

## 53年の日本経済の推移と課題

53年のわが国経済を顧みると、為替の円高が急速に進むなかで、景気は内需を中心にしだいに回復力を強め、国際収支面でも年来の課題であった黒字不均衡の是正が進展をみた。こうした景気・国際収支面でのバランス回復の傾向は本年に入り一層明らかとなっているが、他方、卸売物価は昨年11月に反騰に転じ、その後しだいに騰勢を強めた。こうした情勢のもと、日本銀行は、インフレを未然に防止し、息の長い景気上昇を図る趣旨から本年4月17日公定歩合を0.75%引上げた。その後景気は拡大を続ける一方、石油情勢の悪化などに伴って物価動向は先行き一層警戒を要する状況となってきたため、7月24日には公定歩合をさらに1%引上げ5.25%とした。

わが国経済は、石油危機後5年にわたる調整過程を通じて景気の自律的な上昇に必要なマクロ、ミクロの条件をしだいに整えてきたが、53年はそうした調整の動きが一応完了し、これに伴って新たな景気循環の上昇局面を迎えたという点で特筆すべき年であった。しかし、そうした調整の成果を享受しはじめた矢先に、日本経済は再び石油情勢の悪化とインフレの危険に直面している。こういった困難を克服して安定成長への展望を開くことが今後の課題であるが、そのためには金融、財政政策の一層機

動的な対応と財政体質の改善を図るとともに、昨年来進めている金利の自由化を一段と推進するなど金融・資本市場の整備に努めることがますます必要となっている。

以下では、53年から最近にかけての実体経済面、金融面の動向を回顧するとともに今後の課題を検討することとしたい。

### 1. 実体経済面の動向

(景気は内需中心に秋以降拡大)

53年初来のわが国経済の推移をみると、実質GNPは年初好伸のあと、急速な円高の影響から4月以降輸出減、輸入増というかたちで経常海外余剰が大きく落込み、このため秋口にかけての成長率は小幅なものにとどまった。もっとも、この間国内需要は財政支出、個人消費を中心に漸増基調をたどった。秋以降は設備投資の伸長、在庫投資の反転増加も加わったため、内需の伸びが一段と高まり、実質GNPの成長テンポの速まりがみられた。この結果53年度の実質成長率は+5.5%と前年度(+5.6%)に引続きモデレートな伸びにとどまったが、成長率に対する国内需要の寄与度は+7.5%と前年度(同+4.2%)に比し格段に高まった。

昨年10月まで一貫して進展した大幅な円高の下で、このように国内需要が順調に拡

大した背景としては、まず第1に政策的な需要効果の浸透が挙げられる。財政面においては、景気の着実な回復を主眼に編成された53年度予算が、公共投資の施行促進措置等もあって年度当初から順調なペースで執行され、また10月には前年度に引続き補正予算や財投追加が組まれることによって公共投資水準の維持が図られた。このため財政支出は、前年度から累積されてきた公共投資の需要効果と相まって、景気に対し大きな牽引力を発揮した。このほか大口電力投資の促進、住宅金融公庫による融資わくの拡大、さらには公定歩合の引下げなど一連の政策措置も国内需要の増大に寄与したといえる。

第2の背景は、民間部門においても、需要回復の素地が整ってきたことである。石油危機後5年にわたり続けられてきた安定成長を志向した企業努力と円高による原材料コスト低下の効果とが相まって、物価の落ち着き、企業収益の改善、過剰ストックの調整一巡等いわば自律的な回復の条件がもたらされ、これに上記政策効果も加わったため、民間需要の増加基調はしだいに確実なものとなった。

すなわち、まず個人消費は昨年初来ほぼ一貫して底固い動きを示し、国内需要下支えの役割を果たしている。こうした個人消費の持直しは消費者物価の落ち着きに伴う実質購買力の向上によるところが大きい。さらに消費者心理が、物価の落ち着き、雇用の持直しあるいは企業の業況好転などに伴い

