

昭和59年の金融および経済の動向

〔目 次〕

- | | |
|------------------------|----------------------------|
| 1. 概 況 | 3. 金融自由化、国際化とその下での金融政策 |
| 2. 物価安定下の景気上昇と対外不均衡の拡大 | (1) 一段と進展した金融の自由化、国際化 |
| (1) 輸出主導から内需主導の成長へ | (2) 金融自由化、国際化の下での金融緩和政策の運営 |
| (2) 為替相場円安下での経常収支黒字不均衡 | |

1. 概 況

(順調に上昇した国内景気)

昭和59年の日本経済は、輸出が前年に続いて高い伸びを示すなかで、その波及効果の浸透から、国内民間需要も全体として順調な拡大過程をたどった。

まず輸出動向をみると、年央まで米国景気の急拡大を背景として急速に増加し、その後は米国の経済成長テンポが減速したためかなり鈍化したものの、中国向け輸出の好調もあって、全体として高水準を持続した。こうした前年に引続く輸出水準の上昇は、国内製造業の生産・稼働率の上昇と収益の拡大をもたらし、59年中にはその国内各部門への浸透の度合が一層強まり、国内民間需要が自律的に拡大するメカニズムが着実に作動した。その最も力強い波及ルートは民間設備投資を通じるもので、中小企業製造業の設備投資が58年後半に続いて大幅に増加し、大企業製造業の設備投資も59年中その増勢を強めた。さらにこれまで立ち遅れ気味に推移していた中小企業非製造業の設備投資についても、年後半には動意を示すに至っている。一方、国内民間需要の大宗を占める個人消費については、企業の慎重な雇用態度等から名目雇用者所得の伸びが緩やかなものにとどまったことを背景として、年前半まで総じて一進一退の動きにとどまっていたが、後半には雇用事情の改善が進むなど経済拡大の家計部門への波及が浸透するにつれ、徐々に回復の度合を強めている。こうしたなかで住宅投資も緩やかな回復に転じた。この間、財政支出については、財政改革努力を反映して引続き低い伸びにとどまったが、こうした国内民間需要の拡大から、年平均でみた実質G N P成長率は、58年中の3.4%のあと59年は5.8%と伸びを高め、国内需要の寄与度も上昇した

(58年1.8%ポイント→59年3.7%ポイント)。景況の業種間ないし地域間のばらつきも目立って縮小に向かった。

景気の力強い拡大にもかかわらず、物価は59年中も安定基調を維持した。こうした物価安定の背景としては、海外一次産品市況の軟化や生産水準の上昇に伴う労働生産性向上、素材業種における供給余力の存在などの要因を挙げ得るが、より基本的にはわが国経済が第2次石油危機に対応する過程で賃金・物価の悪循環を断ち切ることに成功したことが大きく寄与しており、またこれが景気拡大の持続を支える効果をもった。さらに、今次景気拡大の過程では、企業の経営体質改善の進展に加え、技術フロンティアの拡大や資源制約の緩和もあって、企業家精神も目立って回復しつつあるとみられる。賃金・物価の安定基調が確保されるなかで企業家精神が回復することは、わが国経済が中長期的な安定成長を展望するための不可欠の基盤であり、その一層の定着が期待される。

(円安と対外不均衡拡大下での金融政策)

以上のように、59年のわが国経済は、国内的には物価の安定が維持される一方景気が順調に拡大するという、きわめて望ましい展開を示した。しかしながら、対外面をみると、経常収支の黒字が350億ドルとかつてない規模にまで拡大するなかで、為替相場は総じて軟化傾向をたどるなど、不均衡がむしろ拡大した。59年中に経常収支の黒字が大幅に増加したのは、米国経済の急成長を背景としてわが国の輸出が顕著に伸長したことにもよるものであるが、より基本的にはわが国経済が過去2度にわたる石油危機に対応する過程で、輸出競争力を著しく強化すると同時に省資源型の経済構造へと転換したため、輸出は増え易い一方輸入は増えにくい体質となったことを見逃せない。もとより、こうした輸出入構造の変化は、本来は為替相場の上昇によって調整され、大幅な経常収支の不均衡にはつながらない筋合にある。しかし為替相場は、近年における為替・資本取引の自由化により、資本取引から影響を受ける度合を強めており、最近2～3年は巨額の財政赤字等を背景とした米国金利の高止まりや、米国経済のパフォーマンスないし政治的安定性に対する信認の高まりから、経常収支の黒字にもかかわらずドルでは一貫して弱含みの推移を続け、それが経常収支黒字幅の一層の拡大をもたらした。

経常収支黒字の増大は、わが国と貿易相手国との間の摩擦を激化させ、保護貿易主義につながり易いものだけに、貿易に立国するわが国経済にとって、その是正が急務であることはいうまでもない。この場合、わが国の経常黒字は、景気が

順調に上昇していくなかで大幅に拡大したことからみても、総需要の不足を主因とするのではなく、総需要が過度に外需に振向けられていることが最大の要因であることは明らかである。従って、その是正を図る上では、やはり為替相場が円高方向で安定することにより、国内需要と海外需要がよりバランスしたかたちで拡大することを指向するのが正道であるといえよう。

もとより円安は、輸入原材料や輸入競合品の価格上昇を通じてわが国物価全般にも悪影響を及ぼすものである。幸い59年中は、海外商品市況の軟化や国内製品需給の引緩みから、そうした圧力が顕現化するには至らなかったが、年後半にかけての輸入物価の上昇は、コスト、ひいては潜在的な価格上昇圧力として無視し得ないものであった。従って、円の対外価値の円高方向での安定化は、対外不均衡是正の観点からも、国内物価の安定維持のためにも、59年のわが国経済が直面した最大の課題であったといえる。

こうした内外経済情勢のもとで、日本銀行は、国内景気の着実な上昇を支えるため、金融の緩和基調を維持しながら、円の為替相場に対する配慮から、わが国側の要因で内外金利差が拡大する事態を回避することを基本的な方針として政策運営を展開した。すなわち、日本銀行は、公定歩合については58年10月の引下げ(5.5%→5.0%)の後、59年中を通じて変更を行わず、短期金融市場金利についても、59年に入ってからはおおむね安定的な水準を維持する一方、金融機関の貸出指導に当っては引続きその自主的計画を全面的に尊重した。こうした政策効果の浸透から、銀行の貸出約定平均金利は59年を通じて順調に低下し、また企業収益の好調や、資金調達ルートが多様化の影響もあって、企業の資金繰り感は引続き改善をみている。この間、マネーサプライ($M_2 + CD$ 平残の前年比増加率)は、通年8%弱と名目GNPを上回る伸びを続けており、こうした点からみて、59年中の金融は、景気の持続的な拡大を支えるに十分な緩和状態にあったとの判断が可能である。

(金融自由化、国際化の進展と金融政策)

金融システム面に目を転じると、昭和59年はここ数年進展してきた金融自由化、国際化の流れが「日米円ドル委員会作業部会報告書」や大蔵省の「金融の自由化及び円の国際化についての現状と展望」の公表を契機として、急速な展開を示した点で画期的な年であった。59年から本年前半にかけて実施された規制緩和措置を概観すると、まず預金金利についてはCD発行条件の緩和、市場金利連動型預金(MMC)の導入が行われ、大口預金金利の自由化が実質的に大きく前進し

た。また業務分野の規制については、銀行・証券の業務分野がともに拡大され、近年進展をみせている業務提携の動きとも相まって、両者間のいわゆる「垣根」がかなり低くなった。一方、内外金融取引の面では、先物為替取引の実需原則や金融機関の円転規制が撤廃され、中長期円建対外貸付も自由化されたほか、ユーロ円市場取引についても多岐にわたる自由化措置が講じられた。さらに国内金融・資本市場の面でも、円建B A市場の創設や短期借換国債の発行の決定に加え、無担保債の発行基準が緩和されるとともに債券格付機関が発足するなど、一層の多様化や整備拡充が進められた。このように、最近の規制緩和措置は広範多岐にわたっており、金融システムの全体としての機能や金融政策のあり方についても多くの影響を与えるものである。

いうまでもなく、金融の自由化や国際化は、わが国経済が高度成長から安定成長へと移行するなかで生じたマネーフローの変化と企業や家計の金利選好の高まり、さらには経済規模の拡大と海外経済との関係緊密化のもたらした内外金融・資本交流の増大など、わが国経済の発展自体に根ざした歴史的な課題である。それが59年以降に急速な進展を示したことについては、確かに日米円ドル委員会での討議がひとつの大きな契機をなしてはいるが、そもそも自由化や国際化が避け難い流れであることに加えて、それが部分的にであれひとたび進展を始めると、規制金利商品から自由金利商品へと大量の資金シフトを生じがちであり、それを防ぐためにも一層の自由化、国際化が必要になるという意味で、いわばおしとどめ難い勢いを内包していることによる面も見逃すべきではない。

金融の自由化や国際化に期待される最大のメリットは、競争原理と金利機能の貫徹による資金の内外にわたる適正な配分と金融システムの効率化、体質強化である。ただ、金融機関にとって、規制の緩和は調達・運用両面にわたる収益機会の拡大を意味するとともに、様々なリスクをも増大させる可能性があるのも事実である。また一国の金融システムは、すぐれて歴史的、伝統的基盤を有しているだけに、それを急激に変更しようとする場合には、不測の資金シフトや金融機関経営の不安定化等の事態が発生する可能性も強い。従って、金融の自由化や国際化を円滑に進めていくに際して第一の課題は、信用秩序の維持に十分な配慮を払うことであり、そのためには各種自由化、国際化措置の平仄がとれ、またそのテンポ自体が段階的でなければならない。また信用秩序維持のためには、民間でのセーフティネットや預金保険制度の整備拡充等も幅広く検討していくことが必要であるが、あくまでその根幹は個々の金融機関が自主的な判断に基き健全な経営

を行うことにあるのであり、金融機関が自己資本の充実やリスク管理体制の整備などにより、安定した経営基盤を確保することが強く期待される。

第二の課題は、金融政策の有効性を確保することである。金融の自由化や国際化が進めば、資金の配分は基本的にその価格である金利を通じて行われるため、日本銀行の金融政策運営もこれまで以上に金利機能を活用していくことが必要となる。59年中日本銀行は、金融市場全般における自由化、国際化が進展し、市場間の金利裁定が活発化するなかで、伝統的なインターバンク市場に対する貸出、オペレーション操作に加えてオープン市場に対する保有政府短期証券の売却等を弾力的に実施することにより、短期金融市場金利やマネーサプライを安定的にコントロールしてきた。しかし、自由化、国際化が一層進展した場合には、金利の変動がマネーサプライや企業、家計の行動に与える影響も従来とは変化することが予想される。そうしたなかで円滑に金融調節を進めていくうえでは、今後とも金融調節の場と手段を整備するとともに、経済諸変数間の関係についてはマネーサプライの定義自体を含めてさらに理論的、実証的な研究を積み重ねていかねばならない。

（景気の現状と政策課題）

昭和60年に入ってから国内景気動向をみると、鉱工業生産が伸び悩みとなり、企業の景況感もこれまでの改善傾向が一服を示すなど全体としてやや勢いを欠く状況となっている。これは、昨年末以降の米国向けを中心とする輸出の増勢鈍化の影響に加え、素材業種を中心に在庫の積上りが生じ、これらが生産を抑制する効果をもたらしているためである。しかし、先にみたとおり、物価の安定や企業収益の好調、さらには雇用者所得の増加に支えられて設備投資や個人消費等国内民間最終需要は底固い動きを示している。また今次景気上昇過程において、企業の在庫投資態度は全体としてきわめて慎重なものであっただけに、現在の在庫圧縮の動きも比較的小幅な影響を及ぼすにとどまるとみられる。従って、海外経済環境の予想外の悪化といった新たなマイナス圧力が生じない限り、国内景気の基調が大きく崩れる可能性は小さく、安定的な上昇基調の維持を期待してよいと思われる。

一方、対外面については、為替相場は、米国経済の成長テンポの減速が明確となり、米国金利もひと頃に比べ幾分の低下をみたことなどから、春先以降ドル高・円安が若干の修正をみているが、なお不安定な地合を続けている。また、経常収支不均衡が依然高水準を続けていることから、貿易摩擦問題が一段と厳しさを増

して来ている。

この間、世界経済の動向をみると、59年後半以降、米国経済はそれまでの急拡大から減速過程に入ったが、引続き物価安定基調が保たれるなかで今後モデレートな成長を持続することが期待されている。最近になって財政赤字削減計画の具体化が進展し、これに伴い高金利是正の動きがみられることはこの期待に沿うものといえるが、なお財政赤字削減の最終的目途が立ち難いだけに先行き予断を許さないものがある。一方、欧州諸国では、総じて59年来の緩やかな景気回復が続いているが、依然雇用情勢ははかばかしい改善をみるに至っていない。このほか、発展途上国の累積債務問題もひとまず最悪期を脱したとはいえ、根本的解決は今後の問題として残されている。このように世界経済は、全体として、これまで2年間世界景気の回復をリードした米国経済の成長率鈍化に直面し、その下での安定的拡大の途を模索している状況にある。こうした意味からも、わが国として、今までも増して対外的配慮を重視することが求められており、対外不均衡是正への一層真剣な取組みが必要とされている。

