

昭和58年の金融および経済の動向

〔目 次〕

- | | |
|---------------|--------------------------|
| 1. 概 況 | (1) 短期金融市場の動向と金融調節 |
| 2. 実体経済の動向 | (2) 金融機関の融資態度と資金ポジションの動向 |
| (1) 景気の動向 | (3) 債券市場の動向 |
| (2) 国際収支と為替相場 | (4) マネーサプライの動向 |
| 3. 金融面の動向 | |

1. 概 況

(海外環境の好転と景気の回復)

昭和58年のわが国経済は、世界景気の回復と原油価格の低下という海外情勢の好転に支えられて春頃には停滞を脱し、その後次第に回復傾向を著実にした。

顧みると、日本経済は56年秋以降、それまで景気を下支えしていた輸出の急減に伴って1年余にわたり再び厳しい減産を余儀なくされ、これに伴う企業収益の減少、雇用・賃金の伸び悩みなどを通じて設備投資や個人消費など国内民間最終需要にも調整圧力が加わったため、57年末にかけて景気停滞色を強めていた。しかしその後、58年初頃から輸出が米国景気の回復などを背景に急速な増加に転じたほか、3月にはOPECによる原油価格の引下げが決定され、また円相場も前年12月以降はそれまでのような極端な円安が是正をみた。このように、58年春先には日本経済をとり巻く外部環境の好転がみられ、これを支えに景気は後退局面を脱して回復過程に入ることとなった。米国向けを中心とする輸出の増加に伴い、まず鉱工業生産が58年初来持直しに転じ、その後も輸出の増勢持続に支えられて次第にその水準を高めた。一方では、原油価格の低下が円相場の比較的安定的な推移のもとで素材型産業を中心とする各産業のコスト低下に結びつき、企業収益は売上げ数量増とコスト低下の効果があいまって次第に改善テンポを早めていった。こうした状況をうけて、企業の投資活動は年央頃から中小企業製造業の設備投資を中心に徐々に持直しに転じ、名目所得の伸び悩みから不振を続けていた家計の消費支出も天候要因の影響もあって年後半には緩やかながら増加をみるなど、国内民間需要も次第に回復傾向を示すこととなった。

もっとも、この間の財政支出は財政改革努力を反映して引続き低い伸びにとどまっ

たほか、国内民間需要についても、省エネルギー等を目的とした大型設備投資の一巡や雇用・賃金の伸び悩みなど58年初までの景気停滞が遺した調整圧力が尾を引いていた一方、第2次石油危機後の相対価格の大幅な変化や財政改革努力に対応した産業構造等各面の中期的な調整も進んでいたため、58年中国内需要の回復テンポは緩やかなものにとどまった。このため、年平均でみた実質GNP成長率は57年3.3%のあと、58年は3.0%とわずかながら鈍化し、また業種別にも輸出が急増を続けた電気機械等一部加工業種の好調がとくに目立つ一方、素材業種や非製造業の業況改善が遅れるなど、業況の跛行性が色濃く残存した。

原油値下がりや円安是正という外的条件の好転は物価の一層の落ち着きにも貢献し、58年平均の卸売物価は前年比-2.2%の下落をみた一方、消費者物価も同+1.9%と24年振りの小幅な上昇にとどまった。他方、対外面では輸入が年央以降好伸したにもかかわらず、輸出の伸びがそれを上回ったため58年中の経常収支は208億ドルとかつてない大幅な黒字を記録した。

(米国高金利下でのわが国の金融政策運営)

以上のように、物価が安定基調を持続する一方、国内需要が伸び悩みを続け、経常収支の黒字は拡大傾向をたどるといいう状況下で、日本銀行は、できる限り国内需要の拡大に資するように配慮した金融政策の運営を行った。マネーサプライ(M2 + CD、前年比)の動きをみると、年間を通じて名目成長率を上回るほぼ7%台の安定した伸び率で推移し、この間の企業金融の引緩み等からみて景気回復を支えるのに十分な通貨供給がなされたといえる。

金利政策の面では、秋口まで円相場が米国高金利に伴う大幅な内外金利差を背景になお不安定な推移を示していたため、利下げ措置をとっても円安に振れることがないよう慎重に内外諸情勢を見極めたるうえで、10月22日、公定歩合の0.5%引下げ(5.5%→5.0%)を実施した。上記引下げは、56年末の第4次公定歩合引下げ以降1年10か月振りの措置であるが、この間公定歩合を据置いたのは、利下げに伴って為替が円安に振れた場合、それによる国民経済にとってのマイナスが利下げのプラス効果を相殺してしまう可能性が強いと判断したためである。すなわち、円安は、まず第1に輸入物価を中心に物価上昇要因となる。もちろん、58年央にかけてのように需給が緩和した状態ではこれが直ちにインフレにつながる可能性は少なかったが、円安による輸入コスト圧力が将来にわたり物価上昇要因として尾を引く懸念があった。また、物価が目立って上昇しない場合でも、円安になれば対外的には交易条件が悪化し所得が海外に移転するわけであり、折角の原油値下がりによる実質購買力の増大効果が相殺される恐れがあっ

た。第2に、経常収支が黒字拡大傾向を示すなかでの円安は貿易面での摩擦現象を増幅する可能性が強く、それが欧米主要国を中心とする保護貿易主義の風潮に拍車をかける懸念があった。自由貿易体制による恩恵を大きくうけるわが国にとって、円安の回避は極めて重要な要請であった。第3には、円安は長期金利高止まりの一因ともなることである。すなわち、57～58年においては資本の対外流出につれて為替相場が円安に振れた時期には国内長期債の市況が軟化し、長期金利が上昇する傾向がみられた。こうした観点からみても為替相場の円高方向での安定を維持することが重要であった。

国内では財政改革という歴史的な課題を抱え、財政面からの景気への対応には自ずから大きな限界があるため、総需要調整における金融政策の役割はこのところ一段と高まっている。しかし、海外金利、とくに米国金利が大幅な財政赤字を背景に高水準を続け、為替相場がそれに敏感に反応するような状況下では、景気回復の足取りを確認しつつ日米金利差を拡大しないよう努めることは、58年の金融政策運営における重要な課題であった。

(金融の諸規制弾力化、国際化とその影響)

金融システムの面に目を転じると、すでにここ数年拡大傾向にあった自由金利市場が58年には金融取引各般にわたって一段と拡大し、こうした中で金融商品の多様化もさらに進展した。すなわち、ここ数年の短期金融市場における自由化の推進や、国債残高の累増、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金利の裁定関係が強まり、つれて自由金利市場は漸次拡大しつつあった。最近1年間においては、国債を組込んだ新金融商品をはじめとした自由金利商品の拡大、資本市場での規制弾力化(転換社債発行基準や無担保債適債基準の緩和等)のほか、金融機関と証券会社の双方の業務分野に関連する業務の取扱開始(銀行等の国債窓口販売、証券会社の国債担保貸付等)、さらには内外金融にまたがる分野での規制緩和(ユーロ円市場関係等)など、対外面を含め各市場の一体化が促進されるかたちで諸規制が相次いで緩和された。このため、自由金利市場は一段と規模が拡大する一方、金融機関の預金など規制が残存する市場は伸び悩みを続けるというここ数年の傾向がこのところ一層鮮明となりつつある。

こうした自由化の潮流は、内外金融の一体化、国債流通市場の拡大、企業や家計の金利選好意識の高まりなどを背景とするものだけに、今後ともさらに進展が予想され、米国等海外からの金融自由化や円の国際化に対する要請も根強い。

金融の自由化は金融環境の変化に伴い避けえぬところであり、金融の効率化の観点

からも今後ともこれを推進していく必要があるが、戦後のわが国金融制度に定着してきた諸規制を緩和し、行政の方針を変更していくには留意すべき点が少なくない。例えば、自由金利と規制金利がバランスを失したまま長期間併存したり、各業態間の競争条件が権衡を欠いたまま業務分野の相互乗入れが急速に進むようなことがあれば、規制をうけている金融資産ないし業態のシェア低下が不可避であり、それが過度にわたる場合には個別金融機関等の経営はもとより金融制度自体の円滑な運営が損われかねない。また、ユーロ円市場等国内市場と直結した海外市場での自由化テンポが国内市場の自由化進展度合いを大きく上回るような場合にも、企業等がより自由な海外市場での運用・調達を活発化させることから、国内市場の発展が阻害されるとともに金融政策の有効性確保にとっても問題が生じよう。したがって、今後金融の自由化を進めていくにあたっては、国内市場の効率化を促し金融政策の有効性を確保することを主眼において取組んでいく必要がある。

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も十分配慮しつつ、こうした自由化の大きな流れに積極的に対応していくことが必要であると考えている。金融政策については自由金利市場が拡大していけば、企業、家計にとってだけでなく金融機関の行動にとってもこれまで以上に金利が重要な要素となるため、マネーサプライの適切な管理のうえでも金利機能の活用が一層重要な役割を演じることになる。とくに、現在なお大宗が規制のもとにある預貯金の金利についても、そのときの金融政策や金融の状況に応じて弾力的に決定されるようになることが不可欠である。このため、今後ともそうした方向に向けて徐々に自由化、弾力化を進めていくことが必要である。また、昨年10月の公定歩合引下げ時におけるような預貯金金利引下げの遅延(引下げ実施は本年1月)は金融政策の効果浸透を遅らせるものであり、今後郵便貯金の金利を含めた預貯金金利が一般金融情勢と調和を保ちつつ弾力的に決定、変更されることが強く期待される。一方、自由金利市場が拡大する状況の下で金融政策の有効性を高めるためには金利操作の影響力を強めていく必要があるが、その場合、日本銀行の金融政策の基本的なスタンスを的確に伝達しうる市場の拡大が不可欠である。そうした意味でインターバンク市場と並んで金融調節の中核となるにふさわしいオープン市場を育成していくことが緊要な課題であり、日本銀行としては、取引される金融資産の性格等(信用度、流動性、発行額など)からみて政府短期証券(TB)の市場が育成されることが最も望ましいと考えている。

(景気の現状と展望)

わが国の景気は、このところ回復の動きに着実さを加えつつある。これは、輸出が

米国景気の力強い拡大をはじめとする海外景気の回復を反映して昨春来の高い伸びを続ける一方、その波及効果等から国内民間需要も中小企業の設備投資を中心に増加傾向が次第に確かなものになってきているためである。こうした状況下、企業の景況感も業種間の跛行性が徐々に緩和するなかで全体としてかなり好転し、またこれまで改善の遅れていた雇用面にも幾分持直しの傾向があらわれている。輸出が当面増加基調を続けるとすれば、それに伴う生産増、所得増の効果がこれまでやや立直りが遅れていた家計所得、個人消費支出などの動向にも次第に波及し、景気回復が今後一段と着実なものとなることが期待される。

ただ、こうした景気展開については、いくつか留意しておくべき点がある。まず最近の景気回復を生産、設備投資、雇用等について具体的にみた場合、輸出関連業種(とくに電気機械)の寄与の大きさが目立っており、依然輸出増加に支えられた回復という側面が強く残っていることである。このため、輸出環境、とりわけ米国景気の動向がわが国景気の先行きにとって依然ひとつの大きなポイントであることに変わりはない。現在、米国経済は1年余にわたって力強い拡大を続けているが、一方では巨額の財政赤字とそれに密接に関連した経常収支赤字という2つの不安定要因を抱えているだけに、今後財政面で適切な対応がとられない限り、民間需要がクラウド・アウトされることによる景気屈折不いしインフレ再燃といった状況に陥る危険が内在していることは否定できない。いまひとつ留意すべき点は、わが国の経常収支黒字が、当分縮小しない可能性が強いことである。わが国の経常収支の黒字は、非価格面を含めた輸出競争力の強まりや輸入原燃料節約の進展などなかば構造的ともいえる要因によってもたらされた面が少なくない。このため、可能な範囲で内需の回復に努めていくことは当然にしても、それだけで短期間に黒字を吸収することは困難である。もちろん、為替円高によってもこの問題を直ちに解決しうるわけではないが、マクロ経済政策の観点からみればやはり為替の円高方向での安定を図ることによって輸出入構造の変化を促し、時間をかけて不均衡を是正していくべきであろう。したがって今後は、物価安定持続のもとで国内景気のリcoveryが内需を中心に一段と着実の度を加え、そうしたなかで円相場がさらに円高方向で定着してゆく展開が望まれるわけであり、当面の金融政策の課題はこうした環境を維持していくことにあると考えられる。

