

# 昭和57年の金融および経済の動向

## 〔目 次〕

- |                      |                       |
|----------------------|-----------------------|
| 1. 概 況               | 3. 金融面の動向             |
| 2. 実体経済の動向           | (1) 短期金融市場の動向と金融調節    |
| (1) 景気の動向            | (2) 金融機関の融資態度とポジション動向 |
| (2) 国際収支と為替相場        | (3) 債券市場の動向           |
| (3) 原油価格低下のもとでの今後の展望 | (4) マネーサプライの動向        |

## 1. 概 況

### (景気の動向)

57年のわが国経済は、第2次石油危機後の再調整の過程にあった。顧みると、日本経済は、第2次石油危機の発生とこれに対応した総需要抑制策の効果から、55年度初以降調整局面に入ったのち、56年央頃にはおおむね調整を終え、物価安定の回復を軸として緩やかな自律回復を展望しうる状況にあった。そうしたところへ、56年秋以降、それまで景気を支えてきた輸出が減少に転じ、それに触発されるかたちで再び在庫調整局面に入った。在庫再調整の動きは、輸出急減の影響を最も強く受けた加工業種から始まったが、輸出不振が予想以上に深刻かつ長期化するにつれて、素材業種にも波及し、生産調整は次第に広範かつ大幅なものになっていった。厳しい減産が続いた結果、57年末にかけて在庫圧力はかなり減衰したが、他方で、生産活動停滞長期化の影響が、企業収益の下振れや、雇用、賃金の伸び悩みを通じてそれまで景気を下支えてきた大企業設備投資や個人消費に波及するなど国内民間最終需要面にいわば内生的な調整圧力が生じたことから、景気は年末にかけてむしろ停滞色を強めた。

このように、景気は、57年中も停滞基調を脱するに至らず、実質GNP成長率は、54年5.2%、55年4.8%、56年3.8%のあと、57年は3.0%とむしろ一層低下した。こうしたなかで企業収益、雇用もジリジリ悪化したが、企業、家計のマインドが極端に萎縮して景気が累積的に下降する事態は引続き回避し得た。これには、金融緩和基調が維持されるなかで物価安定の景気下支え効果が働いたことに加えて、何と云っても企業収益が、第1次石油危機以降の合理化努力(原単位向

上、省エネルギー・省力化等)や新製品開発努力の効果顕現、さらには労働分配率の安定等を背景に、円安進行にもかかわらずなおそこそこの水準を維持し得たことが大きく寄与している。いわば企業の低成長耐久力の強まりが景気底割れを防止するうえで大きな役割を果たした。

#### (日本経済をとりまく構造的諸問題)

57年中の景気停滞持続は、単なる景気循環の一局面としてとらえるのではなく、日本経済が直面している内外の構造的な制約条件との関連でとらえる必要がある。まず海外面からみると、先進工業国、発展途上国ともに不況の一層の長期化を余儀なくされ、OECD加盟諸国(除く日本)の実質成長率は56年+1.2%(55年+0.7%)のあと、57年は-0.9%とマイナス成長を余儀なくされた。欧米主要国では、近年、経済のスタグフレーション体質の強まり、財政赤字の拡大、産業構造の転換の遅れ、等の構造的な成長制約要因が強まっていたが、第2次石油危機後の調整を機に、各国がこうした積年の病弊に対し、財政・金融両面からの厳しい引締め政策を支柱に本腰を入れた対応を図った。その意味で現在の世界景気の長期停滞は、長い目でみて避けて通れない調整過程として位置づけられるが、こうした各国の調整努力はわが国経済にも様々なかたちで影響を及ぼした。上記の輸出減少はその具体的なあらわれであるが、さらに米国高金利の影響するところが大きかった。米国金利は57年夏場以降ようやく低下局面に入ったとはいえ、その水準はなお高く、これが世界経済全体にとって大きな桎梏となっているほか、後述のようにわが国金融政策運営に大きな制約を課している。また、高金利の持続と先進国景気の停滞による途上国累積債務問題の表面化や、雇用問題の深刻化、産業構造の転換の遅れを背景とした保護貿易気運の高まりも日本経済の足どりに大きな影響を与えている。輸出の急減を引き金とする57年中のわが国景気の停滞は、こうした世界経済の構造調整進行の反映という面が色濃く、わが国経済が海外経済といかに深くかかわりあっているかを改めて認識させるものであった。

次に、わが国経済に内在する制約条件に目を転ずると、第1に、2度にわたる石油価格高騰に対応して経済の構造調整を進めている過程にあるのはわが国も例外ではない。既述のように、第2次石油危機後の調整が56年央頃までにほぼ一巡したといっても、それは石油価格の急騰に伴い避けられない国内物価の上昇、これを通じる実質所得の引下げを、所謂ホームメイドインフレーションに転化することなくいかに円滑に吸収するかという課題を一応克服したことを意味するもの

であった。いうまでもなく、石油危機に伴う相対価格の激変は、産業構造や需要構成、成長パターン等の面における時間をかけた構造調整を迫るものであり、57年経済もこうした構造調整の過程のなかにあった。

第2に、財政再建問題も、引続き成長制約条件として作用している。財政再建が、中長期的にわが国経済の健全な発展を確保するため、避けて通れない課題であることは明らかである。現在の財政赤字の相当部分は経済成長の減速に対する財政構造の対応の遅れに基づくいわば構造的赤字であり、再建のためには歳出カットをはじめとした歳出入構造の抜本的な見直しが不可欠であることを考えると、財政再建へ向けての努力が少なくとも短期的には何がしかのデフレインパクトを伴わざるを得ないことも事実である。57年経済を振り返ってみても、公共事業関係費の抑制、減税見送りによる家計の実質税負担増、公務員ベ・ア凍結などが経済にデフレ圧力を及ぼした事実は否めない。

#### (円安とその影響)

57年中のわが国経済に大きな影響を及ぼしたのは円安の進行であった。円の対米ドル相場は、57年初から春先の一時期を除いてほぼ一貫して円安傾向をたどり、11月初の円安ボトム時には278円と、年初の220円に比べ20%を超える大幅な円安を記録した。その後年末にかけて円安はかなり修正され、58年初には一時220円台を回復したが、以後再び230～240円の水準で推移した。57年初来の円安は、わが国の物価、経常収支等、所謂経済のファンダメンタルズが国際的にみて良好なパフォーマンスを示したにもかかわらず、米国高金利や国際金融・政治情勢の不安定な動きを背景に米ドルに対する選好が世界的に高まり、世界の主要通貨に対しておおむね米ドル独歩高が続いたことを背景としている点に特徴があった。円安のマクロ経済への影響は、交易条件と輸出入数量への効果を通じてあらわれるが、国内物価、企業収益、景気への具体的なあらわれ方は、そのときどきの国内および海外の景気情勢等に左右される。57年の場合には、わが国全体としての交易条件は、5.3%の悪化(57年10～12月の前年比)と明らかに円安の影響がうかがわれる。ただ、円安の度合い(同13.5%の円安)に比べれば交易条件の悪化は小幅にとどまった。これは国際原燃料品市況の低迷により円安効果が一部相殺されたためである。このことは、見方を変えれば、1次産品市況軟化によってわが国の得べかりし交易条件改善効果が円安により失われたことを意味するものであった。こうした交易条件悪化にもかかわらず、物価は通年落着いた動きをたどった。これは、いうまでもなく、輸入原材料依存度が高い素材型産業を中心に、

円安による大幅なコストアップを国内の需給引緩みから製品価格に転嫁できず収益悪化のかたちで吸収したことの裏返しであり、交易条件悪化は、こうした企業収益の悪化を通じて経済全体にデフレインパクトを及ぼした。また、円安の輸出入数量面への影響をみると、もともと輸入については、価格効果が微弱であるうえに、輸出も57年の場合、海外需要低迷や保護貿易的な動きの強まりに伴い、円安による数量拡大効果もほとんど働かず、この面から交易条件悪化のマイナスの影響が緩和される度合いは小さかった。また既述のように、世界的に保護貿易の動きが高まり、特にわが国と欧米主要国との間で貿易収支の不均衡が目立ち摩擦現象が強まっている状況下にあるだけに、円安の進行は、海外から輸出拡大を図るためこれを誘導もしくは放置しているとの誤解に基づく批判を強め、わが国との貿易摩擦を一層強める危険性を孕むものであった。

#### (内外制約が強まる下での金融政策運営)

国内景気の停滞が続くなかで、日本銀行は引続き金融緩和基調を維持する方向で金融政策運営に当たった。まず、マネーサプライ( $M_2 + CD$ 、平残前年比)の動きをみると、年間を通じて増勢鈍化の方向をたどっており、年初の2桁台の伸びから58年1～3月には+7.6%の伸びとなった。これは、経済活動の停滞や物価の落着きを背景に通貨に対する取引需要が低迷したほか、預金から他の金融資産へのシフトがみられたためであるが、鈍化したとはいえこの伸びは引続き名目GNP成長率を上回っており、景気回復を支えるのに十分な通貨供給がなされていたと判断される。

このように金融は量的には引続き緩和しているものの、金利は長期金利を中心に高どまり傾向を示した。これは、金融政策運営に対する内外からの制約が、これまでになく顕在化したことと関連している。第1の制約は、いうまでもなく米国高金利とその影響の下での円安の進行である。日本銀行は、これに対処するため、必要に応じて平衡介入を実施するとともに、大幅な内外金利差が円安の有力な要因との認識の下に、季節的な資金余剰期を控え金利先安観が広範化した57年3月央、内外金利差の拡大予想を通ずる円安の加速を防ぐ趣旨で短期金融市場においてきつ目の調節を行い短期市場金利の「高目誘導」を実施した。日本銀行の「高目誘導」の方針、またその結果としての短期市場金利の上昇が、為替相場に及ぼした効果を定量的に把握することは容易ではないが、少なくとも行過ぎた金利先安観の払拭による内外金利差拡大の防止や、市場参加者の為替相場観への影響を通じ、相応の効果を持ったものと考えられる。また海外における円安誘導ない

しは放置といういわれなき批判を和らげるうえでも効果があったと考えている。55年12月の原則自由の改正外為法施行を契機に内外金融の一体化が促進され、金融政策は海外の金利水準や為替相場の動向にこれまで以上に大きく影響されるようになったが、57年における景気停滞持続下の円安の経験は、対内均衡(国内景気支持)と対外均衡(円安防止)との間のディレンマというかたちで、こうした金融政策運営上の制約をこれまでになく鮮明に浮彫りにした。景気への配慮から貸出金利等国内金利全般への影響を極力回避しつつ、為替相場への効果をねらった「高目誘導」は、そうした厳しい状況の下での金融政策の対応を具体的に示すものであった。

第2の制約は、国債大量発行下での国内長期金利の高どまり圧力である。57年中、国債流通利回りは総じて高水準で推移したが、5月後半における急騰の契機をなしたのは、56～57年度財政における巨額の税収不足の表面化と、これに伴い、それまで政府が目標としてきた「59年度赤字国債依存脱却」の行詰まりが明らかとなったことである。こうした状況下、現実には国債が大量に発行されるという事実と、今後も当分の間こうした大量発行が続かざるを得まいとの予想が円安の影響と相まって、国債流通利回りを高どまらせることとなった。そしてこれが他の長期金利にも波及し、長期金利全般の高どまり現象を招来した。このことは、国内景気への配慮からすれば金利引下げが望ましい局面にあっても、これが制約されることがあり得るという意味で国内面からの金融政策の制約条件をなしている。

現実問題としては、今後、財政再建に相当の期間を要せざるを得ず、したがって、当分の間借換債を含め国債の大量発行が続くことは避け難いと考えられるが、最近の国債流通利回りの高どまりが、大量発行それ自体もさることながら、将来についての不透明性にかかわるところが大きいとみられることにかんがみ、財政再建の現実的なプログラムを可能な限り速やかに明示することによりこうした不透明感を少しでも減殺する努力が強く期待される。

こうした内外条件に制約された金利高どまりの下でも、量的な金融緩和の浸透や物価安定効果ならびに企業収益基盤の底固さに支えられて、景気底割れの事態は回避し得て来た。しかし、こうした金利高どまり現象が、景気回復への何がしかの制約となっていることは否めない。この意味でそのときどきの国内均衡上の要請に応じた金利政策の機動性を確保するためにも国債減額に向けて粘り強い努力が続けられることが望まれる。

### （金融政策と金利機能の活用）

このように、金融政策の機動的な運営に対する内外の制約が強まっているが、他方、マネーサプライの適切な管理を確保するうえで極めて重要な役割を果たす金利機能の作用する環境は一層整いつつある。すでに、ここ数年の短期金融市場における自由化の推進や、内外資金交流の活発化等を背景に、インターバンク市場とオープン市場、国内市場と海外市場、債券市場と短期金融市場との間での金利裁定の円滑化が進み、自由金利市場は漸次拡大しつつあったが、最近の1年間においても、日本銀行保有政府短期証券(TB)の機動的売却の拡大、CD発行枠拡大の決定等を通じて自由金利市場は引続き拡大した。今後、こうした方向での一層の拡充が望まれるところである。反面、57年中の経験は自由化が進む過程の難しさを知らしめるものであったこともまた事実である。例えば、一連の長期金利が国債の発行条件に連動するかたちで決定されるこれまでのルールに無理が生じつつあるものの、ルールの根本的見直しがなかなか容易ではないことなどにこれがかがわれる。また、預金と他の高利回り資産との間の資金シフトが資金の流れにかなりの影響を与えたように、今後、自由化がさらに進めば、自由金利資産と規制金利資産の併存の持つ矛盾が拡大することも予想される。このような自由化進展に伴う混乱の可能性については十分な配慮が払われる必要があることは当然であるが、基本的には、内外金融の一体化、期近債市場の拡大、企業や家計の金利選好等を背景に自由化の潮流は今後も進展するものと考えらるべきであろう。日本銀行としては、金融機関の健全性、信用秩序の維持等の面に十分配慮しつつ、金融政策の有効性を高めるため金利が十分な調整機能を発揮しうるような金融市場の整備に引続き努めていく意向である。

### （現状と展望）

わが国の景気は依然停滞基調を脱していない。しかし、海外環境に目を転ずると、米国景気の底入れが確認されたほか、欧州でも西独を中心に景気の底がみえる状況となり、長期にわたって同時停滞を続けてきた世界景気によりやく回復の展望がうかがえるに至っている。また、原油価格低下の実現に加え、円相場も57年11月までの極端な円安は是正されつつあることなどから今後交易条件の改善を期待しうる環境となった。57年のわが国経済の再調整が、海外要因に端を発したものであることを考えると、外部環境好転の意味するところは大きく、これを支えに景気が緩やかな回復に向うことが期待される。ただ景気回復への道は必ずしも平坦なものではなく、特に次の諸点に留意する必要がある。

第1に米国にリードされた海外景気の回復は、長期にわたる景気停滞や雇用の悪化を代償に進展をみたインフレ克服という成果をベースにしているだけに、ある程度の持続性を期待しうると考えてよいように思われるが、反面、すでにみたような構造問題を依然抱えていることを勘案すれば急ピッチの回復は見込み難いと考えられることである。第2に、緩慢な景気回復の下では、欧米諸国の雇用問題の目立った改善は期待し難く、したがって貿易摩擦の火種は引続き残るとみておく必要があることである。こうした状況下ではわが国にとって、かつての回復期のような輸出急増は勿論、モデレートな輸出増加であっても、例えばそれが円安下の経常収支黒字急増と結びつくような場合、海外からの反発を強める可能性がある点を念頭に置く必要がある。第3に、原油価格低下は、長期的にみて交易条件の改善を通じて実質購買力増大効果を持ち景気を押し上げることは間違いはないが、その効果は為替相場が安定してはじめて享受しうるものであることはいうまでもない。原油価格低下のわが国経済にとってのプラス効果を国内経済全般に均霑させていくためにも、また、対外摩擦の増幅を回避する見地からも円高方向での円相場の安定が極めて重要であり、それがまた、金利政策運営の自由度を拓ける途である。