従って、当面のわが国経済の最大課題は引続き、国内需要の拡大を維持し、為替相場の円高方向での安定を実現するなかで、対外不均衡の縮小をめざすことにある。そしてこうした課題に取り組んでいくうえで留意すべきは、第一に政策面での対応がわが国の中期的な安定成長基盤を崩すものであってはならないという点である。金融政策面については、先にみたとおり現在景気拡大を維持するに十分な緩和状態が続いており、為替相場や物価面へ悪影響を及ぼす可能性を考えれば一層の緩和に対しては慎重にならざるを得ない。一方、財政面では、わが国における財政赤字が国民経済的にみても、また国際比較でみてもなお高水準にある現在、将来における財政インフレの禍根を断ちつつ財政の健全性、柔軟性を回復し、経済の活力を維持するためには、その改革の基本線を堅持して行く必要がある。第二に、こうしたマクロ政策面での制約を念頭におくとき、当面する最大の課題である対外不均衡の是正に即効薬が乏しい現実を認識したうえで、市場開放の着実な実行など、可能な限りの措置を積み重ねていく必要がある。わが国経済は、物価の安定下で企業家精神が回復しつつあり、中期的な安定成長の基盤を固める過程にあるが、内外バランスの調和に配慮しながら、そうした基盤を一層確実なものとしていかねばならない。

2. 物価安定下の景気上昇と対外不均衡の拡大

(1) 輸出主導から内需主導の成長へ

昭和59年のわが国経済は、輸出が58年に続いて大幅に増加し、その生産・所得への波及効果を受けて国内民間需要も自律的な拡大局面に入ったため、景気は順調に上昇し、実質G N P成長率は+5.8%と48年以来の高い成長を実現した。この間、物価面では、卸売物価が前年比横ばい圏内の動きを続ける一方、消費者物価も前年比+2%程度の上昇にとどまるなど、安定基調が維持されており、その面からも59年は画期的な年であったといえる。

(恵まれた海外経済環境)

59年中に物価安定下の景気拡大が可能となった大きな要因のひとつは、海外経済環境が58年に続いてわが国経済にとり総じて順風となった点である。昨年の世界経済の動向を顧みると(第1表)、58年以来世界経済の上昇を主導した米国経済が、年後半には成長テンポが鈍化したとはいえ、通年では+6.8%もの高い成長を達成し、またその過程で輸入を大幅に増加させたため、欧州諸国やアジア新興工業国(NICs)等でも総じて輸出需要の増大とその国内への波及から、景気が着実に回復傾向を示した。こうした世界経済の拡大を反映して、実質世界輸入は前年比+8.8%の増加をみている。また、景気の上昇にもかかわらず、物価は世界的にみても安定基調を続けたが、それには原油価格が軟調を続け、非鉄等工業原

(第1表)

わが国をめぐる世界経済環境

		82 年	83 年	84 年
実成 質G 長 N 率 (D) P(%)	米 国	△ 2.1	3.7	6.8
	E C	0.5	1.0	2.4
	石 油 輸 出 国	△ 0.2	△ 0.8	2.0
	非石油輸出途上国	2.5	2.7	4.4
実質世界輸入増加率(%)		△ 2.2	2.2	8.8
ロ イ タ ー 指 数 (現物、ドル建、年末) (1931年9月18日=100)		980.0	1,099.5	847.7
石 油 価 格 (アラビアン・ライト、 ドル/バーレル、LND) (市場スポット価格、年末)		30.25	28.50	27.80

(資料) IMF "World Economic Outlook" (85/3月)、各国統計。

料や穀物の市況も下落するなど、一次産品市況が総じて弱基調を示したことが大きく寄与している。こうした一次産品市況の軟調は、消費国における投入原単位の低下や代替品の普及から需要が伸び悩んだことに加え、生産国側も対外債務を抱えた諸国を中心に増産に努めたため、需給地合が緩和したことがその基本的な背景であるが、米国金利高、ドル高から投機資金がドル建金融資産へとシフトした点も見逃せない。もっとも、これらの要因によるドル建価格の低下^(注1)については、わが国をはじめ米国以外の輸入国にとっては、自国通貨の対ドル相場下落によってかなりの程度相殺されており、そのメリットを十分享受するには至っていない。しかし、原油や一次産品等の需給緩和傾向が定着したことは、主要資源を海外からの輸入に依存し、その量、価格両面での制約を受けがちであったわが国にとり、成長制約要因が大幅に緩和されたことを意味するものであった。さらに最近数年間、世界経済を大きく攪乱しかねない要因であった発展途上国等の債務累積問題についても、世界経済が全体として拡大するなかでひとまず最悪の状態を脱し、徐々に改善の糸口が見出されつつあり、また貿易摩擦や保護貿易主義の潮流も、59年中は総じてさほどの具体的高まりをみせるに至らなかった。もとより、こうした問題はいずれも抜本的解決には程遠く、今後重大な成長制約要因として作用する可能性があるが、幸い59年中についてはそのような事態を回避し得たのである。

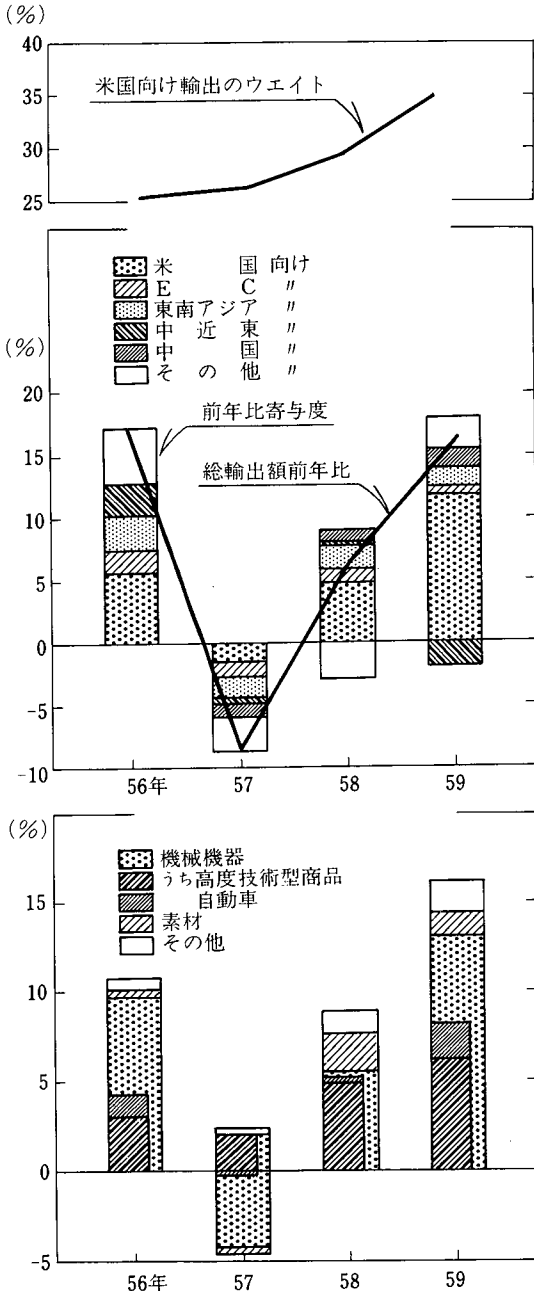
(輸出増は国内需要に波及)

こうした恵まれた世界経済環境の下で、わが国の輸出は年央以降はややスローダウンしたものの、年間を通じてみれば58年を上回って大幅に増加し、引続き景気上昇の牽引車としての役割を果たした。すなわち、59年中の輸出動向を通関統計でみると、金額、数量ともに前年比+16%増と大幅な伸びを示したが、これを仕向先別にみると(金額ベース、第1図)、米国向けが大幅に増加し、総輸出に占める米国向けのシェアが35%まで上昇した。その他の地域向けについては、EC、東南アジア向けや中近東向けが伸び悩まないし減少となったが、年後半には中国向けが著増し、全体の伸びを支えた。また、品目別の動向をみると(数量ベース)、鉄鋼、金属製品、繊維などの素材製品が伸び悩む一方、電気機械、精密機械、一般機械といった高度技術製品が軒並み顕著な増勢を続け、さらに、自動車も対米

(注1) ドル建国際商品価格の低下については、以上のような実体的な需給緩和を通じる要因に加え、ドルが他の通貨に対して全面高となったために、需給関係とは独立に建値のみが修正された面も作用しているものと考えられる。

〔第1図〕

地域別、品目別輸出動向



- (注) 1. 地域別輸出動向は金額ベース、一方品目別輸出動向は数量ベース。ただしデフレーターは対応品目の輸出物価指数(55年=100)。
 2. 高度技術型商品とはVTR、半導体、事務用機器の合計。

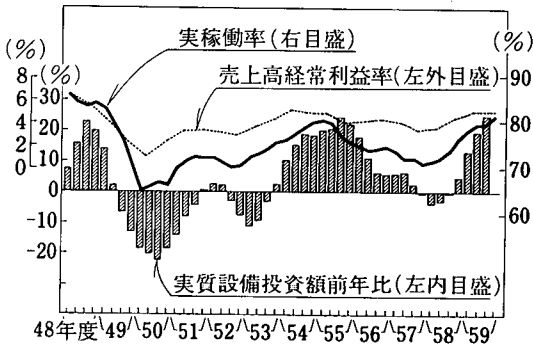
(資料) 大蔵省「通関統計」、日本銀行「卸売物価指数」

乗用車輸出規制枠拡大(58年度168万台→59年度185万台)もあって大幅に増加するなど、機械・加工製品の伸びが高かった。このように59年中の輸出の増加は、ハイテク製品を中心とするわが国産業の高い輸出競争力と米国経済の急成長を背景とする輸入需要の増大とが相まってもたらされたものといえよう。

こうした2年連続した輸出の増大は、製造、流通各段階での在庫の復元と相まって生産の顕著な上昇をもたらしたが(59年中鉱工業生産前年比+11.1%)、それに伴う所得の増大は、まず輸出増の直接の恩恵を受ける製造業の設備投資を押し上げ、さらに雇用者の所得増を通じて徐々に個人消費や住宅投資にも好影響を及ぼすかたちで、国内最終需要の自律的な上昇メカニズムを作動させてきた。59年中にそうした効果が最も顕著だったのは民間設備投資であり、実質前年比+11.1%増(GNPベース)と54年以来の高い伸びを示した。59年の設備投資拡大を主導したのは58年に引続き中小企業製造業であったが、これは投資規模が相対的に小さく生産増に対する設備投資の感応度が速いためであり、大企業製造業についても59年

〔第2図〕

製造業設備投資と稼働率・利益率



- (注) 1. 実質設備投資額は、法人季報ベース3期移動平均を投資デフレーターで実質化。
 2. 売上高経常利益率は主要短観(除く石油)ベース。
 3. 実稼働率は、 $0.783 \times \text{稼働率指数}$ で算出(0.783は基準時<55年>における実際の稼働率)。

を通じて徐々に伸びが高まっている。製造業設備投資が堅調な推移を示したのは、①輸出需要増大とその波及効果から稼働率が上昇し、能力増強のインセンティブが高まったこと、および②収益の好転と金融緩和の浸透から投資資金も潤沢であったこと、が基本的な背景であるが、これに加え、③世界経済の好転やわが国が物価安定下でかなりの成長を遂げつつあることが、企業の先行きに対するコンフィデンスを高めたこと、さらには、④需要構造の変化やハイテク化の進展のなかで、需要の伸び

製造業設備投資の目的

(単位・%)

	製 造 業		うち 加 工		うち 素 材	
	58年度	59年度	58年度	59年度	58年度	59年度
増 産 ・ 拡 販	△ 0.7	9.2	0.7	14.5	△ 2.6	2.2
合 理 化 ・ 省 力 化	△ 0.6	2.3	△ 2.7	3.0	1.8	1.5
新製品開発・新規事業進出等	△ 0.2	4.0	△ 1.4	5.3	0.5	2.1
省エネ・燃料転換	△ 2.6	0.0	△ 0.1	1.5	△ 4.9	△ 1.8
維持補修・その他	△ 4.1	1.4	△ 1.3	1.0	△ 6.8	2.2
合 計	△ 8.2	16.9	△ 4.9	25.4	△ 12.0	6.3

(注) 大企業製造業の設備投資目的別寄与度。

(資料) 日本銀行「主要企業短期経済観測」(60/2月調査)

の低い素材業種においても新製品開発投資や新技術開発投資など「生き残り投資」を積極化したこと、も見逃せない要因である(第2図)。

一方、今回の景気拡大局面において非製造業の設備投資は、主力電力投資の規模が低水準にとどまったうえ、卸・小売、サービス等もリース業を除いては低調であったため、総じて足取りの鈍いものとなっていたが、景気拡大効果の波及に

(第2表)

中小企業非製造業の設備投資計画

(前年度比・%)

	58年度 実績	59年度計画(調査時点毎)		
		59／2	8	60／2
大企業製造業	△ 8.2	0.3	13.3	16.9
中小企業製造業	10.9	△ 14.5	23.7	33.9
大企業非製造業	△ 0.9	△ 2.0	1.3	△ 1.3
中小企業非製造業	△ 24.2	△ 23.8	△ 7.8	6.9
建設業	△ 29.0	△ 37.0	△ 16.0	1.8
卸売業	44.0	△ 45.4	△ 4.9	4.1
小売業	△ 10.3	△ 43.8	△ 12.0	△ 13.0
不動産業	12.5	△ 4.5	1.0	18.1
運輸・倉庫	△ 50.2	△ 15.5	1.0	27.8
サービス	△ 52.6	△ 53.1	△ 34.3	△ 40.0