2. 実体経済の動向

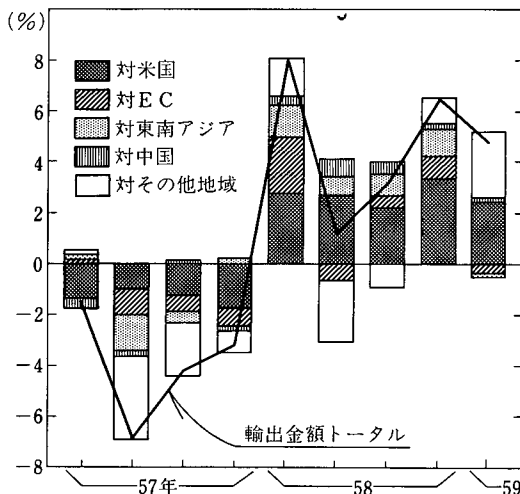
(1) 景気の動向

(海外環境の好転に支えられた景気回復)

わが国経済は、56年末以降の輸出急減を引き金とした生産・在庫の再調整とそれに伴う国内民間需要に対する下方調整圧力の強まりをうけて、景気停滞色が広がるなかで58年を迎えた。しかし58年に入ると、米国を中心とする海外景気の底入れに伴って輸出が反転増加、その後1年以上にわたって高い伸びを持続することとなり、こうした輸出動向が再び58年から59年にかけての景気展開に大きな影響を与えた。すなわち、わが国の輸出をみると(第1図)、55~56年にかけて輸出先現地に積み上がりをみていた在庫の調整が57年中の船積み抑制によりほぼ一巡していたところへ、58年初ごろから米国景気が回復に転じ西ドイツ、英国等の景気も緩やかな持直しに向ったことから、58年初には急速な立直りを示した(58年1~3月の通関輸出数量は前期比+5.8%の大幅増加)。その後も、米国向けが同国景気の予想を上回る拡大に伴い大幅な伸びを持続したうえ、東南アジア向けもこれら諸国の対米輸出関連需要の増大を背景に中間製品を中心として順調に増加、また中国向けも同国の経済調整策の進展などから鋼材を中心に急増したことから、全体として高水準の伸びを続けることとなった(58年の通関輸出数量は前年比+8.7%)。この間、中近東、中南米、アフリカ向け等の輸

(第1図)

わが国輸出の仕向地別寄与度
(ドルベース、季調済前期比)



(資料) 大蔵省「通関統計」

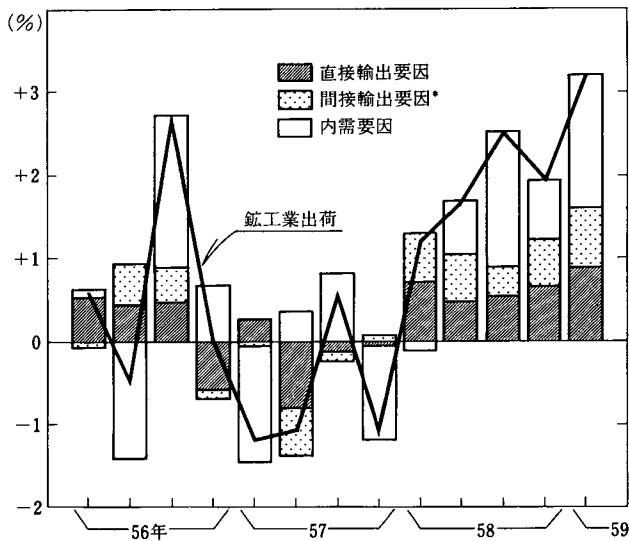
出は、原油価格の低下や債務累積問題による外貨繰りの悪化を反映して不振のまま推移した。こうした58年の輸出の動きを品目別にみると、世界景気の長期停滞の影響が残存した船舶、プラント類のほか、自動二輪車等一部には減少を示したものがみられたものの、事務用機器(通関輸出数量前年比+76%)、VTR(同+43%)、半導体(同+39%)などいわゆる先端技術関連品目が著増したほか、繊維製品、時計等の消費財や鉄鋼、化学製品等の生産財が比較的早い段階から増勢を示し、また金属加

工機械、トラック等の投資財も次第に増加をみるなど、広範な品目にわたって増加を示した。こうした輸出の回復によって生産活動が持直し気配を示していたところへ、58年3月初にはOPECによる原油価格の引下げ(基準価格バーレル当り34→29ドル)が決定された。わが国の輸入総額の4割近くを占める原油の価格低下は、それが為替円安化によって相殺されない限り、産油国に対する原油輸入代金支払額(円ベース)の減少を通じてわが国の実質購買力を増大させる効果を持つが、幸い、57年末から58年初にかけては57年のような為替円安はかなり修正されつつあった。このように、58年春先には輸出需要の回復と原油価格の低下という海外環境の好転によってわが国景気は立直りが展望できる状況となっていた。

こうした輸出の急回復は、それ自体の増産効果に加え、すでに最終段階を迎えつつあった国内における在庫調整を需要面から加速させたため、それまで1年余にわたっ

(第2図)

鉱工業出荷に対する輸出の影響



* 間接輸出要因は産業連関表により推計。

(参考)

(四半期は季調済前期比、()内は前年比、暦年は前年比、%)

	57年	58年	57/ 10~12月	58/ 1~3月	4~6月	7~9月	10~12月	59/ 1~3月
鉱工業生産	0.3	3.6	-1.2 (-2.4)	0.9 (-0.9)	1.9 (1.7)	2.6 (4.6)	2.9 (8.6)	3.2 (11.0)

(資料) 通産省「通産統計」等

て減勢を続けていた鉱工業生産は58年初来増加に転じた(注1)。輸出の持続的な拡大は、輸出産業の生産水準を一段と上げたうえ、輸出産業による部品、原材料等の調達増加を通じて次第に関連産業の生産増を促した。また原油の値下がり、石油製品をはじめとする価格の連鎖的下落を通じて物価の一段の安定と企業収益の改善をもたらし、これに伴う実質購買力の増大効果が年後半における国内民間需要の持直しに寄与することとなった。こうして鉱工業生産の上昇テンポは、次第に輸出と内需の双方に支えられるかたちで力強さを加えていったのである(第2図)。こうした国内民需の動きをやや詳しくみると、57年末以降やや停滞気味となっていた設備投資(GNPベース)は58年4～6月には輸出関連の中小企業を中心に3期振りに前期比増加に転じ、その後緩やかな増勢をたどった。また、個人消費は、所得・雇用の伸び悩みから58年前半停滞を続けたが、年後半には天候面の要因(例年にない猛暑と早目の寒気到来)が

(第1表)

実質GNP、生産の推移

(暦年計数は前年比、四半期計数は季調済前期比%)
内訳はすべて実質GNPに対する寄与度

	57年	58年	1～3月	4～6月	7～9月	10～12月
実質GNP	3.3	3.0	0.2 (年率0.7)	1.1 (年率4.5)	1.5 (年率6.2)	0.8 (年率3.1)
民間最終消費	2.2	1.7	0.4	0.1	0.4	0.3
民間住宅投資	-0.0	-0.2	-0.2	-0.7	0.2	0.3
民間設備投資	0.6	0.3	-0.1	0.2	0.3	0.3
民間在庫投資	-0.0	-0.6	-0.4	0.4	-0.2	0.2
政府支出	0.2	0.2	0.0	0.5	0.2	-0.5
うち 固定資本形成	0.0	-0.0	-0.3	0.4	0.1	-0.3
輸出等	0.7	0.9	-0.1	0.6	1.0	0.8
輸入等	-0.4	0.7	0.6	-0.0	-0.4	-0.6
国内需要	2.9	1.4	-0.3	0.5	0.9	0.6
うち 国内民間最終需要	2.8	1.8	0.1	-0.4	0.9	0.9
経常海外余剰	0.3	1.6	0.5	0.6	0.7	0.1
鉱工業生産	0.3	3.6	0.9	1.9	2.6	2.9

(資料) 経企企画庁「国民所得統計速報」、通産省「通産統計」

(注1) 経企庁の景気基準日付によれば、今次景気後退は55年2月に始まり、その後一時56年後半に底入れの気配をみせたものの、結局58年2月に谷を記録するまでの36か月という長期にわたるものであった(ちなみに前回は52年1月のピーク後9か月の後退、前々回は48年11月のピーク後同16か月)。

大きく響いたほか、景気回復期待の高まりを背景とする消費者マインドのときほぐれ等もあって季節商品、耐久消費財を中心に緩やかながらも増加をみた。この間、住宅投資も、58年後半にはそれまで急減した反動もあって増加に転じた。このように、58年のわが国経済は、輸出をリード役としつつ前半には56年末以降の景気再調整に伴う後遺効果が減衰したため、年後半には内需の増加も加わって徐々ながら着実な景気回復が進むこととなった。

以上のような、58年の景気展開を実質GNPの推移で跡づけてみると(第1表)、上期は輸出が回復する一方、内需の不振(前期比増加率に対する内需の寄与度+0.1%弱、外需+0.9%弱)から前期比+0.9%と57年下期(前期比+1.8%)に比べ停滞感を強めたが、下期は内需の回復が加わるかたち(同内需+1.4%強、外需+1.0%強)で同+2.5%と伸びを高めている。ただ、58年全体としての成長率は+3.0%と前年(+3.3%)に比べ幾分鈍化するかたちとなっている。このように比較的低い成長率にとどまったのは、今回の景気回復が輸出増加の恩恵を直接受けやすい加工型の製造業によってリードされる一方、素材業種や近年わが国経済のなかでウエイトを高めつつある非製造業の業況改善が遅れたことによるものである。これには、雇用者所得の伸び悩みなど景気調整過程の後遺症が尾を引いたことや、財政再建下政府支出抑制の影響(建設業、建材業等)を受けたことが大きい。

(物価安定下での企業収益の回復)

58年中の物価動向をみると、景気が回復傾向を続けるなかで卸売物価、消費者物価とも極めて安定した推移をたどった。

まず卸売物価(第3図)は、原油価格の低下と為替円安の修正から、輸出・輸入物価が58年初来大幅に下落したうえ、国内物価も原油値下がりに伴う石油製品、石油化学製品の低下を主因に年間を通じて弱含みに推移したため、総合指数の年平均は前年比-2.2%と53年(同-2.6%)以来5年振りに下落した。こうした前年比低下(-2.2%)の要因別内訳(寄与度ベース)をみると、石油関連(-1.0%)、為替円安修正要因(-0.7%)の2つが下落の大半を説明するかたちとなっている(その他要因は-0.5%<57年からの「ゲタ」を調整すると+0.1%>)。

また、消費者物価も、こうした卸売物価沈静の波及に加え、賃金上昇率の鈍化に伴うサービス料金の安定や公共料金の落ち着きなどから、年平均上昇率は+1.9%と34年(+1.0%)以来24年振りの小幅なものにとどまった。

この間、企業収益(日本銀行「主要企業短期経済観測」製造業<除く石油精製>)は、物価が上記のように極めて安定的に推移するなかで、とくに年度後半にかけて急速な

(第3図)

物 価 の 動 向

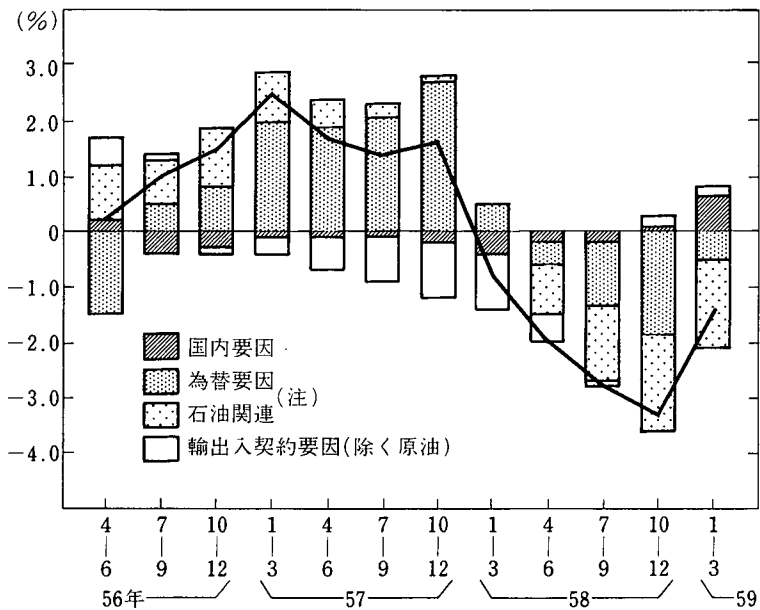
(1) 卸売物価および消費者物価

(前期<年>比要因別寄与度、() 内前年同期比%)