好転し、消費活動を正常に戻す役割を果たしたことも見逃せない。この間、こうした所得・マインドの動向を背景に乗用車、一部家電等には更新需要の増加も目立った。昨秋ごろからは景気回復の進展に伴う所得・雇用の増加も消費堅調の支えとなってきているが、いずれにせよ物価の落ち着きが実質所得、消費マインド両面を通じ個人消費増加に大きく寄与したところに昨年から最近にかけての際立った特徴があるといえよう。

企業の設備投資についても、53年中非製造業が電力、サービス関連を中心に前年に引続き増勢を維持したほか、これまで長期停滞が続けてきた製造業においても年央ごろから投資計画の増額修正を図る動きがでてきた。製造業の投資持直しについては、もちろん官公需の増大によって誘発された面も少なくないが、長年にわたる過剰設備ストックの調整が進展したところへ企業収益が好転、稼働率も上昇するなど、投資増加に結びつきやすい要件が整ったことが基本的な背景と考えられる。こうした状況のもとで更新、合理化を主体とした投資の増加がみられ、54年度の設備投資計画は製造業中心にかなり高い伸びが見込まれている。

また在庫投資についても、遅れていた製品在庫調整が年央ごろにはおおむね一巡傾向となる一方、流通・ユーザー段階においては秋以降最終需要の増加、物価の反転上昇といった状況のもと、しだいに積増しの

動きが出始めた。その後も非鉄、建材、石油、石油化学など価格上昇品目を中心に順次増進を図る動きが続いている。

以上のように、最近における民間需要の増加は、長期間にわたる調整の成果を基盤とする面が大きく、先行き石油情勢、物価、為替動向等の不透明な要因はあるものの、その上伸力は引続きかなり根強いものと判断される。この間、為替の円安化もあり、輸出数量の減勢にも漸次歯止めがかかってきたようにみられる。

このような需要動向の下で、企業の生産態度は過去における同様の景気局面に比べればなお依然として慎重さを残しているようにうかがわれる。現実需要が増加している中で、企業が本格的な増産態勢に切替えることなく、むしろ価格面への配慮を強めているのは、やはり長年にわたる需要の低迷とそれに対する減量努力での対応という経験を通じて培われた経営の基本姿勢に基づくものとみられるが、さらに上記のごとき石油情勢など先行き不透明要因があることもある程度響いているものと思われる。いずれにせよ、こうした状況の中で、在庫率の低下、商品市況の上昇などにみられるように、需給地合いはしだいに堅調さを加えてきている。

(企業収益は顕著な好転、雇用も改善の兆し)

この間、企業収益は大幅な改善を示した。日本銀行「主要企業短期経済観測」によると、53年度上期の製造業の経常利益は前2期減益のあと +25.7%の大幅増益とな

り、その後下期も +9.3%と一層の好転をみた。54年度上期についても +11.8%と増益基調が続く見通しとなっている。

53年度上期に増益に転じた要因としてまず第1に挙げられるのは、企業経営全般にわたるいわゆる減量努力によって収益基盤が改善してきたところへ、金融緩和浸透に伴う金利低下や春闘ベア率の低下などの効果がおよび、固定費負担が軽減したことである。第2は急速な円高の進展に伴う輸入原材料コストの低下である。こうした円高の恩恵は、それまで収益不振に悩んでいた素材産業に特に大きくあらわれ、この結果、加工・組立産業との間の収益格差が目立って縮小するかたちで全体の収益向上をもたらした。このように、昨年前半の企業収益の改善は主としてコストの低下によってもたらされたものであり、事実53年度上期は全産業でみて減収増益という異例の決算となった。こうしたなかで、企業はしだいに減速経済の下でも収益を確保できるという自信を深めたようにうかがわれる。53年度下期については、当初こうしたコスト軽減効果の一巡から収益伸び悩み懸念があったが、現実には景気の拡大に伴う販売価格の上昇や、売上げ数量の伸長、さらには円安に伴う輸出採算の持直し等を映じて上期に引続き改善基調を続けた。