(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

つれ、卸・小売や建設、運輸等の業種で設備投資計画を上方修正する動きがみられ始めている(第2表)。このように、中小企業製造業の大幅増加にはじまった設備投資の拡大は、59年中、大企業製造業や非製造業へと拡がりをみせつつ、景気を力強く押し上げてきた。

生産増大の効果が国内最終需要へと波及する今ひとつのルートは家計の所得上昇に伴う支出の増大であるが、その大宗を占める個人消費については、59年通年でみると実質前年比+2.7%(GNPベース)と58年の伸び(同+3.4%)を下回る低調なものにとどまった。59年には個人所得減税が行われたにもかかわらず同年中の消費支出が伸び悩んだのは、消費性向の低下^(注2)によるところもあるが、より基本的には実質雇用者所得が、前年比+3.3%の増加と59年中の実質GNP成長率(+5.8%)はもとより、58年の増加率(+3.8%)をも下回る低い伸びにとどまったことによるものである。

いま、実質雇用者所得が低い伸びにとどまった背景をやや詳しくみるため、実質雇用者所得の伸びを実質国民総生産の増加率、労働分配率の変化(名目ベース)、GNPデフレーターと消費者物価の相対的水準の変化の3つの要因に分解してみると(第3表)、59年中の実質雇用者所得の伸び悩みは、労働分配率の低下を主因

(注2) 国民所得統計ベースの消費性向は未公表であるが、総務庁家計調査による勤労者世帯の59年平均消費性向は、78.7と前年(79.1)に比べ0.4ポイント低下した。

(第3表)

実質雇用者所得とその変動要因

(前年比・%)

		53年	54年	55年	56年	57年	58年	59年
実 質 雇 用 者 所 得		3.0	4.6	1.9	3.3	3.0	3.8	3.3
要 因 別 寄 与 度	実 質 G N P	5.1	5.2	4.8	4.0	3.3	3.4	5.8
	労 働 分 配 率	△ 1.9	0.1	1.1	1.3	0.6	1.5	△ 0.9
	GNPデフレーター	4.6	2.6	2.8	2.7	1.7	0.5	0.6
	消費デフレーター	4.6	3.5	6.8	4.8	2.7	1.6	2.1
1 人 当 り 名 目 賃 金		7.0	6.0	6.3	6.4	4.2	2.7	4.1
雇 用 者 数		0.8	2.0	2.5	1.7	1.5	2.7	1.3

(注) 実質雇用者所得の要因分解は次式による。

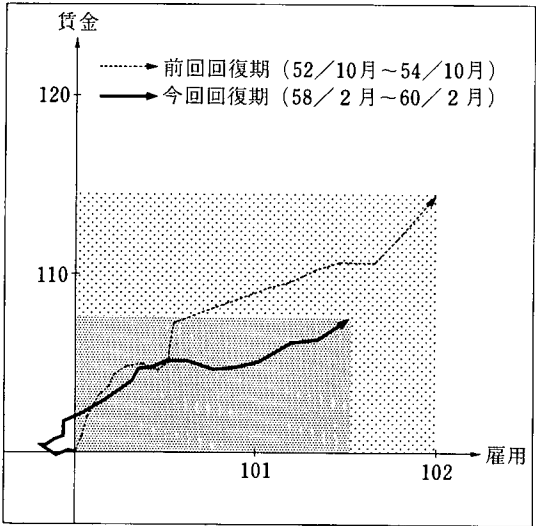
$$\left(\frac{\dot{W}}{P_c}\right) = \dot{Y} + \left(\frac{\dot{W}}{PY}\right) + \dot{P} - \dot{P}_c$$

W：名目雇用者所得 Y：実質GNP
P：GNPデフレーター
Pc：消費デフレーター

(資料) 経済企画庁「国民所得統計」、総務庁「労働力調査」

[第3図]

雇用・賃金の回復状況



(注) 季調後3か月移動平均。景気ボトム=100。シャドーを付けた面積の大きさは雇用者所得(賃金×雇用)の回復状況を示す。

(資料) 労働省「毎月勤労統計」

とするものであるが、消費者物価とGNPデフレーターの乖離が前年より若干拡大したことも無視し得まい。このうち労働分配率の低下は、これまでも景気回復の初期段階にはしばしば生じた現象であるが、59年には、景気がボトムを打ってから2年目に入ったにもかかわらず、かなりの低下を示した点が特徴である。これは、1人当りの名目賃金はベアやボーナス支給額、時間外収入の増加を反映してかなりの増加をみたものの、一方で雇用者数が製造業素材業種における過剰雇用の残存や業況好調下の加工業種における慎重な雇用姿勢から、年央あたりまで鈍い動きにとどまっていたことによるも

(第4表)

雇 用 の 動 向

(単位・%)

	昭和58年	59年	59年 1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	60年 1～3月
常用雇用(全産業、前年比)	0.28	0.81	0.26	0.67	0.96	1.35	1.20
製造業・加工業種	0.64	2.36	1.51	2.43	2.56	2.93	2.75
“・素材業種	△ 2.10	△ 1.48	△ 1.90	△ 1.71	△ 1.32	△ 0.98	△ 0.95
非製造業	0.50	0.47	0.04	0.25	0.60	1.00	0.83
有効求人倍率(全産業)	0.60	0.65	0.64	0.64	0.65	0.66	0.68
完全失業率(“)	2.65	2.71	2.70	2.70	2.77	2.71	2.54

(資料) 労働省「毎月勤労統計」、「職業安定統計」、総務庁「労働力調査」

のである。ちなみに賃金・雇用の景気ボトムからの立上りをみると、今回景気回復局面(58/2月以降)での回復度合は、いずれも前回景気回復局面(52/10月以降)のそれに比べ小幅にとどまり、このため名目所得の増加テンポが抑えられたことが看取される(第3図)。

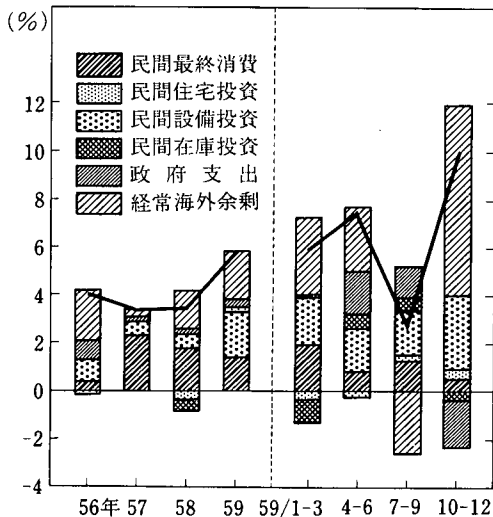
一方、消費者物価(消費支出デフレーター)とGNPデフレーターの上昇率の相対関係については、為替相場が円安化すると消費支出デフレーター上昇率がGNPデフレーター上昇率を上回る幅が拡大する筋合にあり、従って59年央以降の円安はこの格差を拡大する方向で作用した^(注3)。もとより、消費者物価は全体として安定圏内で推移しているの、「インフレのデフレ効果」が大きく作用したとは到底いい難いが、59年中より円高に推移していれば、雇用者所得の「実質価値」がより高まっていたはずであるという意味で、為替円安化が個人消費停滞の要因のひとつであったことは間違いのないところであろう。

ただ、59年中の消費支出を規定したこれら要因のうち、昨年央以降雇用情勢が緩やかながら改善に向かい(第4表)、1人当たり名目賃金も着実に上昇を続けているため、実質個人消費回復につながり易い環境が整備されつつある。現に、60年

(注3) 消費支出デフレーターとGNPデフレーターは、その構成要素の差から従来からも乖離した動きを示してきたが、59年中については、ドル建輸入価格がかなりの低下を示しただけに、年央以降の円安がなければ両者の乖離幅が大きく縮小していたものとみられる。これは、消費支出デフレーターは輸入物価を含むため、円安が直接上昇要因として作用する一方、GNPデフレーターは国内付加価値のデフレーターであるため、円安から直接の影響は受けない(労働・資本コストの変化を通じる間接的な影響は受ける)からである。ちなみに、為替相場が大幅に円高化した53年には、両者の乖離は消滅している(第3表)。

なお、ここでの分析結果を考える場合には、為替相場がより円高であれば、実質GNPの伸び率等他の条件が異ってくることに注意する必要がある。

〔第4図〕
実質G N P成長率と需要項目別寄与度



(注) 四半期計数は季調済み年率。

(資料) 経済企画庁「国民所得統計」

入り後の消費関連指標をみると、旅行、レジャー等サービス関連支出が堅調に推移しているうえに、百貨店売上や乗用車販売も持直し傾向を示すなど、全体として回復の度合が着実さを増しつつあり、輸出、製造業設備投資に主導された今次景気拡大が、タイムラグを伴いつつも徐々に個人消費支出に波及しつつあるといえよう。こうした方向を一層確実なものとするためにも、円安是正が期待されるところである。

この間、民間住宅投資についても、59年通年では前年比-0.8%

(G N Pベース)の減少となったが、住宅着工の足取りをみると、貸家建築が増加し、持家建築も年央以降持直すなど、回復傾向を示している(調査月報60年2月号「最近の住宅投資動向について」参照)。

以上の動きを実質G N Pベースで跡づけてみると(第4図)、59年の実質G N P成長率は前年比+5.8%増(58年同+3.4%増)と48年(+8.8%増)以来の高い伸びを示し、しかも財政支出の伸び悩みにもかかわらず、国内需要の寄与度は+3.7%ポイントと経常海外余剰の寄与度(+2.0%ポイント)の2倍弱に達した(58年は経常海外余剰+1.6%ポイント、国内需要+1.8%ポイント)。

(持続的成長を可能とする基盤)

ところで昭和59年のわが国経済を中期的な観点から位置付けてみると、高度成長期の終焉や2度にわたる石油危機の衝撃を経た後、そうした変化に対する構造的な調整が進捗し、やや長い眼でみても安定的な成長の持続を展望し得る基盤が形成されてきた時期としてとらえることが可能であろう。そうした基盤の第一は、物価の安定基調の確保である。59年中の物価動向をみると、総合卸売物価は年央以降若干上昇したものの、年平均では58年に続いて前年を下回り(58年前年比-2.2%、59年同-0.3%)、消費者物価(全国)も前年比+2.2%と昨年と同様、小幅の上昇にとどまった(第5表)。

(第5表)

卸売物価および消費者物価の推移

(前期(年)比要因別寄与度)

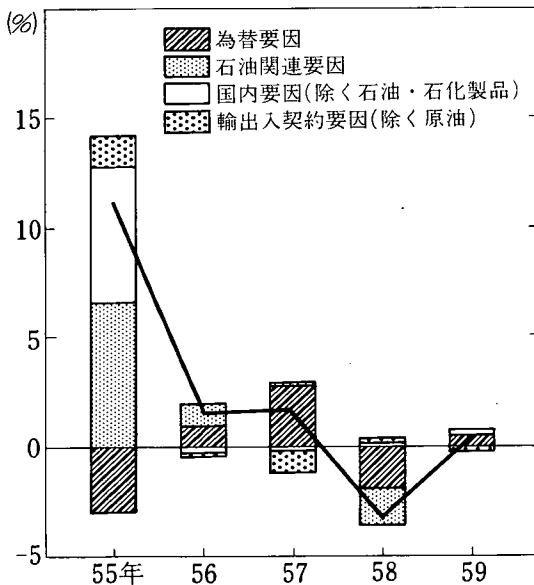
()内前年同期比、%

		58年	59年	1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	60年 1～3月
卸売物価	総平均	△ 2.2	△ 0.3	0.1 (△ 1.3)	△ 0.1 (△ 0.4)	0.8 (0.2)	△ 0.3 (0.5)	0.4 (0.8)
	国内品	△ 0.5	0.1	0.2	0.0	0.2	△ 0.2	0.0
	輸出入品	△ 1.7	△ 0.4	△ 0.1	△ 0.1	0.6	△ 0.1	0.4
消費者物価 (全国)	総合	1.9	2.2	0.5 (2.4)	0.8 (2.1)	△ 0.2 (2.2)	1.3 (2.3)	0.1 (2.0)

(資料) 日本銀行「卸売物価指数」、総務庁「消費者物価指数」

(第5図)

総合卸売物価の変動要因



(注) 各年10～12月期の前年同期比。

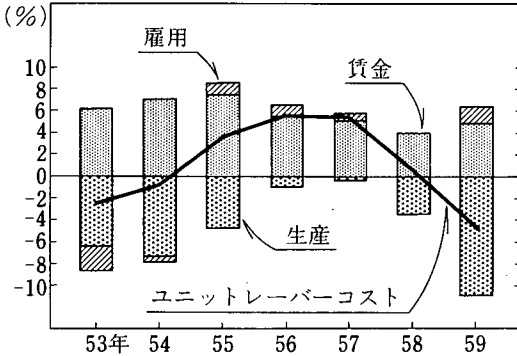
(資料) 日本銀行「卸売物価指数」

なお、59年中の円安の影響については、幸い59年中から本年にかけて、国際商品市況の軟調が円安の直接的影響をほぼ相殺したことや、国内需給面でのゆとりの存在から、円安の国内物価押上げ圧力が全体としては顕現化するに至らなかった。しかし、円安の進行した59年4月から60年2月までの10か月(円の対ドル相場低下幅15.7%)をとってみると、輸入物価は年率+6%の上昇を示しており、円相場は今後とも物価安定を維持していくうえでの最大の不安定要因となっていることには十分留意する必要がある。