		57 年	58 年	1~3月	4~6月	7~9月	10~12月	59/ 1~3月
卸売物価	総平均	1.8	△ 2.2	△ 1.9 (△ 0.8)	△ 1.0 (△ 2.0)	0.2 (△ 2.8)	△ 0.6 (△ 3.3)	0.1 (△ 1.3)
	国内品	0.4	△ 0.5	△ 0.2	△ 0.5	0	△ 0.1	0.2
	輸出入品	1.4	△ 1.7	△ 1.7	△ 0.5	0.2	△ 0.5	△ 0.1
消費者物価 (全国)	総 合	2.7	1.9	△ 0.3 (2.1)	1.1 (2.1)	△ 0.3 (1.4)	1.1 (1.7)	0.5 (2.4)

(資料) 日本銀行「卸売物価指数」、総理府「消費者物価指数」

(2) 総合卸売物価の変動要因(前年同期比)



(注) 石油関連は輸入原油(契約通貨建て)、国内石油製品、国内石油化学製品の合計。

改善をみた(売上高経常利益率57年度下期3.42%→58年度上期3.64%→58年度下期<実績見込み>4.06%、第2表)。これは、①原油値下がりに基づく石油製品価格の下落に伴う投入原材料コストの軽減効果が大きく寄与したこと、②生産の増加に伴い労働生産性が上昇した一方、賃金上昇率が比較的小幅にとどまったことから人件費負担が前年とは対照的に低下したこと、③企業が減量経営推進の姿勢のもとで引続き借入金の削減に努めたりえ、借入金利の水準も金融緩和政策を反映して低下したことなどから金融費用負担が軽減したこと、などによるものである。

(第2表)

企業収益の動向とその変動要因

—主要企業製造業（除く石油精製）

(前年度<期>比、要因のうち△は減益要因)

	57年度	58年度 (実績見込み)	上 期	下 期
				(実績見込み)
経常利益増減率(%)	△ 12.4	8.0	9.9	16.3
売上高増減率(%)	1.6	5.6	3.2	4.4
売上高経常利益率(%)	3.76	3.85	3.64	4.06
経常利益率変化幅(ポイント)	△ 0.52	0.09	0.22	0.42
うち 人件費比率要因(ポイント)	△ 0.38	0.23	△ 0.14	0.56
金融収支比率要因(")	0.12	0.10	0.10	0.06
原油価格低下要因(")	—	0.53	0.42	0.23

(注) 日本銀行「主要企業短期経済観測」、「製造業部門別投入・産出物価」等により作成。

(雇用情勢も緩やかな持直し)

58年中の雇用情勢をみると(第4図)、生産活動の水準上昇にはほぼ歩調を合わすかたちで新規求人が春先から増加に転じたほか、有効求人倍率も年央頃を底に緩やかながら漸次上昇傾向を示し、また常用雇用も年後半になって持直し気味となるなど、雇用面にも景気回復の波及が次第にみられるようになった。ただ、常用雇用の回復は前回回復期に比べれば小幅なものにとどまっております、また失業率も依然高止まりを続けるなど、労働需給の改善テンポは緩やかなものであるのが特徴である。

今回景気回復期において常用雇用の回復がはかばかしくないのは、輸出主導型の景気回復の中で内需依存度の高い非製造業での雇用吸収が立遅れたという循環的な要因に加え、財政支出抑制を反映して建設業(公共事業の抑制)や運輸・通信業(国鉄経営再建計画の推進)等では雇用減少をみるなど、主として非製造業の雇用停滞によるものである。また前回回復期(53~54年)に比べれば順調な雇用増加をみている製造業でも現実に雇用を増やしているのは一部業種(先端技術商品を中心に業況好転の著しい電気機械等)に限られており、素材産業を中心とする多くの業種では生産が回復するなかにも依然人員過剰感が根強く残存しているため、これまでのところ非製造業での雇用停滞をカバーするだけの伸びを示していない。こうした労働需要面の動向に対し、労働供給面でも、50年代入り後とくに女子の市場参入意欲の高まりに伴い女子労働力化率の趨勢的な上昇(労働力人口/15歳以上人口は、女子の場合50年45.7%→58年49.0%)がみられるため、失業率は景気回復にもかかわらずこのところ高止ま

(第4図)

雇 用 の 動 向

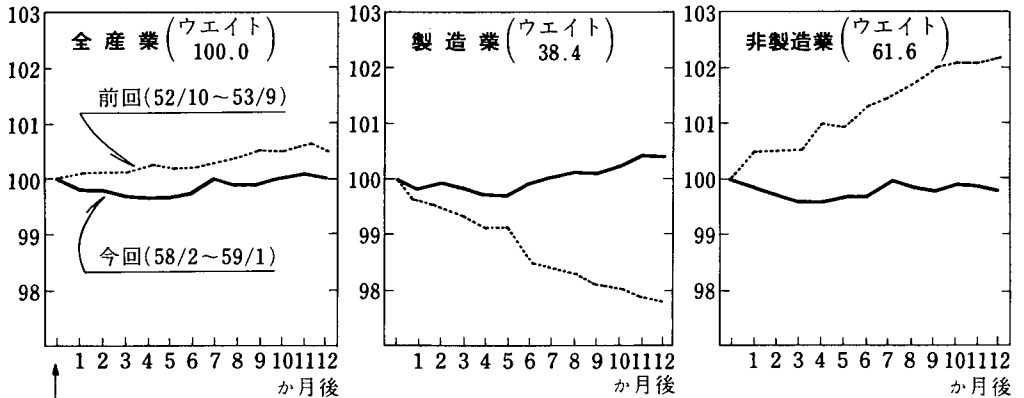
(1) 雇用関連指標の推移

(四半期計数は季調済)

	57年	58年	58/ 1~3月	4~6月	7~9月	10~12月	59/ 1~3月
新規求人 (前期比、()内前年比、%)	△ 5.7	3.6	0.9 (△ 2.7)	2.8 (2.4)	2.4 (5.8)	4.9 (11.6)	0.6 (10.6)
有効求人倍率 (倍)	0.61	0.60	0.59	0.59	0.59	0.62	0.64
常用雇用 (前期比、()内前年比、%)	1.2	0.3	0 (1.0)	△ 0.2 (0.1)	0.1 (0.1)	0.1 (△ 0.1)	0.1 (0.1)
完全失業率 (%)	2.4	2.6	2.64	2.62	2.71	2.63	2.71

(資料) 労働省「毎月勤労統計調査報告」、「職業安定業務統計」
総理府「労働力調査」

(2) 常用雇用の動向



<景気のボトム>

- (注) 1. 季調済。
- 2. 景気のボトムを100とする指数。
- 3. ウェイトは55年平均。

りする傾向がみられる。今後、景気が上昇を続けていけば、循環的には雇用の過剰感が緩和していくことが期待されるが、そうした場合でも、少なからぬ業種での中期的な雇用調整圧力の残存と労働供給圧力の傾向的な強まりを考慮すると、雇用情勢の改善テンポは引続き緩やかなものとどまらざるを得ないであろう。

(2) 国際収支と為替相場

(経常収支の黒字は拡大)

58年中の国際収支をみると(第3表)、輸出が米国向けの船積み増などから1,455億ドル(前年比+5.7%)と増加した一方、輸入は原油価格の低下を主因に1,140億ドル(同-4.7%)と減少を続けたため、貿易収支は315億ドルの黒字(前年同181億ドル)、経常収支は208億ドルの黒字(同69億ドル)と、黒字幅はいずれも既往最高となった(こ

(第3表)

国際収支の動向

(単位・億ドル、< >内は原計数前年比%)

	56年	57年	58年	58年				59年 1～3月
				1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	
貿易収支(季節調整後)	200	181	315	68	78	85	82	100
輸出(季節調整後)	1,495 < 18.0 >	1,377 < Δ 7.9 >	1,455 < 5.7 >	354 < Δ 4.8 >	354 < 1.3 >	364 < 7.8 >	383 < 19.0 >	402 < 15.9 >
輸入(季節調整後)	1,296 < 4.0 >	1,196 < Δ 7.7 >	1,140 < Δ 4.7 >	286 < Δ 11.5 >	276 < Δ 8.7 >	279 < Δ 4.5 >	302 < 7.1 >	302 < 7.4 >
経常収支(貿易収支 季節調整後)	48	69	208	36	57	57	55	72
長期資本収支(原計数)	Δ 97	Δ 150	Δ 177	Δ 27	Δ 35	Δ 59	Δ 56	Δ 59
総合収支(原計数)	Δ 21	Δ 50	52	Δ 3	24	12	19	Δ 31

(注) 59/1～3月は速報。

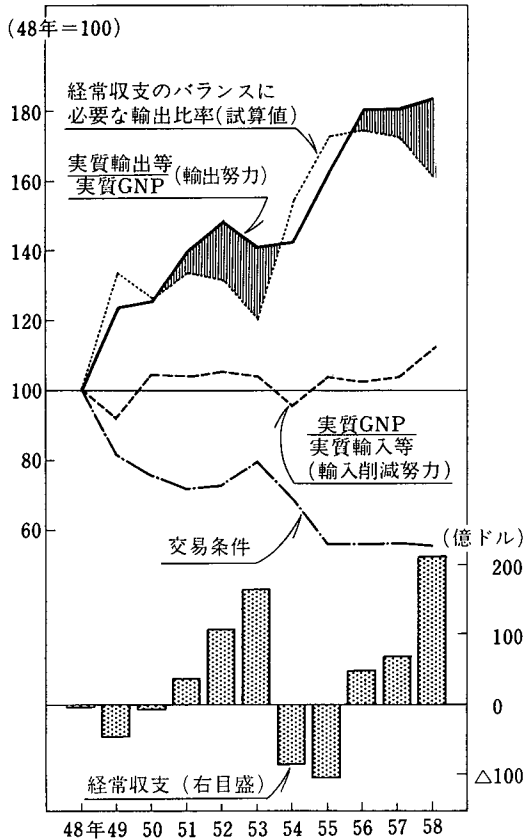
(資料) 日本銀行「国際収支統計」

れまでの最高は53年の各246億ドル、165億ドル)。

このような58年中の国際収支黒字の大幅拡大には、原油価格低下に伴う輸入金額の減少(直接的影響は約60億ドル)や58年初にかけてみられたそれまでの大幅円安の修正に伴ういわゆる逆Jカーブ効果による黒字拡大といった一時的要因、さらには米国を中心とする海外景気の回復が国内景気の回復に先行したことによる輸出入回復時期のずれといった循環的要因が大きく影響したことは事実である。しかし、国内景気の回復を反映して輸入が急増を示し、かつ逆Jカーブ効果の影響も薄れたとみられる58年末以降になっても貿易収支がなお高水準の黒字を続けていること(58年10月から59年3月までの貿易収支は季節調整後年率364億ドル)にもうかがえるように、最近の貿易収支の黒字には、わが国の経済体質に深く根ざした構造的な側面があることも否定できない。そこでこうした黒字不均衡に至った基礎的な構造をやや長い目で振り返ってみると(第5図)、まず石油価格の急騰によりわが国の交易条件は2度にわたって著しく悪化し、これに伴い経常収支も一挙に大幅な赤字に転落したが、こうした対外バランス悪化の克服は、マクロ的にみると大まかにいって輸出数量の拡大、輸入数量の削減という数量面での改善努力を中心に進行した。すなわち、この間の姿を実質GNPの輸出比率、輸入比率と交易条件との関係(注2)でとらえると、48年以降最近にかけて交易条件は4割方低下しているが、これに対し輸出比率(実質輸出等/実質GNP)はこの間趨勢的な上昇の結果8割方上昇をみる一方、輸入比率(実質輸入等/実質GNP)も1割方低下しており、輸出入比率の改善幅が交易条件の悪化幅を大きく上回ったことがわかる。ちなみに、石油危機に伴う交易条件悪化の影響を克服して対外均

(第5図)

交易条件の変化と輸出入比率の変化



(注) 経常収支のバランスに必要な輸出比率は次式から算出。

$$\frac{\text{名目輸出等}}{\text{名目輸入等}} = \frac{\text{輸出等デフレーター}}{\text{輸入等デフレーター}} \times \frac{\text{実質輸出等}}{\text{実質GNP}} \times \frac{\text{実質GNP}}{\text{実質輸入等}}$$

$$\times \frac{\text{実質GNP}}{\text{実質輸入等}} = 1 \text{ とするよう な } \frac{\text{実質輸出等}}{\text{実質GNP}} \text{ の値。}$$