こうした企業収益基盤の強化につながる減量経営の推進は、反面、雇用情勢にとっては改善の足かせともなった。有効求人倍率は昨年央以降上向いているとはいえ、そ

の改善テンポは鈍く、完全失業者数も昨年後半にはむしろ増加した。もっとも年明け後は長い間低迷を続けてきた雇用情勢にもようやく改善の兆しが現れており、製造業の新規求人がしだいに増加、完全失業率は低下に向いつつある。事実企業の雇用過剰感は総じて緩やかな後退をみせており、そうしたなかで企業規模や職種によっては不足感を表明する先も増え始めるなど、これまでの雇用調整の動きはひとまず収束しつつあるよううかがわれる。

以上のように、昨年来の景気はしだいに回復力を強め、特に昨秋ごろからは在庫投資や設備投資の増加を伴う新たな景気循環の上昇局面に入ってきたものとみられる。もっともこうした状況に至る過程で財政支出に対する依存度が大幅に高まり、その結果、国債等公共債の発行が巨額に達したことは、後にみるように財政・金融面に様々な問題を投げかけている。

#### (経常収支の黒字幅縮小と為替相場の反転)

一方、国際収支面では、昨春以降内需拡大や為替円高の黒字圧縮効果が徐々に顕現化し、対外収支の不均衡是正が進展をみた。

まず輸出の動きをみると、輸出数量は、円相場急騰の影響や内需拡大に伴う輸出圧力の低下、さらには一部輸出急増品目に対する海外諸国からの抵抗感の強まりとこれに対処した自主規制の動き等を背景として、昨春以降減勢を続けた。また輸出価格(ドル建)も円高対応の値上げの動きを映じ

て夏場まで大幅に上昇し、貿易収支の黒字縮小を妨げたが、その後は騰勢がかなり鈍ったため、輸出金額の伸びも秋口以降急速に鈍化した。一方、輸入面では、円高によって割安となった製品輸入の増勢が高まる一方、国内景気の着実な回復を映じて原材料輸入も持直しに向ったため、輸入数量は年末にかけて増加テンポを速めた。また輸入価格(ドル建)も昨年央以降の国際商品市況高を映じて大幅な上昇を示したため、輸入金額の伸びは期を追って高まった。なお昨年10～12月期に濃縮ウラン等の緊急輸入が集中したこともIMFベースの輸入金額を押し上げた。

こうした輸出・入の動向を映じて、経常収支(季節調整後)の黒字は昨年1～3月期の月平均16.9億ドルをピークにその後縮小に転じ、10～12月期には7.0億ドルと格段の改善を示した。さらに本年に入ってから、原油等の値上りや為替の円安化から交易条件がかなりの悪化をみており、輸入数量の増加テンポ加速化と相まって、経常収支(同)は3月以降6月まで赤字を記録するに至っている。ただ、こうした状況のもとでも、わが国の市場開放を求める諸外国の声にはなお根強いものが残っている。

この間、長期資本収支は昨年3月に非居住者による残存期間5年1ヵ月以内の債券取得禁止等の措置がとられたあとは、内外金利差の拡大もあって円建外債の発行増や中長期円建貸付の増大から毎月10億ドル台の大幅な流出超を続け、特に本年3、4月

にはそれぞれ20億ドルを超える巨額の赤字を記録した。この結果、基礎的収支は昨春秋以降赤字傾向に転じており、年度間通計でも53年度は3年ぶりに赤字となった。もっとも5月以降は内外金利差の縮小等から長期資本収支の赤字は急速に小幅化してきている。

以上のように、昨年春以降対外収支の不均衡は一貫して是正に向ったが、秋口までは経常収支の黒字がなお大幅であったうえ、米国の各種政策措置にもかかわらずドルの信認が回復するに至らなかったため、円の対米ドル相場は一昨春秋以来の上昇基調を続け、昨年10月末には176.05円(52年9月末比50.2%の円高)の高値を記録した。しかしながら11月初に米国がドル防衛・引締め強化措置を発表したのを契機に米ドル相場は持直しを示し、つれて円も円安方向に反転した。その後上記のようなわが国の対外収支均衡化の動きが一層明らかとなり、またOPECの原油値上げ、イランの政情不安などを契機にわが国経済が資源面で脆弱であるとの見方が台頭したこともあって為替の円安傾向は一段と強まった。