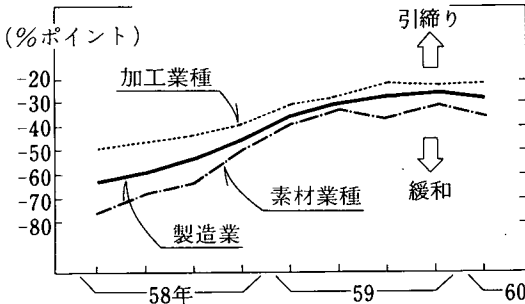
こうした物価安定の中期的背景を探るため、総合卸売物価の変動要因をやや長いスパンでみると(第5図)、第2次石油危機後おおむね安定を取戻した56年以降、輸出入物価のドルベース契約価格要因や為替要因にはかなりの年ごとの変動がみられるものの、国内要因はほぼ横ばい圏内で安定的に推移している。また国内要因のこうした安定の背景をまず企業のコスト面からとらえると(第6図)、最大のウェイトを占める賃金コストが名目賃金の落ち着きと生産性の向上から最近はむしろ

〔第6図〕

卸売物価をめぐる国内環境

(1) ユニットレーバークスト(製造業、前年比・%)
の要因分解

(2) 製品需給判断D.I. (需要超過-供給超過)



(注) ユニットレーバークスト(製造業、前年比・%)
の要因分解は以下の式による。

$$\dot{U} = \dot{L} + \dot{W} - \dot{O}$$

(ユニットレーバークスト) (常用雇用指数) (名目賃金指数) (鉱工業生産指数)

(資料) 労働省「毎月勤労統計」、通産省「通産統計」、
日本銀行「主要企業短期経済観測調査」

る低下していることが看取される。

一方、製品需給面をみても、素材関連製品にはいわば構造的需シフトから供給力の余裕があり、また需要増の顕著な加工製品については盛んな能力増強が図られているため、全体として逼迫が生じていない。現在の物価安定に海外商品市況の軟化や、循環的な生産性の上昇(生産の伸びに対する雇用のラグ)が寄与していることは否めないにせよ、第2次石油危機への対応のなかで、労働側のモデルートな賃上げ要求姿勢や企業側の積極的な合理化投資等により賃金と物価の悪循環が断たれ、中期的な物価安定の基盤が固まったことも事実であろう(調査月報59年9月号「最近の物価動向について」参照)。

第二の要因は、企業の経営体質の改善である。企業収益の動向を

みると、58年以来増益基調を続け、59年度下期の経常利益、利益率水準は業種別の格差を伴いつつも、おおむね過去のピークを凌駕するか、或いはこれに近い水準まで回復を示した(第6表)。こうした収益の改善は、短期的にみれば生産・売上の増大に支えられている面が大きいですが、同時に中期的にみても、企業自身が、「減量経営」の徹底による損益分岐点の引下げや省エネ・省力化投資による中間投入や労働量の削減により、価格引き上げによらないでも相応の利益を確保し得る経営体質を形成してきたことも大きく寄与しており、この点は、過去の物価安定期には企業収益が圧迫されるなかで物価安定が達成されることの多かったのとは対照的である。「減量経営」の成果を端的に示すものとして、企業の財務面での改善を大蔵省「法人企業統計」によってみると(第7図)、製造業主要企業の自己

(第6表)

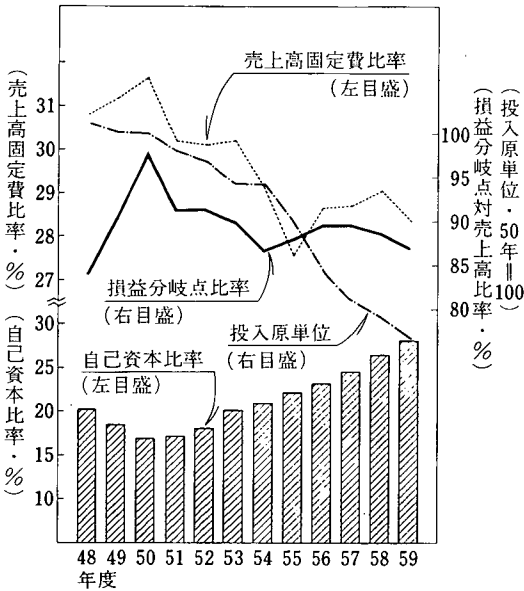
製造業の利益動向

		54/上 (最近時 ピーク)	59/上	59/下 (予測)	60/上 (予測)
経常利益水準 (54/上=100)	製造業	100.0	127.0	128.8	135.8
	除く石油精製	100.0	131.0	135.9	141.3
	素材業種	100.0	92.7	92.0	95.3
	除く石油精製	100.0	97.4	104.4	102.8
	加工業種	100.0	156.8	160.4	170.1
売上高経常利益率(%)	製造業	4.77	4.65	4.47	4.67
	除く石油精製	5.14	5.06	5.06	5.13
	素材業種	4.38	3.29	3.03	3.25
	除く石油精製	5.15	4.09	4.22	4.17
	加工業種	5.12 ^(注)	5.55	5.47	5.60

(注) 加工業種の最近時ピークは54/下5.23%。
なお、59/下、60/上の予測は60/2月調査。
(資料) 日本銀行「主要企業短期経済観測調査」

(第7図)

企業の経営体質の改善
——製造業——



(注) 投入原単位、自己資本比率については暦年ベース。
(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」、日本銀行「主要企業経営分析」、通産省「通産統計」

資本比率は、第1次石油危機後の50年代初頭をボトムに徐々に上昇し、50年の16.8%から59年には28.2%へと改善した。こうした自己資本の充実は、金融収支の改善を通じて収益増加に寄与したほか、期間収益の好転と相まってキャッシュフローを大幅に改善させ、企業が新商品開発や新規分野進出等の積極経営を展開するうえでの支えとなっている。このような経営基盤の改善のもとで、世界経済環境が好転し、また資源制約が緩和されたため、企業の先行きに対するコンフィデンスも再び回復しつつあるようにうかがわれ^(注4)、最近における技術革新のシーズの豊

富さと相まって、新商品の開発や製品の高付加価値化、ハイテク化に積極的に取り組む企業が素材業種を含めてきわめて広範囲に拡がりをみせている。もちろん、一部業種がなお構造的な低迷下にあり、またこうした事情もあって59年中の倒産が件数、金額ともに既往ピークを更新したことなども無視できないが、わが国経済が基本的に民間部門の活力を推力として成長すべきものであるだけに、最近における企業家精神の高まりを定着化させることは、今後わが国経済の持続的発展を図るうえでの大きな課題である。

(米国経済減速下の景気展望)

更年後の景気動向をみると、これまで順調に拡大を続けた鉦工業生産が伸び悩みとなるなかで、在庫が漸増、企業景況感の好転も一服をみている。この最大の背景は、米国向けを中心とする輸出の増勢鈍化である。

米国経済は、57年末以来急速な拡大を示してきたが、それが財政と経常収支の両面にわたるいわゆる双子の赤字と、それらを媒介する高金利、ドル高を伴い、しかも成長テンポ自体が米国経済としては最近に例をみない速さであっただけに、成長率が鈍化すること自体は早くから予想されていたところである。事実59年後半以降、成長率は大幅にスローダウンし、更年後は現地在庫の調整とも相まってわが国輸出の伸び悩みを招来している。現在までのところ、米国における賃金・物価の動向はいずれも安定圏内にあり、また国内最終需要の伸び率自体は底固い(成長率の鈍化は輸入の大幅増加が主因)ことからみて、景気の拡大テンポが減速するにせよ、下降局面に入るとする見方は少ないが、わが国輸出の伸び率が59年をかなり下回ることは避け難いところであろう。

米国経済減速下でのわが国景気の今後の展開を考えるにあたっては、次の2点が重要である。

第一に、景気回復後2年を経て、企業収益の基盤が強化されているうえ、引続き物価の安定が保たれていることから、国内民間最終需要にかなりの腰の強さが備わっているとみてよいと思われることである。

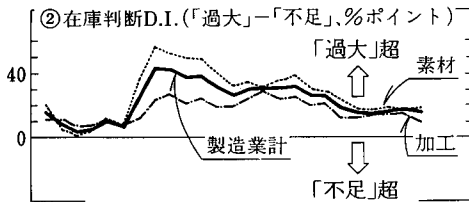
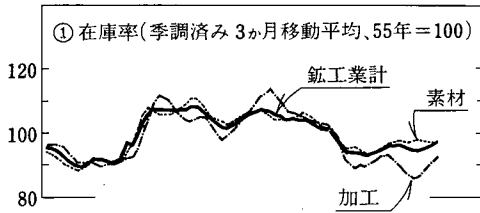
すなわち、設備投資については、今後58～59年中にみられたような電気機械を中心とする能力増強投資の大幅鈍化は免れないとしても、素材業種を含めて新製品開発等の生き残り投資が増勢にあり、加えて非製造業の投資マインドにも底固

(注4) ちなみに、経済企画庁による企業行動に関するアンケート調査「技術革新に対応する企業の投資行動」によると、企業の「今後3年間の期待成長率」の平均値は、58年1月時点調査では+3.7%にまで低下していたが、59年1月時点調査では+4.3%に、また60年1月時点調査では+4.5%に上昇している。

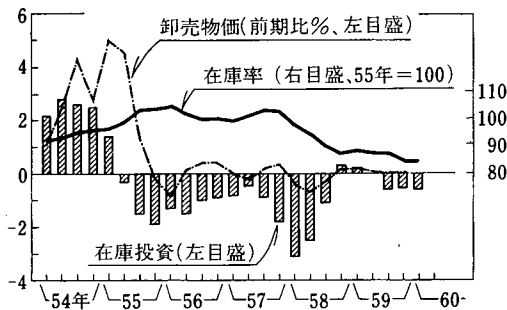
〔第8図〕

在庫投資の動向

(1)製品在庫



(2)市況性商品の原材料在庫



- (注) 1. 在庫率の加工業種は、機械(除く船舶、鉄道車両)と金属製品工業の合計。
 2. 在庫率の素材業種は、鉄鋼、非鉄、窯業・土石、石油・石炭、化学(除く医薬品)、紙・パルプ、繊維の合計。
 3. 市況性商品とは、国産製品原材料のうち鉄鋼、非鉄、窯業、化学、石油・石炭、重油、繊維製品の合計。
 4. 在庫投資は在庫指数前期末ポイント差の3期移動平均。

(資料) 通産省「鉱工業指数年報」、日本銀行「卸売物価指数」、「主要企業短期経済観測調査」

いものがあるとみられるし、また個人消費も、既にみたように、更年後ようやく回復傾向が明らかとなりつつあり、当面そうした勢いの持続を期待し得よう。

第二は、国内在庫調整圧力の評価である。更年後の生産停滞には、今回の景気上昇局面にあって総じて鈍い回復にとどまった素材産業の在庫調整圧力が59年後半来徐々に蓄積されていたことに加え、これまで景気拡大の先導役を果たした電気機械^(注5)でも供給過剰感が台頭するといった国内在庫調整要因もあずかっていた。

しかし、全体としての在庫積上りの規模は、今回景気上昇期において物価が安定を保つなかで、思惑的な在庫積増しが抑制され、また企業の態度も総じて慎重なものに推移してきたため、比較的低水準にとどまっている。従って、今後最終需要の伸びが若干鈍化するとしても、マクロ的に大規模な在庫調整が必要となってその影響が最終需要にまで波及していく可能性は小さいとみられる(第8図、な

お調査月報60年1月号「最近の在庫投資動向について」参照)。

このように、わが国の景気は、国内要因からみる限りかなりの底固さを持つも

(注5) 59年中の鉱工業生産の伸び(+11.1%)に対する電気機械の寄与度は+5.8%ポイント、また59年度の製造業設備投資(主要短観、60/2月調査)の伸び(+16.9%、実績見込み)に対する寄与度は+8.5%ポイントと、ともに全体の伸びの半分強を占める。

のと考えられるが、同時に後にやや詳しくみる貿易構造の変化の下で、わが国経済に占める輸出のウエイトが上昇しているため、海外経済がわが国経済に及ぼすインパクトが強まっていることも忘れてはならない。従って、例えば米国経済が現在の大勢の見方に反して減速にとどまらず、景気失速に陥るなど、海外環境が一段と悪化した場合の影響については楽観を許さないものがある。ただ、そうした事態が避けられ、米国経済が安定成長から外れることなく、わが国輸出も増勢を鈍化させつつもモデレートな伸びを保ち得る限り、わが国経済は内需の自律的な拡大を支えに安定的な景気拡大基調を維持し得るものと期待される。

(2) 為替相場円安下での経常収支黒字不均衡

(わが国貿易構造の変化と経常収支黒字の拡大)