衡を回復させるためには第1次、第2次石油危機ともほぼ3年目までの輸出比率(実質ベース)上昇だけで十分であったとの試算が可能であり、したがってそれ以降の輸出比率上昇は黒字拡大効果をもっていたことがわかる(同図、シャドー部分)。こうした輸出入構造の変化は、輸出面で技術開発の促進等により自動車、電気機械、一般機械等での対外競争力の強まりとそうした業種のウェイト上昇によってもたらされた一方、輸入依存度の引下げは、マクロ的には輸入原料節約的な産業構造への変化により、またミクロ的には個別業種の原料、中間投入の節約というかたちで進化した。このように、現在わが国が直面している経常収支黒字問題は、2度にわたる原油値上がりに対処してわが国の産業、需要構造が調整を進めてきたことの反映という側面が大きいのということができよう。わが国が国際的にみて際立った

(注2) 経常海外余剰(国際収支上は経常収支)は次式のように交易条件、輸出比率、輸入比率の三つの要因によって変化するとみることができる。

$$\frac{\text{輸出等}}{\text{輸入等}} = \frac{\text{輸出等デフレーター}}{\text{輸入等デフレーター}} \times \frac{\text{実質輸出等}}{\text{実質GNP}} \times \frac{\text{実質GNP}}{\text{実質輸入等}}$$

①
②
③
④

〔名目ベース〕
〔交易条件〕
〔実質ベース〕
〔実質ベース〕

輸出対輸入
輸出比率
輸入比率の
逆数

比
率
の
数

この式によると、交易条件②が悪化した場合、経常海外余剰のバランスを回復するためには、輸出比率③を上げる(総生産のうち海外に回す比率を上げる)か、輸入比率④を引下げる(1単位の生産に必要な海外からの輸入量を減少させる)、しかないことがわかる。

経常黒字を続けることは、貿易摩擦の激化を通じて保護貿易主義の強まりを招きかねず、場合によってはそれがわが国経済の存立基盤すら脅かしかねない。こうした対外不均衡の是正は、交易条件の大幅な悪化(例えば原油価格の再騰等)を別とすれば、輸入数量の拡大か輸出数量の抑制によるしかないが、財政支出の拡大等内需喚起によって輸入数量の増大を図ろうとしても産業の各段階における投入原単位の引下げが進められた結果、その輸入に対する直接・間接の効果は薄れてきている。このため、基本的には為替の円高によって、経済原則に基づくかたちで製品や中間財等の輸入増大を期待するとともに輸出抑制を志向すべき状況にあるといえよう。わが国輸出品の非価格競争力の強まりや多くの品目における輸出規制を考慮すると、円高の収支調整力自体、このところやや低下している可能性もないとはいえないが、わが国の対外収支不均衡の問題に対しては、引続き市場開放を進める一方、マクロ的には、為替円高化による相対価格の変化を通じて時間をかけて輸出入構造を変化させていく以外に効果的かつ弊害の少ない対策はないといえよう。

(円相場の動向)

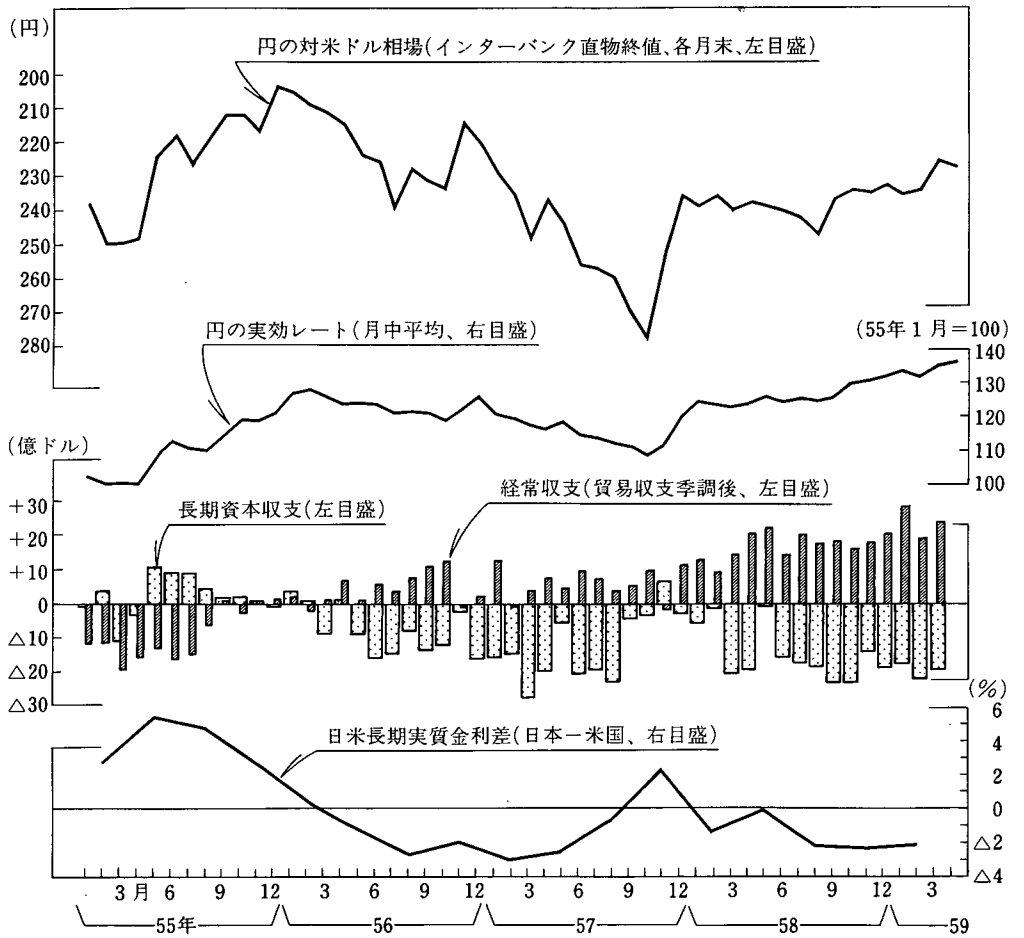
58年中における円相場の動向をみると、対米ドル相場は7月下旬から8月央にかけては米ドル金利の上昇を背景に一時弱含んだ(8月央には年初来の円の安値247円35銭を記録)が、通年比較的安定的に推移し、結局年間では3円30銭の円高(年末水準232円00銭)と小幅な円高にとどまった(第6図)。この間、年間変動幅も58年は約20円と近年になく小幅なものとなった(53~57年の年間変動幅平均は57円)。

このように、58年中の円相場が、上述したような経常収支の黒字拡大下においても小幅上伸にとどまったのは、58年中の長期資本収支が内外金利差の継続を主因に赤字幅をさらに拡大したこと(58年中流出超177億ドル、前年同150億ドル)によるところが大きいと考えられる(前掲第6図)。すなわち、長期資本収支は、57年末頃には内外金利差の縮小(円保有の有利化)を背景とした対内証券投資の活発化を主因に一時流入超に転じたものの、58年入り後は内外金利差の再拡大から生・損保、年金信託、簡保等の対外証券投資が再び増大、58年を通してみると、大幅な流出超を継続した。

もっとも、ドイツマルク、スイスフラン等の欧州通貨との対比では円相場は58年中は前年とは対照的に一貫して上昇傾向を示しており、この結果、円の実効レート(欧米主要国通貨バスケット<貿易量ウェイト>に対する円の相対レート)は58年12月には前年比+10.1%の上昇と対ドルレート上昇幅(前年末比+1.6%)を上回る上昇をみた。すなわち、これは、米国高金利の持続を背景にドルが欧州通貨に対して全面高になるなかで、円はおおむねドルに並行する形で上伸基調をたどったことを反映したも

(第6図)

円相場の動向とその背景



(注) 日米長期金利差として、日本の国債最長期物利回り(店頭気配)と米国の国債10年物利回りとの差を採用。実質化は日米のGNPデフレーター上昇率格差(先行き1年間の変化を完全予見するものと仮定)を用いた。

の他にない。このように、58年中の円相場は、長期資本収支の赤字幅が拡大するなかにも、前年との対比では比較的堅調に推移したが、このことは、わが国経済のいわゆるファンダメンタルズのひとつである経常収支の動向が再び円相場決定に当って重要度を増しつつある可能性を示すものといえよう。59年に入ってから、円相場は4月ごろまではおおむね円高方向での相場展開となったが、米国金利の再騰の局面などでは不安定な動きを免れない状況にある。米国経済が財政収支と経常収支の大幅な赤字をかかえて今後どのような展開を示すのか、またそれが為替市場にどのような影響を与えるのかを的確に見通すことは難しいが、いずれにせよ為替相場が漸進的な円高の方向で安定することが強く期待される。

3. 金融面の動向

(1) 短期金融市場の動向と金融調節

(58年中の資金需給は不足幅が拡大)

58年中の資金需給(第4表)は、2.3兆円の資金不足と不足幅が前年(1.5兆円)に比べて拡大した。これは、ドル売り介入額の縮小により外為会計の揚超幅は小幅にとどまったものの、国債発行純増額が前年を大幅に上回り(58年1～3月中における57年度分の追加発行、58年度債の前倒し発行)、また税収増加や歳出抑制によって一般財政の払超幅が縮小したため、財政資金全体として揚超幅を大きく拡大したことによるものである。なお、最近数年間における財政の対民間収支の基調(一般財政+国債)を年度ベースでみると、財政再建の本格化や政府機関(資金運用部等)の余裕資金取崩しの余地縮小などから、58年度も前年度に続きほぼ均衡しており(58年度払超0.2兆円、54～56年度は平均払超3.7兆円)、資金不足額が銀行券増発額と外為会計揚超幅の合計にはほぼ見合うという、財政単年度主義の下における正常な資金需給の姿となっている。

こうした資金不足に対して日本銀行は、貸出および買入手形の実行のほか、上記の

(第4表)

資金需給の推移

(単位、億円)

	56年	57年	58年	前年比増減△額
銀行券	8,905	11,883	10,400	△ 1,483
財政資金	43,310	△ 2,754	△ 14,737	△ 11,983
一般財政	127,540	106,173	97,399	△ 8,774
国債	△ 84,047	△ 86,548	△ 111,502	△ 24,954
外為	△ 183	△ 22,379	△ 634	21,745
その他	△ 2,056	△ 166	2,446	2,612
資金過(△)不足	△ 32,349	14,803	22,691	7,888
準備預金	3,202	△ 1,477	△ 1,550	△ 73
日本銀行信用	△ 35,551	16,280	24,241	7,961
貸出	△ 8,551	6,280	15,468	9,188
債券売買	—	—	8,777	8,777
買入手形	△ 23,000	6,000	10,000	4,000
売出手形	△ 4,000	4,000	—	△ 4,000

ような財政収支動向のなかで成長通貨供給のための債券買オペ（55年12月以来2年半振り、58年度中0.9兆円）を再開することなどによって資金供給を行った。また、季節的な資金余剰期には、56、57年に続いて58年中も日本銀行保有政府短期証券（TB）の対市中売却による資金吸収を頻繁に実施した（合計10回、売却総額4.2兆円）。

（短期金融市場の金利は低下）

短期金融市場金利は、日本銀行の金融緩和スタンスの継続を反映して58年中を通してみれば前年（短期市場金利の高目誘導を実施）とは対照的に低下した。すなわち、コールレート、手形レートなどインターバンク・レートはおおむね季節性に見合った変動を示した（資金余剰期の5月中央にコールレートは5.9375%と今次緩和局面で初めて6%台割れ）あと、10月には公定歩合引下げ（5.5%→5.0%）に伴って低下し、結局、年末にはコールレート（無条件もの）6.25%、手形レート（2か月もの）6.1875%と前年末（それぞれ6.6875%、7.0625%）をかなり下回る水準で越年した。また、一般企業等も自由に参加できるオープン市場の金利もほぼ同様の動きを示した（譲渡性預金<CD、120日未満>金利は58年12月末6.568%、57年同7.084%）。