## 2. 実体経済の動向

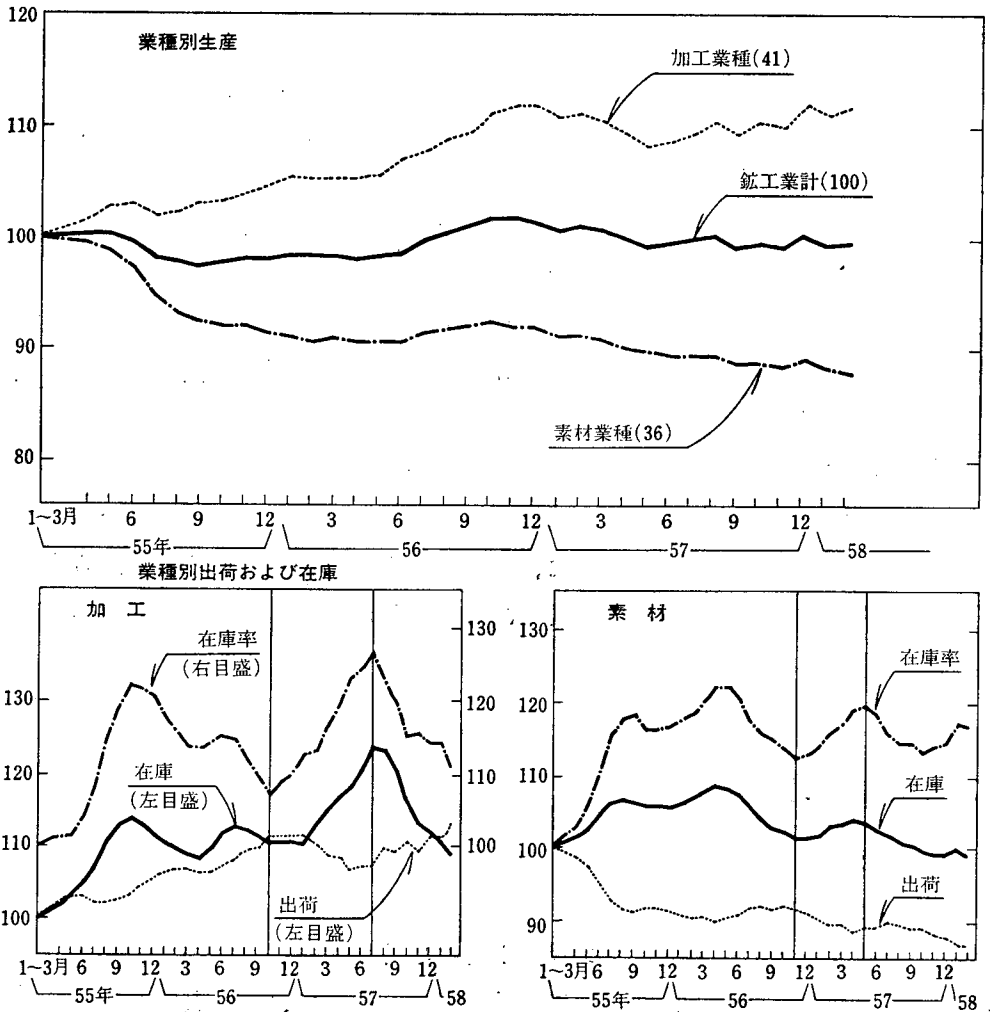
### (1) 景気の動向

#### (長びいた再調整過程)

第2次石油危機の短期的なインパクトを逸早く克服し、自律回復を展望できる状況にあった日本経済は、56年秋以降輸出減少を通じて、いわば、第2次石油危機の後遺症が海外から輸入されるかたちで再調整に入ることを余儀なくされたが、海外景気後退が予想外に長期化かつ広範化するなかで、やがて国内における再調整が個人消費や大企業設備投資にも波及するに至ったことから、調整は長期化し、更年後にまで及ぶこととなった。すなわち、56年末以降、輸出減少の影響を強く受けた電機、二輪自動車、工作機械等の加工業種で製品在庫が積み上がり、まず加工業種を中心に在庫・生産調整が始まった(第1図)。これが原材料手当ての減少を通じて素材業種の出荷減・在庫増を招来し、在庫調整は次第に素材業種をも巻き込むかたちで進行した。このため、鉱工業生産は57年央まで減勢傾向をたどり、夏場以降は一進一退の動きながら前年を下回る水準で推移した。この間

〔第1図〕

## 鉱工業生産・出荷・在庫の推移



(注) 1. 業種区分

加工…一般機械、電気機械、輸送機械、精密機械、金属製品

素材…鉄鋼、非鉄、化学、繊維、紙・パ、窯業・土石、石油・石炭

2. ( )内はウェイト

3. 季調済3か月移動平均、55/1～3月=100

の国内最終需要動向をみると、まず大企業の設備投資は、企業収益がそこそこの水準を維持したことに加え、物価鎮静傾向を背景に償却不足が逐次解消したこともあって、内部留保のストックが厚くなっていること、さらには引続き低成長への移行やエネルギー価格上昇への対応に迫られていること、などに支えられ、合理化・省力化、研究開発等の独立投資中心に堅調に推移した。また、個人消費も、



終始盛り上がりには欠けたものの、物価安定の定着を背景とした実質可処分所得の3年振りの増加や、家計の実質金融資産残高の蓄積進展等に基づく消費性向の上昇から底固い展開を示し、景気下支えの役割を果たした。他方、住宅投資は、年後半に至り住宅金融公庫融資分の着工増から伸び率をやや高めたものの、住宅着工戸数が57年中115万戸と4年連続減少となるなど引続き低調を脱し得ず、また、中小企業設備投資も製造業の業況が不振を続けるなかで依然停滞裡に推移した。さらに、57年秋口以降、生産活動停滞の影響が、企業収益の下振れや賃金、雇用の伸び鈍化を通じて国内民間最終需要に及んだ。特に、大企業設備投資の頭打ち傾向が明確となったほか、個人消費も伸び悩み傾向を強めた。加えて財政再建下での財政面からのデフレインパクトが、年後半には、公共投資の上期前倒し執行の反動減や、公務員ベ・ア凍結というかたちで強まった。このようにいわば内生的な調整圧力が働いたため、年末にかけて在庫調整圧力が減衰していったにもかかわらず、景気はむしろ停滞感を濃化させることとなった。

57年の景気展開を、実質G N P成長率の構成を通じて振り返ると(第1表)、成長率が+3.0%と前年(+3.8%)に比べ一段と低下するなかで、56年の成長を支え(第1表)

#### 実 質 G N P、生 産 の 推 移

(暦年計数は前年比、( )内寄与度)  
(四半期計数は季調済前期比、%)

	56年	57年	1～3月	4～6月	7～9月	10～12月
民間最終消費	0.5( 0.3)	4.2( 2.2)	1.0	2.3	0.4	1.5
民間住宅投資	- 2.6(-0.1)	- 1.0(-0.1)	- 1.5	0.9	0.6	7.4
民間設備投資	5.6( 0.9)	1.9( 0.3)	0.1	0.5	0.6	- 0.2
民間在庫投資	-22.4(-0.2)	-11.9(-0.1)	- 20.1	- 7.7	- 21.0	- 17.3
政府支出	4.9( 0.9)	2.0( 0.4)	- 0.4	3.4	2.4	- 3.5
うち固定資本形成	5.3( 0.5)	0.7( 0.1)	- 4.3	4.7	5.5	- 4.3
輸出等	15.9( 2.8)	3.3( 0.6)	1.5	- 0.6	2.6	- 3.2
輸入等	5.5(-0.8)	3.1(-0.4)	0.6	- 1.1	1.6	- 5.1
実 質 G N P	3.8( 3.8)	3.0( 3.0)	0.4 <年率 1.5>	1.9 <年率 8.0>	0.9 <年率 3.8>	0.4 <年率 1.8>
国内需要	1.9( 1.8)	2.9( 2.8)	0.2	2.0	0.7	0.4
うち国内民間需要	1.1( 0.9)	3.2( 2.4)	0.3	1.7	0.3	1.4
経常海外余剰	52.6( 2.1)	3.7( 0.2)	3.9	0.7	4.9	1.4
鉱工業生産	1.0	0.3	- 0.9	- 1.6	0.9	- 1.0

(注) 経済企画庁「国民所得統計速報」、通産省「通産統計」より作成。

た経常海外余剰の寄与度が大きく低下(56年 2.1%→57年 0.2%)する一方、国内民間需要の寄与度は大幅に上昇(同 0.9%→2.4%)している。これは海外環境悪化と財政制約の強まりの下、輸出、政府支出という外生需要が後退、かわって民間最終消費や大企業を中心とする設備投資がまずまずの伸びを示し景気を下支える役割を果たしてきたことを物語るものである。こうした国内民間需要が年間を通じてみればまず底固い展開をみせたのは、第2次石油危機後逸早く回復し得た物価安定の定着とその景気下支え効果によるところが大きく、57年秋口以降、内生的な調整メカニズムが作動を始め、景気停滞色が濃化するなかにあっても、これまでのところ、企業収益水準の大幅な悪化やドラスチックな雇用調整を通じて企業や家計のマインドが極端に萎縮し、経済全体が累積的に落込むといった所謂景気の底割れを回避し得ている基盤もここにあったと考えられる。

#### (物価鎮静基調持続)

景気停滞が続くなかで、卸売物価は、年間を通じて安定基調をたどり、57年度平均でみると +1.0%と第2次石油危機の影響が一巡した前年度(+1.3%)をさらに下回る低い上昇にとどまった。これは、石油製品を除く国内卸売物価が需給引緩みの下で着き基調を持続した一方、輸出入物価も、57年11月までの急テンポの円安が押し上げ要因として影響したものの、契約ベースでは、輸出入品とも世

(第2表)

### 物 価 の 推 移

#### 〔卸売物価〕

(前年<期>対比総合寄与度、( )内前年比、%)

	56年度平均前年比	57年度平均前年比	57/1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	58/1～3月
総 合	1.3	1.0	( 2.5) 0.4	( 1.7) 0.3	( 1.4) 1.0	( 1.6) -0.1	( -0.8) -1.9
国 内	0.2	0.2	-0.1	-0.1	0.3	0	-0.2
輸 出 入	1.1	0.8	0.5	0.4	0.7	-0.1	-1.7
為 替 要 因	0.5	1.8	0.5	0.8	1.1	0.3	-1.6
契 約 要 因	0.6	-1.0	0	-0.4	-0.4	-0.4	-0.1
〔参考〕為替相場(円/ドル) (前年<期>比 ▲印は円高 ▼印は円安)	227.70 〔▼ 4.8〕	249.70 〔▼ 9.7〕	233.56 〔▼ 3.9〕	244.38 〔▼ 4.6〕	258.92 〔▼ 5.9〕	259.73 〔▼ 0.3〕	235.76 〔▲ 9.2〕

#### 〔消費者物価(全国)〕

総 合	4.0	2.4	( 3.1) 0	( 2.5) 1.0	( 2.7) 0.5	( 2.3) 0.8	( 2.1) -0.3
-----	-----	-----	-------------	---------------	---------------	---------------	----------------

界的な需要不振や原油等国际原料品市況の軟化から下落した結果、小幅の上昇にとどまったことによるものである(第2表)。消費者物価も卸売物価の鎮静基調や57年度ベ・アの落着きを反映して、年度平均では+2.4%と23年振りの低い上昇率となった。

#### (企業収益の動向)

この間、企業

収益(日本銀行

「主要企業短期

経済観測」、製造

業)は、上記のよ

うな生産活動の

停滞を映じて悪

化傾向(売上高

経常利益率56年

度下期 3.84%→

57年度上期 3.43

%→57年度下期

<実績見込み>

3.37%)をたど

ったが、過去の

景気調整期に比

べればなお高い

水準を維持し得

ており、第1次

石油危機後の企

業収益の大幅悪

化(ボトムは50

年度上期0.76

%)とは際立っ

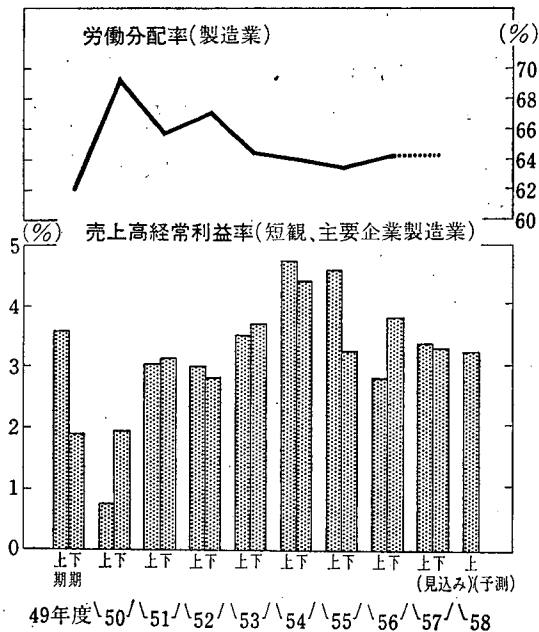
た対照をみせて

いる(第2図)。

こうした企業収

〔第2図〕

#### 企業収益の動向



(注) 労働分配率(製造業)の57年計数は国民所得速報ベースの労働分配率(雇用者所得/GNP、全産業)をもとに推計。

(短観、主要企業製造業)

	56年度 (実績)	57年度 (実績 見込み)	57/上期 (実績)	57/下期 (実績 見込み)	58/上期 (予測)
経常利益前期比(%)	- 9.5	1.0	- 14.1	0.4	- 2.6
うち素材業種(%)	- 46.7	14.7	- 39.3	19.8	- 19.2
加工業種(%)	14.6	- 3.5	- 1.4	- 5.7	3.7
経常利益水準(53/下=100)	125.7	126.9	126.6	127.1	123.8
売上高前期比(%)	6.7	1.8	- 2.5	3.0	- 1.5
売上高経常利益率(%)	3.37	3.40	3.43	3.37	3.33
うち素材業種(%)	1.59	1.90	1.76	2.03	1.69
加工業種(%)	4.95	4.70	4.87	4.53	4.65

益の相対的安定を支えたマクロの条件は、第2次石油危機後、物価上昇が原油価格上昇の波及に伴うやむを得ざる範囲にとどまり、インフレ期待が煽られずにすんだなかで、賃金の弾力的決定がなされ、原油価格上昇による交易条件の悪化の一方で労働分配率が安定的に推移したことにある。このようなマクロ的な基盤のうえにたって、各企業は各般にわたる減量経営努力を精力的に遂行したが、とりわけ、収益の安定が省力化、高付加価値製品開発投資等の設備投資を可能にし、その効果が原単位向上、労働生産性上昇を通じてさらに企業収益を安定させるという好循環をもたらした。

最近の企業収益の下振れが、国内最終需要に影響を及ぼしつつあり、景気停滞感の強まりをもたらしていることは事実であるが、成長率低下のもとで景気底割れを回避し得ているのはこうした企業収益の底固さによる面が大きい。在庫調整進捗に伴う減産圧力の緩和や原油価格低下というプラス要因をも考え合せると、企業収益がこの先一段と悪化する可能性は小さく、その意味で企業収益面での低成長耐久力は引続き期待しうるものと考えられよう。

#### (雇用情勢)

景気停滞が長期化するなかで、看過し難いのは雇用情勢の悪化である。完全失業率(57年1月2.25%→58年3月2.60%)、有効求人倍率(同0.66→0.61)等雇用関連指標はジリジリと悪化傾向をたどっており、今後も、現在見通される程度の景気展開の下では引続き厳しい状況が続くとみられる。これは、製造業において生産活動伸び悩みに伴う労働コスト圧力の強まりや低成長長期化に伴う中長期的需要見通しのシフトダウンなどにより労働力需要が鈍化し、雇用調整が進んでいることによるものであるが、同時に、やや長い目でみて、需給両面にわたる構造変化、すなわち、女子の労働力比率の高まり、若年層における自発的離職の増大(供給面)や、本採用にかわるパート等調整が容易な有期契約労働への依存度合いの上昇、OA化、FA化の進展(需要面)などの変化が失業率を趨勢的に高めている面も無視できない(第3表)。ただ、雇用調整のテンポは、既述の企業収益基盤の底固さや、これまでの減量経営努力の積み重ねの結果から、第1次石油危機後の時期に比べかなり緩やかである。

今後、景気が徐々に上向き、雇用情勢改善に資することが勿論望ましいが、さりとてそのみを通ずる雇用情勢の際立った改善を期待することは難しい。したがって、雇用問題を単なる循環的現象としてのみとらえるのではなく、日本経済の構造変化と密接に関連した構造問題としてとらえ、各種の構造対策(職業転換・

(第3表)

## 雇 用 関 連 指 標 の 動 き

(四半期計数は季調済)

	56年	57年	57/ 1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	58/ 1～3月
有効求人倍率(倍)	0.68	0.61	0.65	0.60	0.59	0.60	0.60
常用雇用 (前期比、( )内前年比%)	1.9	1.2	0.2 (1.2)	0.7 (1.3)	0.2 (1.3)	0.1 (1.2)	0.0 (1.0)
完全失業率(%)	2.2	2.3	2.26	2.36	2.39	2.43	2.68

## 失 業 率 水 準 上 昇 の 構 造 的 要 因

## (1) 自発的失業を除いた失業率

(各年3月、原計数、%)

	50年	51年	52年	53年	54年	55年	56年	57年
完全失業率(A)	2.2	2.4	2.4	2.6	2.5	2.2	2.5	2.6
うち自発的失業(B)	0.7	0.7	0.8	0.7	0.9	0.7	1.1	0.9
本来的失業(A-B)	1.5	1.7	1.6	1.9	1.6	1.5	1.4	1.7

- (注) 1. 自発的失業は①より良い条件の仕事を探す②家事・通学・健康上③結婚・出産・育児など自己の都合により離職して失業している者。  
 2. 本来的失業は①人員整理・会社倒産②事業不振・先行き不安③その他勤め先・事業の都合④定年など非自発的理由に基づき離職して失業している者、および学卒未就職者など離職者以外の新規失業者。

## (3) パートタイム入職比率

## ——全入職者に占める構成比

## (2) 男女別労働力比率

(％、％ポイント)

	57年平均	50→57年 変 化 幅
男女計	63.3	+ 0.3
男 子	79.5	- 1.9
女 子	48.0	+ 2.3

(％、％ポイント)

	57 年 * (見通し)	50→57年 変 化 幅
男女計	14.4	+ 5.8
男 子	4.3	+ 1.2
女 子	23.9	+ 9.7

\* 雇用動向調査の  
57/上と56/上の変  
化幅をもとに推計(注) 労働力比率 =  $\frac{\text{労働力人口}}{\text{15歳以上人口}} \times 100$ (注) パートタイム労働者は、1日の  
所定労働時間または1週間の所定  
労働日数とその事業所の一般労働  
者より短い者。