以上のように59年中のわが国経済は、国内的にみれば物価安定を維持しつつ景気が順調に上昇するという、最近にない好ましい状況を達成した。しかし、この間に対外面では、経常収支の黒字が一層拡大するなかで為替相場は円安化を示すなど、不均衡が拡大し、年末以降は対外的な摩擦がまたもや高まって、わが国の中長期的な安定成長の基盤自体を揺がしかねない問題となりつつある。

まず、59年中の経常収支をふり返ると、443億ドルにのぼる貿易収支の大幅黒字を主因に、350億ドルと既往最高の黒字を計上した(前年208億ドル、第7表)。この黒字額は、OECD 加盟国が計上した総黒字の約7割を占め、またわが国に次

(第7表)

国 際 収 支 の 動 向

(単位・億ドル、〈 〉内は原計数前年比・%)

	57年	58年	59年	1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	60年 1～3月
貿 易 収 支 (季節調整後)	181	315	443	99	106	99	137	116
輸 出 (季節調整後)	1,377 〈△ 7.9〉	1,455 〈 5.7〉	1,683 〈 15.7〉	402 〈 15.8〉	424 〈 20.6〉	423 〈 15.5〉	434 〈 11.4〉	404 〈△ 1.3〉
輸 入 (季節調整後)	1,196 〈△ 7.7〉	1,140 〈△ 4.7〉	1,240 〈 8.8〉	303 〈 7.6〉	317 〈 14.4〉	324 〈 14.9〉	297 〈△ 0.3〉	288 〈△ 6.0〉
経 常 収 支 (貿易収支季節調整後)	69	208	350	71	88	72	117	94
長 期 資 本 収 支 (原計数)	▲ 150	▲ 177	▲ 497	▲ 58	▲ 143	▲ 124	▲ 171	▲ 106
総 合 収 支 (原計数)	▲ 50	52	▲ 152	▲ 31	▲ 53	▲ 33	▲ 35	▲ 24

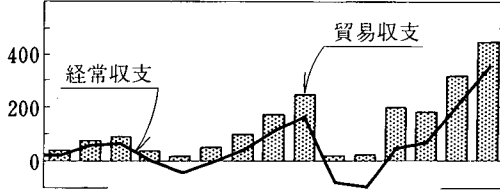
(注) 60年1～3月は速報。

(資料) 日本銀行「国際収支統計」

〔第9図〕

わが国貿易収支の推移と変動要因

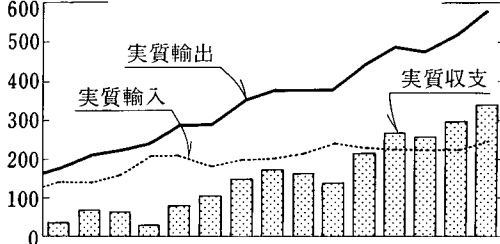
(億ドル) (1)貿易収支、経常収支等の推移



(2)貿易収支の要因分解

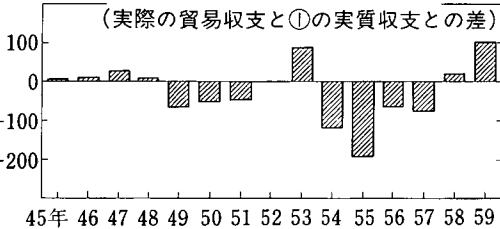
①数量要因

(億ドル) (36～40年平均価格表示の実質収支)



②価格要因

(億ドル) (実際の貿易収支と①の実質収支との差)



(資料) 日本銀行「国際収支統計」

いで黒字の大きい西ドイツ(62億ドル)の約5倍半と国際的にみてきわめて突出したものであった。59年中にわが国経常収支の黒字が大幅に増大したのは、米国経済の急成長による輸出需要の拡大や、わが国の主力輸入商品である一次産品市況の軟化といったことにもよるものではあるが、看過し難いのは、40年代後半以降、すう勢的に輸出数量が伸び、同時に輸入数量が抑制されるかたちで「実質収支」(輸出入価格を不変<第9図では36～40年平均価格>としたときの貿易収支)の改善傾向が著しいことであり、59年の黒字拡大はこの延長上に位置づけられる(第9図)。

「実質収支」の改善は、国内総需要の低迷による輸出の押出しや輸入抑制によっても実現されるものである。しかし、こうしたすう

勢的改善や、59年中に景気が順調に拡大する下で黒字が累増したことから明らかなごとく、わが国の黒字は、そうした循環的な要因にもとづくものというよりは、石油危機によって生じた相対価格の大幅な変動に対し、企業が割高化した原料の投入原単位を引下げ、また生産面でも高付加価値のハイテク商品等のウエイトを高めるなど、国際的な競争力を強化したことによって、わが国貿易構造が輸出が伸び易く、輸入が増えにくい体質になったことによる面が大きい。こうしたわが国の輸出入構造の変化を把握するひとつの手懸りとして、わが国輸出の海外所得に対する弾性値と輸入の国内所得に対する弾性値を試算すると(第8表)、それぞれ1.87および0.73と大きな格差があるうえ^(注6)、近年両者の格差は一層拡大している。これは、所得面から見る限り、海外所得が拡大した場合には、わが国の輸出がそれを大きく上回るテンポで拡大する一方、その波及効果からわが国

(第8表)

輸 入 出 の 所 得 弾 性 値

		48/1～3月～直近期	53/1～3月～直近期
輸出の所得弾性値(①)		1.59	1.87
推計式のパー フォーマンス	\bar{R}^2	0.98	0.97
	D.W.	0.91	1.98
輸入の所得弾性値(②)		0.75	0.73
推計式のパー フォーマンス	\bar{R}^2	0.94	0.83
	D.W.	1.19	1.73
①/②		2.12	2.56

- (注) 1. 計測は対数型(4半期データ)。詳細は付注参照。
 2. データ面の制約があるため、ここでは実質世界所得の代理変数として実質世界輸入を採用して計測。実質世界輸入は、Monthly Bulletin of Statistics, United Nationsによる。なお、所得、輸出数量のデータが利用可能な対米輸出について、わが国輸出の米国所得(実質GNP)に対する弾性値を試算(計測期間48/1～3月～59/10～12月)すると、3.98との値が得られている。

(参考) 米国の輸出入所得弾性値

計測期間	49/1～3月～59/1～3月
輸 出	0.82
輸 入	2.34

(資料) U.N. "Monthly Bulletin of Statistics",
 大蔵省「通関統計」、通産省「通産統計」

所得が拡大してもその割に輸入は増えないことを示唆している。現に59年中の輸入数量の動向をみると、景気の拡大や国内原燃料の在庫補充などを反映して、それまでの3年間とは様変りに原燃料、加工製品とも大幅な増加を示したが、それでも前年比+10.8%と輸出数量の伸び(+16.0%)を大きく下回るものにとどまっており、この結果貿易収支黒字が大幅に拡大することとなった^(注7)。

(為替相場の円安化)

一般に、経済構造がこうに変化しても、為替相場の上昇により調整され

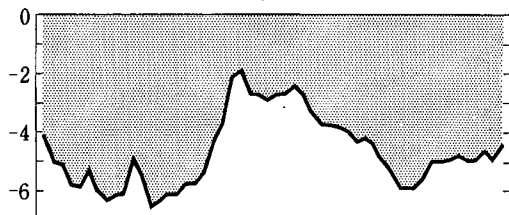
(注6) 同様の方法で米国の輸出入弾性値を試算すると、輸出の所得弾性値は1を下回り、一方輸入の所得弾性値は2を上回っており、わが国とは逆に輸出は増えにくく、輸入は増え易い体質であることがうかがわれる。

(注7) 58年中の輸出金額は輸入金額を約28%上回っていたため、59年中に貿易収支尻が縮小するためには、輸入の伸びが輸出の伸びを3割方上回ることが必要であった。なお、59年中に輸出入ギャップがさらに拡大したため、60年には同じく4割方上回ることが必要となっている。

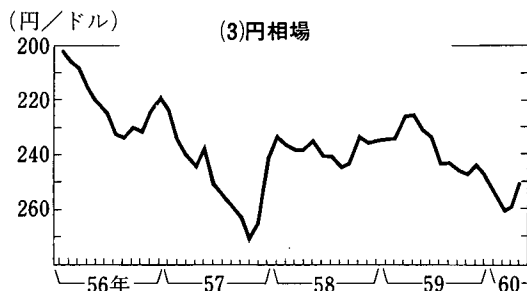
〔第10図〕

内外金利差、証券投資、円相場の動向

(％ポイント)(1)内外金利差（日本－米国、月中平均）

(注) 日本（国債最長期物流通利回り店頭気配）
米国（残存10年国債流通利回り）

(注) 除く外債ベース。



(資料) 日本銀行「国際収支統計」

て、経常収支の不均衡拡大には歯止めがかかるはずである。しかしながら59年中の円相場は、対欧州通貨についてみれば総じて堅調に推移したものの、対ドルでは春以降逆に軟化傾向をたどり、年末に年間のボトムである251円58銭を記録した。60年入り後も年初ドル高・円安が一層進み、その後小戻しはしたものの、不安定な地合を続けている。

為替相場は、為替・資本取引の広範にわたる自由化等を背景として、近年とみに資本移動の影響を受ける度合を増しているが、59年中に経常収支黒字の拡大にもかかわらず為替相場の円安化が進行したのも、米国の政治・経済に対する信認が維持されるなかで、約5％ポイントの日米長期金利格差が継続したため、自律的な資本の流

出が経常黒字を凌駕する規模で生じたことによるものである（第10図）。すなわち、わが国長期資本収支は59年中497億ドルと前年（177億ドルの赤字）の3倍に近い赤字を計上したが、増加の主因は生保、損保、信託等わが国機関投資家による対外証券投資の急増と、海外投資家の対日株式投資の低迷である。これら機関投資家は、資産運用に当り、保有通貨種類の多様化や投資期間別構成の多様化を図るとともに、予想為替差損益を加味したうえでの内外資産の利回りを比較してより有利な資産へと運用をシフトしつつあるが、大幅な金利差の下では、将来よほど円高化するとの予想が一般化しない限りドル建資産での運用に向かうこととなる（注8）。

これら投資家は、59年中そうした計算に立ってドル建運用を継続的に増加させており、これが大幅な長期資本流出と円安の基本的背景といってよからう。そし

てこうした為替相場の円安化が、すでにみたわが国貿易構造変化の効果を一層拍車して、不均衡を大きく拡大したものとみられる。

(貿易摩擦の尖鋭化と為替相場円高化の必要性)

わが国が当面する最大の課題は、引続き安定的な成長を維持しつつ対外不均衡の是正に努め、もって保護主義の高まりを回避し、わが国自身が最も恩恵を受けている自由貿易体制の崩壊を防ぐことにある。

特に、米国において経常収支赤字が一層拡大する下でその成長率の減速が明らかとなった更年後には、世界経済全体の安定的拡大の持続という観点からも、わが国の大幅経常黒字を問題視する声が海外で高まり、貿易摩擦は一層尖鋭化する危険をはらむに至っている。

わが国の対外不均衡は、既にみたように、貿易構造の変化を背後にもつ問題だけに、その是正は決して容易ではないが、是正のための政策選択に際して留意すべきは、当然のことながらまず現在の不均衡の原因に即応した政策手段を用いることと、採るべき政策の中長期的にみたメリット、デメリットの十分な比較考量に立脚することである。こうした観点から、たとえば、金融財政政策を通ずる不均衡是正についてみると、既に述べたように、現状の不均衡が総需要の大幅な不足に基づくものとは考え難いうえ、さらにより基本的には、こうした政策手段による総需要拡大の不均衡は正効果は間接的かつ迂遠なものといわざるを得ないこと(政策発動→総需要拡大→総需要の一部としての輸入需要増大)からみて、いわば政策としての「効率」が劣り、是正策の主役とはなり難いといえよう。特に、金融緩和を通ずる総需要拡大については、後述のようにすでに金利、量の両面で景気の拡大を支援するに十分な緩和が実現していると考えられ、国内均衡面への配慮からより一層の緩和には慎重たらざるを得ないうえ、追加的な金融の緩和は、内外金利差の拡大による為替の円安化を通じてむしろ対外不均衡拡大の方向

(注8) 現在程度の為替相場(250円/ドル)を出発点に、円建債とドル建債をそれぞれ10年間保有した場合に投資採算が等しくなるような先行きの円相場と内外金利差の組合せを計算してみると(現在の市場利回りとクーポンが同一と仮定し、1年複利で計算)、5%の金利差が存在する場合には、10年後の円相場が158円/ドルとかつて実現したことの無い水準にまで上昇していない限り、ドル建債購入の方が有利であることがわかる。

また現在の内外金利差が例えば2%に縮小すると、10年後の円相場がかつて経験した210円弱まで上昇しただけで、円建債の方が有利となる。このことは、金利差が縮小すれば為替変動による収益リスクが相対的に上昇することを意味しており、投資家の為替見通し如何により、内外金利差が残存していても対外投資が急速に縮小する可能性があることを示唆している。ちなみに、57年の円安局面では、内外長期金利格差が2%強に縮小した直後に長期資本は流出超から流入超に転じている。