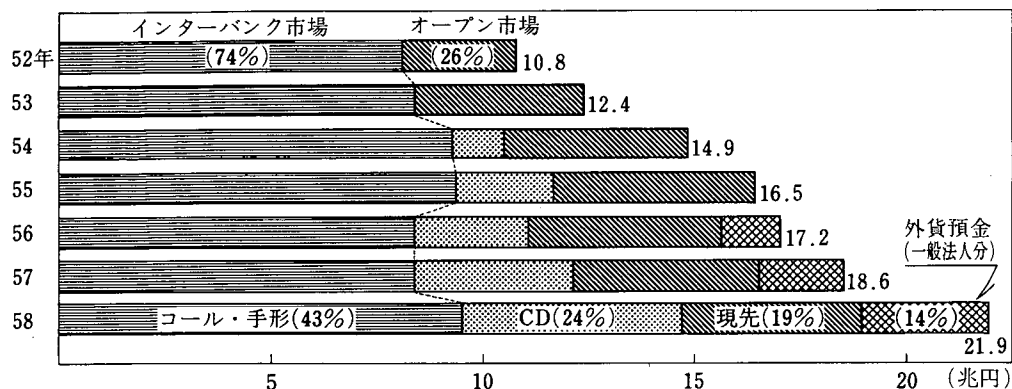
（短期金融市場の変容と短期金利水準の政策誘導）

以上のような金利水準の政策的な誘導に当って日本銀行が日々の金融調節の場としているのは主としてコール・手形市場であるが、これらインターバンク市場を取巻く環境にはここ数年大きな変化があらわれている。

まず、インターバンク（銀行間）市場においては、最大の資金の取り手である都銀の取入れウェイトがこのところ幾分低下気味にある一方、在日外銀や証券会社等の資金取入れウェイトが上昇している。期末を中心に貸出等の原資のかなりの部分をこうした市場に依存する在日外銀等の取入れウェイトが上昇するのに伴って、インターバンク市場は準備預金調整の場としての性格が後退し、そうした貸出ないし債券保有のための原資を調達する場としての性格が強まっている。在日外銀等は内外金利裁定の機会が多く、金利動向を敏感に反映した調達・運用を行うので、そうした行動がインターバンク市場での金利形成にも影響を及ぼしつつあり、同時にオープン市場の状況がインターバンク市場に反映されやすくなっている。また、こうしたインターバンク市場を含め、短期金融市場（コール・手形、CD、公社債現先、外貨預金<一般法人分>）全体としてみた場合の各市場規模の推移をみると（第7図）、コール・手形市場は、地銀、相銀、信金など資金の出し手筋における預金伸び悩み等からここ4～5年ほとんど規模拡大をみていないのに対し、市場参加主体に関し制約がなく一般企業等も自由に参加しうるオープン市場ではこの間における規模拡大傾向が顕著である。こ

(第7図)

短期金融市場の規模の推移



のため、56年頃を境にオープン市場の資金残高がインターバンク市場のそれを凌駕するに至っている(58年中における資金の平均残高構成比はインターバンク市場43%に対し、オープン市場57%)。こうしたオープン市場の動向をやや仔細にみると、50年代前半来代表的な市場であった公社債現先市場では、CD現先や外貨預金等競合資産の増大から資金流入量がこのところ低下傾向にある(58年のボトム時の資金量<7月末3.7兆円>は既往ピーク<56年3月末5.7兆円>比4割近い減少)ものの、CD市場については、事業法人等の高利回り自由金利商品への運用積極化に加え、発行限度枠の漸進的な拡大措置(58年1月までは広義自己資本の50%相当であったのを58年10~12月にかけて同70%まで漸次引上げ)もあって発行残高が着実な増加傾向をたどっている。また外貨預金(一般法人分)も、改正外為法移行(55年12月)後における内外資金移動の一段の活発化に伴って大幅増加を続けるなど、オープン市場は預金性商品を中心に構成の多様化が進むなかで全体としての市場規模を拡大させてきている。このように参加主体について制約のないオープン市場における金利は、インターバンク市場の動向のほか、オープン市場自体における資金需給の実勢や多様な市場参加者の金利先行き見通しを反映して決定される面もある。

以上のように、インターバンク市場が変容し、かつオープン市場が現在のようなかたちで急速に拡大している状況のもとでは、日本銀行のこれまでの市場調節手段も従来に比べてより大幅なレート操作ないしより大規模な資金調節が必要になってきている。もっともこうしたインターバンク市場の調節を実施するにしても、オープン市場金利への波及効果があくまで間接的なものである以上、短期金利水準全般のすみやかな政策誘導にとっては問題が生じる懸念があると考えられる。日本銀行は、資金不足

傾向にあった58年中の金融市場調節に当たっても、買入手形、貸出の実行等とともに、保有TBの機動的な売却をも行うことによって、オープン市場拡大という状況の下で金利水準の政策誘導をより確実にすることに努めた。諸金利が今後ともその時々金融政策の基本的なスタンスを的確に反映して動くためには、従来からのインターバンク市場に加え、日本銀行が必要に応じいつでもオペレーションを行うことが出来、そこで形成された金利が他の市場に波及・伝播していくような中核的な市場が生まれることが望ましい。このような金融市場全体の中心となるべきオープンな市場としては、そこで取引される金融資産の性格等(信用度、流動性、発行額など)を考えると政府短期証券(TB)の市場がもっともふさわしい。日本銀行としては、金融調節の必要に応じて保有TBの売却を積極的に活用していく方針であり、自由化の急速な進展にかんがみ、早急にTB市場の本格的な育成を図ることが肝要と考えている。

(2) 金融機関の融資態度と資金ポジションの動向

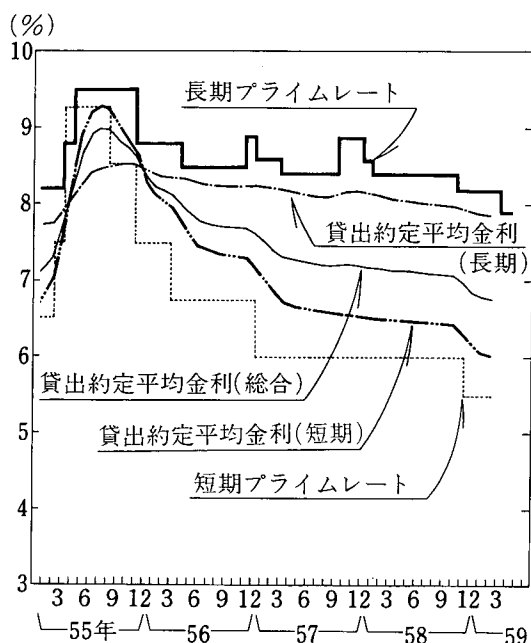
(金融機関貸出と貸出金利の推移)

金融緩和を継続させる方針のもとで、日本銀行は窓口指導の運営に当たって、58年中も前年に引続き金融機関各行の自主的貸出計画を全面的に尊重する方針を維持した。このように金融緩和政策が長期化するなかで、全国銀行の貸出残高(前年比)は58年中を通じておおむね+10%前後での落ち着いた動きをたどったあと、12月以降最近にかけては伸び率が幾分高まりをみせている。これは、企業の資金需要の面において、大企業では自己金融力の強化や資本市場からの調達優先などにより、借入需要がとくに長期資金を中心に沈静を続けているものの、中堅・中小企業については58年後半以降、取引量増大や設備増強のための借入需要が漸増傾向にあり、これに対する金融機関の融資態度も都市銀行を中心に全体としては次第に積極化してきているためである。金融機関の融資態度を業態別にみると、都市銀行が58年前半以降、優良中堅・中小企業向けの融資姿勢を漸次積極化したのに対し、地方銀行、相互銀行、信用金庫等では、融資採算や債権保全への配慮から総じて比較的慎重な融資姿勢を維持したのが特徴であり、このためこれら金融機関の58年中の貸出は都市銀行に比べて低目の伸びにとどまった。もっとも、最近にかけては、こうした貸出の伸びが低い業態でも、都市銀行との格差拡大に対する危機意識の高まりなどから融資姿勢を幾分積極化しつつあり、金融機関の融資姿勢が全体として一段と弾力化するなかで、このところ当座貸越など企業にとって有利な貸出形態が広がる傾向がうかがわれる。

この間、銀行の貸出約定平均金利(都・地・相銀平均)は58年中を通じて引続き順調な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、企業の金融機関

(第8図)

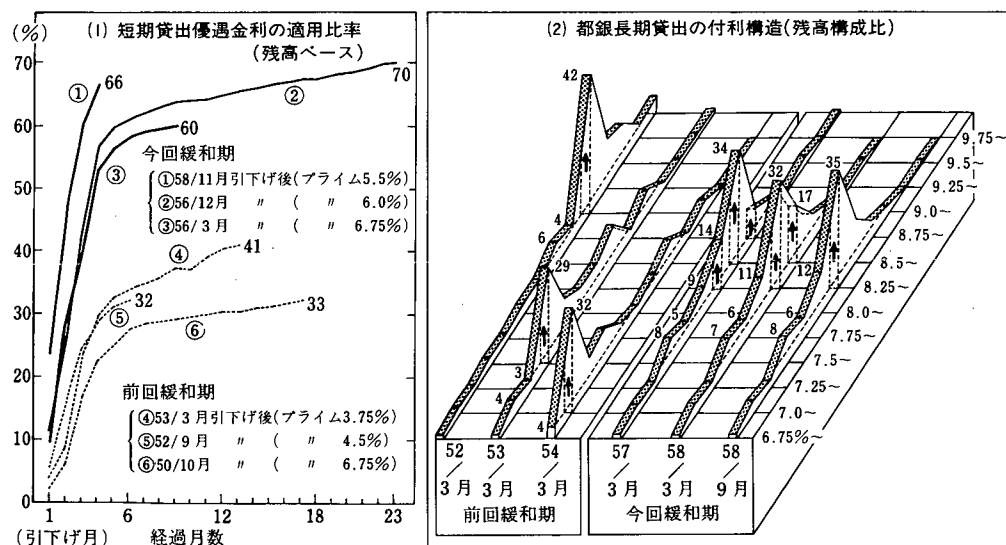
銀行貸出約定平均金利等の推移



(注) 貸出約定平均金利は、都銀、地銀、相銀平均。

(第9図)

貸出におけるプライムレート等の適用状況



(注) 短期プライムレートおよび準プライムレート(プライム比0.25%高)適用貸出が短期貸出に占める比率(残高ベース)。

(注) 罫は、各時点の直近6か月間における長期プライムレートの位置を示す。

に対する交渉力が相対的に有利な展開を示すなかで年初来ジリジリと低下を続け、さらに10月の公定歩合引下げ後は低下テンポを速めたことから58年中では0.380%の低下となった(年末水準6.142%)。これを貸出に際しての付利方式という点からみると、かつては一部の優良企業にのみ適用される優遇金利であった短期プライム・レートや準プライム・レート(プライム比0.25%高)が次第に広汎な企業、業種にまで適用先を拡大していることが大きな特徴である(58年11月の短期プライム・レート引下げに伴い最近ではすでに短期貸出残高の約7割について低下後のプライム・レートまたは準プライム・

レートが適用されている状況。前回緩和期は最終的にも約4割程度。第9図(1))。また長期貸出約定平均金利も、長期プライム・レートが58年中2回(1月△0.2%、10月△0.2%)にわたって引下げられたのに加え、都市銀行におけるいわゆる中期貸出のかたちをとった割安金利の適用増加を中心に長期プライム・レート割れの貸出が広汎化していること(同図(2))などから引続き一貫して低下傾向をたどり、58年中では0.265%低下した(年末水準7.896%)。

このように貸出市場では、貸出形態の面で企業に有利な方式が増加しつつあるほか、金利面では約定金利の低下に加え、預金歩留り率の傾向的低下(注3)から実効金利も下落を続けるなど、需給緩和状態の持続を反映した特徴的な動きが続いている。この間、貸出金利の決定方式についてみると、短期プライム・レートが上述のように優遇金利の意味合いを次第に稀薄にしつつある一方、長期貸出に際しても、いわゆる長短ミックス貸出等のかたちをとった実質的な金利引下げが盛行をみるなど、長期プライム・レートの基準金利としての性格が薄れつつある。このように最近の長・短プライム・レートは市場の需給実勢を十分反映しているとはいえないが、これは単に金融緩和に伴う一時的な現象というよりも、企業の資金調達が多様化するなかで現在のプライム・レート決定方式の硬直性が目立ってきていることを示すものといえよう。このため今後は、各金融機関が、従来以上に市場の需給実勢に即した形で弾力的に貸出金利を変更せざるをえない状況になるものと予想される。

(企業金融の緩和浸透)

以上のような貸出市場の動向を反映して、企業金融は58年を通してみると大企業を中心に引続き緩和感の浸透をみた。ちなみに大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」－「苦しい」)でみると(第10図(1))、58年中は「楽である」とみる企業数が「苦しい」とみる企業数を上回る傾向がさらに強まるかたちとなっている。このように大企業において資金繰り緩和感が広がったのは、収益回復に伴う自己金融力の強まりなどから外部調達を要する資金需要が急減した(同図(2))一方で、金融機関の貸出態度が上記のように一層弾力化したほか、内外資本市場における調達も一段と順便化したためである。とくに、大企