訓練対策の強化、職業紹介システムの効率化等)に腰を据えて取り組む視点が必要と考えられる。

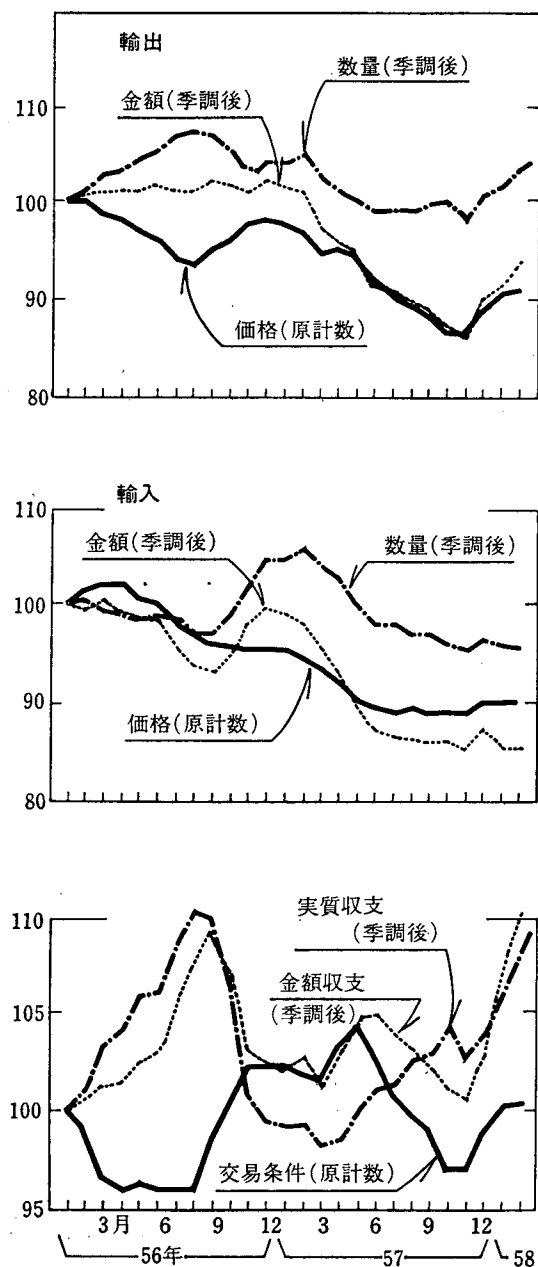
## (2) 国際収支と為替相場

## (輸出入の動向)

57年中の貿易収支は、輸出が1,377億ドル(前年比-8%)と29年振りの前年水準割れを記録したが、輸入も1,196億ドル(同-8%)と減少したため、181億ドルの

〔第3図〕

## 輸出入関連指標の推移



(注) 通関ベース、3ヵ月移動平均、56/1月=100

黒字(前年同200億ドル)となった。この間、貿易外、移転収支の赤字幅が縮小したため経常収支は69億ドルの黒字と黒字幅をやや拡大した(前年同48億ドル)(第3図)。

まず輸出は56年秋頃から減少傾向に転じ、57年2月以降は連続して前年を下回る低水準で推移した。これは、海外景気停滞による海外市場での販売不振と、それまでのいわば需要先喰いの積極輸出を反映して、自動車、弱電製品、工作機械、油井管、繊維等多くの品目で現地在庫が積み上がり、その調整を余儀なくされたためである。こうした輸出減少が、大幅な円安下で生じたことが57年中の大きな特徴であった。かつての円安時に比べ相対的に大きなドル建価格引下げ(円安調整値下げ)を実施したにもかかわらず(注1)、輸出数量が減少したことは、海外需要減退という所得要因の影響や輸出規制等により、結果的に円安の数量効果がほとんど効かなかったことを意味している(価格、数量別<通関ベース、前年比>にみると、価格が-6%、数量が-3%)。

なお、海外現地在庫は、わが国の

(注1) 輸出物価(円建)上昇率/円安率(円建輸出比率考慮後)

53/11月~55/4月 56/2~8月 57/1~10月

160.5%

95.6%

40.1%

船積み抑制が通年続けられたことから調整が進捗し、更年後は一部品目(油井管、工作機械、二輪自動車等)を除くと、この面からの輸出減少圧力はおおむね出尽くしたとみられる。加えて米国を中心とした海外景気回復の兆しや、イラン、中国向け輸出増加の動きもあって、輸出は全体として持直しの気配を示している。

一方、輸入も国内景気の停滞を背景に原燃料等の数量が伸び悩んだ(通関ベース、前年比0%)ほか、原油価格、一次産品市況の軟調による価格の低下(同、前年比-8%)もあって、大幅に減少した。

57年中の貿易を巡る動きのなかで目立ったのは、わが国の輸出が異例の減少を示し、貿易黒字もわずかながら前年を下回ったにもかかわらず、先進国市場における貿易摩擦現象がむしろ激化したことである。最近1年間をとってみても、対日輸入規制品目が拡大しており、現在わが国輸出総額の2割弱が何等かの規制の下におかれるに至っている(特に対米輸出については輸出額の4割強に相当する品目が規制の対象(注2))。こうした状況下わが国としても、国際調和の観点から、極力市場開放に努める等、通商政策面で所要の対応を図ると同時に、マクロ経済政策運営の面では、円高方向での為替相場の安定が望まれるところである。

#### (円相場の動向)

57年中の円の対米ドル相場は、4月央から5月上旬の一時的な反騰を除いてはほぼ一貫して円安傾向をたどり、11月1日の円安ボトム時には278円と年初(220円台)に比べ20%以上の円安を記録した(第4図)。このような円安は、これまで為替相場に大きな影響力を持つと考えられてきた物価動向や経常収支等、所謂経済のファンダメンタルズが相対的に良好な状態にあったにもかかわらず、内外金利差拡大を反映した長期資本の流出持続や、国際政治・金融情勢の緊張を背景とする米ドル選好の世界的な高まり、などによりもたらされたものであった。その後11月に入ってから、8月央頃から米国金利が低下傾向に転じたことを背景に、米

(注2) 対日輸入規制品目のウェイト(57年中)

	米国向け輸出 に占めるウェイト	わが国輸出総額 に占めるウェイト
乗 用 車	26.3%	9.3%
鉄 鋼	7.6	2.5
織 維	2.1	0.5
半 導 体	1.5	0.3
工 作 機 械	0.5	0.5
V T R	—	1.4
その他とも計	40.4	15.2

Figure 1 consists of two vertically aligned charts sharing a common x-axis representing time from 1954 to 1958.

The top chart, titled "円相場" (Yen/Dollar Exchange Rate), is a line graph. The y-axis is labeled "(円/ドル)" and ranges from 200 to 280 in increments of 10. The line shows fluctuations with several peaks and troughs. Key data points are labeled: 217 (mid-1954), 249 (late 1954), 238 (early 1955), 249 (mid-1955), 203 (late 1955), 239 (early 1956), 228 (mid-1956), 233 (late 1956), 214 (early 1957), 248 (mid-1957), 236 (late 1957), 277 (early 1958), and 235 (mid-1958).

The bottom chart, titled "経常収支" (Current Transactions) and "長期資本収支" (Long-term Capital Transactions), is a bar chart. The y-axis is labeled "(億ドル)" and ranges from 0 to 30 in increments of 10. The bars represent quarterly data. The "経常収支" bars are solid black, and the "長期資本収支" bars are hatched. The x-axis is labeled with years 54, 55, 56, 57, and 58, and specific months (3, 6, 9, 12) for each year.

- 国金利先安観がようやく台頭し、海外からの対日証券投資等の活発化から円安修正局面に入ったが、更年後は、米国金利が下げ渋りに転じるにつれ円安修正も一服状態となり、230～240円のレンジで推移している。

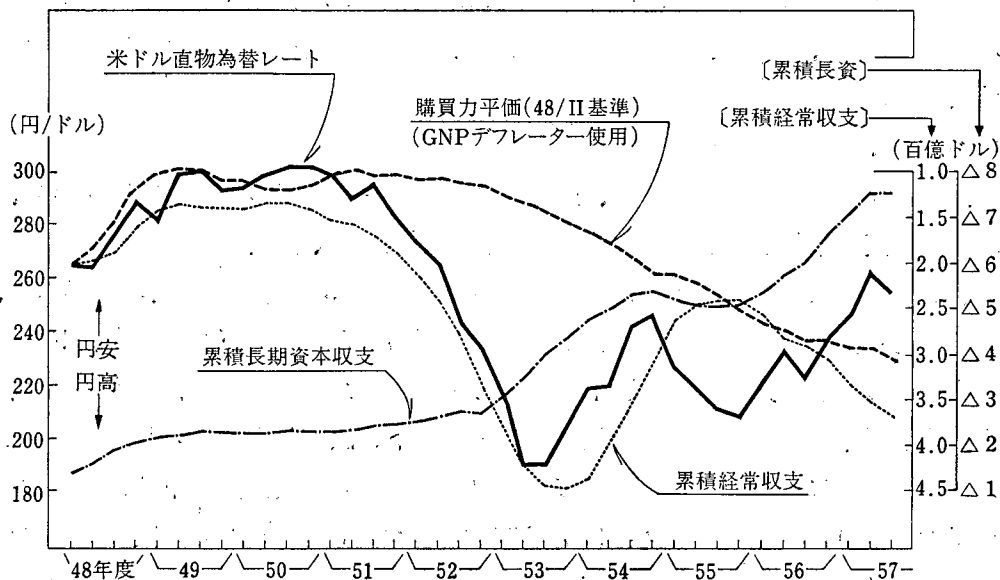
こうした57年中の円安の要因を、より長期的な視野から位置づけるため、48年の変動相場制移行以来の円の対米ドル相場の動向を、日米のインフレ率格差、経常収支の動向、長期資本収支の動向との関連で振り返ってみると、48年から50年にかけてはインフレ率格差、すなわち購買力平価により、また51年から54年までは累積経常収支の動きで、さらに、55年から57年にかけては累積長期資本収支の動きにより、それぞれ比較的良好に説明できるという関係が読みとれる(注3)(第5図)。

そこで、次に円相場とがかわりの大きかった長期資本収支をみると、57年を通じてみて、内外金利差を背景に本邦資本の大幅流出が続き、前年(97億ドル)を大



〔第5図〕

## 為替レートと購買力平価、累積経常収支、累積長期資本収支



きく上回る 150 億ドルの流出超を記録した。もともと、秋口以降、流出超幅は大幅に縮小している(11月は流入超)。すなわち、年前半には、本邦資本が、米国金利高どまりや春先までの国内金利の低下等による内外金利差の拡大を背景に、それまでの流出基調を一段と強めた一方、外国資本は、対内証券投資を中心に流入が鈍化したため、年前半の流出超幅は 104 億ドルと 56 年中(97 億ドル)を上回った。

年後半になると、米国公定歩合の数次にわたる引下げにより、内外金利差は 8 月以降急速に縮小に向い、これを背景に、①対内証券投資の持直し、②海外金利低下等起債環境好転を眺めた本邦企業による外債発行の活発化、③国内金利割安

〔注 3〕為替決定理論は、変動相場制の下での経験を吸収し新たな発展を遂げつつある段階にあり、未だひとつの理論が為替レートの動きを十分に説明することはできないが、為替レートを経常収支等の国際収支上のフローによって規定されるものでなく、異なる通貨で表示される資産ストック間の交換比率としてとらえ、またそのなかで「期待」が大きな役割を果すという点で、現在、おおよその見解の一致がみられるといえよう。このような基本的枠組のなかで、55 年以降の為替相場の変動について、長期資本の移動と関連が強いことは、一応次のように説明することができよう。すなわち、累積経常収支は対外ネット資産残高にはかならず、したがってその変動は、外貨建債権(負債)の保有に伴う一般的リスク期待の変化の指標と考えられるが、さらに資本の動きのなかでその大半がアンカバーであり為替変動リスクにさらされている長期資本の移動は為替変動リスクを通ずる期待収益率変化と密接に結びついていると考えられることである。55 年以降のこうした傾向は、55 年 12 月の改正外為法の施行により、内外資本移動が一段と促進されるようになったことと無縁ではないように思われる。

観の後退に伴う対外直接投資の減少、等の動きがみられ、長期資本の大幅流出超は急速に是正された(57年1～8月平均流出超18億ドル、9～12月平均同1億ドル)。もっとも、更年後は、円高一服や債券相場の軟調を背景に再び流出超幅が拡大している。

(円安の日本経済に与えた影響)

円安のマクロ的影響は、まず、交易条件の変化を通じてあらわれるが(注4)、わが国の交易条件(通関ベース、輸出価格/輸入価格)は、円安の進行にもかかわらず、57年前半までむしろ小幅の好転を示した(前出第3図)。これは、年前半には、国際原材料品市況の低迷に伴い、ドル建輸入価格が大幅に低下する一方、ドル建輸出価格はこれに比べ小幅の引下げにとどまり得たためであるが、年央以降は、米国金利低下等から国際原材料品市況の一部に下げ渋り傾向がみられる一方、ドル建輸出価格については、世界景気の停滞長期化から円安調整値下げ幅の拡大を余儀なくされるに至ったため、ほぼ円安の進行に見合うかたちで交易条件悪化を余儀なくされた。年央以降の交易条件悪化とくに円建輸入コストの上昇は、国内需給緩和基調が続くなかでは製品価格への転嫁が難しく、このため素材業種を中心とする企業の収益悪化というかたちで吸収されることとなった。また、年前半の時期にあっても、円相場が安定していれば享受できた筈の1次産品市況低落に基づく交易条件改善効果を、円安により逸したとみることができる。ちなみに57年度中、主要企業(製造業、「短期経済観測」ベース)の企業収益に対する円安のインパクトを試算すると、国内需給緩和の下、企業は、平均して円安によるコスト・アップの3割程度を販価に転嫁するにとどまったため、輸出業種の享受するプラス効果を差引いてみても、57年度中の円安(57年度中平均為替レート249.64円、56年度比22.12円円安)で56年度経常利益額の13%程度に相当する減益、特に影響の大きかった素材業種の場合70%程度の減益との結果が一応得られる。

なお、円安に伴う数量効果については、輸入面では、原燃料中心で短期の価格弾力性の低いわが国の輸入構造上もともと多くを期待し難かったうえ、輸出面でも、数量増加効果がほとんど働かなかったことは既述のとおりである。このように、57年中の円安は、年前半における1次産品市況低落に助けられ、事後的にみ

(注4) 一般には、自国通貨安(高)が、つねに、交易条件悪化(改善)につながるとはいえないが、世界市場において、輸出に比べ輸入の方が価格支配力が弱い(わが国輸入に対する世界の供給と、わが国輸出に対する世界の需要それぞれの価格弾性値を比較すると、前者の方が後者よりも大きい)というわが国の貿易構造を前提とすると、円安(高)が交易条件悪化(改善)を結果する場合が多いと考えられる。

て、わが国経済のマクロバランスを大きく攪乱する程の影響を及ぼしたわけではなかったが、いずれにせよ円安なかりし場合と比較しての悪影響が大きかったことは事実であり、また、現実にも年央以降は円安進行に見合うかたちで交易条件が悪化したこと、さらに海外からの批判を強めたこと、等の諸点を総合的に考えると、政策当局は円安の進行に対し何等かの対応を迫られる状況にあったといえよう。

### (3) 原油価格低下のもとでの今後の展望

56年央頃より原油価格は世界的な需給引緩みを背景に軟調傾向にあったが、58年3月OPEC基準原油価格のバーレル当り5ドルの引下げが決定された。ほぼ全量を輸入に依存し、また輸入総額の4割近くを占める原油の価格低下の影響如何は当面のわが国経済の足どりを考えるうえで決定的に重要である。

原油価格が低下した場合、わが国の原油輸入代金が直接減少し、その分だけわが国全体として実質購買力が増加する。実質購買力増加の具体的プロセスとしては、原油価格引下げによるコストダウンに対する企業の対応を通じ、①企業収益の改善か、②製品価格の引下げ、すなわち物価の下落(実質家計所得増)か、③賃金支払増(名目・実質家計所得増)のいずれか、ないしはその組合せのかたちで企業と家計の間に配分されることになる(注5)。こうした実質購買力の増加は、とりあえずは潜在的なものであるが、いずれ家計の消費性向ないし企業の投資性向を介して有効需要として顕現すれば、これが財・サービスへの需要増となり、生産増、マクロでは実質GNPの増加をもたらす筋合いにある。

なお、企業収益の改善が、石油依存度の高い製造業素材業種、非製造業の電力、運輸などにやや傾斜するかたちで実現し、これまでの素材業種と加工業種との間の収益面での跛行性縮小に資すると展望されるが、これも全体の景況感の改善にかなり寄与するものと期待される。なお58年度春闘のベ・ア率は、おおむね原油値下げ決定前に予想された水準に収束したが、原油値下げにより消費者物価上昇率は以前の予想より低下が見込まれるため、実質賃金は値下げのない場合に比べ伸びを高める筋合いにある。こうした実質賃金の上昇が、労働分配率の上昇を伴うことなく生ずることが原油値下げメリットの具体的なあらわれのひとつで

(注5) 原油基準価格5ドル低下による直接的所得移転額は、58年度名目GNP政府見通しの約0.5%程度に相当するとみられる。これが価格低下と企業収益改善に振り分けられ、家計と企業の支出行動を通じ波及していくが、最終的には達観すれば企業と家計にはほぼ均等に分配され、両部門を通じて景気押上げに作用する要因となると考えられる。