に働く可能性がある。一方、拡張的財政政策を通ずる総需要刺激については、財政節度の弛緩が信認要因を通じて円安を招来することがなければ一応は不均衡是正の方向には働くと考えられるが、その効果がきわめて限られているため、メリット、デメリットの均衡を著しく失するといわざるを得ない。わが国の財政事情は、これまでの改革努力から最悪の状態は脱したとはいえ、未だに健全性を回復した状況には程遠く^(注9)、財政政策自体の弾力性を回復するためにも、将来にわたり民間部門の活力を維持するためにも、引続き改革努力が必要とされていることに十分留意すべきであろう。

このように考えると、対外不均衡を是正し、バランスのとれた安定成長を実現するためのマクロ的な経路としては、円高にまつ以外に王道はないといえよう。為替相場の円高化には、内外財の相対価格のシフトを通じ、直接的に内・外需のバランスを回復する作用が期待され、その不均衡是正効果は、先にみた金融財政政策による総需要拡大を通ずるチャンネルに比べ、はるかに直接的なのである。この場合、為替相場の円高化は、短期的に輸出抑制、輸入促進効果や交易条件効果を通ずる前述の個人消費刺激効果を持つばかりでなく、国内分野の貿易分野に対する相対的な収益性を高めることにより、投資を国内分野向けに吸引する効果を持つのであり、中長期的により内外バランスのとれた成長パターンに近づくうえでも効果を持つと考えられるのである。通貨価値の安定が求められるとき、それが通貨価値の内外両面での安定を意味するのは、円安が国内物価上昇圧力として作用することに加えてこうした事情があるからにはほかならない。

為替相場に対して一国の政策面から影響を与える余地は限られているのが実情であり、また不均衡是正のため市場開放等のミクロ的措置を幅広く積重ねていく必要があることはいうまでもないが、わが国としては良好な経済パフォーマンスの維持に努めるとともに、政策運営に当っては引続き為替相場に対して十分な配慮を加えつつ、円相場がより円高方向で安定するよう努力を傾けていくことが肝要である。

(注9) 財政部門の貯蓄・投資バランスを貯蓄・投資超過額の対名目GNP比率でみると、「中央政府」の投資超過率は引続き高水準にある。一方、地方政府や公的年金を含めた「一般政府」については、このところ投資超過率がかなり低下しているが、これについては、今後の高齢化の急速な進展により公的年金の貯蓄超がいずれ投資超に転じることが確実視されていることや、現実の政治過程を前提とすれば、財政改革路線をいったん緩めた場合その復元が容易でないことに留意する必要がある。

3. 金融自由化、国際化とその下での金融政策

(1) 一段と進展した金融の自由化、国際化

金融自由化、国際化は、ここ数年来の大きな潮流であるが、59年には「日米円ドル委員会作業部会報告書」や大蔵省の「金融の自由化及び円の国際化についての現状と展望」の公表により、包括的かつ具体的な指針が示され、またそれが60年にかけて漸次実施に移されるなかで、飛躍的に大きな進展をみた。

(諸規制の緩和)

わが国の金融システムは、これまで臨時金利調整法による預金金利の規制、各業界法による業務分野の規制、外国為替および外国貿易管理法による内外の資本取引にかかる規制を3つの柱とする規制の下にあった。金融の自由化、国際化は第一にこれら諸規制を緩和するかたちで進められてきた(付表参照)。59年以降に実施された措置をまず預金金利規制の緩和からみると、CDの発行条件が発行単位の小口化、発行期間の下限引下げ、発行枠の拡大のかたちで大幅に緩和され、また新たに市場金利連動型預金(MMC)も導入された。この結果、すでに実現をみている居住者外貨預金の自由化と合わせて、大口預金については実質的に金利の自由化が相当進捗したことになる。

業務分野の規制については、銀行・証券間で多くの業務について「相互乗入れ」が認められることとなり、いわゆる「垣根」がかなり低くなった。銀行・証券の業務分野規制については、56年の銀行法、証券取引法の改正により、それぞれの固有業務を明確にしつつ、公共債取引等の分野での「付随業務」ないし「その他業務」を拡大していく方向が打出されており、59年から60年にかけてその延長として、銀行・証券双方に対して海外CP、CDの取扱いが認可されたほか、銀行に対しては公共債ディーリングの認可先拡大、債券取引にかかるブローカーズ・ブローカー会社への資本参加、投資顧問会社の設立が、一方証券会社に対してはCDの流通取扱い、円建BAの売買仲介、公共債担保貸付の取扱制限の緩和がそれぞれ認可されることとなった。

こうした国内の規制緩和措置と平行して、金融・資本市場の対外的な側面での自由化、開放も急速に進展した。その第一は、内外の為替・資本取引の一層の自由化である。まず金融機関による外貨資金の円貨への転換ないし海外からの円貨の回金(いわゆる円転)に関しては規制が全廃された。また非居住者による国内市場での円資金調達に関しては、円建対外貸付の全面自由化のほか円建外債の発

行基準の緩和等が実施された。さらに先物為替取引における実需原則も廃止された。

第二に、59年中にはユーロ円市場における諸規制も大幅に緩和された。まず、非居住者のユーロ円取引については、短期ユーロ円CDの発行やユーロ円借入が全面的に自由化され、さらにユーロ円債の発行規制も緩和されている。一方、居住者のユーロ円取引については、短期ユーロ円借入が自由化されたほか、ユーロ円債の発行が一定の基準の下で認められることになった^(注10)。これらの措置により55年末の外国為替及び外国貿易管理法改正後も残存していた為替および資本取引に対する規制のかなりの部分が自由化されたといえよう。この間、外国金融機関のわが国市場への参入に関しても、在日外国銀行の国債引受シンジケート団への加入やユーロ円債主幹事の外国証券業者への開放が実現をみたほか、外国銀行の信託業務分野への新規参入や外国証券会社による東京証券取引所会員権の取得が検討されている。

(国内金融・資本市場の多様化)

内外にわたる諸規制の緩和措置とともに、国内金融資本市場の整備も法制、実体両面で大きく進展した。まず、短期金融市場について59年以降の拡充措置をみると、円建BA市場が創設され、また60年度以降の国債の大量借換への対応策のひとつとして、短期の借換国債を市中公募方式で発行する方針の決定をみている。ここでわが国の短期金融市場の最近の変遷をみると、銀行間市場(インターバンク市場)において最も伝統的な円コール・手形市場は近年相対的に低い伸びとなっている一方、55年12月の新外為法への移行による外貨預金やインパクトローンの自由化、さらには59年6月の円転規制撤廃を契機としてドルコール市場が急速に拡大してきているほか、金融機関以外の事業法人や非居住者も参加できるオープン市場では、CD、外貨預金、非居住者円預金などの取引が活発化し、さらに日本銀行が市中に売却した政府短期証券も漸次残高を増してきている。この結果、短期金融市場^(注11)の規模は、52年末の約12兆円から59年末には約50兆円へと急速に拡大しており、そのなかで円コール・手形市場のシェアは52年末の70%

(注10) なお、居住者に対する中長期ユーロ円貸付や中長期ユーロ円CDの発行は、国内の長短金融分離問題に大きな影響を及ぼすため、目下のところ認められていないが、本年3月の外国為替等審議会において、前者については国内金融市場の自由化の進展を考慮しつつ、できるだけ早期に自由化する方向で検討するのが適当とされ、またこの進展状況等を勘案しつつ、後者の自由化を進めていくべきであるとされている。

(注11) 円コール・手形、ドルコール、CD、現先、外貨預金、非居住者円預金(海外公的機関保有分)、ユーロ円預金の合計として算出。

から59年末には27%にまで低下した。昨年来の上記措置は、こうした短期金融市場の発達をさらに促すものと期待される。一方、資本市場では無担保債の発行基準が緩和され、また債券の格付機関が設立されたことにより、徐々に従来の取引慣行である有担保原則の見直しが進もうとしている。

(金融自由化、国際化進展の基本的背景)

このように、59年から60年初にかけてみられた規制の緩和や制度の整備は、きわめて広範にわたっており、またこれまで徐々に進んできた自由化、国際化の動きを加速したという点でも画期的な進展であった。59年にこうした急速な進展がみられたことの大きな契機が、日米円ドル委員会における合意にあったのは事実であるが、より重要な点は、金融の自由化、国際化がわが国経済の発展に根ざす避け難い流れであり、しかも、ひとたび規制が緩和されると、自由化が自由化を呼ぶかたちで新たな規制緩和の誘因とならざるを得ないという点である。

周知の如く、自由化、国際化を不可避なものとしている国内面の背景は、わが国経済が高度成長から安定成長へと移行する過程で企業部門の資金不足が縮小し、財政部門の資金不足が拡大するかたちでマネーフローの変化が生じたことである。財政赤字に伴って大量に発行された国債は、自由金利商品として流通市場で取引され、さらにやがてエレクトロニック・バンキングに象徴される技術進歩と結びついて、様々の高利回り国債組入れ商品が市場に供給される素地をなした。金融機関がC DやM M C等の手段によって資金調達力を強化せざるを得なくなったことや、銀行に公共債の販売、ディーリング業務が認められるに至ったことは、上記マネーフローの変化と深くかかわったものといえる。

金融の自由化、国際化を促したいまひとつの背景は、わが国経済が拡大、発展し、海外との貿易取引が深まるにつれ、資本取引もまた活発化せざるを得なかったこと、いわば「モノ」の面での自由化が「カネ」の自由化を不可避としたことにあるといえよう。「カネ」の取引は、諸取引のなかでいわば最も均質であり、その意味で各国の金融市場が同一化し得る素地がある。もとより各国の金融市場は、それぞれ歴史的に規定された個性をもつが、そうした流れのなかではわが国の市場も国際的な金融の仕組みと調和のとれた方向に向かう必要があるのも当然であった。わが国金融市場の開放や取引慣行の変更について「外圧」が高まったのも、こうした観点からすれば決して偶然ではないのである。

(金利選好を高めた企業・家計)

金融自由化、国際化が進展するなかで、企業や家計は金利選好を高め、より有

(第9表)

大企業の外部資金調達ルートの多様化

(増減額構成比・%)

	45～49年 平 均	50～54年 平 均	55～59年 平 均	56年	57年	58年	59年
外 部 資 金 調 達	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
借 入 金	83.9	63.8	60.4	69.0	63.1	45.4	43.4
円 貨 借 入	82.5	60.7	48.8	54.5	50.0	24.4	39.7
インパクト・ローン	1.4	3.1	11.6	14.5	13.1	21.0	3.7
社 債	5.9	17.7	13.2	6.9	14.7	21.9	20.3
国 内 債	6.0	13.7	3.4	4.2	4.7	△ 1.0	1.9
外 債	△ 0.1	4.0	9.8	2.7	10.0	22.9	18.4
株 式	10.2	18.5	26.4	24.1	22.2	32.7	36.3
本 邦 株 式	10.2	17.9	25.1	22.2	20.8	31.2	35.7
D R	△ 0.0	0.6	1.3	1.9	1.4	1.5	0.6
円 による 調 達	98.7	92.2	77.3	80.9	75.5	54.7	77.3
外 貨 による 調 達	1.3	7.8	22.7	19.1	24.5	45.3	22.7

(注) 1. 大企業、全産業ベース。

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。

(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」、「国際金融局年報」

利な運用、調達方法へと選別を強めているが、これは同時に一層の金融自由化、国際化を推進する原動力として作用してきた。まず、最近の企業の金融行動を大企業の外部資金の調達面からみると(第9表)、ここ数年借入金による調達のウエイトが目立って低下している反面、社債・株式等による資本市場からの調達ウエイトが上昇し、中でもスイス市場、ユーロダラー市場を中心に外債調達が顕著に増加している。しかも、そうした一般的なすう勢のなかで、58年、59年に外貨による調達の比率が大きく変動していることからうかがえるように、企業の調達行動は金利や為替相場の変動に応じてきわめて迅速にシフトする傾向もみられる。一方、資金運用面については(第10表)、引続き通常の銀行預金等規制金利商品を圧縮しながら、CD、外貨預金等自由金利商品のウエイトを高めており、円・外貨別にも外貨での運用ウエイトが高まる傾向にある。なお、59年には運用増加額中の外貨のウエイトが若干低下をみているが、これは通常先物カバー付きである外貨預金のウエイトが減少したことによるものであり、内外金利差を狙ったアンカバーでの対外証券投資はむしろ増加したものとみられる。

次に家計部門の金融資産の増加状況を見ると(第11表)、59年中には総残高が前

(第10表)

大企業の資金運用の動向

(増減額構成比・%)

	45～49年 平均	50～54年 平均	55～59年 平均	56年	57年	58年	59年
資金運用増加額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
現預金	61.1	40.4	46.8	58.9	42.0	34.6	31.5
うち C D	—	3.9	19.0	12.4	11.0	18.5	41.6
外貨預金	2.2	0.9	22.2	9.2	22.7	34.1	23.2
短期所有有価証券	6.7	36.3	19.0	8.2	16.4	33.4	36.5
投資有価証券	32.2	23.3	34.2	32.9	41.6	32.0	32.0
規制金利商品での運用	59.0	35.5	5.6	37.3	8.2	△ 18.0	△ 33.3
自由金利商品での運用	12.1	35.0	59.6	30.8	47.2	85.8	97.3
株式での運用	28.9	29.5	34.8	31.9	44.6	32.2	36.0
外貨による運用	2.8	2.4	33.0	14.1	31.4	47.8	45.4