(注3) 拘束性預金比率(対借入金比率)は下記のとおり引続き低下傾向(公取委「拘束性預金の実態」)。

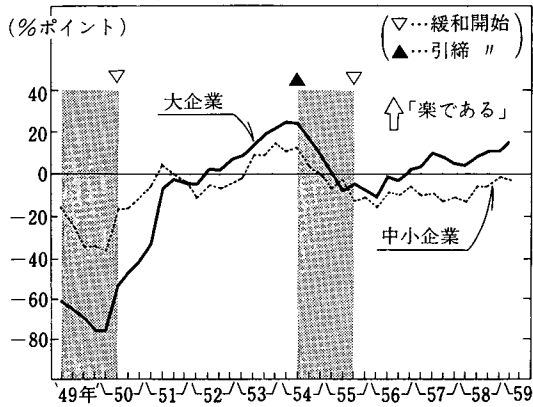
調査年月	49/5月	50/5	51/5	52/5	53/5	54/5	55/5	56/5	57/5	58/5
広義の拘束性預金比率	16.9	16.8	16.8	13.5	11.5	9.6	10.9	9.2	9.1	8.7

(%)

(第10図)

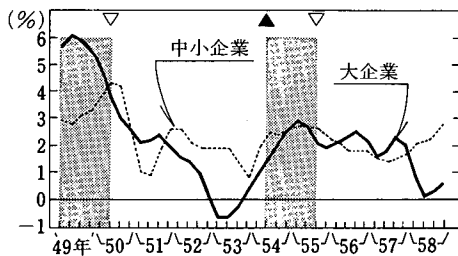
企業金融の動向

(1) 資金繰り判断 D. I. の動向



- (注) 1. 全産業ベース。
2. 大企業は本行「主要企業短観」、中小企業は中小公庫「中小企業動向調査」による。

(2) 資金需要の動向 (対売上高比率)



- (注) 1. 大蔵省「法人企業統計季報」全産業ベース。
大企業は資本金10億円以上の企業、中小企業は資本金1千万円～1億円の企業。
2. 資金需要 = 実物投資 + 企業間信用与信超 - 内部資金調達
3. 3期加重移動平均値。

業の資金調達については、今次緩和期においては国内金利水準全般が米国の高金利や国債の大量発行等の影響から前回緩和期と比べて高止まり傾向を続けたことなどから、外部資金調達(とりわけ国内金融機関借入)を全体として抑制する姿勢が強まる一方、①欧州市場を中心とした外債の発行やインパクトローンの導入など外貨による調達のウェイトの急上昇(58年中の外部資金調達増加額に占める外貨調達のウェイトは4割強<50～54年平均1割弱>)、②転換社債や時価発行増資など自己資本充実に資する形態での資金調達の増大、などの特徴が指摘できる(同図表(3))。これは、企業活動の国際化が進むなかで企業が金利選好・資金コスト意識の高まりなどを背景に資金調達手段の多様化を推進しているためである。

一方、中小企業についても資金繰りは徐々に緩和したが、大企業に比べると緩和感の広がりはかなり遅れた。

これには景気後退過程の55～56年において個人消費、住宅建設などの停滞がとくに著しかったことから、こうした分野に関連の深い業種(卸小売、建設等)の中小企業では相対的に業況の落込みが大きく、これら企業の中には財務体質の改善が遅れる向きも少なくなかったことが影響している。すなわち、こうした企業を中心とする損益分岐点比率の上昇を反映して中小企業の借入れ余力はその後低下した一方、資金需要の面でもこうした企業における赤字補填資金などいわゆる後向き資金に加え58年後半には上記のような前向き資金も加わって58年中も引続き高水準で推移したこと(上掲第10図(2))から、資金繰り緩和の進展が比較的緩やかなものとなった。最近、景気回

(3) 大企業の外部資金調達ルートが多様化

(構成比、%)

	45～49年	50～54年	55～58年				50～54年平均 55～58年平均 変化幅
	平均	平均	平均	56年	57年	58年	
外部資金調達	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	—
借入金	83.9	63.8	64.7	69.0	63.1	45.4	%ポイント + 0.9
円貨借入	82.5	60.7	51.1	54.5	50.0	24.4	△ 9.6
インパクト ・ローン	1.4	3.1	13.6	14.5	13.1	21.0	+ 10.5
社債	5.9	17.7	11.4	6.9	14.7	21.9	△ 6.3
国内債	6.0	13.7	3.8	4.2	4.7	△ 1.0	△ 9.9
外債	△ 0.1	4.0	7.6	2.7	10.0	22.9	+ 3.6
株式	10.2	18.5	23.9	24.1	22.2	32.7	+ 5.4
本邦株式	10.2	17.9	22.4	22.2	20.8	31.2	+ 4.5
D R	△ 0.0	0.6	1.5	1.9	1.4	1.5	+ 0.9
円による調達	98.7	92.2	77.3	80.9	75.5	54.7	△ 14.9
外貨による調達	1.3	7.8	22.7	19.1	24.5	45.3	+ 14.9

- (注) 1. 大蔵省「法人企業統計季報」、資本金10億円以上の企業を対象。
 2. 借入金および社債の内訳、ならびに株式については、大蔵省「国際金融局年報」等から推計。
 3. 株式には転換社債からの株式転換分を含む。

(第5表)

業態別資金ポジションの推移

(億円)

	56年	57年	58年
資金過不足	△ 32,349	14,803	22,691
同オベ調整後	△ 32,349	14,803	23,918
都銀	△ 24,857	23,383	14,412
その他	△ 7,492	△ 8,580	9,506
長信	319	△ 2,057	1,131
信託	△ 104	△ 3,120	487
地銀	△ 2,618	△ 1,061	7,222
相互	985	1,280	1,514
信金、全信連	△ 2,146	3,942	2,726

- (注) 1. ネット資金ポジション
 =(コールマネー+受渡手形+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。

復が進む中で企業倒産が増加傾向にあるが、これは上記のように一部中小企業で経営体力の改善が遅延していることに関連があるようにかがわれる。

(金融機関の資金ポジションと収益動向)

58年中の金融機関の資金ポジション動向をみると(第5表)、前述したように金融市場の資金需給(日本銀行による債券オベ調整後)が前年と比べて不足幅を拡大したのに見合っ
て市中金融機関全体の資金ポジション悪化幅も拡大した。これを業態別にみると、都銀は前年と比べて悪化

幅を縮小したが、その他業態では長信、信託、地銀がいずれも悪化に転じたほか、相銀も悪化幅を拡大するなど、都銀とその他業態が対照的な動きを示した。これは、都銀では貸出姿勢が比較的積極的であったものの、年末にかけての企業からの協力預金獲得から預金が比較的高い伸びを示したうえ、CD発行にも積極的であった一方、その他業態では、預金が都銀に比べて総じて伸び悩んだことに加え、地方財政の資金繰り悪化のしわ寄せ(地・相銀)などもみられたことによるものである。

次に金融機関の収益(全国銀行の経常利益から有価証券売買・評価損益を除いた実勢ベース)をみると、57年度下期に預貸金利鞘の拡大(高利回り2年物定期が満期到来に伴ってかなりの部分低利回り定期預金に振り替わり)を主因に大幅増益となったあと、58年度上期は人件費等経費の季節的増加と貸出利回りの急速な低下に伴う預貸金利鞘の縮小、さらには国際部門での減益などから各業態とも減益となった。また下期についても、人件費等経費が季節的に減少するにもかかわらず、預貸金利鞘の悪化傾向継続から減益を続けたとみられるが、58年度間でみると、前年度を幾分上回る収益となる見通しである。

(金融環境の変化と金融自由化)

わが国の金融・資本市場では、58年中も国債の大量発行が継続し、内外資金移動が一段と活発化する一方、金融業務面ではエレクトロニクス技術の利用による革新が進むといった環境にあって、新種高利回り商品の開発、各種金利や金融取引の実質的自由化などが進展をみた。

ここ1年余におけるこうした金融自由化の進捗状況を具体的にふりかえてみると(第6表)、まず短期金融市場では、CDの発行枠の拡大(58年1月までの広義自己資本の50%相当を58年2月以降漸次拡大し60年4月以降は同100%へ)と最低発行単位の引下げ(5億円→3億円、59年1月)が決定される一方、海外で発行されたCP(コマーシャルペーパー)、CDの国内販売が59年4月以降許可された。また預金市場では、国債を組み込んだ高利回りの定期預金が銀行により相次いで導入された(8、9月に都銀等の「国債定期口座」、9月に信託銀行の「国債信託口座」、10月に債券発行銀行の「国債割引債口座」)。一方、証券会社は9月に国債と公社債投信受益証券の組合せ商品(「総合複利口座」)の発売を開始し、また公共債を担保とした証券会社の貸付業務も認可された。さらにごく最近(59年4月)では信金と証券会社とが預金と投資信託(中期国債ファンド)をそれぞれ提供し合うことによる組合せ商品も導入されるなど、国債を利用した高利回り商品(とくに比較的金額ロットの小さい商品)の開発を巡って銀行と証券の競合または提携の動きが強まりつつある。一方、比較的金額ロットの大

(第6表)

金融・資本市場における最近の自由化措置等

	国内関連					海外関連	
	短期金融市場	預金市場	貸出市場	債券市場	外為市場	証券市場	貸出・預金市場等
57年		(2月) 都銀等、財産形成期日指定定期預金発売開始 (4月) 都銀等、定期預金取扱い開始		(7月) 証券会社、新型投信(ジャンボ)発売開始 (11月) 証券会社、新型投信「利金ファンド」の発売開始			
58年	(1月) 邦・外銀のCD発行枠拡大実施(邦銀は59/1～3月までに自己資本の50%から75%へ段階的に拡大) (12月) 邦・外銀のCD発行枠拡大決定(邦銀は59/4～6月以降段階的に拡大し、60/4月以降自己資本の100%とする)	(3月) グリーンカード制度の延期に関する租税特別措置法成立 (8～9月) 都銀等、国債定期預金口座取扱い開始 (9月) 信託銀行等、国債信託口座(ダブル)の取扱い開始 (9月) 証券会社、総合複利口座(国債と公社債投信受益証券の組み合わせ・ハイバック)の取扱い開始 (10月) 債券発行銀行、国債割引債口座の取扱い開始	(4月) 都銀等、変動金利制住宅ローンおよび親子2代住宅ローンの取扱い開始 (4月) 貸金業規制法等成立 (6月) 証券会社の公共債担保貸付業務認可	(2月) 15年物利付国債の発行 (4月) 銀行等、長期国債、政保債、地方債の窓口販売を開始 (5月) 転換社債発行基準弾力化 (8月) 20年物利付国債の発行 (10月) 都銀等、中期利付国債の窓口販売を開始		(2月) ゼロ・クーポン債の販売再開	(3月) 特定海外債権引当勘定創設 (6月) 邦銀海外店による短期ユーロ円貸付全面自由化
59年1月	(1月) CD発行最低単位を引下げ(5億円→3億円)	(3月) 信金、証券による中国ファンドを組合わせた業務提携商品認可 (3月) 相銀協、市場金利連動型預金(MMC)の具体的商品構想をまとめる		(4月) 既発国債のディーリング取扱い金融機関内定(取扱い開始は6月以降) (4月) 完全無担保普通社債・転換社債の適債基準緩和	(4月) 先物取引に関する実需原則撤廃	(4月) ユーロ債等の発行基準緩和(居住者による発行も容認)	(4月) 海外発行CD、CPの国内販売を開始 (4月) 輸入ユーザンス期間を1年から2年へ延長

きい預金については、上述したCDの発行単位小口化等にみられるように、大口預金の金利自由化はすでに進み始めている。この間、債券市場の関連では、金融機関による新発国債の窓口販売が開始される(4月に長期国債、10月には中期利付国債)とともに既発国債についてのディーリングも上位金融機関を中心に59年6月以降開始される予定にあるなど、流通市場における取引自由化が着実に進んでいる。また発行市場でも、国内企業の起債が起債条件や手続きが比較的弾力的な海外市場にシフトしつつあった状況に対応して国内転換社債の発行基準の弾力化が図られた(58年5月)ほか、59年4月以降は国内市場における無担保債の発行基準緩和ならびにこれに平仄を合わせるかたちでのユーロ円債の発行条件緩和(居住者の発行も容認)が実施された。一方、外国為替市場では59年4月以降、先物取引に係る実需原則が撤廃された。