ある。

このように原油価格低下が、仮にすぐには有効需要の増加に結びつかない場合でも、企業収益等への好影響を通じ景気支持効果を持つことは疑いない。勿論、近年における産油国向け輸出ウエイトの上昇(第1次石油危機時、輸出総額の7.7%→57年、同16%)を考えると、産油国向け輸出の停滞が本格化した場合のインパクトを軽視してはならないし、原油価格がさらに下落するとの見通しが強まる場合には、石油製品にとどまらずかなり広範な商品について在庫投資手控えが長期化する可能性も念頭に置く必要はある。もっとも、産油国の輸入需要の減少が先進国景気の底入れ、現地在庫の調整一巡という局面で生じているため、全体として他地域向け輸出増でカバーしうる可能性が高いこと、また、原油価格はとりあえずは現水準で中間的な安定を保ちうる公算が大きいこと、などからみてデフレの影響を過大視する必要はあるまい。

57年後半来のわが国の景気は、在庫調整圧力の減衰と、景気停滞長期化の民間最終需要へのマイナスの影響とのバランスのうえで、どちらかといえば停滞色を強めつつ展開してきたが、更年後明らかとなった米国にリードされた海外景気の緩やかな持直しと相まって、原油価格引下げはわが国景気を支える大きな要因となるものと思われる。最後に、当然のことながら、原油価格低下による交易条件改善効果は、為替相場の安定の下ではじめて享受しうるものであり(注6)、原油価格低下の恩恵を確実なものとするという見地からも、円高方向での為替相場安定の重要性を改めて認識する必要がある。

### 3. 金融面の動向

#### (1) 短期金融市場の動向と金融調節

(57年中の資金需給は3年振りに不足)

57年中の資金需給は(第4表)、1.5兆円の資金不足と前年(3.2兆円の既往最高の資金余剰)とは様変わり、3年振りの資金不足となった。これは、ドル売り介入による外為会計の大幅揚超に加え、運用部、国債整理基金が、55～56年中、財政赤字ファイナンスのため余裕資金を大幅に取崩した結果、57年には、資金繰りが

(注6) 57年度においても輸入原油価格は前年度に比べ8%の低下(通関輸入単価36.9→34.1ドル/バレル)をみていたのであり、仮に56年度平均と同一の円相場で推移していたとすれば、約0.9兆円(対名目GNP比率0.3%)の産油国からの所得移転を享受し得た筈である。

(第4表)

## 資 金 需 給 の 推 移

(億円)

	54 年	55 年	56 年	57 年	前年比増減(△)額
銀 行 券	13,593	2,786	8,905	11,883	2,978
財 政 資 金	8,539	19,442	43,310	△ 2,754	△ 46,064
一 般 財 政	133,654	118,988	127,540	106,173	△ 21,367
国 債	△ 95,470	△ 100,155	△ 84,047	△ 86,548	△ 2,501
外 為	△ 29,645	609	△ 183	△ 22,379	△ 22,196
そ の 他	△ 2,279	△ 9,012	△ 2,056	△ 166	1,890
資 金 過(△)不 足	7,333	△ 7,644	△ 32,349	14,803	47,152
準 備 預 金	△ 490	△ 10,555	3,202	△ 1,477	△ 4,679
日 本 銀 行 信 用	7,823	2,911	△ 35,551	16,280	51,831
貸 出	△ 2,258	△ 1,131	△ 8,551	6,280	14,831
債 券 売 買	3,081	7,542	—	—	—
買 入 手 形	7,000	△ 3,500	△ 23,000	6,000	29,000
売 出 手 形	—	—	△ 4,000	4,000	8,000

窮屈化したため保有国債の大量市中売却を余儀なくされ、一般財政の払超幅が縮小したことによるものである。55～56年中は財政の対民収支(一般財政+国債)の多額の払超を日本銀行が政府短期証券(TB)保有増で結果的にファイナンスするという問題含みの姿が続いたが、57年は財政の対民収支が均衡に近づき、57年度でみれば銀行券の増発額と外為会計の揚超との合計がほぼ資金不足額に見合うという、財政単年度主義の下における正常な資金需給の姿をようやく取戻した。

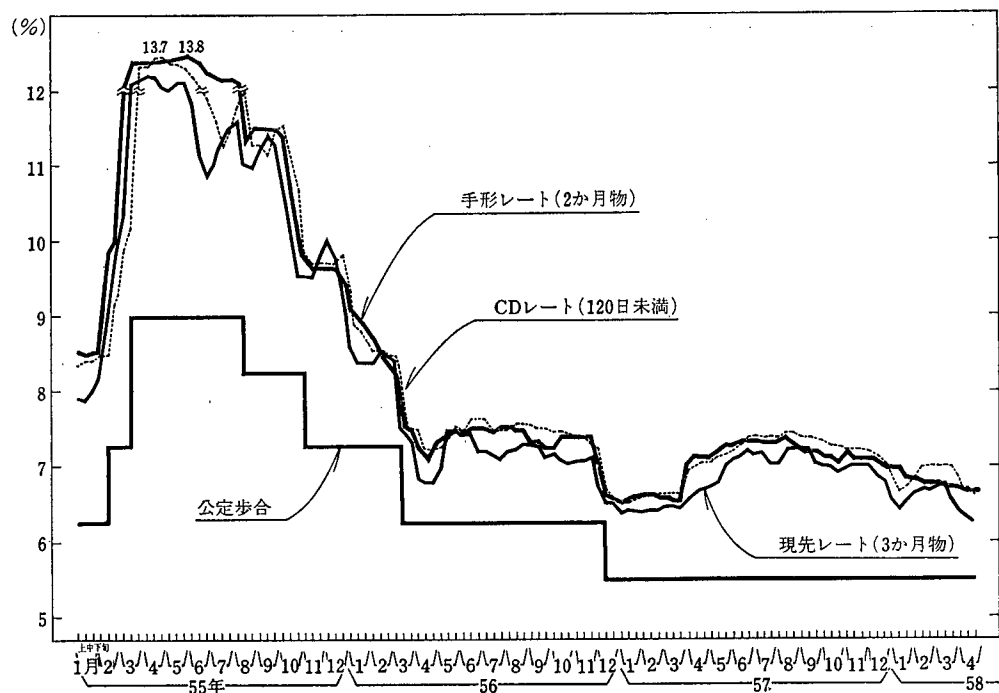
このような資金不足に対して日本銀行は、貸出の実行、買入手形の実行、売出手形の決済等により調節を行った。また季節的な資金余剰期においては、前年に引続き日本銀行保有TBの対市中売却を実施した。

## (短期市場金利の高目誘導)

日本銀行は、56年12月に公定歩合を引下げ金融緩和を一段と進めたが、57年3月央頃から秋口まで海外高金利とそれを主因とする円安の進行に対処してきつ目の市場調節を行い、短期市場金利の上方誘導を図ったため、短期市場金利は金融緩和期としてはやや高目に推移した(第6図)。すなわち、コール・手形レートは56年12月の公定歩合引下げを受け6%台に低下したのち、57年3月頃から上昇に

〔第6図〕

## 短期市場金利の推移



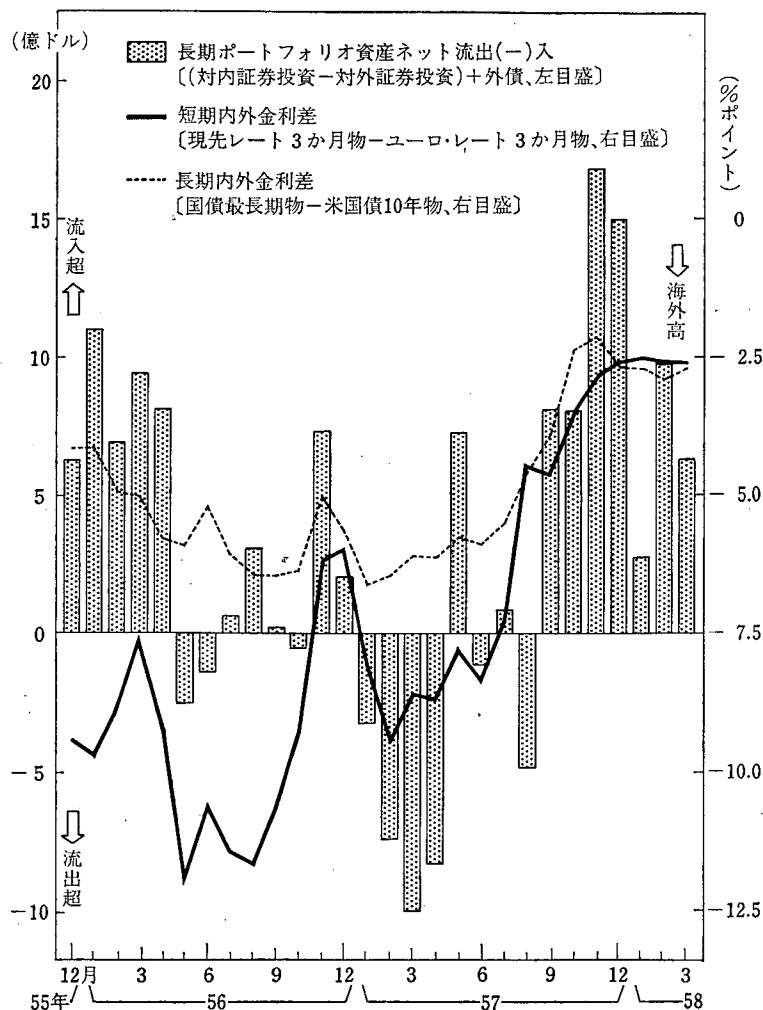
転じ、ピーク時(8月)にはコール(無条件もの、出手レート)7.4375%、手形(2 か月もの、買手レート)7.375%の水準に達した(57年4～8月中の無条件ものコールレートと公定歩合との平均乖離幅 1.68%ポイント、前回緩和期<51～53年>中平均同0.57%ポイント)。その後、海外金利の低下等を勘案し、日本銀行が市場調節方針を弾力化したことから徐々に低下したが、12月末水準はコール(無条件もの)6.6875%、手形(2 か月もの)7.0625%と前年末比やや高目の水準で越年した。更年後は、資金不足期を反映してコールレートは6%台後半の水準で推移したが、3月末頃から年度末の財政大幅払超から本格的な余剰期を迎えたため、下げ足を速め6%台前半のレベルにまで低下、この間、手形レートもおおむねコールレートに対応した低下を示している。

日本銀行が円安防止のため短期市場金利の高目誘導を実施したのは、前記のように円安が日本経済にとって大きなマイナス要因であるとの判断と、またこうした円安が大幅な内外金利差の存在を背景とした資本移動によってもたらされているとの認識に基づくものであった。57年3月央の金融市場は、季節的資金余剰期を控え短期金利先安観が著しく強まり、これが債券市場にも影響を及ぼして債券

流通利回りも急落した。このため3月末には長期金利の引下げが決定された。このような状況下、日本銀行は金利先安観の行過ぎが内外金利格差の拡大予想を通じて円安をさらに加速する事態を回避することが必要であると判断した。高目誘導実施後の推移をみると、手形は、実施直後は先行き不透明感の急速な高まりから出合いがつかないという局面もみられたが、4月入り後出合いがつくようになると同時にレートは急上昇、CD、現先レートも、折柄のTB市中売却を通ずる効果もあって、手形レートに鞘寄せするかたちで上昇するなどオープン市場を含めた短期市場金利全般に所期の影響を及ぼした(前出第6図)。この結果、56年12月の公定歩合引下げ後円投資不利化の方向へ動いていた内外短期金利格差は、高目誘導が始まっ

〔第7図〕

## 内外短期金利格差と長期ポートフォリオ資産



た3月以降、その後の米国金利低下もあって円投資有利化方向に動きが変わっている(第7図)。

このような金利の高目誘導策は資本移動ひいては為替相場にどのような影響を与えたであろうか。まず、先にみたように近年資本の流出入が為替相場と密接に結びついてはいるが、先物カバー付の短期の金利裁定資金の動きは為替相

場にはほとんど影響を与えず、為替相場の動きと関連が強いのはアンカバー長期資本の流出入であると考えられる。したがって、内外短期金利格差と長期資本の動きとの関係如何が問題となるが、いま長期資本として、金利感応度の高いと考えられる「長期ポートフォリオ資産(証券投資+外債)」をとって、短期金利格差との関係をみると(前出第7図)、ラグ期間や影響度合いには振れがあるものの、内外短期金利格差の一定方向への変化が持続した場合、やがてはそれと平仄のあった長期資本流出入の変化が生ずるとの関係が一応看取される。これは、①短期金利の変化が先行きの金利期待を変え、これが長期金利に影響を及ぼすという長・短金利間の裁定と、②短期金利の変化自体が通貨当局の政策意図の表明と解され、これが直接に為替相場観に影響を及ぼすという「期待」を通ずる効果、の2つの経路を通ずるものと考えられよう。昨年の高目誘導以後の長期債流通利回りの上昇には、後に述べるように折柄の国債大量増発懸念の影響が大きいとみられ、短期金利高目誘導の波及効果の大きさは必ずしも明らかでないが、高目誘導実施が、それまでの金利先安期待に歯止めをかけ、少なくとも長期金利下支えの役割りを果たしたことは間違いのないところであろう。上記「長期ポートフォリオ資産」の流出超幅が3月をピークとして縮小し、やがて流入に転じた背景には、米国金利の低下のほかこうした長期金利下支えの効果と高目誘導実施の持つ相場観への影響があずかっていたと考えられる。

高目誘導実施後、為替相場は引続く円安基調のうちにも、ならして見て、それ以前に比べ円安テンポは鈍化した(前出第4図)、夏以降、所謂国際金融不安の表面化もあって、米国金利低下にもかかわらず再び円安加速をみた。このように高目誘導による円安への対処には明らかに限界があったことは否めない。最近の為替相場、特に短期のそれについては、不安定かつ予測困難な「期待」が大きな役割を演じており、金利差操作による対応はいうまでもなく万能ではなく、また米ドル全面高の下ではわが国のみが金利を高目誘導しても潮の流れを変えることは難しかった。しかし、高目誘導措置は、内では景気停滞と財政の対応力低下という状況に直面し、外では米国高金利の持続と対日批判の強まりという環境下において採用されたギリギリの政策選択であり、景気に配慮しつつ円安加速を回避するという日本銀行の意図はそれなりに内外市場に伝達されたと判断しうる。また、海外からの円安誘導ないし放置といういわれなき批判を和らげる点でも効果があったと考えている。



### （オープン市場の拡大）

57年中の短期金融市場別の資金量規模をみると（第5表）、コール・手形市場（除く日本銀行手形オペ）はポジション好転をみた農林系統機関や、信託銀行が資金放出を増加させたものの、預金不振の地・相銀や傘下信金の債券投資活発化の影響を受けた全信連等の資金回収が目立つたことからほぼ前年並みの水準で推移した。なお、この間、改正外為法移行後、事業法人等がインパクトローン取入れ、居住者外貨建預金等の外貨建取引を含むかたちで資金の調達・運用ルートの多様化を進めていることなどを背景に、本邦における外貨のインターバンク市場である東京ドルコール市場が顕著な拡大を示し、すでにコール・手形市場に匹敵する規模に達している。

一方、オープンマーケットでは、CD発行残高が、事業法人等の金利自由商品への運用積極化に加え、発行金融機関サイドでも都銀を中心にポジション悪化等から発行意欲を高めたことなどを反映して、57年11月にかけて既往ピークを更新しつつ着実に拡大、年末発行残高は4.3兆円と前年末を1兆円上回った（なお、CD発行枠は、58年2月以降段階的に拡大、59年1月以降は自己資本の75%＜58年1月までは自己資本の50%＞とすることが決定）。一方、現先市場は、CDやCD現先、日本銀行保有TBの対市中売却等との競合のほか証券会社の在庫資金調達手段の多様化もあって伸び悩んだ。この間、57年中のオープン市場での目立つた動きは日本銀行保有TB売却の拡大である。57年中のTB売却は、56年に比べ売却規模の拡大（売却総額7.4兆円、56年3兆円）、売却頻度の高まり（57年19回、56年7回）を背景に、売却期間中の市中保有残高の増大（57年中ピーク時3.3兆円、56年

（第5表）

### 短 期 金 融 市 場 の 取 引 規 模

（末残、億円、（ ）内億ドル）

	コール市場 (出手ベース)	(注1) 手形市場 (買手ベース)	C D 市 場	現 先 市 場	(注2) ドルコール市場 (片道ベース)
55年3月末	50,718	15,130	15,890	51,593	15,590 ( 69)
56年3月末	50,272	21,305	16,709	57,287	28,719 (132)
57年3月末	61,064	25,152	26,633	48,640	66,714 (291)
6	55,429	33,391	39,893	40,886	60,691 (265)
9	54,304	30,724	41,045	44,273	80,685 (346)
12	44,935	39,129	43,415	43,035	74,844 (321)
58年3月末	53,614	27,012	38,439	47,578	103,688 (398)

- （注） 1. 本行オペを除くプロパー分。  
2. 円建取引額は基準レートにより換算。

同 1.5兆円)、金融機関、証券会社 2 次転売の小口化(最終取得層の拡がり)、2 次転売後の流通市場拡大等を通じて、自由金利商品市場の拡充にはずみをつけた。このような自由金利オープン市場の拡大は、事業法人等の短期・高利回りで余資運用の選好に応えるかたちで進んできたものであるが、こうしたなかで預金等既存の規制金利資産との間の資金シフト(後述)等がこれまでの金融秩序や金融機関経営のあり方に漸次問題を投げかけつつある。しかし、こうした流れの方向は不可逆的なものであり、日本銀行としては、金融秩序等への配慮を払いつつ、金融調節の場であるインターバンク市場とオープン市場の間の資金交流、金利裁定を一層円滑化し、日本銀行の政策意図を敏速にオープン市場にも伝達しうるメカニズムを確保することが肝要と考えている。この点、その信用度・商品性からみて T B が裁定の軸として機能するのに最もふさわしいと考えられる。事実、すでに述べた昨年の高目誘導実施時の経験に徴しても、折柄金融調節の一環として行われた T B 売却が、インターバンク市場金利からオープン市場金利への円滑な波及を促がすところとなった。これまでのところ、T B 売却は、季節的な資金余剰の調節手段として断続的に実施されるにとどまり、T B 流通市場も一時的に存在するに過ぎないが、今後とも、金融調節の必要に応じて日本銀行保有 T B の機動的売却を引続き活用すべきであると考えている。また、将来は、T B 発行の公募入札制の実現を展望することが望ましい。