- (注) 1. 大企業、全産業ベース。
 2. 規制金利商品での運用とは現金+預金(除くC D、外貨預金)、自由金利商品での運用とは公社債+C D+外貨預金。
 3. 「短期所有有価証券」とは貸借対照表における「流動資産」に計上されている有価証券、「投資有価証券」とは同「固定資産」に計上されている有価証券。
 4. C D、外貨預金については推計値。

(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」、「国際金融局年報」、日本銀行「預金者別預金統計」

(第11表)

家計の金融資産残高の内訳推移

	年平均伸び率(%)			残高(兆円)	
	40～49年	50～59年	うち59年	(59/9月末)	構成比(%)
現金・要求払預金	18.9	5.6	4.1	47.7	10.2
定期性預金	20.5	13.1	8.2	250.2	53.3
民間	19.4	11.5	7.4	160.1	34.1
郵貯	24.4	16.7	9.5	90.1	19.2
信託	21.8	14.9	11.7	35.0	7.4
保険	19.6	15.4	13.4	74.6	15.9
有価証券	12.6	14.2	13.8	62.2	13.2
債券	24.9	15.9	11.0	41.0	8.7
(国債)	31.0	38.4	9.7	15.6	3.3
株式	4.2	3.9	2.8	7.2	1.5
	< 11.0 >	< 9.8 >	< 14.4 >	< 40.1 >	< 8.5 >
投信	10.4	19.3	31.1	13.9	3.0
合計	18.9	12.6	9.5	469.7	100.0

- (注) 1. 国債は、政府短期証券・中・長期国債の合計。
 2. 株式は、額面表示。ただし、< >内は株式を時価で評価した場合の計数。

(資料) 日本銀行「資金循環勘定」

年比10%弱の増加を示すなかで、やはり規制金利下の銀行預金が高い伸びにとどまり、信託や投信など高利回り金融資産が高い伸びを示している。

以上のように、企業、家計の金利選好は59年中も一段と強まり、とくに企業については、各種の運用機会ないし調達手段の間の相対的な利回り格差にきわめて敏感に反応するかたちで財務戦略を立てつつあるようにうかがわれる。こうしたなかで、規制金利商品に依存する金融機関から自由金利商品を取扱う金融機関への大量の資金のシフトを防ごうとすれば、前者もやはり自由金利商品を導入しなくてはならない。最近C Dの発行条件が逐次緩和されていることやM M Cの発行が開始されたのは、まさにそうした事情を反映したものであり、自由化がひとたび始まるといえば自己増殖的に進展する面を持つのもこうした理由によるものである。

(金融機関経営をめぐる環境)

金融自由化、国際化の進展とその下での金融緩和の浸透(後述)は、金融機関経営にも様々なインパクトを及ぼしている。59年中の金融機関の調達・運用をふり返ると、預金(C Dを除く、平残)は金融緩和が続く下での景気の拡大を反映して、上位業態を中心に前年を幾分上回る伸びを示した(第12表)。一方、運用面では、都銀が中小企業向けを中心とする円建中長期融資分野で貸出を大幅に伸長したのに対し(第13表)、地銀、相銀、信金では中小企業向け貸出分野における都銀の融資攻勢もあって、総じて預金に比べ低い伸びにとどまっている。この結果、資金ポジションは、信金で大幅改善、相銀で小幅改善をみた一方、地銀は小幅悪化、

(第12表)

銀行の預金・運用・ポジション動向

	実質預金等増加率 (%)		限界預貸率 (%)		資金ポジション (億円、△印悪化)	
	58年	59年	58年	59年	58年	59年
都 銀	6.5	7.5	119.3	178.4	△ 14,411	△ 21,905
地 銀	7.1	7.3	102.2	95.4	△ 7,483	△ 911
長 信・信 託	10.3	11.3	123.8	138.9	△ 1,618	△ 2,771
相 銀	7.2	7.2	103.6	88.8	△ 1,260	621
信 金	7.1	6.8	87.7	68.0	△ 2,726	7,295
6 業 態 計	7.3	7.8	110.2	124.0	△ 27,498	△ 17,671

(注) 1. 実質預金等は平残ベース。相銀、信金については表面預金等。

2. 限界預貸率は、貸出(円ベース)の増減/実質預金等の増減。

(第13表)

業 態 別 中 小 企 業 向 け 貸 出

(年間増加額に占めるシェア、%)

	57 年	58 年	59 年
都 銀	31.9	35.6	39.8
地 銀	24.7	23.0	20.5
長 信 ・ 信 託	9.7	13.8	16.0
相 銀	16.5	13.0	11.1
信 金	17.2	14.5	12.6
計	100.0	100.0	100.0

(注) 都銀、地銀、長信・信託は、日本銀行「業種別貸出残高」中の中小企業向け貸出、相銀、信金については貸出総額により算出。なお、長信・信託には都銀、地銀の信託勘定を含む。

都銀では大幅悪化と業容規模の大きい程悪化の度合いが大きい(または改善の度合いが小さい)という動きを示した。

こうした59年中の預貸金の動向は、①短期金融市場では、都銀を中心にCD、円転等オープン市場負債による資金調達の増加を促し、それがオープン市場の一層の拡大の要因となったこと、②貸出市場では、これまでも進展していた長・短期貸出や大企業・中小企業向け貸出といった業態間での業務分野の専門区分が一層弱まったことの両面で、これまでの金融自由化の結果でもあり、またさらに自由化を進めるインパクトを持つものであった。この間、金融機関の収益動向をみると、各業態ともおしなべて総資金利鞘の悪化が続き、これを主因に59年度の収益(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)は大方の業態で前年比減益となる見通しである。こうした利鞘の圧縮は、金融緩和の浸透にもよるものではあるが、自由化の進展に伴う調達コストの上昇が表面利鞘を縮小する方向で作用していることも否めないところである^(注12)。こうした状況に対処するため、金融機関は、国債の窓口販売やディーリングなど公共債取扱い部門の強化、国際金融業務分野への進出等による収益機会の拡大、一層の合理化等による諸コストの節減とサービスの有料化、さらには、貸出利率設定に当り、市場からの調

(注12) ただし、自由化、国際化により、①総運用資産の増加によるボリューム効果、②預金吸収費用等インプリシットコストの削減や手数料収入の増大、③スプレッド方式の導入による利鞘安定化、等の効果もあり、収益が圧迫されるとは必ずしもいえない(調査月報60年4月号「金融の自由化・国際化の下での金利変動の特徴について」参照)。

(第14表)

金融機関の自己資本比率

(単位・%)

年度末	都 銀	地 銀	相 銀	信 金
48	5.93	7.00	5.32	7.31
49	5.76	7.02	5.14	7.37
50	5.30	6.68	5.03	7.24
51	5.33	6.42	4.84	7.22
52	5.09	6.13	4.66	7.31
53	4.89	5.92	4.53	7.27
54	4.40	5.52	4.33	6.98
55	4.11	5.45	4.27	6.91
56	3.64	5.14	4.05	6.75
57	3.63	5.02	4.01	6.88
58	3.59	4.97	4.04	7.11

(注) 自己資本比率 = $\frac{\text{広義自己資本*}}{\text{預金(掛金を含む) + 債券 + 債券募集金}}$
 * 資本勘定 + 貸倒引当金等の引当金

達コストに一定利鞘を上乗せする方式(スプレッド方式)の導入等種々の対応策を講じつつある。個々の金融機関が自らの置かれた環境に即してこうした対処策をとることは、それ自体が自由化の大きな目的であるが、この間に自己資本比率が引続き低下傾向にあることが懸念される(第14表)。自己資本の充実は、それ自体が収益面の安定に資するばかりでなく、上記の対応のなかで増加しがちな種々のリスクに対応するためにも是非とも必要であり、その改善が強く望まれるところである。

(自由化、国際化に対する今後の取組み方)

金融の自由化、国際化は、上記のように金融機関の経営にも大きな影響を及ぼし、少なくとも表面的な利鞘に対しては縮小要因として働く可能性が強いとみられる。しかし既にみたように、自由化、国際化の流れがわが国経済自体の発展に内在する歴史的課題である以上、その基本方向に沿って、貯蓄者と資金利用者の双方にとって効率的かつ安定した金融システムを確立していくことが必要なことは言をまたない。

そうした観点から、今後の自由化、国際化に取り組むに際してまず留意すべきは、実施される諸措置が相互に平仄のとれたものであり、かつ段階的であるべき点である。これまで多年にわたって定着した現在の金融システムをあまりに急激に変えたり、一部のみを自由化した場合には、資金の大量シフト等により、個別

金融機関の経営はもとより信用秩序全体を脅しかねず、また金融政策の効果をも阻害しかねない。この点、例えばユーロ円取引の自由化について考えると、国内の慣行や諸制度について見直しや改正を行うことなくユーロ円取引のみを自由化した場合には、本来国内で行われるべき取引が大量にユーロ円市場にシフトする可能性も強く、是非とも国内金融市場の自由化と平仄を合わせて進めていく必要がある。

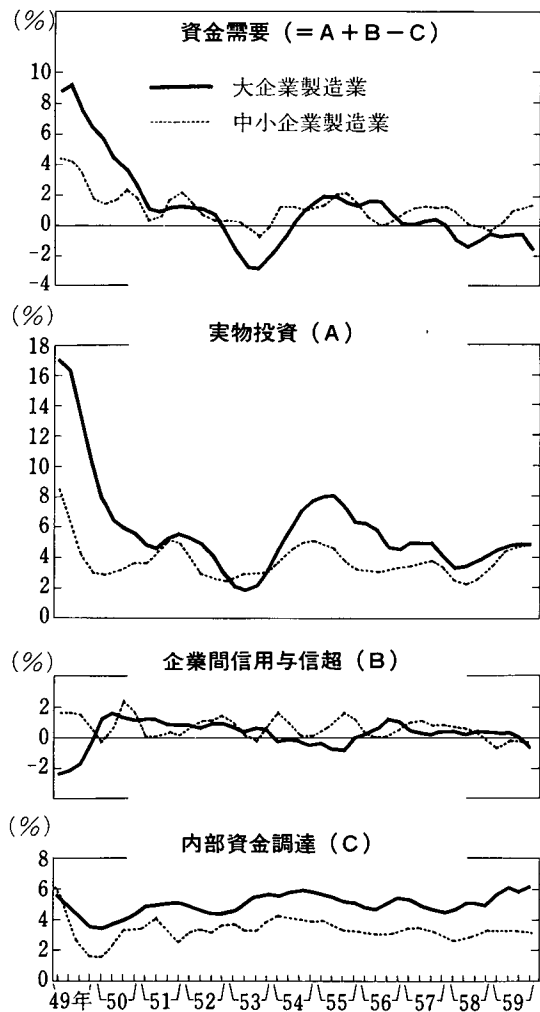
また、自由化、国際化による業務機会の拡大は、収益機会の増加を意味すると同時に、種々のリスクの増大にもつながりかねないことも見逃せない。特に金融機関が表面利鞘の縮小を量的拡大でカバーしようとして、危険度の高い資産取得に走る可能性を考えると、金融機関における資産内容の健全性確保とリスク管理体制の整備、さらにはリスク発生に対する抵抗力強化としての自己資本充実や流動性の確保など、経営体質の改善は一層重要な課題となってこよう。もとより、信用秩序全体を維持するためには、民間のいわゆるセーフティネットに加え、預金保険制度の拡充や、日本銀行による「最後の貸し手」機能についても幅広い検討が必要であろう。しかし、信用秩序の維持は、基本的には個々の金融機関の経営基盤の健全さに依存するのであり、また個々の金融機関が自主的な経営努力によりそうした健全さを確保して初めて自由化、国際化の目的である金融システムの効率化、体質強化が達成されるものであることを忘れてはならない。

(2) 金融自由化、国際化の下での金融緩和政策の運営

(金融緩和の浸透)

59年は、上記のとおり金融の自由化、国際化が急速に進展した年であったが、そのなかで金融政策については、引続き緩和基調が維持された。すなわち、日本銀行は58年10月景気の拡大を確実なものとするため公定歩合の引下げを実施したあと、その短期金融市場金利への波及を促す一方、金融機関の貸出指導については引続き自主計画を全面的に尊重するなど緩和の浸透を図る政策運営を展開した。こうした政策の浸透状況をまず製造業における企業金融の量的側面についてみると(第11図)、大企業では設備投資の増加などから所要資金が緩やかに増加したものの、調達面で収益好転によるキャッシュフローの改善を主因に内部資金調達が増加したため、売上高対比でみた資金需要はむしろ低下し、また外債発行や増資等調達手段の多様化も進展したため、銀行借入需要は総じて落ち着いた推移をたどった。一方、中小企業については、設備投資が急速に増加したため内部留保の上昇幅を上回り、またもともと資本市場を通ずる調達の余地は限られているた

〔第11図〕 資金需要の動向
(対売上高比率、3期加重移動平均)