(3) 債券市場の動向

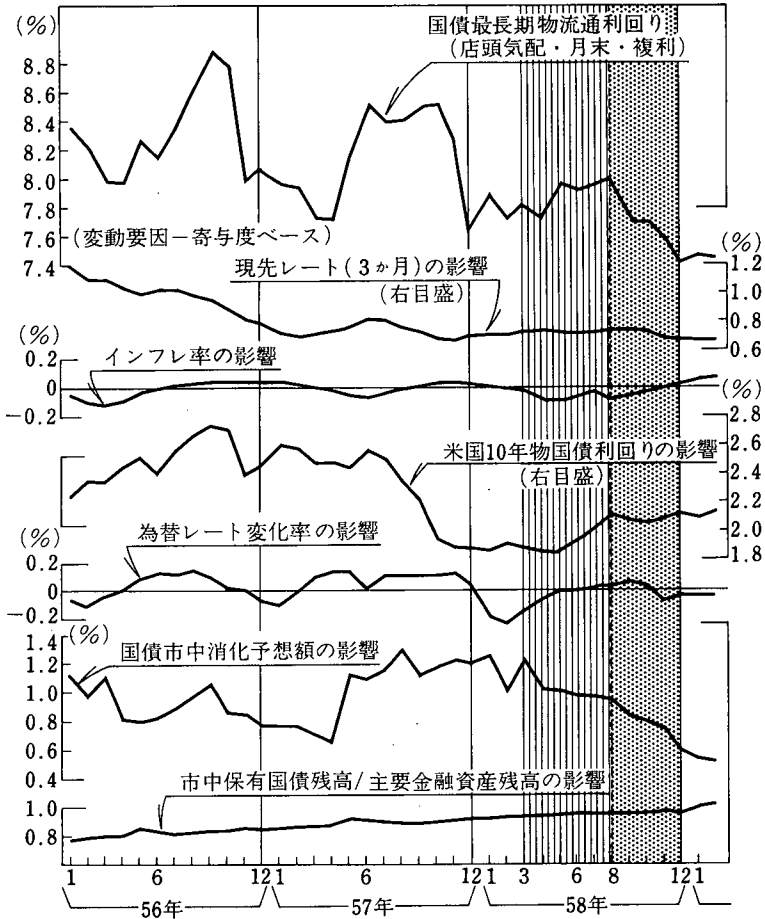
(債券流通利回りの推移と特色)

58年中の債券流通利回りは、年前半には上昇傾向をたどったが、夏場以降目立って低下したため、結局通年ではかなりの低下となった(第11図)。すなわち、年初から夏場にかけては、米国長期金利の上昇や為替円安化など主として海外要因を背景に利回りが幾分上昇した。しかし夏場以降は、①米国長期金利の上昇頭打ちや為替相場の相対的安定化が利回り低下に寄与したほか、②これにつれて国内でも公定歩合引下げ期待の抬頭等から短期金利の先行き低下予想が強まり、また③債券市場の需給地合いも58年度分国債が前倒し発行されたあと発行量の減少をみたことや、金融機関の国債窓口販売開始に伴う売却圧力の減退などから好転をみたため、利回りの低下が続いた。ちなみに、長期国債流通利回りの動きを①海外要因(米国国債利回り、為替レート)、②短期金利の先行き期待要因(現先レート、インフレ率)、③国債市場全体の需給要因(国債市中消化予想額、金融資産全体に占める市中保有国債の割合)によって説明する回帰式を計測するとかなり説明力の高い結果が得られる。またそれを用いて58年中の長期国債流通利回りの動きを要因別に分解してみると、58年3月から8月にかけての利回り上昇は海外要因によるところが大きい一方、8月から年末にかけての低下は、主として国債の市中消化予想額の減少(国債市場の需給改善)によるとの試算結果になっている(上掲第11図)。

この間、58年中の債券売買高(現先売買を除く、証券会社店頭および東京証券取引所)をみると、年後半における債券市況の堅調や、59年6月の国債ディーリング開始を展望した都銀、地銀、信託等の回転売買活発化などから逐月増加傾向をたどり、結局年間では262兆円と前年を3割強上回る既往最高の水準に達した。

(第11図)

長期国債流通利回り変動の背景



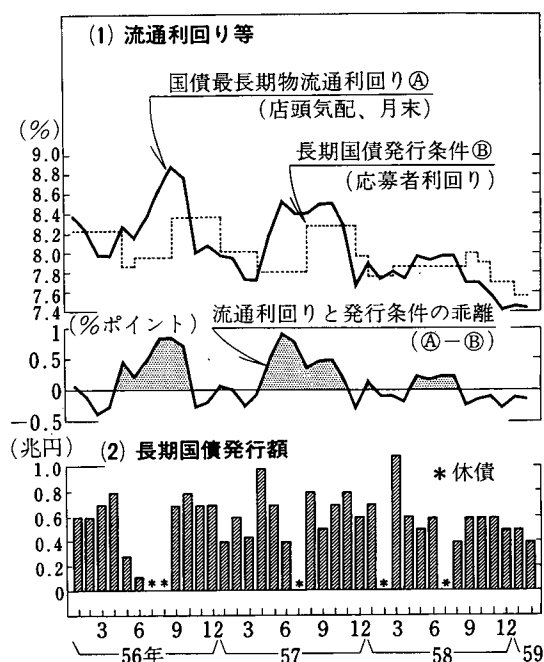
(注) 長期国債流通利回りの計測式は付注1を参照。

(国債の発行条件と長期金利体系)

長期国債の発行条件は58年中5回にわたって改訂(3、9月には引上げ、1、10、11月には引下げ)されたあと、59年入り後も1、3、4月に引下げが実施されるなど比較的頻繁に条件改訂が行われるようになったのが最近の特色である(56年中3回、57年中4回、第12図)。この結果、57年までみられたような長期国債の流通利回りが発行条件に対して上方乖離する傾向はおおむね解消された一方、とくに58年3月には、事業債の発行条件が据置かれるなかで国債の発行条件引上げが行われたことから、事業債の応募者利回りが国債のそれよりわずかながら下回るといいうゆる事国逆転現象が発生、これが10月の条件改訂時まで継続した。このように、長期国債の発行条件

(第12図)

長期国債流通利回りと国債発行の状況



改訂に際しては市場実勢尊重の原則が次第に浸透してきており、これと同時に各種債券発行条件の体系についても徐々ながら弾力化への動きが見られることは評価できるところであろう。

ただ、そうした動きがある一方で、各種長期金利(長期国債を始めとした一連の長期債発行条件、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など)の間には一定の序列、利回り格差を守りながら同時に改訂を行うという慣行が基本的にはなお続いている。このため、長期債市場では、金利の弾力的な改訂や円滑な起債・消化が妨げられるといった事例が58年中も引続

き散見されたことは見逃せないところである。すなわち、58年2月にはシ団引受長期国債が発行条件引上げ交渉の難航から結局休債となったうえ、事業債もその煽りをうけて発行スケジュールが遅延したことから初めて休債を余儀なくされる状況となった。また7月には、景気動向とも絡んで長期プライム・レート引上げに対する抵抗が強かったことから国債発行条件の引上げが難航し、シ団引受長期国債は再び休債となった(同図(2))。さらに、58年中は事業債発行に際して国内起債から海外市場における起債にシフトするといった動きが電力債を中心に目立ったが、そうした動きの背景としてはスイスフラン市場等での金利水準の低さのほか、国内事業債発行市場では起債日程や発行条件がいわゆる金利体系の制約の中で決定されるという硬直的な仕組みになっていることも一因として指摘できよう。

こうした58年中の経験からみても、金融環境の変化に機動的に対応しにくい嫌いのあるこれまでの長期金利体系を維持することは、結局、国内資本市場の円滑な機能を妨げることになるのは明らかといえよう。金利規制に伴うこうした弊害を除去していくには、各種長期金利相互間の機械的な連動関係を断つ一方、国債を含む各種債券の発行条件等はそれぞれ流通市場の実勢に即して自由に変動する慣行を一層定着させる

ことが必要である。

(期近国債の増大と国債借換問題)

国債市場を巡っては、上記のような発行・流通市場の問題のほか、最近の国債残高の累増(注4)に伴って国債管理のあり方が一段と重要かつ現実の問題として対処を迫られる状況となっている。こうした国債管理政策を考えるに当たっても、まず歳出歳入構造の見直しを引き続き進めることによって国債の大量発行から出来るだけ早く脱却することが基本となるべきことはいうまでもない。一方、こうしたなかで当面1～2年先の最大の課題のひとつは、60年度以降における大量の償還にいかに対処するか、より具体的には借換債の発行をいかに円滑に進めるかという問題(注5)である。こうした60年度以降における国債借換えについての基本的な問題は、その規模自体が極めて大きいこと、および満期到来債のうち市中保有分のウェイトが従来と比べて圧倒的に高いことである(57～58年ごろまでに償還された中長期国債については償還時点ではその過半が日本銀行および資金運用部の保有。一方、60～65年度に償還される中長期国債については、最近時点でみる限り平均約8割が市中保有)。従って、こうした借換債の円滑な市中消化(償還金の国債への再投資)のためには、新発債の場合と同様、発行条件の設定にあたって市場実勢を尊重していくことがまず何よりも重要である。また、借換国債の種類多様化も必要となろうが、その場合、預金市場や短期金融市場への影響のほか、金融調節のあり方との関連、さらには短期債への依存度を高めた場合の経済全体の流動性上昇といった問題など、幅広い観点からの検討が望まれる。ちなみに、国債残高の平均残存年限は、50年代前半以降かなり早いテンポで低下傾向をたどってきている(51年度末に8.3年とピークとなったあと59年度末には5.7年にまで低下の見込み、第13図)。

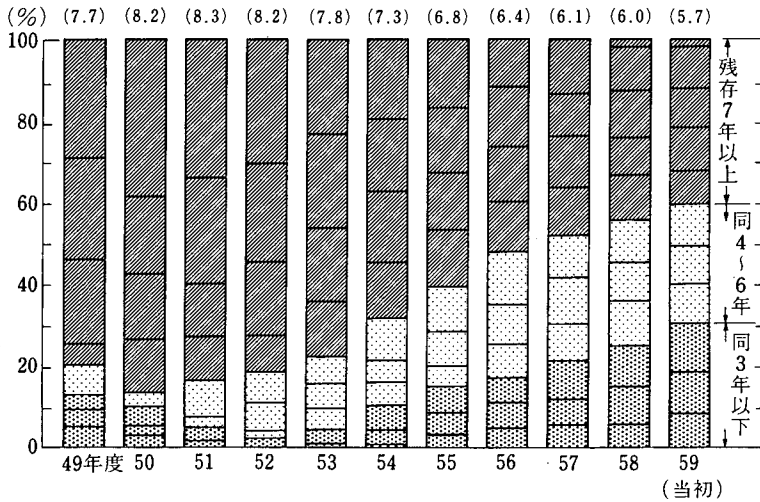
なお、国債残高の増勢が続くなかで、国債に占める期近債のウェイトが上昇しているが、期近債の増大は短期金融商品の増加を意味するものであるだけに、それがどの程度市場で取引されることになるのか、またそれが預金等他の金融資産の市場にどのような影響を与えるのかなどについては、今後十分注目していく必要がある。

(注4) 国債残高は、58年度末ですでに109兆円の規模に達したあと、59年度についても、緊縮的な予算編成にもかかわらず、国債発行額は13兆円弱と依然として高水準を続ける見込みであり、このため、59年度末残高は122兆円(対名目GNP<政府見通し>比率41.2%)に達する見通しである。

(注5) 60年度以降大量に償還期の到来する特例国債については、従来、借換禁止(全額現金償還)が原則とされていたが、本年1月の財政制度審議会の報告書において借換容認の方針へと転換が図られた。

(第13図)

国債の残存年限別残高の推移(年度末における構成比)



- (注) 1. 出資国債、記名国債、旧債、外債を除く、いわゆる「普通国債」ベース。
 2. () 内は平均償還年限(単位、年)

(金融自由化とその影響)

以上みたような金融環境の変化と金融自由化の進行は、今後金融機関各業態や証券会社等を含めてわが国の金融制度全体に大きな変革を迫るものであるが、金融機関経営にとっても当然重大な影響を与えずにはおかない。すなわち、まず預金金利規制のもとで自由金利の新種高利回り商品が次々に登場することにより、規制金利商品である預金から高利回り商品への資金流出が続き、金融機関の各業態、各行ごとのこれまでの資金量シェアが大きく変動する可能性が少なくないことである。また、こうした金融の自由化の進展過程においては金融機関の収益が不安定となる面がある。というのは、割高な自由金利による調達ウェイトの上昇(注6)から利鞘縮小圧力が強まるなかで金利の変動に伴う資金シフトがおりやすくなり、また貸出金利も市場実勢を反映して従来以上に変動することが避けられないためである。ただ、ここで留意する必