## (2) 金融機関の融資態度とポジション動向

### (金融機関貸出と貸出金利)

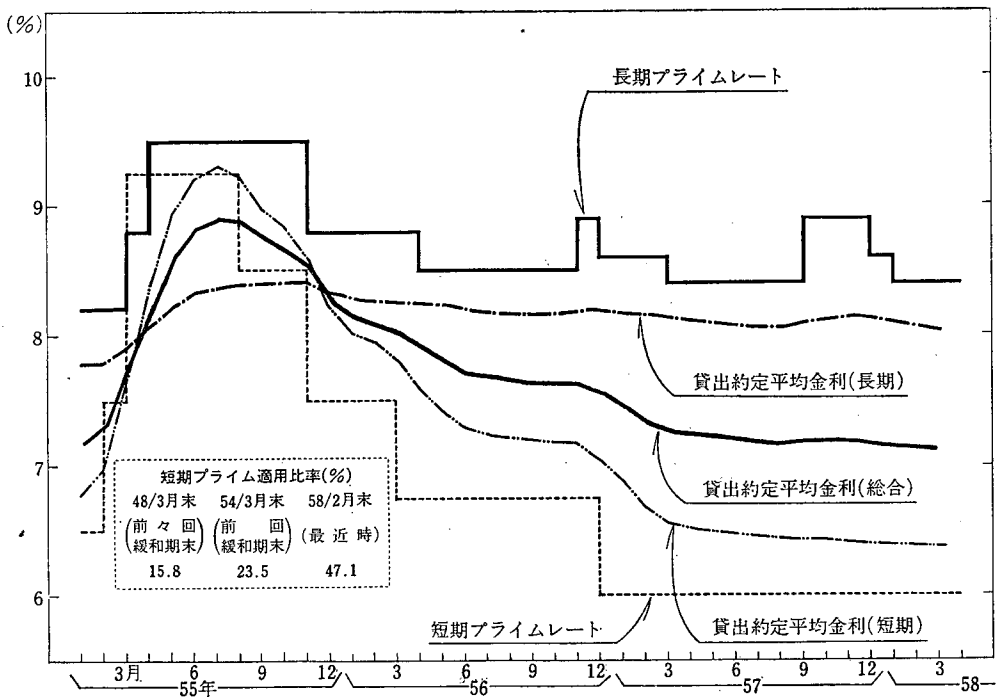
日本銀行は、55年 8 月に金融緩和政策に転換したあと、企業金融の緩和を促進するため、窓口指導についても運営方針を徐々に弾力化してきたが、57年の 1 ～ 3 月以降は各行の自主的貸出計画を全面的に尊重する方針を都銀以下全ての業態に適用することとした。このように緩和政策が長期化するなかで、全国銀行の貸出は残高前年比伸び率でみて 57年中おおむね 10% 前後と比較的高水準ながら落ち着いた推移をたどった。これは、企業の資金需要が、夏場以降輸出不振や冷夏に伴う後向き資金需要、円安に伴う石油輸入関連資金需要等の増加がみられたものの、基本的には景気の停滞を反映して前向き資金需要が年間を通じて盛り上がりや欠いたことなどから全体としては落ち着いた基調で推移したうえ、後にみるように、企業が金利費用節減志向、借入れアベイラビリティへの自信から借控え姿勢を強めたことによるものである。これに対応して、金融機関の融資態度も、大枠としては、後述するような長期的にみた経営環境の厳しさに対する認識から、引

続き融資採算や債権保全を重視し、無理な貸込みをしないといった慎重な姿勢を維持した。ただ、そうした大枠のなかでは、景気停滞・資金需要低迷の長期化への焦りもあつて漸次貸出態度は積極化しており、特に経営体力に比較的余裕のある都銀上・中位行等で、優良中堅・中小企業向け融資の積極的取込み等により貸出シェアアップを図る動きがみられる一方、地銀等では、自主策定貸出計画の未達も甘受するなど、業態間の跛行性が次第に目立つようになっている。また、貸出先をみると、すでに述べた国内一般企業の資金需要停滞を反映して、リース・信販等の金融周辺業および海外向け貸出のウェイト上昇が目立っている。

この間、全国銀行の貸出金利は、資金需要が盛り上がりを欠く一方、金融機関の弾力的な融資態度を反映して通年低下傾向をたどった(第8図)。すなわち短期貸出約定平均金利は、56年12月の公定歩合引下げの効果から年初急速に低下したあともジリジリと下げ続け、年間で合計0.661%の低下をみた。このように、57年中、公定歩合が据置かれたのみならず短期市場金利の高目誘導が実施されたにもかかわらず短期貸出金利の低下が根強く続いたのは、財政の赤字幅拡大等を背景としたマネーフローの変化に基づく貸出市場における需給緩和基調を背景に、

〔第8図〕

## 貸 出 金 利 の 動 向



(注) 月末値。

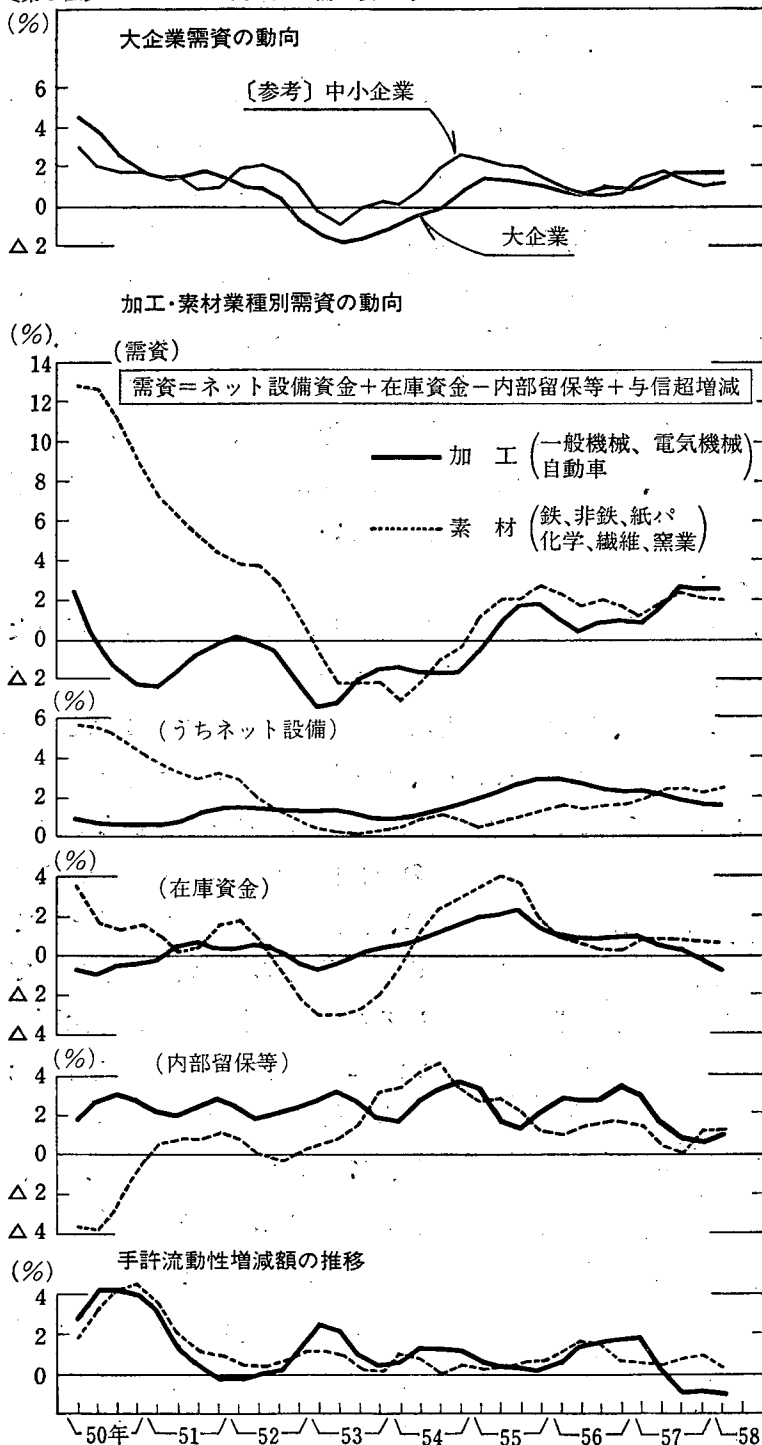
借り手企業の対金融機関交渉力が強まり、金利水準見直し要請があとを絶たないという今回緩和期の流れに根ざすものである。このため短期プライム適用比率は目立って上昇しており、短期貸出約定平均金利は短期プライムレートに引き寄せられるかたちで低下傾向を持続した。一方、長期貸出約定平均金利も、年間では0.062%の低下となったが、国債等の発行条件に合わせ長期プライムレートが引上げられた57年9月以降の推移をみると、長期資金需要鎮静下、利上げ交渉は難航し、結局全国銀行の長期貸出約定平均金利は9月から11月の3ヵ月間合計で0.078%の小幅上昇にとどまった(9月の長期プライムレート引上げ幅0.5%)うえ、借り手企業サイドでは割高の長期借入を敬遠し、短期借入を増やす動きを強めたため、貸出約定平均金利総合ではこの間に0.004%上昇したにとどまった。こうした点からも、貸出市場における資金需給の地合いが貸出金利形成に及ぼす影響が増大している事実が確認される。

#### (企業金融の緩和浸透)

企業の資金繰り状況を日本銀行「主要企業短期経済観測」における資金繰り判断D・I・(「楽である一苦しい」)の推移でみると、56年秋に「楽である」とみる企業数が「苦しい」とみる企業数を上回り、その後57年央頃まで緩和感が逐期拡大した。その後、内外需の停滞を背景に輸出関連業種等の一部で緩和感の後退ないし窮屈化を指摘する向きがみられるが、全体としては引き続き「楽である」とみる企業数が「苦しい」とみる企業数を上回る状態が続いている。

こうした企業の資金繰り状況を規定する大きな要因である企業の需資基調を「短期経済観測」をもとにやや詳しくみると、主要企業(製造業)の需資自体は景気の停滞長期化を背景とする収益悪化を主体に56年頃に比べ幾分増勢を示しているが、企業はこれを極力手許の取崩しで賄い、借入を抑制する方針で臨んでいるようにうかがわれる(第9図)。すなわち需資(ネット設備資金<除く減価償却>+在庫資金-内部留保等+与信超増減)の対売上高比率をみると、鉄鋼、繊維等の素材業種は57年平均1.93%と56年(同1.95%)比ほぼ横ばいであるが、機械、電機等の加工業種では、輸出不振に伴う後向き需資発生等を主体に、57年平均1.95%と56年(同0.83%)をかなり上回る水準にまで上昇している。これに対し、企業の手許流動性の動き(手許流動性増減額の売上高に対する比率)をみると素材業種(56年平均1.3%→57年平均0.7%)、加工業種(同1.4%→0.1%)ともに増加テンポが鈍化している一方、全国銀行の大企業・製造業向け貸出の残高前年比増加率は56年末+8.9%に対し57年末は+4.5%へと大きく低下している。これは、企業

〔第9図〕 資金需要等の動向



(注) 1. 大企業は日本銀行「主要企業短期経済観測」の全産業(除く電力、石油)、中小企業は「全国企業短期経済観測」の中小製造業により作成。  
 2. 58/Iは予測。ただし57/IV並みの予測値の実現率に基づき修正。  
 3. 対売上高比率、3期加重移動平均。

が需資の増大に対し借入を抑制する一方で手許を圧縮していることを示唆するものといえよう。こうした動きの背景としては、①金融機関の弾力的融資態度(「短期経済観測」における金融機関の融資態度判断 D. I. <「緩い—厳しい」>をみても、57年初来「緩い」とみる企業数が「厳しい」とみる企業数を大幅に上回る状態を持続)に加え、内外金融一体化の進展の下でのインパクトローン取入れ、海外起債等による資金調達の可能性増大を背景に企業は信用のオペラビリティに自信を有してい

ること、②企業の手許流動性にはまだ裕りがあること(上記のような手許流動性増加テンポの鈍化にもかかわらず、手許流動性判断D. I. <「多目一少な目」>は、57年中は「少な目」とみる企業数が「多目」とみる企業数をわずかながら上回ってはいるものの、上回り度合いは漸次縮小する傾向)、③収益環境が悪化している一方金融費用が高水準であるため、金融費用節減のインセンティブが強いこと、などの事情が挙げられよう。なお、中小企業についても、業況低迷に伴う後向き需資や一部業種(リース、信販等)における前向き需資等から需資総額はやや増加しているが、①中小企業は大企業に比べ手許流動性に裕りが少ないこと、②金融機関が、大企業向け貸出の低調を背景に中小企業に対する貸出に注力していること、などの事情から大企業とは対照的に需資の増加が借入れ増につながるかたちとなっている。ちなみに、全国銀行の中小企業向け貸出の残高前年比は56年末の+8.6%に対し57年末は+11.8%とかなり上昇している。

#### (金融機関の資金ポジションと収益動向)

金融機関の資金ポジション動向をみると(第6表)、年間の資金需給が前年の大幅余剰から不足に転じたことから金融機関全体のポジションもそれに見合って悪化に転じたが、業態別にみると、都銀が前年とは様変わり的大幅悪化(23,383億円悪化、前年24,857億円好転)となったのをはじめ、地・相銀でも前年比好転幅が縮小ないし悪化幅が拡大したのに対し、長信・信託では大幅に好転するなど業態間

の跛行性が顕著にみられた。これは、金融機関にとって全体としての資金吸収環境が大きく悪化しているなかで、もともと預金金利を大幅に上回っていた新種貸付信託や金融債(56年発売開始)の利回りが、57年に入ってからの一連の金利改訂の結果、その優位性を一段と拡大したことなどから、都・地銀等の預金から信託・投信等への大量の資金シフトが生じたことを主因とするものである(第10図)。

このほか、都銀のポジション悪化の背景には、上・中位行を中心

(第6表)

業態別資金ポジションの推移

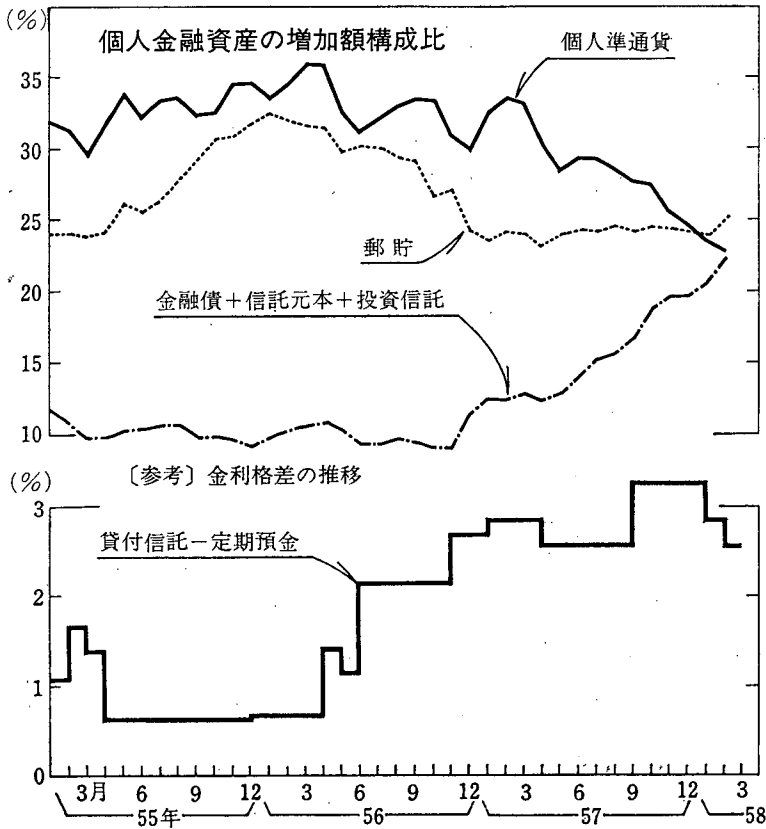
(億円)

	55年	56年	57年
都 銀	△ 14,476	△ 24,857	23,383
長 信	882	319	△ 2,057
信 託	2,079	△ 104	△ 3,120
地 銀	2,071	△ 2,618	△ 1,061
相 互	△ 2,002	985	1,280
信金、全信連	△ 2,879	△ 2,146	3,942
資金過(△)不足	△ 7,644	△ 32,349	14,803

- (注) 1. ネット資金ポジション  
 =(コールマネー+売渡手形+借入金)  
 -(コールローン+買入手形+金融機関  
 貸付金+銀行引受手形中余資運用分)  
 -準備預金  
 2. 年中好転(△)、悪化額を表示。