こうした状況下、日本銀行は為替市場の需給実勢を尊重するという基本方針にたちつつ、行過ぎた円安に対しては適時市場介入を実施した。

なお、上記のような53年から本年初にかけての国際収支の不均衡是正は、ひとりわが国に限られたものではなく、米国では経常収支赤字が漸次縮小し、西欧でもかつて

赤字に悩んだフランス、英国、イタリアが経常収支の黒字を記録するなど、多年にわたる懸案であった国際収支調整の課題はひとまず解決に向ったとみることができよう。もっとも本年初からの波動的な原油値上げの影響はこうした国際間の収支調整問題に再び新たな課題を投げかけている。

(卸売物価は11月に反騰、その後騰勢を加速)

卸売物価は一昨年央以降の沈静基調が昨年10月まで続き、53年平均では前年比-2.5%と20年ぶりの大幅な低下となった。これは52年秋以降の円高の急進展に伴い輸出入品価格が大幅に低下したことに加え、国内品価格も需給になお裕りが残る状況のもとで、輸入原材料コストの低下効果が浸透したことから、落着き基調を続けたことによるものである。こうした輸入原材料コストの低下に加え、減量経営努力等を映じて企業の固定費負担も軽減されたため石油危機以降のひとつの特徴であった素材産業を中心とする製品価格とコストの間のゆがみはかなりの程度是正された。一方消費者物価も、卸売物価沈静の波及に加え、ベア率の低下、電力・ガス料金の円高差益還元などを背景に、53年に入って一段と落着き基調を強め、年平均では前年比+3.8%と35年以来18年ぶりの低い伸びにとどまった。

しかしながら、卸売物価は昨年11月に反騰に転じ、その後最近にかけて騰勢を大きく強めてきている。こうした物価上昇の直接の引き金は、それまで為替の円高によって打消されていた海外原料品市況上昇の影

響が11月以降の円安によって逆に増幅されて物価面に影響をおよぼし始めたことであった。特に本年初以降3次にわたるOPEC諸国の原油値上げは48年石油危機以来の大幅なものであり、これによって物価情勢は急速に厳しさを増している。最近の海外原料品市況高には、まず需要面で先進工業国の景気回復やインフレの進行、また供給面ではイランの政情不安と絡んだ原油供給の不安定化や木材についての資源保護の観点からの輸出制限といった要因が指摘され、こうした需給両面の事情からすると原料品市況の先行きについて楽観することは許されないといえよう。

こうした海外コストの上昇は、国内需給の改善が一段と進むなかで、しだいに国内製品価格に転嫁されつつあり、最近では、国内品基礎資材の価格上昇が二次製品や最終製品の価格にまで漸次波及してきている。これまでのところ、こうした物価上昇の動きが仮需の台頭などを通じて広範な分野で増幅されるといった事態には至っていないが、それでも卸売物価は石油関連品を中心に4月以降6月までならしてみれば前月比+1.5%前後の高騰を続けている。わが国のエネルギー源の大宗を占める原油の大幅値上りは広範な分野にコスト上昇をもたらす筋合にあり、先行きこうしたコスト波及の輪が国内需給との絡みでどのように拡がっていくか警戒を要するところと思われる。この間消費者物価はなお目立った上昇率を示すに至っていないが、卸売物価

の上昇がしだいに消費財段階におよんできているだけに、しだいにその影響を受けていくことが懸念される。

原油を中心とする国際原料品市況の高騰は、工業国や発展途上国を中心に物価問題を深刻化させており、先進諸国の例でみても、もともとインフレが進行していた米国等だけでなく、わが国同様昨年まで落ち着いた推移を続けてきた西ドイツ、スイスでも更年後の物価上昇率は急速な高まりをみせている。こうした状況下、本年に入ってから主要国の政策姿勢は一様にインフレ抑制を最優先の課題として取上げている。

## 2. 金融面の動向と今後の課題

### (1) 金融面の特徴的な動き

#### (金融緩和の企業金融面への浸透)

以上にみてきたような実体経済面の動きを背景として、53年中を通じ金融緩和と政策が維持され、景気の着実な回復を下支えした。政策面の推移をみると、まず、昨年3月には公定歩合が4.25%から3.5%へ0.75%引下げられ、その水準は終戦直後の混乱期を除き戦後最低となった。また、金融市場の調節や金融機関に対する窓口指導に際しても年間を通じて緩和基調の維持が図られた。短期金融市場においては、コール・レート、手形売買レート等の市場金利が昨年3月の公定歩合引下げを契機に一段と低下し、季節的な資金余剰期である秋には戦後最低の水準となった。