(注6) 例えば、都市銀行の総資金調達に占める自由金利調達(コール・手形市場からの調達、CD、売り現先、外貨預金等)の比率は次のとおり(残高ベース、年平均、%)。

51年	53年	55年	57年	58年
15.8	16.1	19.2	20.3	21.3

要があるのは、金融機関経営にとってこうした状況を招きつつある金融の自由化は、企業・個人が豊富な金融資産を蓄積するなかで国債残高の累増と内外資金交流の活発化を軸に自由金利の取引が増大している現状を考えると、わが国経済にとって避けることのできない大きな流れという性格をもっている点である。そのためこうした問題は、各種規制の維持・強化によって解決できるものではなく、公正な競争条件の確保に留意しつつそれらを漸次自由化、弾力化する以外には適切な対応手段はありえないといえる。そうしたなかで各金融機関としては、貯蓄主体のニーズに合致した金融商品の開発、拡充に努めるとともに、経営の合理化・効率化をさらに進めることが必要であり、長い目でみればそれを通じてはじめて国民経済的にみて金融の効率化が達成され、健全な金融制度の基礎が築かれることとなる。

(4) マネーサプライの動向

(マネーサプライの推移)

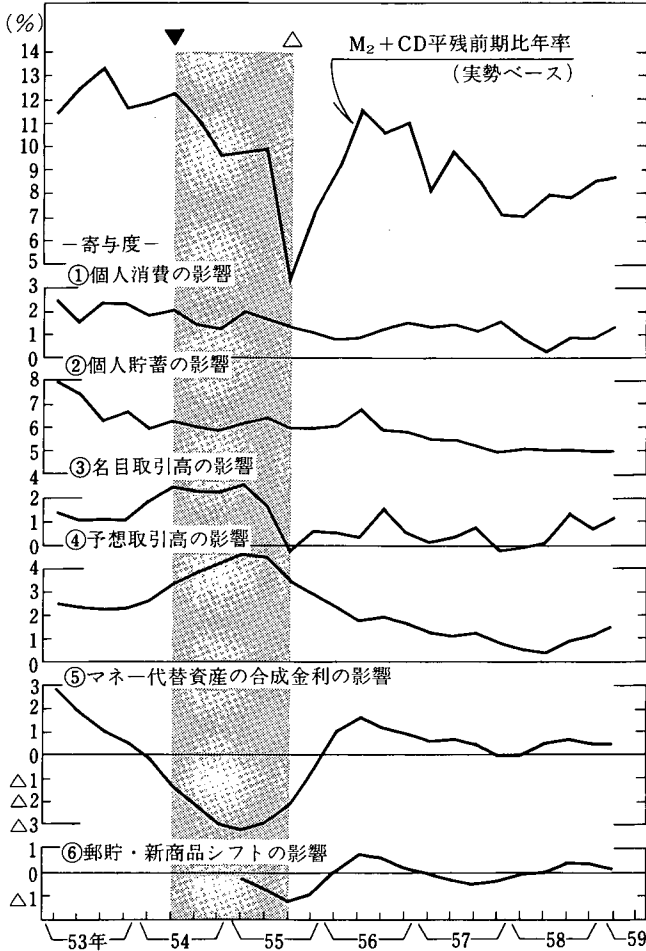
マネーサプライ(M2 + CD平残)を前年比伸び率でみると、58年前半は7～9月(+7.1%)にかけて伸び率低下傾向をたどったが、10～12月(+7.2%)以降徐々に持ち直し、59年入り後も1～3月+7.9%のあと、4～6月は+8%前後の見通しとなるなど緩やかな増加傾向にある。こうした動きには特殊要因(地方交付金支給時期の後ずれに伴う影響等)も影響している面があるので、これを調整したいわば実勢としてのマネー増加につきその「風速」(季調後前期比、年率)の推移をみると、58年4～6月以降伸び率を幾分高め、10～12月以降は8%台の伸び率となっている。

このようにマネーサプライの実勢「風速」が58年春先以降上昇傾向にあるのは、①景気回復の進展に伴って通貨に対する取引需要が徐々に回復傾向をたどっていること、また②58年央にかけてみられた預金から貸付信託、金融債、投資信託等高利回り金融資産への資金シフトが年後半には国債利回りの低下等を反映して落ち着きに転じたこと、によるところが大きいとみられる。ちなみに、マネーサプライ(M2 + CD平残、実勢「風速」)を実体経済要因および金利要因によって説明する通貨需要関数を計測し、それを用いて要因分解を行くと(第14図)、58年中を通じてみた場合、①実体経済面(現実の名目取引高および予想取引高等)からの通貨需要の回復、②金利低下(マネー代替資産の合成金利の低下および新種金融商品の利回り面での優位性の低下)に伴う通貨需要の回復の両者が相まって通貨需要の押上げ要因となったとの試算結果が得られる。

一方、こうしたマネーサプライの動きを金融機関の信用面との対応関係(M2 + CD末残3か月平均値、寄与度ベース)からみると、58年1～3月期から59年1～3月

(第14図)

通貨需要関数による要因分解



(注) 通貨需要関数の計測式は付注2を参照。

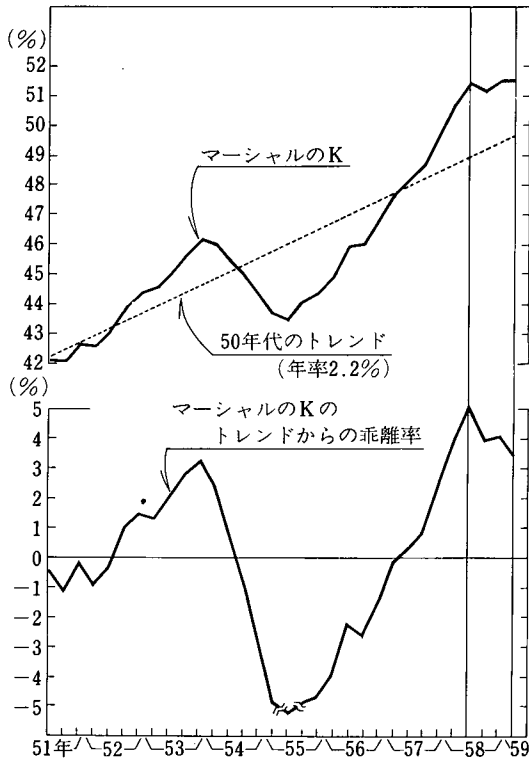
期にかけてのマネーの増勢は、經常収支黒字幅の拡大等による対外資産の増大、ならびに金融機関の融資姿勢弾力化を反映した貸出の増勢に見合うかたちとなっている。

(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、その伸び率自体の動きばかりでなく、実体経済活動との相対的な関連で評価する必要があることはいうまでもない。このため、まず「マーシャルのK」($M2 + CD / \text{名目総取引高} < \text{名目総需要} + \text{中間取引高} >$)の

(第15図)

マーシャルのKの推移



(注) マーシャルのK = $\frac{M_2 + CD}{\text{名目取引高}}$

推移に着目し、その動きにみられる明確な上昇トレンド(個人の定期性預金の増加を中心とする金融資産の蓄積に対応)を捨象する意味でトレンドからの乖離率をみると(第15図)、58年7～9月以降59年1～3月にかけては低下傾向を示しており、このことは58年後半から59年初におけるマネーサプライの伸び率が名目総取引高との関係でひとところより低目の伸びであったことを示している。しかし、これに先立つ57年後半から58年前半にかけては名目総取引高が伸び悩み傾向を続けるなかでマネーサプライが比較的安定した推移をたどったためにいわゆる遊休通貨残高の蓄積が進んでいたものであり、従って58年後半以後はそれが徐々に活動残高に転化する過程であったとみることができよう。こうしたマネーの動向を踏まえた上で「マーシャルの

K」のトレンドからの乖離率自体(59年1～3月時点)が前回緩和期のピークを依然として上回っていることを考えると、マネーサプライの現状は量的にみて引続き十分な緩和状態にあり、またそれと同時に、前述したような企業の資金繰りの緩和度合いや企業の慎重な在庫投資態度、さらには円安是正下での物価・コスト構造の安定度等を総合的に勘案すると、なお許容範囲内にあると判断される。

前述したように、最近各種の新金融商品が相次いで登場している。こうした状況下では、マネーサプライの管理を中心とする金融政策の運営に際しても種々新しい問題が出てくることが予想される。例えば、現在の中心的指標であるM2 + CDの構成内容自体このところかなり大幅に変化している(現金、要求払預金のウェイトが低下する一方、定期性預金やCDのウェイトが上昇)一方、金融資産全体としてみた場合、M2 + CDには含まれずより広義のマネーサプライ指標にのみ含まれる国債、金融

債、信託元本等の長期高利回り資産がこのところウェイトを高めつつある。このため、日本銀行としては、今後のマネーサプライの管理に際しては、そうした金融資産構成の変化にも引続き十分な注意を払っていく必要があると考えている。また、個人、企業等における利回り選好の高まりに加え、金融機関の与信行動における金利の影響力も今後ますます高まっていくとみられることから、通貨供給量の管理に当っては金利機能の活用が一段と重要になろう。

付注1 長期国債流通利回りの計測式

$$\text{長期国債流通利回り} = 0.98 \times \sum_0^4 W_1 (\text{現先レート} < 3 \text{ か月} >)$$

<店頭気配、最長期> (5.0)

$$+ 0.80 \times \sum_0^4 W_2 (\text{インフレ率})$$

(3.3)

$$- 0.20 \times (\text{クーポンレート})$$

(2.0)

$$+ 0.18 \times (\text{米国10年物国債利回り})$$

(7.5)

$$+ 0.65 \times \sum_0^4 W_3 (\text{為替相場変化率})$$

(2.9)

$$+ 1.12 \times (\text{国債市中消化予想額})$$

(6.9)

$$+ 5.62 \times (\text{市中保有国債/主要金融資産})$$

(3.8)

$$+ 4.41$$

(9.0)

$$\left(\begin{array}{l} \bar{R}^2 = 0.912 \\ \text{S.E.} = 0.24\% \\ \text{D.W.} = 1.03 \\ \text{計測期間:} \\ 53/1 \text{月} \sim 59/1 \text{月} \end{array} \right)$$

	当 期	1 期前	2 期前	3 期前	4 期前
W ₁	0.08	0.05	0.02	0.01	0.01
W ₂	0.13	0.12	0.10	0.06	0.02
W ₃	0.03	0.03	0.02	0.01	0.00

(注) 1. W₁、W₂、W₃はシララグを使用

2. インフレ率はWPI (国内・工業製品、季調済)、前月比騰落率

3. 為替相場変化率は対米ドルレート、前月比騰落率

4. 国債市中消化予想額は {年度間国債発行予定額(市中消化分) - 既発行額} ÷ 年度末までの月数

5. 主要金融資産はM₃+CD、金融債、国債、投資信託の合計

付注2 通貨需要関数の計測式

$$M_2 + \text{CD平残} = 1.2789 \{0.2207 \times (\text{個人消費}) + 0.2943 \times (\text{個人貯蓄累計}) + 0.0535$$

(実勢ベース) (31.9)

$$\times (\text{名目取引高}) + 0.1211 \times \sum_0^7 W_1 (\text{名目取引高}) \} - 1415.9 \times \sum_0^3$$

(5.5)

$$W_2 (\text{マネー代替資産の合成金利}) - 2940.2 \times \sum_0^3 W_3 (\text{郵貯・新商品}$$

(1.5)

$$\text{シフトの影響}) - 34706 + 0.916 (\text{誤差項})$$

(4.0)

$$\left(\begin{array}{l} \bar{R}^2 = 0.999 \\ \text{S.E.} = 5898 \text{億円} \\ \text{D.W.} = 1.39 \\ \text{計測期間: } 51/1 \sim 58/III \\ \text{コクラン・オカット法を使用} \end{array} \right)$$

	当 期	1 期前	2 期前	3 期前	4 期前	5 期前	6 期前	7 期前
W ₁	0.222	0.194	0.167	0.139	0.111	0.083	0.056	0.028
W ₂	0.166	0.287	0.327	0.218				
W ₃	0.125	0.250	0.375	0.250				