〔第10図〕

## 資金シフトの動向



- (注) 1. 増加額構成比は、個人M<sub>2</sub>+郵便貯金+農漁協等預貯金+信託元本+金融債・国債+投資信託の前年同月比増加額構成比。信託元本、金融債、国債、投資信託等は一部法人保有分を含む。
2. 平残ベース。平残統計のないものは前・当月末平均値を使用。郵便貯金は一部推計。
3. 金利は次のとおり。
- |      |                            |
|------|----------------------------|
| 貸付信託 | 56年5月以前は貸付信託(5年物)の予想配当率    |
|      | 56年6月以後は収益満期受取型(5年物)の予想配当率 |
| 定期預金 | 56年5月以前は定期預金(2年)の金利        |
|      | 56年6月以後は期日指定定期(3年)の金利      |

に他業態に比べ積極的な融資姿勢がみられたこと、また地・相銀のポジション悪化の背景には地方財政の悪化といった要因も響いている。

次に、金融機関収益をみると(全国銀行の經常利益から有価証券売買、評価損益を除いた実勢ベース)、56年度の下半期に大幅増益を記録したあと、57年度に入ってから引続き高水準の収益基調を維持し得ている。このような最近の収益好調は、高利回り2年もの

定期の満期到来に伴う低利回り定期預金への振替わりから預貸金利鞘が逐期改善をみているという循環的要因による面が大きい、ほかに前述のように預金地合いは不芳ながら運用資金量はそこそこの増加をみていること、海外金利の低下を背景に外為部門の収益も好調であること、等の要因も寄与している。

## (金融環境変化の金融機関への影響)

最近における金融環境の変化は、金融機関の貸出、資金ポジション、収益等に

様々の影響を与えている。金利自由化の進展、内外金融の一体化、企業や家計の金利選好の強まりといった金融機関をとりまく環境変化は、もとより一朝にして生じたものではなく、長期的・漸進的な流れとして理解すべきものであるが、57年は、すでにふれたオープン市場の拡大、資産間の資金シフトの顕在化等、そうした流れのなかで具体的な変化が強く意識された年でもあった。そこで、こうした変化が金融機関に及ぼすと考えられる影響について、おおまかな整理を試みよう。

まず第1に、調達面での金利自由化の進展やその下での金利自由資産の拡大は、金融機関の調達コストを上げるとともに、すでにみた借り手サイドでの金利選好の高まり、マネーフロー構造の変化の下での借り手の交渉力強化と結びつくとき、金融機関の利鞘縮小要因として働くことである。すでにみたように当面は循環的増益要因が収益を支えているとしても、長期的にはこうした構造的要因が作用してくるとみるべきであろう。第2に、自由金利による調達余地の拡大は、上記のように調達コストプッシュ要因となりがちである反面、金融機関にとって選択の範囲を広げることを意味する。このことは当然運用面でも妥当することであるが、選択範囲の拡大はリスクの増大を伴わざるを得ず、金融機関収益が、規制金利によりおおむね安定した利鞘を保証されているときに比べ不安定化する可能性をつねに孕んでいる。第3に、現実には、自由金利資産が拡大したといっても、都銀の調達の2割程度で、調達の大宗は、依然、金利規制下にある預金であり、こうした状況下では自由金利と規制金利の併存が様々な問題を提起していることである。規制金利の存在は一方では、上記のような自由化に伴い予想される影響を緩和していることは確かである。例えば、昨年中の短期市場金利の高目誘導がほとんど貸出金利押上げ効果を持たなかったとみられるのも、既述の貸出市場での需給地合いによるほか、短期市場金利上昇による限界コストの上昇が小幅にとどまったため都銀等が折柄の収益好調もあって強い利上げインセンティブを持たなかったためでもあった。他方預金と他資産間の資金シフト(注7)、あるいは預金からTBへの資金シフトの例に明らかなように、自由金利資産と規制金利資産が併存し、両者の金利が著しく乖離する場合には、予測困難かつ当事者にとって対応困難な資金移動を惹き起す可能性があるという意味でかえって攪乱的な

(注7) 新種貸付信託や金融債を自由金利資産に含めることは必ずしも適切ではないが、その利回りが、自由金利である既発債流通利回りにおおむね追従して決まる新発国債発行条件に連動して変動する慣行であるところから、預金に対しては、事実上、自由金利資産と同等の資金シフト対象となったと考えられる。



効果を持ちかねない。

このように、ごく大筋を概観した限りでも、自由化の進展は、特にその過渡期において、様々の影響を及ぼすと予想され、57年中の経験は、その一端を示すものであった。ただ、日本銀行としては、自由化の大きな流れは不可逆的なものであり、また、それが金融政策の有効性向上に資するとの認識にたって、こうした諸問題にも適切な配慮を払いつつ、引続き自由化の進展を図っていく意向である。

### (3) 債券市場の動向

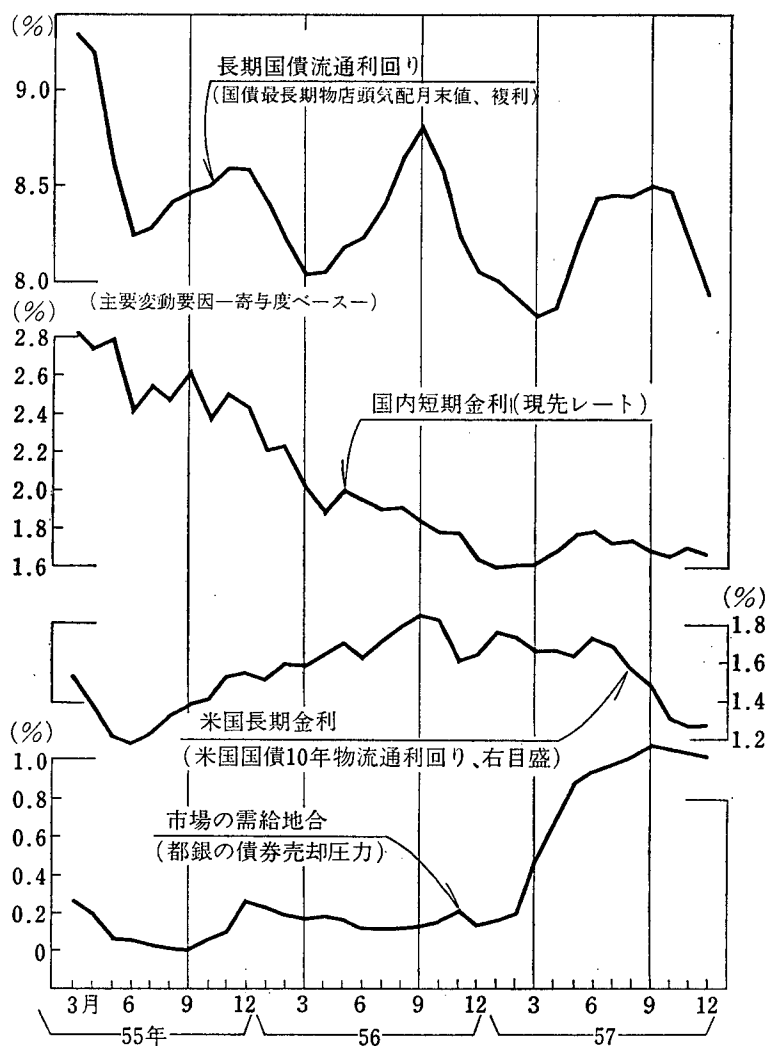
#### (債券流通利回りの推移と特色)

57年中の債券流通利回りは、国債増発問題や為替相場の変動等を受けて振れの大きい展開を示した。すなわち、まず年初は中・短期債を中心に低下気味に推移したが、特に3月入り後は短期金融市場の目先大幅資金余剰や企業需資の低迷に伴う債券需給の堅調見通しから急速に低下、特に長期債利回りの急落が目立った。3月末になると、日本銀行の短期市場金利の高目誘導を受けて市場では先安観が修正され、利回り低下は一服した。さらに5月央に至り、56、57年度の大幅税収不足が表面化するとともに国債の先行き大量増発懸念が強まったほか、米国金利の高どまりと円安の進行もあって急騰場面を迎えた。その後も10月頃まではこうした悪材料が払拭されず上昇基調で推移、特にポジション悪化を主因とする都・地銀の国債売却増や財政の資金繰り窮屈化に伴う資金運用部、国債整理基金の国債対市中売却増が国債大量増発予想と相まって先行きの需給見通しに影を落とし、根強い利回り上昇圧力として働いた。しかし、11月に入ると、米国金利の低下予想に裏付けられた世界的な金利低下期待や急速な円安修正を背景に外人の円建債券購入が活発化、これを契機に信託、系統機関、事業法人等国内投資家の債券投資が増加したほか、証券会社も保有債券の積み増しを図ったことから都・地銀や運用部、国債整理基金の大量売却にもかかわらず利回りは急落した。その後、58年に入ってから、円高一服気配、米国金利下げ渋りによる金利低下期待の後退などを反映して反騰したのち大勢一高一低のうちに推移している。

57年中の債券流通利回りは、このように大きな振れを示したが、年間を通じての大きな特徴は、米国金利が年後半低下に向かったにもかかわらず、総じて高水準を続けたことである。これには、主として2つの要因が作用したと考えられる。最大の要因は、需給地合いの悪化である(第11図)。これは、現象的には、もともと貸出選好が強いにもかかわらず相対的に引受けシェアの重い都銀等の国債売

〔第11図〕

## 長期国債流通利回り



(寄与度)		56/3月末→9月末 変 化 幅	57/3月末→9月末 変 化 幅
	長期国債流通利回り	0.7 %ポイント	0.7 %ポイント
	短期金利の「期待(予想)」要因	▲0.1	0.1
	海外金利高要因	0.4	▲0.2
	国債の大量発行要因 (都銀の「債券売却圧力」)	0.0	0.6
	そ の 他	0.4	0.2

## 変動の要因分解

〔要因分解式〕

$$\text{長期国債流通利回り} = 0.212 \times (\text{現先レート}) + 0.0327 \times \sum_{i=1}^9 W_1 (\text{現先レート})_{-i} - 0.5803 \times (\text{クーポンレート})$$

(7.6)                      - 3 か月物 -                      (1.6)                      - 3 か月物 -                      (5.6)

$$+ 1.3484 \times (\text{都銀債券売却圧力})$$

(8.5)

$(\bar{R}^2 = 0.906)$   
 $(D.W. = 0.87)$   
 計測期間  
 %月～%月  
 ( ) 内は t 値

海外  
要因

$$+ 0.1207 \times \left( \frac{\text{米 国 国 債}}{\text{10 年 物 利 回 り}} \right) - 1.0892 \times \left( \frac{\text{経常収支累積額}}{\text{経常受払計}} \right)$$

(2.7)                      (5.2)

$$+ 2.0006 \times \sum_{i=0}^6 W_2 \ln \left( \frac{\text{国内 WPI} \cdot \text{工業製品}}{\text{米国 WPI} \cdot \text{工業製品}} \right)_{-i}$$

(2.0)

$$+ 5.8963$$

(7.7)

$W_1$ : ウェイトは 1 か月前 0.116、2 か月前 -0.262、3 か月前 -0.462、4 か月前 -0.377、

5 か月前 -0.067、6 か月前 0.334、7 か月前 0.633、8 か月前 0.667、9 か月前 0.418

$W_2$ : ウェイトは 当月 0.28、1 か月前 0.24、2 か月前 0.19、3 か月前 0.14、4 か月前 0.10、

5 か月前 0.05、6 か月前 0.01

$W_1, W_2$  はシララグを使用。

- (注) 1. 海外要因のうち、経常収支累積額/経常受払計、および国内 WPI・工業製品/米国 WPI・工業製品は、為替レートの変化に伴う内外金融資産の期待収益率変化を通じて長期債流通利回りに影響を与える要因を示す。なお、経常収支累積額は昭和 40 年 4 月を起点とする累積額。
2. 都銀の債券売却圧力は、貸出および有価証券(売却前)の前月比伸び率が資金量の伸び率を上回った部分(対資金量比率、季調後、5 か月加重移動平均)。
3. わが国では金融機関を中心とする投資家の直利指向(債券買入れ価格に対するクーポン収入の比率を重視する傾向)によって、クーポンレートが低いと流通利回りが高くなる傾向があり、これを調整するためクーポンレートを説明変数に採用。

り、圧力増大としてあらわれる(都・地銀の 57 年中債券ネット売却額は既往最高の 6.6 兆円、前年 4.8 兆円)が、その背後には国債の大量発行があったことはいうまでもない。すなわち、まず大幅税収不足の表面化とともに 56～57 年度歳入欠陥の規模やファイナンスの方法について不透明感が高まったのにとどまらず、それまで政府が目標としていた財政再建計画の行詰まりが明らかとなったことから、中期的にも不透明感が強まり、こうしたなかで国債の大量発行継続は不可避との予想が広範化し、5 月末以降の流通利回り急騰を呼んだ。

第 2 の要因は円安の進行であった。これは、円安が強まると、日本銀行の市場調節態度に対する市場参加者の予想を介して短期金利先高観をうみ、これが債券市場に反映されるという経路のほか、現実の円安が先行きの円相場予測をも弱気化させ、海外への資本流出を促すという経路を通ずるものであったと理解される。

以上の 2 要因が債券流通利回り高どまりの主因であるが、このほか、金利に関

する期待が大きく振れた3～4月(広範な先安期待→先安期待払拭、先高期待へ)には、短期金利の先行き予想が債券利回りにかなりの影響を及ぼしていたとみられることは既述のとおりである。

#### (国債の発行条件と長期金利)

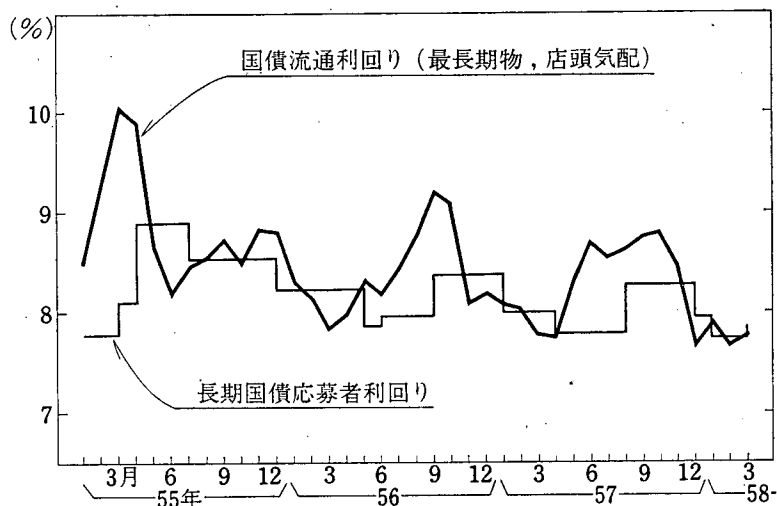
上記のような債券流通市場における利回りの変動を反映して、長期国債の発行条件は57年中4回(1月、4月、8月、12月)にわたり改訂され、58年に入ってから1月、3月とかなり頻繁に変更されている(第12図)。

すなわち、56年末以降57年春先までの市況堅調を背景に1月と4月に発行条件が引下げられた(応募者利回り、それぞれ $-0.352\%$ 、 $-0.204\%$ )が、5月以降市況が急落商状をたどった結果、国債の消化環境は急速に悪化し、7月には休債を余儀なくされたため、8月の発行再開にあたり発行条件が引上げられた( $+0.463\%$ )。その後年末にかけての円相場の急回復から債券市況が全般的に急騰したため、国債消化環境は好転、12月と更年後の1月に相次いで発行条件が引下げられた(それぞれ $-0.305\%$ 、 $-0.203\%$ )。しかし1月の引下げ後円高一服、米ドル金利下げ渋りなどから再び国債流通利回りは発行条件を上回る状態となり、2月債は再び休債となり3月には発行価格引下げによる発行条件の微調整( $+0.091\%$ )を余儀なくされた。

このように、公定歩合が据置かれた57年1月から58年3月に至る15ヵ月間に6回にもものぼる国債発行条件改訂が行われたのは過去に例をみなかったことであり、それだけ、

〔第12図〕

長期国債の応募者利回りと流通利回り



(注) 国債流通利回りは、月末値。

海外要因や国債の大量発行等の影響を強く受けて流通利回りの変動が激しくなっていることを如実に示しているが、他方、大量に発行される国債の消化を進める必要に迫られて、過去に比

べれば、国債発行条件が、流通市場の実勢をよりよく反映するかたちで頻繁に変更されるようになったことを意味している。財政再建への努力が続けられるなかでも、少なくとも当分の間は借換債を含め、大量の国債発行の継続が避け難いとなれば、今後発行条件決定にあたっては市場実勢尊重の原則がさらに貫徹されることが望まれる。

この点に関連して、10年もの長期国債の発行条件の改訂にあたっては、事業債発行条件、長期プライムレート、金融債発行条件、貸付信託予想配当率等一連の長期金利についても、相互間の一定の序列、格差を守るという原則を維持しつつ同時に改訂されるという慣行が続いているが、これが国債発行条件の弾力的決定の足枷となっていることは看過し得ない。すなわちこうした慣行の下では、関係者間の利害調整が難航する場面も多く、また、条件改訂がいわば「政策金利」決定の性格を帯びて、例えば西独におけるように、市場実勢に合わせた毎月の条件改訂を原則とするという条件改訂のルーティン化は到底困難である。なお、こうした同時改訂ルール of 固守の弊害はこれにとどまらない。例えば、57年の経験を振り返ってみても、事業債の起債日程が国債の条件改訂交渉の日程にしばられて大幅に狂いが生じたこともあって電力債を中心に、国内起債から海外起債にシフトする動きが目立った。さらに、58年2月には、国債発行条件改訂交渉不調の煽りを受けて事業債が初めて休債を余儀なくされたことなどは記憶に新しい。一方、58年3月の国債発行条件微調整に際して、事業債の発行条件が据置かれ、事業債(12年もの)の発行条件(応利7.821%)を国債(同7.857%)がわずかながら上回るいわゆる事国逆転現象が生じたことは、こうした問題への対応が一步前進したことを示すものとして評価しうるし、また既述のとおり、57年9月の長期プライムレート引上げの後、実効金利の上昇が小幅にとどまったという事実は、固定的な金利決定ルールの下でも市場の需給調整メカニズムが働いたことを物語っている。

