社に大幅な減益をもたらしている。

ユーザー企業における情報関係コストの削減は不況対策の優先項目となっており、厳しい状況は当分続く可能性が高い。情報サービスの需要回復は景気に運行し、ユーザー業界全般の収益回復が確認されるのを待って94年度以降にズレ込む可能性があるだろう。

情報サービス売上高伸び率推移



### (3) 通信サービスも料金値下げと不況で不振

通信サービスも景気後退による利用の伸び悩みと料金値下げにより、92年度はNTT、KDDとも減収が見込まれている。NCC（新規事業者）は明暗を分けており、好調企業の第二電電、日本テレコムは通期ではともに売上高2千億円企業となるが、一方で多数のNCCの中には業績不振から債務超過に陥る企業も多くなっている。

### (4) 93年度は波瀾の年に

93年度も回復要因に乏しい。NCCは10月から実質料金値下げになると見られているエンドエンド料金制を導入するため、NTTも対抗値下げを余儀なくされる可能性があり、景気底入れ後も回復の相殺要因となろう。NCC大手2社についても営業エリア拡大の要因がなくなるため、成長率鈍化の傾向は92年度以上に強まろう。

93年度はNTTの事業部別損益が初めて明確になり、これとともに料金問題が議論されることになろう。またNCCは再編成の動きが活発化しよう。

第一種電気通信事業者と呼ばれる通信サービス企業は典型的な装置産業であり、シェアの上昇による売上規模の拡大が一巡の後は、固定費吸収のための売上高確保に向けて各社とも正念場を迎えることになるだろう。

通信企業のコスト構造

(%)

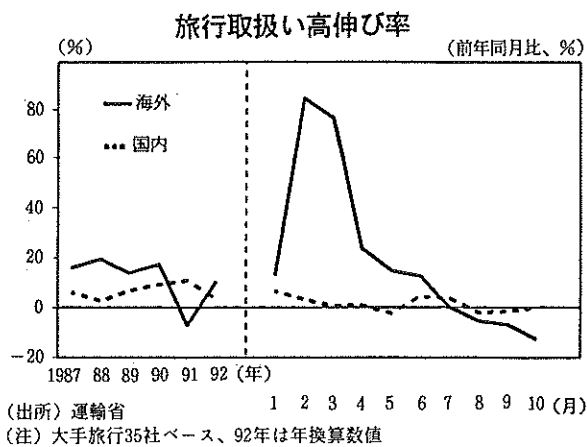
|       | NTT   | KDD   | NCC   |
|-------|-------|-------|-------|
| 人件費   | 35.6  | 24.1  | 16.4  |
| 減価償却費 | 26.0  | 18.3  | 24.0  |
| 純金融費用 | 3.3   | 10.5  | 12.1  |
| 設備使用料 | -     | 19.4  | 11.4  |
| 作業委託費 | 7.5   | 4.4   | 3.8   |
| その他   | 27.6  | 34.3  | 32.3  |
| 費用合計  | 100.0 | 100.0 | 100.0 |

(出所) 有価証券報告書より作成。NCCは長距離系新電々の例

## 11. レジャー

### (1) 海外旅行者数 1,200 万人時代へ

旅行取扱高は、91年5月より15か月連続前年を上回る伸びを示していたが、92年後半に入ると、海外で7月から4か月、国内で8月から3か月連続して前年同月比伸び率がマイナスとなっている。海外、国内ともにマイナスとなるのは、旅行ブームが本格化した85年以来始めてであり、個人消費の冷え込みによる需要の減速、経費削減による業務出張や職場旅行の手控え、などが影響していると思われる。



### (2) 好調な都市近郊のレジャー施設

89年から91年まで多くの入場者を確保していたテーマパークも伸び悩みの傾向がはっきりしてきた。92年の入場者数は、地方のテーマパークを中心に落ち込んでいる。またテーマパークの代表格である東京ディズニーランドも92年の夏は前年同期比で6.3%のマイナスとなっていた。消費低迷、天候不順に加え、ブームの沈静化も背景にあると思われる。

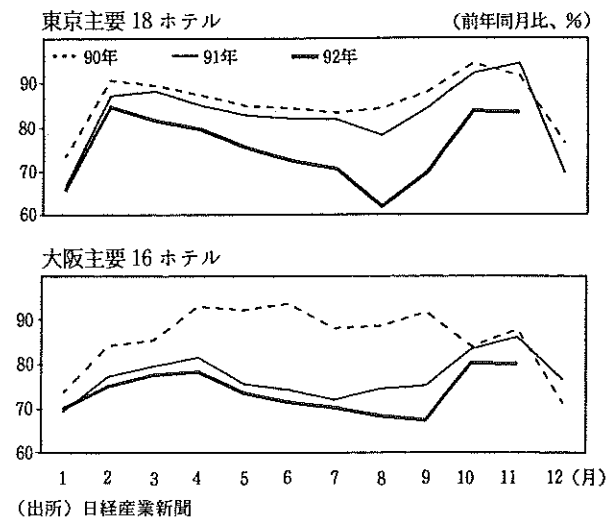
92年の傾向としては、安くて近場で楽しめるレジャー施設が注目されており、都市近郊のレジャーランド（遊園地）や大型水族館などが好調な入場者数を確保した。

一部で不調を伝えられるテーマパークだが、今後生き残る道としては新規アトラクションの追加など常に目新しさを追求することが不可欠となるであろう。

### (3) 回復の兆しが見えないホテル需要

92年の国内主要都市ホテルは、東京・大阪地区ともに平均して前年比で4%近い落ち込みとなっており、東京で12か月連続、大阪で10か月連続して客室稼働率の前年同月割れが続いている。特に、法人需要の落ち込みによる宿泊、宴会、レストランの3部門への打撃が大きい。また消費低迷から個人需要も宿泊、レストラン部門において落ち込みをみせているが、唯一宴会部門のブライダルのみ好調を持続している。

#### 主要ホテルの客室稼働率推移



### (4) 好調続くアミューズメント産業

アミューズメントパーク（大型ゲームセンター）や家庭用テレビゲームが顕著な伸びを示している。これは可処分所得の低下や余暇時間の増加により、低コストで娯楽性の高いゲーム機器に市場ニーズが合致したことによる。

アミューズメント産業は、ゲームセンターのような施設運営を行う市場とファミコンに代表される家庭用ゲーム市場の2つに分類できる。「レジャー白書 92」（余暇開発センター）によると、アミューズメント施設の市場規模は91年で4,130億円、家庭用ゲーム市場は3,630億円（ハード、ソフト合計）である。92年の市場規模は、一段の市場拡大により前者が5,000億円、後者が4,000億円に達すると見込まれる。