このような金融緩和と政策の展開は企業金

融への浸透を通じて国内需要の増加を刺激し、年来の課題であった内需中心の景気回復を達成するのに大きく寄与した。53年中の企業金融の推移をみると、在庫調整が進捗し卸売物価が低下するなかで、企業収益の大幅改善を映じて自己資金による調達も増大したため、企業の資金需要は秋口にかけて沈静基調を強めた。これに加えて金融機関の貸出態度積極化に伴う借入アベイラビリティの高まりもみられたため、企業の資金繰り緩和感是一段と強まりをみせた。この間、長らく業況が低迷していた素材産業においても、円高による原材料コスト低下等を背景に収益改善を通じる資金繰り好転が顕著となるなど、企業金融面における産業間の跛行性はかなりの程度薄れた。また貸出約定平均金利もこうした企業需資の沈静化、金融機関の貸出態度積極化等を映じ53年を通じ低下傾向を続け、昨年末の全国銀行の水準は5.945%と統計開始(26年3月)以来初めて6%台を割り込んだ。

こうした状況下、企業倒産も53年春以降逐期顕著な減少傾向を示し、年間累計では、件数、負債金額とも久し振りに前年水準を下回った。

以上のような企業金融の動向は、資金循環の面にも投影されている。ここ数年来の特徴であった法人企業部門の資金不足縮小傾向は53年前半まで持続し、4～6月期には法人企業部門が統計作成開始以来初めて資金余剰を示すに至った。もっとも年後半

には、企業投資の回復傾向がしだいに明確となるにつれて法人企業部門の資金不足は再び拡大に向い始めている。この間、法人企業部門の資金調達・運用の動向についてみると、まず調達面では年前半の大幅減少のあと、後半には反転してかなりの増加となった。年後半の増加は大企業非製造業や中小企業を中心とする実物投資の回復を映じて企業の資金不足が拡大したことが主因である。他方、資金運用面では53年中企業の金融資産が大幅に増加したが、こうした傾向は年後半資金不足幅が拡大するなかでも持続した。従来の回復局面では、資金不足が拡大に転じたあとしばらくは運用資産の取崩しがみられたのに対し、今回それが逆に運用資産の積増しとなっていることについては、貸出金利低下に伴う企業側の調達コストの低下に加え、資金利鞘の縮小を量でカバーしようとした金融機関の積極的な融資態度によるところが大きいとみられる。この間の運用資産の内容としては、企業の金融収支重視の姿勢を反映して相対的に利回りの有利な信託、債券への運用著増が目立った。更年後も手許現預金水準がさほど高くない割に企業の資金繰り緩和感は引続き根強いが、その背景として以上のような有価証券等の保有増加や借入アベイラビリティの高さが重要な役割を演じているとみられる。

#### (拡がる国債大量発行の影響)

企業金融に対する緩和の浸透と並んで、金融面でみられたもう一つの特徴は、国債

の大量発行が金融の各面におよぼした影響である。内需拡大のてことして積極的な財政運営が図られた結果、53年度の国債(中長期債)発行規模は11.3兆円と前年を2割方上回り、これに伴って金融面への影響も拡大した。

国債発行の金融効果としては、まず直接マネーサプライに増加圧力が加わったことがあげられる。年中のマネーサプライの動きをみると、その伸び率( $M_2$ 平残の前年比)は52年10～12月期の10.7%を底に上昇に転じ、夏場に12%台に達したあとはほぼ横ばいの推移を示した。こうしたマネーサプライの増大を供給面からみると、国債大量発行に伴う金融機関の対政府信用増加による寄与度が52年10～12月期の2%程度から昨年10～12月期には5%近くへと大幅に高まっている。