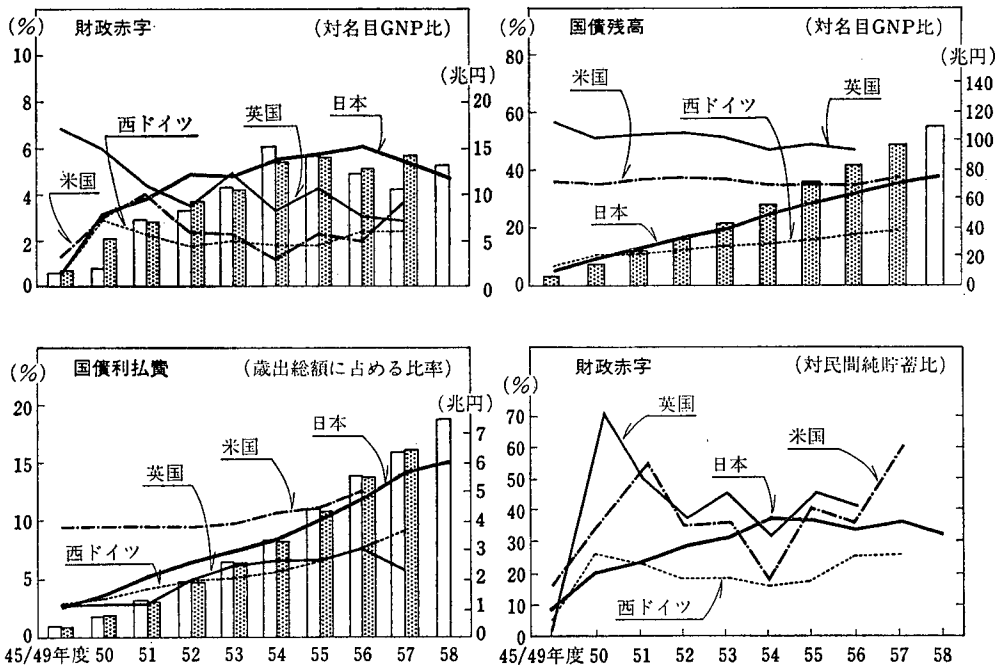
しかし、以上のような長期金利を巡る問題の根本は、いうまでもなく国債流通利回りの高どまりにある。仮りに長期金利の決定方式が見直されたとしても、国債金利の高どまり現象が続く限り、他の長期金利も、現在のような固定的な関係は改められるにせよ、市場における裁定作用を前提とする限り、国債金利に鞘寄せするかたちで高どまらざるを得まい。

国債流通利回りの決定要因としてはすでにみたように、海外要因の影響も大きく、この意味からも円安の是正が強く期待されるところであるが、57年の経験を

振り返ると、今後相当長期にわたり国債大量発行が不可避との一般の認識が、財政再建計画が行詰まったことによる先行き不透明感と結びついていることによるところが大きいと思われる。直面する財政赤字の規模(注8)や、今後に予想される低目の成長の持続、また財政再建の推進に伴い避け難い当面のデフレーションパクトの影響等を考慮すれば、現実的対処としては、財政再建は長期の課題とならざるを得ない。長期にわたり一般のクレディビリティが得られるような財政再建計画策定が容易でないことは明らかであるが、現在の国債流通利回り高どまりひいては国債に対する信認の低下は、現実の大量発行もさることながら、将来にわたる不透明感の増大によるところが大きいと考えられる点にかんがみ、財政再建の現実的なプログラムの明示が期待されるところである。

〔第13図〕

## 財政赤字の国際比較



(注) 棒グラフはそれぞれ日本の財政赤字幅、国債残高および国債利払費の実額  
(いずれも右目盛、□…当初予算、■…実績)

(注8) わが国財政赤字の実情を諸外国と比較してみると、57年度で、財政赤字幅は一般会計歳出の約30%、名目GNPの約6%に達しているほか、国債大量発行が続いた結果国債残高の対GNP比率は40%近くまで上昇、国債利払費の一般会計歳出に占める割合も約15%と相当高い水準に達している。さらに民間純貯蓄(民間純貯蓄=国民純貯蓄-一般政府<中央政府、地方政府、社会保障基金>純貯蓄。純貯蓄=総貯蓄-固定資本減耗)に対する財政赤字の比率も約40%の高率となっている(第13図)。

## (4) マネーサプライの動向

## (マネーサプライの推移)

マネーサプライは、57年を通じて伸び率を徐々に低め、58年に入ってから引続き落ち着いた推移をたどっている(注9)。すなわち、マネーサプライの推移を中心的な指標である $M_2 + CD$ (平残ベース)の前年比伸び率でみると(第7表)、57年1～3月は+10.6%と56年10～12月(+10.6%)に引続き2桁台の伸びとなったものの、その後は4～6月+9.2%、7～9月+9.0%、10～12月+8.1%と逐期伸び率は低下し、58年入り後も1～3月+7.6%のあと4～6月も7%台と見通されている。こうしたマネーサプライの増勢鈍化は、例えば地方交付金等財政支払いの後ズレや日本銀行保有TBの対市中売却に伴う事業法人預金のTBへのシフトといったやや一時的な要因による面(57年4～6月の伸び率低下には、このような要因がかなり寄与)もあるが、基本的には①実体経済活動の停滞や物価の落ち着きを映じて通貨に対する取引需要が低迷を続けていること、②個人部門を中心に銀行預金から所謂高利回り金融資産(新型の貸付信託、金融債、投資信託等)への資金シフトが活発化していること、などによりもたらされたものである。今、最近のマネーサプライの変動を通貨の保有動機との関連で整理するために、「 $M_2 + CD$ 」の伸び率を「名目取引高」、「個人貯蓄」および「銀行預金と他の競合金融資産との裁定関係」の3つの要因(最初の2要因は、いわば「実体経済活動の影響」

(第7表)

マネーサプライ( $M_2 + CD$ )と信用面の対応

(%)

		54年 平均	55年 平均	56年 平均	57年 平均	57/ 1～3 月平均	4～6 月平均	7～9 月平均	10～12 月平均	58/ 1～3 月平均
$M_2 + CD$ 平残 (前年比)		11.9	9.2	8.9	9.2	10.6	9.2	9.0	8.1	7.6
寄与度 (平残ベース) (未残期 8年1/2 ス)	対 外 資 産 (短 期)	- 1.5	- 1.9	- 0.1	- 0.7	- 0.7	- 0.8	- 0.9	- 0.7	- 0.4
	財 政 部 門 向 け 信 用	4.1	2.1	2.6	2.1	2.9	2.2	2.0	1.3	0.8
	うち 通 貨 当 局 分 (日銀・外為特会)	1.4	0.4	1.3	0.6	1.0	0.6	0.2	0.6	- 0.2
	民 間 向 け 信 用	9.5	8.8	7.8	9.1	9.4	8.8	9.0	8.8	8.2
	うち 貸 出	8.9	8.1	7.2	8.5	8.7	8.2	8.5	8.4	7.9
	そ の 他	- 0.4	- 0.4	- 1.4	- 1.1	- 0.1	- 0.7	- 1.2	- 1.3	- 1.5

(注) 寄与度(未残ベース)は月末休日要因調整後。

(注9) マネーサプライ動向についての詳細は、調査月報58年1月号「最近のマネーサプライ動向について」を参照。

とみなしうるのに対し最後の要因は「その他シフト等の影響」とみなし得よう)で説明する比較的簡単な回帰式を計測してみると、57年1～3月から58年1～3月にかけての前年比伸び率の低下幅3.0%ポイントのうち、「実体経済活動の影響」が1.4%ポイントに対し、「その他シフト等の影響」は1.6%ポイントとの結果が一応得られる(第8表)。「その他シフト等の影響」には地方交付金の支払い後ズレなどの一時的な要因も含まれているが、大半は預金からの資金シフトによるものであり、57年初来のマネーサプライの増勢鈍化に占める資金シフトの影響の大きさを物語っている。

こうしたマネーサプライの動きを金融機関の信用面の対応関係からみると(前出第7表)、民間向け信用の寄与度は、資金需要の着着きを主因に若干低下したが、なお高水準を持続している一方、①財政部門向け信用の寄与度は、日本銀行によるTBの対市中売却や都銀等民間金融機関による国債の市中売却の増嵩等に伴い低下傾向をたどっているほか、②その他項目の寄与度が預金から信託・金融債等への資金シフトが続くなかでマイナス幅を拡大している、などの点が指摘でき、おおむね上記計測結果と見合うかたちとなっている。

#### (マネーサプライ水準の評価)

マネーサプライの水準判断においてはその伸び率自体の高低ばかりでなく、実体経済活動との相対的な関係において適否を判断していくことが肝要であることはいうまでもない。まず、 $M_2 + CD$ 平残伸び率は57年1～3月の10%台から58年1～3月の7%台までかなり低下したが、名目GNP成長率を上回る伸び率が継続している状況に変わりはなく、この意味で、マネーサプライ伸び率が鈍化したといっても、実体経済活動水準との比較ではなお幾分高目の水準にあると評価しうる。これを「マーシャルのK」(通貨残高 $<M_2 + CD>$ を名目取引高<例えば名目総需要+中間取引高>で除した比率)の推移でみると(第14図)、55年以降は

(第8表)

#### 最近のマネーサプライの要因分解

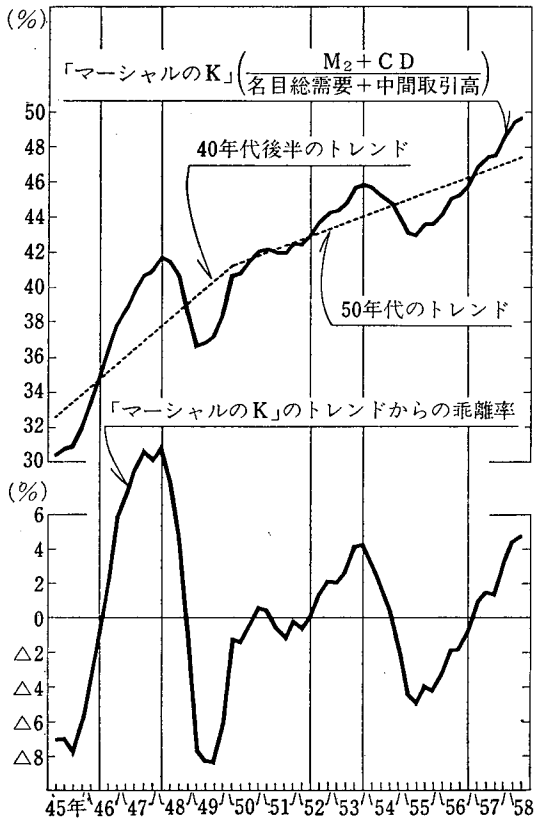
(平残前年比%、寄与度ベース%ポイント)

	55/1～3月→ 56/1～3月	56/1～3月→ 57/1～3月	57/1～3月→ 58/1～3月
$M_2 + CD$ 前年比	10.6→7.6	7.6→10.6	10.6→7.6
同 変 化 幅	- 3.0	+ 3.0	- 3.0
実体経済活動の影響	- 2.0	+ 0.5	- 1.4
その他シフト等の影響 (定額郵便貯金ないし高利回り商品へのシフトが主体)	- 1.0	+ 2.5	- 1.6



〔第14図〕

## 「マーシャルのK」の動向



(注) 58年4～6月は見通し。

ば一貫して上昇を続け、57年中もこうした傾向が続いている。「マーシャルのK」には、よく知られているように、個人の金融資産蓄積(その大宗は、 $M_2$ に含まれる定期預金)の趨勢的な増加を反映して明確な上昇トレンドがあるので、マネーサプライ水準の判断にあたってはこうした趨勢要因を除去する必要があるが、今そうした観点から「マーシャルのK」とそのトレンド線からの乖離率の推移をみると、54年から55年にかけて一旦大きくトレンド線を割込んで低下したが、その後徐々に上昇に転じ、56年10～12月にはおおむねトレンド線上に回帰したあと、57年央頃まで上方乖離幅は拡大傾向をたどった。しかし、その後は、マネーサプライの増勢鈍化を反映

して、上方乖離の拡大テンポは徐々に頭打ちとなり、57年10～12月以降は前回金融緩和局面にあたる52～53年当時とはほぼ同程度の乖離度合いを示す状況が続くなど、落ち着き気味である。「マーシャルのK」のトレンド線からの乖離率の動きは、現実に保有されている通貨残高の変動のうち、取引高ないし(個人貯蓄を規定する)所得の変動に基づく部分を捨象したものとみなしうるので、金融の繁閑の度合いを示す有力なマクロ指標の一つと考えられるが、上記のような乖離率の動きから推して、現状は、程々の金融緩和の状態にあり、景気回復を支えるのに必要なマネーは供給されていると判断される(注10)。

(注10) このほか最近のマネーサプライの増勢鈍化には上述のとおり高利回り金融資産への資金シフトがかなり寄与しているが、シフトの対象となった資産のかかなりの部分は、比較的流動化の容易なものであり、当面はともかく金利や実体経済の動向如何では決済通貨へ逆シフトする可能性を秘めている。また、企業部門での同様なシフトは57年中小規模なものにとどまっているが、市場性短期金融資産の蓄積がすでに相当の高水準に達しており、マネーサプライの水準判断にあたってはこうした点にも留意の要。

---

なお今後についても、歳出抑制を重視した財政運営、市中金融機関の融資態度や、企業サイドでの金利負担軽減のための借入抑制姿勢を勘案すると、総じてみればこれまでの落着き基調が当面続くと考えられる。

## 金融関係参考計表

## 1. 資金需給と金融調節

(単位・億円)

	銀行券	財政資金				その他	資金過 (△)不足	準備 預金	日本銀行信用					
		一 財	政	債	外				貸出	買手	入形	売手	出形	政府短期証 券売却・償還
55年度中	1,915	28,603	116,277	△100,815	13,141	△ 9,794	△16,894	△ 1,348	△15,546	299	△20,500	-	-	-
56 "	9,847	46,415	131,183	△76,916	△ 7,852	940	△37,508	3,928	△41,436	△ 3,346	△19,690	△18,400	-	-
57 "	11,901	△22,276	92,882	△97,781	△17,377	67	34,110	△ 4,146	38,256	5,666	17,190	15,400	-	-
57年1月	△30,975	△30,491	△23,839	△ 5,739	△ 913	△ 1,137	653	556	97	5,097	△ 9,000	4,000	-	-
2	5,223	7,551	14,144	△ 5,708	△ 885	2,172	△ 4,500	2,502	△ 7,002	△ 7,002	-	-	-	-
3	1,497	25,087	34,066	△ 6,250	△ 2,729	△ 930	△22,660	△ 4,471	△18,189	△ 599	810	△18,400	-	-
4	2,398	28,583	41,698	△11,241	△ 1,874	222	△26,407	2,202	△28,609	△ 3,388	△ 810	△ 600	△23,811	-
5	△7,749	4,655	17,240	△11,180	△ 1,405	260	△12,664	△ 1,999	△10,665	△ 5,327	-	△ 1,400	△ 3,938	-
6	8,715	△ 7,210	1,236	△ 5,336	△ 3,110	△ 248	16,173	△ 590	16,763	2,607	-	7,200	6,956	-
7	△ 555	△15,032	△12,016	△ 2,277	△ 739	△ 180	14,657	3,273	11,384	△ 209	-	△ 9,200	20,793	-
8	△1,922	△ 5,955	3,188	△ 5,147	△ 3,996	788	3,245	△ 2,401	5,646	△ 2,394	-	17,000	△ 8,960	-
9	△1,375	△10,701	119	△ 9,102	△ 1,718	△ 329	9,655	362	9,293	7,933	-	△ 7,600	8,960	-
10	△ 44	△14,504	△ 1,809	△ 8,723	△ 3,972	△ 527	14,987	2,298	12,689	△ 311	-	13,000	-	-
11	5,270	13,199	26,906	△12,900	△ 807	11	△ 7,940	200	△ 8,140	△ 3,170	-	-	△ 4,970	-
12	31,400	2,064	5,240	△ 2,945	△ 231	△ 268	29,604	△ 3,409	33,013	13,043	15,000	-	4,970	-
58年1月	△30,464	△46,485	△28,813	△17,889	217	△ 54	16,075	1,999	14,076	17,076	△ 3,000	-	-	-
2	5,840	9,740	10,688	△ 1,000	52	787	△ 4,687	875	△ 5,562	△ 5,562	-	-	-	-
3	387	19,369	29,200	△10,039	208	△ 394	△18,588	△ 6,956	△11,632	△14,632	6,000	△ 3,000	-	-

(注) 1. △は銀行券…還収超、財政…揚超、準備預金…増増し、手形売買…売却を示す。

2. 日本銀行が金融調節のため行った政府短期証券の売却、償還については、日本銀行信用の内訳として計上。

3. 日本銀行信用には、上記内訳のほか、債券売買、債券短期買入を含む。

## 2. 公定歩合、預貯金金利等の推移

(%)

	52/5	9	53/3	4	54/4	5	7	8	11	55/2	3	4	8	11	12	56/3	4	12	57/1	58/4
(実施日)	(5)	(16)	(17)	(24)	(2)	(19)	(19)	(20)	(6)	(18)	(11)									
公定歩合	5.0	4.25	3.5	→	4.25	→	5.25	→	6.25	7.25	9.0	→	8.25	7.25	→	6.25	→	5.5	→	→
預貯金金利																				
銀行																				
定期預金																				
3か月	3.75	3.25	→	2.5	→	3.25	→	4.0	→	→	5.0	6.0	→	→	5.0	→	4.25	→	3.75	→
6か月	5.0	4.5	→	3.75	→	4.5	→	5.25	→	→	6.25	7.25	→	→	6.25	→	5.5	→	5.0	→
1か年	5.75	5.25	→	4.5	→	5.25	→	6.0	→	→	7.0	7.75	→	→	7.0	→	6.25	→	5.75	→
2か年	6.0	5.5	→	4.75	→	5.5	→	6.25	→	→	7.25	8.0	→	→	7.25	→	6.5	→	6.0	→
普通預金	2.0	1.5	→	1.0	→	1.5	→	2.0	→	→	2.75	3.25	→	→	2.75	→	2.25	→	1.75	→
通知預金	2.25	1.75	→	1.25	→	1.75	→	2.25	→	→	3.0	3.5	→	→	3.0	→	2.5	→	2.0	→
郵便貯金																				
定額																				
1年未満	4.25	3.75	→	3.0	→	3.75	→	4.5	→	→	5.5	6.5	→	→	5.5	→	4.75	→	4.25	→
1年以上	4.75	4.25	→	3.5	→	4.25	→	5.0	→	→	6.0	7.0	→	→	6.0	→	5.25	→	4.75	→
1年	5.5	5.0	→	4.25	→	5.0	→	5.75	→	→	6.75	7.5	→	→	6.75	→	6.0	→	5.5	→
6か月	5.75	5.3	→	4.6	→	5.3	→	6.0	→	→	7.0	7.75	→	→	7.0	→	6.25	→	5.75	→
2年	6.0	5.5	→	4.75	→	5.5	→	6.25	→	→	7.25	8.0	→	→	7.25	→	6.5	→	6.0	→
3年																				
短期貸出・標準金利	5.25	4.5	3.75	→	4.5	→	5.5	→	6.5	7.5	9.25	→	8.5	7.5	→	6.75	→	6.0	→	→

## 3. 短期市場金利の推移

(資金出し手ベース、%)

	コール (中心)		手 形			C D		現 先		
	無条件	7日物	1か月物	2か月物	3か月物	120日未満	150日超	翌月物	2か月物	3か月物
56年1月末	8.875	8.9375	8.875	8.75 ~8.8125	8.875*	8.694	8.404	7.993	8.193	8.320
2	8.625	8.6875	8.5 ~8.625	8.375	8.375	8.464	8.327	8.440	8.459	8.461
3	7.4375	7.5	7.5	7.375 ~7.5	7.375 ~7.5	7.477	7.335	7.405	7.305	7.340
4	7.1875	7.1875	7.125	7.25	7.25	7.237	7.134	6.259	6.666	6.764
5	6.9375	7.0625	7.25	7.4375	7.4375	7.540	7.419	7.237	7.385	7.487
6	7.25	7.3125	7.4375	7.5	7.5	7.581	7.571	6.728	7.118	7.230
7	7.3125	7.375	7.5	7.5	7.5	7.511	7.570	6.639	6.997	7.125
8	7.25	7.4375	7.4375	7.375 ~7.4375	7.375	7.527	7.505	7.002	7.241	7.283
9	7.125	7.25	7.25	7.25	7.3125 ~7.375	7.485	7.471	6.919	7.074	7.147
10	7.0	7.0	7.0625	7.25 ~7.375	7.375	7.405	7.406	6.568	6.900	7.086
11	6.875	7.25	7.375	7.25 ~7.375	7.25 ~7.3125	7.242	7.100	7.144	7.187	7.216
12	6.625	6.625	6.625	6.5625	6.5625	6.622	6.582	6.512	6.510	6.518
57年1月末	6.625	6.6875	6.6875	6.625	6.5625*	6.587	6.522*	6.146	6.291	6.379
2	6.6875	6.75	6.6875	6.5625	6.5	6.672	6.467	6.253	6.370	6.398
3	7.0	7.0	6.5625*	6.5*	6.5*	6.649	6.651	6.314	6.376	6.415
4	7.125	7.1875	7.1875	7.125	7.0625	7.085	6.909	6.699	6.667	6.672
5	7.125	7.1875	7.25	7.25	7.1875	7.162	7.088	7.013	7.040	7.079
6	7.125	7.1875	7.3125	7.3125	7.25	7.350	7.036	7.068	7.148	7.195
7	7.125	7.25	7.3125	7.3125	7.25	7.383	7.300	6.705	6.914	7.024
8	7.0625	7.1875	7.3125	7.3125	7.3125	7.434	7.427	7.011	7.151	7.217
9	6.9375	7.0625	7.125 ~7.1875	7.125 ~7.1875	7.1875	7.347	7.301	6.824	6.939	7.047
10	6.875	6.9375	7.0625	7.0625	7.1875	7.251	7.241	6.501	6.722	6.892
11	6.6875	7.0625	7.0625 ~7.125	7.125	7.125	7.218	7.120	6.906	7.012	7.062
12	6.6875	6.6875	7.0	7.0625*	7.0625	7.077	6.879	6.701	6.699	6.795
58年1月末	6.75	6.75	6.875	6.875	6.9375*	6.696	6.540	6.444	6.488	6.515
2	6.6875	6.875	6.875	6.8125	6.8125	6.935	6.770*	6.687	6.692	6.692
3	6.375	6.5625	6.6875 ~6.75	6.75	6.8125	6.947	6.830	6.568	6.562	6.568
4	6.25	6.3125	6.5	6.625	6.6875*	6.525	6.380	6.055	6.148	6.200

(注) 1. \*印は月末時に出合いがなかったため、直近時点のものを記載。

2. 手形の2か月物、3か月物は55年10月以前は2山越、3山越。

3. CDの57年4月以前は、都・長銀、信託の月末日を含む1週間、57年5月以降は各月下旬のそれぞれ平均。

## 4. 債券利回り等の推移

(1) 新発債応募者利回り等の推移

(%)

(2) 債券流通利回りの推移 (指標気配、いずれも最長期物、%)

	国債	政保債	地方債	事業債 (AA格、 12年もの)	金融債	長期貸出 最優遇金利
55年3月末	8.090	8.145	8.190	8.324	7.900	8.800
4	8.888	8.989	9.042	9.187	8.600	9.500
7	8.546	8.646	8.700	8.842		
8				8.742		
11						8.800
12	8.227	8.282	8.329	8.409	7.900	8.500
56年4月末						
5	7.868	7.924	7.969	8.063	7.600	
6	7.959	8.015	8.061	8.147		
7				8.164		
9	8.367	8.375	8.375	8.409		
11					8.000	8.900
12						8.600
57年1月末	8.015	8.025	8.025	8.063	7.700	8.400
3						
4	7.811	7.822	7.822	7.861	7.500	
8	8.274	8.282	8.282	8.324		
9					8.000	8.900
12	7.969	7.979	7.979	8.022		8.600
58年1月末	7.766	7.777	7.777	7.821	7.700	8.400
2					7.500	
3	7.857	7.868	7.868			
4						

	国債	(参考)		事業債	金融債
		6.1%国債	7.7%国債		
55年3月末	10.056	10.303	未上場	9.721	10.719
6	8.187	9.030	8.250	8.481	8.024
9	8.722	9.600	8.740	8.450	8.313
12	8.809	9.750	8.962	8.453	8.379
56年3月末	7.827	9.150	8.030	8.149	7.784
6	8.178	9.900	8.580	8.200	8.391
9	9.216	10.144	9.150	8.517	8.701
12	8.183	8.710	8.110	8.034	7.595
57年1月末	8.080	8.650	8.050	7.927	7.492
2	8.024	8.620	8.070	7.894	7.630
3	7.758	8.352	7.751	7.826	7.474
4	7.750	8.360	7.740	7.810	7.367
5	8.304	8.760	8.290	8.083	7.724
6	8.711	9.152	8.730	8.586	8.403
7	8.565	8.930	8.550	8.411	8.308
8	8.629	8.930	8.630	8.414	8.396
9	8.746	8.942	8.690	8.488	8.392
10	8.773	8.990	8.720	8.308	8.042
11	8.445	8.570	8.290	8.174	7.928
12	7.646	8.020	7.670	7.743	7.195
58年1月末	7.880	8.321	8.070	7.861	7.464
2	7.670	8.070	7.740	7.762	7.367
3	7.768	8.083	7.820	7.954	7.500
4	7.666	8.051	7.710	7.913	7.443

(注) 6.1%国債、7.7%国債は東証上場利回り(銘柄はそれぞれ利付10回、利付21回)。

## 5. マネーサプライ関連指標の推移

(前年比%)

	平 残 増 加 率								末 残 増 加 率	
	銀行券	M1	季調済前期 (月)比(年率)	現金通貨	預金通貨	準通貨	M2+CD	季調済前期 (月)比(年率)	M3+CD	M3+CD +金融債
56年1~3	2.6	-1.5	0.8 ( 3.2)	2.5	-2.6	12.0	7.6	2.1 ( 8.7)	9.4	9.5
4~6	2.1	-0.4	1.8 ( 7.3)	2.0	-1.1	12.7	7.9	2.5 (10.5)	10.5	10.5
7~9	4.9	6.5	3.6 ( 15.4)	5.0	6.9	11.1	9.6	2.8 (11.7)	10.6	10.4
10~12	6.1	8.9	2.5 ( 10.3)	6.4	9.7	10.8	10.6	2.8 (11.5)	10.8	10.7
57年1~3	5.8	6.8	-0.7 ( -2.9)	5.8	7.1	12.0	10.6	2.2 ( 9.2)	11.6	11.6
4~6	7.3	6.5	1.7 ( 6.9)	7.6	6.3	9.7	9.2	1.4 ( 5.6)	9.7	9.7
7~9	7.1	5.3	2.0 ( 8.2)	7.3	4.1	10.0	9.0	2.5 (10.5)	9.9	9.9
10~12	7.1	4.7	1.6 ( 6.7)	7.6	3.8	9.1	8.1	1.7 ( 7.0)	P 9.5	P 9.5
58年1~3	7.3	6.1	0.7 ( 2.8)	8.1	5.5	7.7	7.6	1.8 ( 7.2)	P 8.3	P 8.4
57年 1	4.9	7.0	-2.5 ( -26.4)	5.1	7.6	12.0	10.7	0.8 ( 9.8)	12.0	11.9
2	6.3	6.3	0.6 ( 7.9)	6.1	6.3	12.2	10.6	0.7 ( 8.4)	12.0	11.9
3	6.4	7.1	1.0 ( 12.5)	6.2	7.3	11.7	10.5	0.8 (10.2)	10.9	10.9
4	7.6	8.2	0.1 ( 1.4)	7.6	8.4	9.2	9.3	0.0 ( 0.4)	10.2	10.1
5	7.6	6.5	0.7 ( 8.6)	7.9	6.1	10.0	9.4	0.7 ( 8.9)	8.9	8.9
6	6.7	4.9	0.7 ( 8.7)	7.3	4.3	9.9	8.8	0.3 ( 3.6)	10.0	10.0
7	6.9	5.6	0.8 ( 10.2)	7.0	5.2	10.2	9.3	1.3 (17.0)	9.9	9.8
8	7.0	5.0	0.5 ( 6.2)	7.3	4.3	10.1	9.0	0.8 ( 9.5)	9.7	9.7
9	7.5	5.3	0.4 ( 5.4)	7.7	4.6	9.9	8.9	0.7 ( 9.2)	10.2	10.2
10	8.0	4.7	0.4 ( 4.5)	7.9	3.8	9.3	8.3	0.5 ( 5.7)	10.1	10.1
11	7.4	4.4	0.7 ( 8.3)	8.0	3.4	9.2	8.0	0.5 ( 5.9)	9.1	9.1
12	6.2	4.9	1.1 ( 13.8)	7.1	4.3	8.9	7.9	0.5 ( 6.7)	P 9.2	P 9.2
58年 1	7.0	6.7	-0.2 ( -2.3)	7.9	6.3	7.6	7.7	0.6 ( 8.0)	P 8.1	P 8.2
2	7.7	6.0	-0.3 ( -3.5)	8.4	5.3	7.6	7.4	0.4 ( 4.8)	P 7.9	P 8.1
3	7.3	5.6	0.4 ( 5.2)	8.1	4.9	7.9	7.6	1.0 (12.2)	P 8.9	P 9.0

M1=現金通貨\*+全国銀行、相互、信金、農中、商中の要求払預金(預金通貨)

\*現金通貨=銀行券発行高+補助貨流通高-金融機関保有現金

M2+CD=M1+上記金融機関の定期性預金(準通貨)+CD

M3+CD=M2+郵便局、農・漁協、信組、労金の預貯金+信託元本(金銭信託、貸付信託)+CD

四半期計数は月中平残または月末残高の3か月平均による。

Pは速報。

6. 外国為替相場の推移（東京市場）

	米ドル直物相場 (終 値)	同先物相場・3か月物 (終 値)	(スプレッド・年率)	(参考) ユーロ・レート (3か月物)
55年12月末	203.60 円	199.45 円	(d 8.153%)	17.8125 %
57年1月末	228.45	223.75	(d 8.229)	14.6875
2	235.20	230.30	(d 8.333)	15.0625
3	248.30	243.05	(d 8.457)	15.4375
4	236.30	231.75	(d 7.702)	14.9375
5	243.70	239.25	(d 7.304)	14.5000
6	255.55	250.15	(d 8.452)	15.6250
7	256.65	252.70	(d 6.156)	13.0625
8	259.60	256.80	(d 4.314)	11.5000
9	269.40	266.50	(d 4.305)	11.5625
10	277.40	275.30	(d 3.028)	10.0000
11	253.45	251.80	(d 2.446)	9.9375
12	235.30	233.90	(d 2.379)	9.3125
58年1月末	238.40	236.85	(d 2.600)	9.5000
2	235.55	234.28	(d 2.156)	8.8125
3	239.30	237.45	(d 3.092)	9.7500
4	237.70	236.08	(d 2.722)	9.0000

(注) dはディスカウント、pはプレミアムを表わす。

7. 業 態 別 金 融 機 関 貸 出 動 向

(外貨建貸付を除く増加額、単位 億円、%)

	都市 銀行	増加額 前年比	残高 前年比	長期 信用 銀行	増加額 前年比	残高 前年比	信託 銀行	増加額 前年比	残高 前年比	地方 銀行	増加額 前年比	残高 前年比	相互 銀行	増加額 前年比	残高 前年比	信用 金庫	増加額 前年比	残高 前年比
56年1～3	10,073	13.4	6.1	3,287	23.1	6.3	3,920	24.4	6.3	8,863	29.0	8.5	3,221	△0.8	8.1	696	△76.7	7.5
4～6	11,036	51.0	6.6	3,386	57.5	7.0	4,925	69.0	7.2	△4,818	—	7.7	481	△71.4	7.5	△3,195	—	6.1
7～9	15,060	2.0倍	7.6	4,210	2.2倍	8.4	4,550	87.6	8.2	18,773	63.4	9.2	8,420	68.5	9.0	9,002	10.3	6.3
10～12	22,743	40.7	8.4	4,734	91.4	9.6	4,941	49.3	8.8	22,117	43.1	10.4	9,361	48.3	10.1	10,582	12.4	6.5
57年1～3	12,439	23.5	8.6	4,410	34.2	10.1	5,255	34.1	9.3	10,428	17.7	10.6	4,534	40.8	10.6	2,730	3.9倍	7.2
4～6	13,259	20.1	8.8	3,860	14.0	10.2	4,920	△0.1	9.1	△8,897	—	9.7	468	△2.7	10.6	△1,439	—	8.0
7～9	18,143	20.5	9.0	4,385	4.2	10.1	4,640	2.0	8.9	22,809	21.5	10.2	9,012	7.0	10.4	10,273	14.1	8.2
10～12	27,060	19.0	9.3	5,720	20.8	10.3	6,060	22.6	9.2	19,645	△11.2	9.2	8,687	△7.2	9.7	10,926	3.3	8.0
58年1～3	14,825	19.2	9.5	4,880	10.7	10.4	5,875	11.8	9.3	10,442	0.1	9.0	2,960	△34.7	8.9	P2,636	△3.4	7.9

(注) 期末休日要因調整後。

8. 国 債 発 行 額 の 推 移

(収入金ベース、単位億円)

	発 行 総 額	シ 団 引 受	利付国債 (10年)	うち 証券団取扱額	割引国債	定率直接発 行および入 札発行	運用部引受	発行残高 (年度末・ 額面ベース)
51 年 度	71,982	61,844	61,164	9,410	680	—	10,138	220,767
52	95,612	85,612	83,512	20,514	2,100	—	10,000	319,024
53	106,740	93,740	91,540	17,771	2,200	10,000	3,000	426,158
54	134,720	97,720	95,520	10,895	2,200	10,359	26,641	562,513
55	141,702	84,702	82,602	20,583	2,100	17,316	39,684	705,098
56	129,000	55,192	53,192	10,860	2,000	29,568	44,240	822,734
57 (実績 見込み)	143,450	76,800	74,800	13,085	2,000	29,650	37,000	964,822
58 (予定)	133,450	66,000	64,000	—	2,000	30,450	37,000	—