国債の大量発行が金融機関の経営におよぼした影響も重要である。資金需要の停滞と国債引受の増加に伴って金融機関の総資産中に占める有価証券の比率が大幅に上昇したが、このことは金融機関に対し収益、ポジション管理上、さまざまな新しい問題を投げかけることとなり、それがまた国債市場にも影響を与えた。

また国債の大量発行は、その大口引受手である金融機関の業態間における資金ポジション面での格差を一層拡げており、その結果、金融機関の資金調整の場である短期金融市場の取引規模は53年中急速な拡大をみた。さらに債券市場では、多額の国債増

発による需給不均衡感の強まりを背景として、昨年央以降国債を中心に市況の軟化傾向がみられ、特に本年に入ってから金利先高感の台頭もあって、全般的な値崩れ現象が生じた。もっとも6月下旬以降は、財政当局による市場対策等の影響もあって相場はやや持直している。

## (2) 金融政策の転換と今後の課題

### (金融政策の機動的な運営)

以上みてきたような金融情勢の推移の中で、金融政策の運営は53年を通じ景気回復の支援に重点が置かれてきたが、本年に入り経済の拡大傾向が確実になる一方、卸売物価が騰勢に転じたため、その運営に当たってはとりわけ物価動向への配慮が強められてきている。

物価情勢のこうした変化の中での金融政策の役割についてここで若干の検討を加えてみよう。すでに述べた通り53年の経済にあっては、消費者物価の着き目が名目賃金の抑制など新たな物価安定の条件を生み出すとともに、実質購買力の向上を通じて政策的な需要効果や実質個人消費支出を高め、あるいはコスト低下による企業収益改善を通じ企業投資の回復を促すなど、自律的な景気上昇の条件を整えるうえで大きな役割を果たした。最近までの物価上昇は、そのテンポが激しいとはいえ、こうした過程を通じて形成されてきた景気上昇の底固さをゆるがすには至っていないが、本年度の後半以降は景気回復におよぼす物価上昇のマイナス効果がしだいに顕現してくる事態



を予想しておかねばなるまい。先行き卸売物価上昇が消費者物価段階への波及の度を強めていくことを考えると、来春にかけて賃上げ圧力が高まってくることは予想に難くないところであり、コストインフレ傾向の強まりとともに、わが国経済が欧米の多くの国々でみられるようにスタグフレーションの色彩を濃くしていく危険は決して少なくないといわねばならない。ことに石油供給について量的制約が増してくるといった事態ともなれば、企業や消費者の間に売惜しみや買溜めの動きが拡がり、これを通じて物価上昇が増幅されるおそれがそれだけ強まってくることとなる。

このような状況を展望すると、経済政策に課せられた当面の課題は、原油値上げ等による海外コスト上昇の波及を、エネルギー消費の節約等によって最小限にとどめるとともに、金融財政政策による適切な調整を通じて、企業、家計の間にインフレ心理が拡がるのを未然に防止し、物価上昇を極力抑制することに置かれるべきであると思われる。

こうした観点から、更年後の金融政策の運営姿勢を跡づけてみよう。まず本年1～3月の窓口指導に際しては、従来通り金融機関の自主性を尊重しつつも資金需要の実勢からかけ離れた貸出計画をもつ先に対しては自粛を求めたが、これも物価動向に対する配慮の一つの現れであった。しかしながら、その後も物価の騰勢が目立ち、また金融面でも金融機関の積極的な貸出態度な

どから流動性は全体として過剰気味と判断されるに至ったため、3月下旬、日本銀行は従来の緩和姿勢から警戒的中立姿勢に改めることを表明するとともに、4～6月の窓口指導を強化した。

その後需給の引締まりを背景に卸売物価の騰勢が一段と強まり、4月の上昇幅は2、3月(各+0.9%)を大幅に上回ることが確実とみられるに至った。このような事態にかんがみ、日本銀行は4月17日、インフレを未然に防止して息の長い景気上昇を図る趣旨から公定歩合を0.75%引上げ(引上げ後4.25%)、予防的引締め態勢に転換した。公定歩合の引上げは昭和48年12月以来のことであった。なお、本措置の決定に際しては、内外金利差の縮小を通じて為替相場に安定的な効果を及ぼすことも併せて期待された。その後日本銀行は、7～9月の窓口指導を一層強化し、情勢の推移を慎重に見守ってきたが、景気は国内民需を中心に堅調を続ける一方、石油情勢の一段の悪化もあって、物価動向は先行き一層警戒を要する状況となってきたため、物価上昇を極力抑制する趣旨から7月24日公定歩合を1%引上げ5.25%とした。最近の卸売物価上昇の最も大きな要因は石油の値上げであるが、物価基調の安定を取戻すためにはそれが国内で増幅、波及するのを最小限度に抑制することがぜひとも必要である。特に消費者物価への波及を極力くい止めようとするれば、物価の上昇が卸売物価にとどまっている段階において早め早めの対策を

打出すことが肝要であろう。7月の日本銀行の措置はそうした判断に立つものであった。

#### (国債の発行、流通についての適切な管理)

こうした当面の政策運営を適切に行うためにも、またやや長い目で、政策効果の一層浸透しやすい環境を整備するという観点からも、金融・財政政策はいくつかの重要な課題を抱えている。その第一は、物価上昇抑制のため財政政策と金融政策の運営に際して密接な連繋を保ち、公共・民間両部門に資金の適切な配分を図ることである。国債の発行、流通についての適切な管理は、この意味からも急務であるといえよう。先にみたように国債の大量発行を背景として、国債消化の難航や、マネーサプライ押上げ圧力の強まりなど様々な問題が生じてきている。こうした問題に対処するには、まず国債の発行に際してあくまで市場の実勢を尊重するという原則を確立することが必要であり、そのためにはすでに53年中かなりの程度進められてきた発行条件の弾力化や満期期間の多様化等をさらに一層推進していくべきであろう。さらに現在生じている国債をめぐる様々な問題は結局のところ発行総量が多過ぎることによる面が大きいことにかんがみれば、租税の自然増収が生じた場合はそれに見合って国債発行額を減額することが肝要と思われる。こうした国債管理の基本については本年5月政府の方針表明がなされており、今後ともその方針に即して具体化が進められることが

期待される。なお、石油問題の帰趨や景気・物価の動向次第では、歳出規模についても必要に応じ見直しを行うことが検討されるべきであろう。

#### (金利自由化、弾力化の推進)

これとならんで望まれることは、金利の自由化、弾力化を一段と推進することである。国債の大量発行、それに伴う資金循環構造の変化、さらには国民のニーズ多様化など新たな金融環境の下で資金配分の適正化を図り、金融政策の有効性を一段と高めるためには、金利機能の一層の活用が不可欠の前提である。こうした観点から、日本銀行は昨年1月債券オペレーションについて入札方式の導入を決定したのを始め、短期金融市場金利の弾力化・自由化についても、市場関係者とともにその実現に努力した。すなわち、6月にはコール・手形売買レート of 建値弾力化が図られ、さらに10月から11月にかけては自由レートによる7日物コールや1ヵ月手形の取引が発足した。これに続き本年4月にはコールレートの建値制がすべて廃止されるなど、短期金融市場の金利自由化は大きな進展をみた。また財政当局においても、資金運用部による国債の対市中売買については昨年1月以降、また中期利付債の発行についても6月以降、それぞれ入札方式によりこれを行うこととなった。さらに本年5月に金利自由のCD(譲渡性預金)が導入されたこともこうした趣旨に沿うものであったが、今後ともこうした金利自由化の努力を続けていくこ

とが必要であろう。

ことに現在のような物価情勢の急速な変化に適切に対処していくためには、金融政策効果の速やかな浸透を図ることがぜひとも必要であり、そうした見地からすれば短期金融市場から長期資本市場に至るまで、個々の市場における金利の変動が裁定の動きを通じて相互に影響し合うようなわく組みを整備していくことが望ましい。

そうした方向への重要な布石として政府

短期証券市場の育成・整備を前向きに検討することも今後における一つの課題であろう。

以上のような課題の達成を図りつつ、金融政策は厳しさを増す物価情勢に対処していくこととなるが、状況の変化が激しい折だけに、その実施にあたっては、金融、実体両面に関する総合的な判断に立脚しつつ、当面する事態への適切かつ機動的な対応を図っていくことが肝要である。