(注) 1. 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、季節調整済み。

2. 資金需要=実物投資+企業間信用与信超-内部資金調達

実物投資=設備投資+在庫投資

内部資金調達=内部留保等(内部留保・引当金)+減価償却費

(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

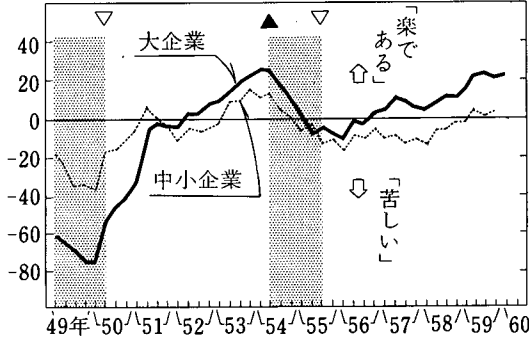
め借入需要が急速に高まったが、都銀をはじめ各金融機関が大企業向け貸出の伸び悩みから中小企業向け貸出を積極的に拡大したため、資金のアベイラビリティは着実に緩和傾向をたどった。また、こうした貸出市場における需給地合の下、58年11月の短期プライムレート引下げ(6.0%→5.5%)や、プライム、準プライム適用比率の上昇を反映して短期貸出約定平均金利(都銀・地銀・相銀平均)が通年で0.225%低下し、また長期貸出約定平均金利も、長期プライムレートの引下げ(59年中2回、通計で0.6%低下)や、長期プライム以下のレートを適用するいわゆる中期貸出の増加から同0.294%の低下(都銀・地銀・長信・信託平均)をみた。さらに、運用利回りをも勘案した借入企業にとっての実効金利は、試算によれば59年末には8%を割り、公定歩合が3.5%まで引下げられていた前回緩和期のボトム(53年12月末、7.80%)に近づいている(調査月報60年4月号「金融の自由化・国際化の下での金利変動の特徴について」参照)。これ

は金融緩和が長期化するなかで金融の自由化が進み、企業の資金調達ルートが多様化の度を加えたことから、貸出市場の需給が表面金利の低下が示す以上に緩和していることを示すものである。この結果、資金調達の難易度やコストを総合的に反映するとみられる企業の資金繰り判断は、大企業、中小企業とも引続き改善

〔第12図〕

資金繰り判断の推移

(%ポイント)



(注) 1. 資金繰り判断 D. I. (「資金繰りが楽である」と回答した企業の構成比-「同苦しい」と回答した企業の構成比)による。

2. 全産業ベース。シャドー部分は引締期。

(資料) 日本銀行「主要企業短期経済観測調査」、中小公庫「中小企業動向調査」

〔第13図〕

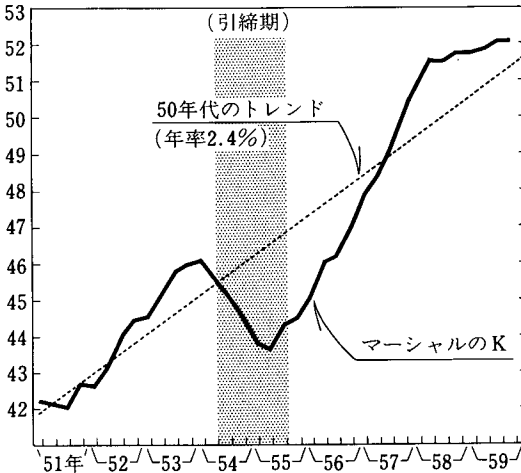
マネーサプライおよび名目取引高の推移

(前年比、%)

	M ₂ +C D平残	名目取引高
57 年中	9.2	3.1
58 年中	7.4	1.9
59 年中	7.8	6.8

マーシャルのKの推移

(%)



(注) マーシャルのK = $\frac{M_2 + C D \text{ 平残}}{\text{名目取引高}}$
 名目取引高 = 名目総需要 + 中間取引高

傾向をたどった(第12図)。

この間マネーサプライの動向をみると(第13図)、M₂+C Dの平残前年比増加率は、59年入り後、景気回復進展に伴う取引需要増加を反映して幾分上昇したあと、おおむね8%弱と名目総需要の伸びを上回る水準で安定的な増加を示した。いま、金融の繁閑度合をマクロ的に示す指標のひとつである「マーシャルのK」(M₂+C D平残/名目取引高、マネーサプライの変動のうち実体経済の動きにもとづく部分を捨象し、従って金融政策スタンスおよび民間の資産選択行動の結果を反映した部分を把握する指標として理解出来るもの、詳細は調査月報59年11月号「最近のマネーサプライ動向について」参照)のトレンドからの乖離率でみても、57年央以降上方乖離を続け、その後乖離率は緩やかな低下に転じたものの、すでに2年半以上にわたり上方乖離を続けており、また最近の乖離率も比較的高い水準にある。トレンドの算定方式に或る程度の恣意性を免れない等の事情から、こうした乖離率についても相当の幅をもって判断すべきことはいうまでもないが、このような指標から推しても、59年中の金融は十分に緩和が進んでおり、

むしろ今後一層の緩和を進めるについては十分慎重を要するものと考えるべきであろう。

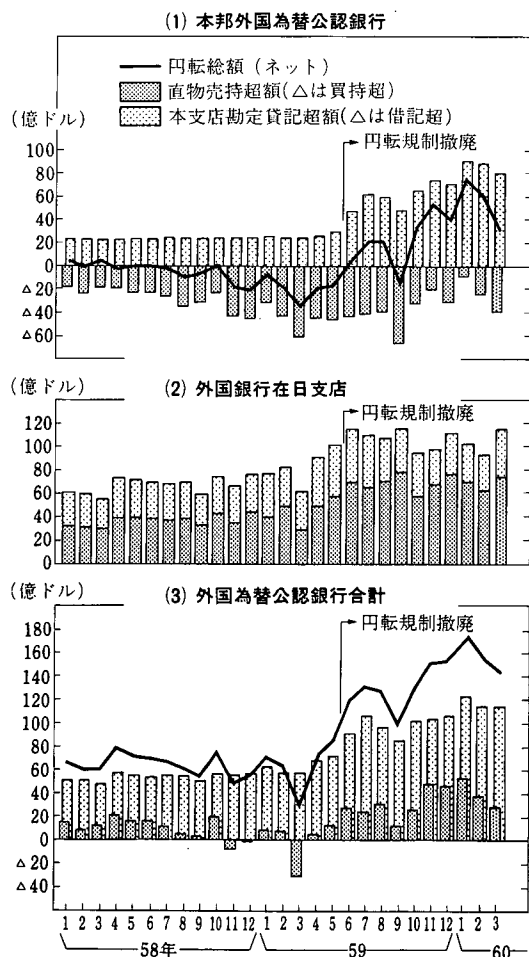
(自由化、国際化の進展下での市場調節)

59年中インターバンク市場金利は、若干の季節的な変動を伴いつつおおむね安定的に推移した(コール<無条件物>5.5625%~6.625%、手形<2ヵ月物>6.125%~6.4375%、前年各5.875%~6.9375%、6.1875%~7.0%)。これは、既にみたように、景気は国内民間需要にウエイトを移しつつ着実な上昇を持続する一方、春以降は対外不均衡が拡大するなかで為替相場の円安化が進行したため、日本銀行が、金融の緩和基調を維持しつつも、一段の円安化を防止するため内外金利差

の拡大を回避するとの観点から、5%の公定歩合水準の下で短期金融市場金利の安定的な維持を念頭に金融調節に当たったためである。金融の自由化、国際化が進む下で、日本銀行が金融調節の直接の対象の場としている伝統的なインターバンク市場であるコール・手形市場のウエイト低下傾向が続いていることは既にみたところであるが、インターバンク、オープン市場間の金利裁定取引の活発化に加え、日本銀行がオープン市場での保有政府短期証券(TB)売却を引続き積極的に活用したこともあって(注13)、コール・手形市場における金利はオープン市場にもおおむねスムーズに波及した。特に59年には、円転規制の撤廃により銀行の資金調達機会が拡大したことの金融調節の有効性への影響が注目された。事実、円転規制の撤廃以後、銀行の円転残高は都銀を中

[第14図]

外国為替公認銀行の円転状況



(注) 月末残高ベース。

心に大幅に増加したが(第14図)、こうした過程を通じてユーロ円短期金利がコール・手形金利にさや寄せされるかたちで国内短期金利との乖離が目立って縮小している(第15図)。このように、59年中の経験からみると、金融の自由化、国際化が進展したなかでも、これまでのところ日本銀行の短期金融市場金利に対する影響力は決して弱められていないということができ、この限りで金融調節の有効性に変わりはない。

短期金融市場金利が以上のように比較的安定的に推移する一方で、長期債利回りは、年央以降米国長期金利の低下や金融機関による公共債のディーリング開始(59年6月)による新発債消化地合の好転に加え、わが国短期金利の引下げ予想が強まったため急テンポで低下し、年末にはほとんど短期金融市場金利に近い水準にまで低下した。しかしながら、更年後円安が加速するなかで、日本銀行の為替相場を重視するこれまでの金融調節スタンスに変化がないという認識が市場に浸透し、金利先安観が払拭されるにつれ、長期利回りも反転上昇し、低下の過程で拡大した内外長期金利差も再び縮小の方向に向かった。長期金利については、国

(注13) 59年中の日本銀行保有政府短期証券の市場売却は19回、総額9兆8千億円で、前年(10回、4兆2千億円)を大きく上回った。なお、59年中の資金需給実績は4,500億円の資金不足となり、前年(2兆3千億円の不足)に比べ不足幅が大幅に縮小した。これは、銀行券払超幅が拡大したものの、国債発行減等により財政資金が前年の揚超から払超に転化したことが主因である。

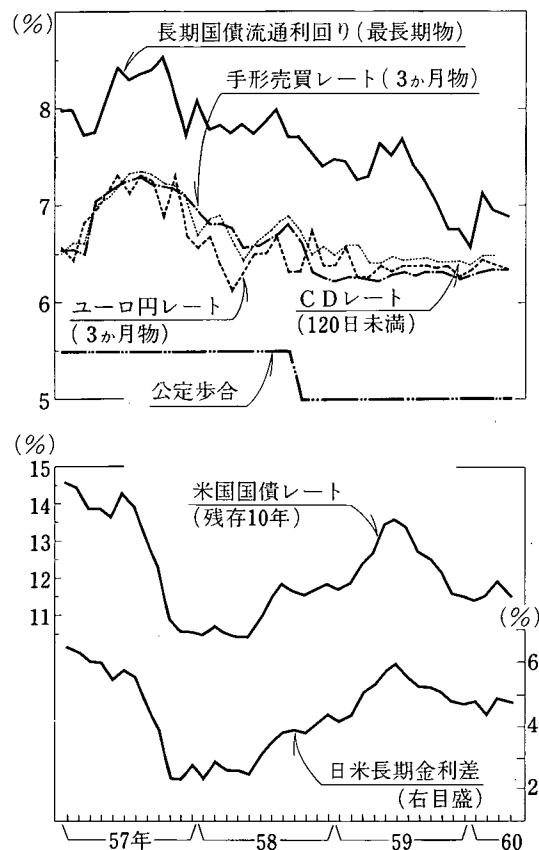
資 金 需 給 の 推 移

(単位・億円)

	57 年	58 年	59 年	前年比増減(△)額
銀 行 券	11,883	10,400	19,899	9,499
財 政 資 金	△ 2,754	△ 14,737	8,909	23,646
一般財政	106,173	97,399	88,333	△ 9,066
国 債	△ 86,548	△ 111,502	△ 77,140	34,362
外 為	△ 22,379	△ 634	△ 2,284	△ 1,650
そ の 他	△ 166	2,446	6,460	4,014
資金過(△)不足	14,803	22,691	4,530	△ 18,161
準 備 預 金	△ 1,477	△ 1,550	△ 1,640	△ 90
日本銀行信用	16,280	24,241	6,170	△ 18,071
貸 出	6,280	15,468	△ 2,998	△ 18,466
債 券 売 買	—	8,777	4,150	△ 4,627
買 入 手 形	6,000	10,000	2,000	△ 8,000
売 出 手 形	4,000	—	—	—

〔第15図〕

国内長短金利と日米長期金利差



際化の進展につれて直接海外金利の影響を受ける度合いが強まり、長短金利の関係もこれまでに比べ不安定化していることは否み難い。しかし、59年から60年にかけてのこのような経験は、短期金利の先行き期待、従って日本銀行の先行き金融政策スタンスに対する期待が、依然として長期金利の大きな決定要因となっていることを示唆するものである。

(金融政策の有効性確保のために)

以上みてきたように、59年中日本銀行は、金融の自由化、国際化が進展するなかで、オープン市場でのTB売りオペレーションを積極化するなど、金利機能を一層活用するかたちで市場調節の円滑化を図ってきた。しかしながら、本格的な自由化は未だその緒につい

た段階にあって、より長期にわたって展望した場合には、いくつかの課題も残されており、今後自由化を進めるに際しては金融政策運営の観点から留意すべき点も多い。

その第一は、金利機能のなお一層の活用である。自由金利市場が拡大していくなかで、企業・家計の金利選好が益々強まっているだけに、総需要水準に対する金融政策の効果を確保するうえで金利機能の重要性が増していることは言をまたない。従って、現在はおおむねが規制されている預貯金金利についても、金融政策やそれに基づく市場の繁閑を的確に反映して弾力的に変更されることが必要となりつつあり、このため今後は郵便貯金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される仕組みの実現することが強く期待される。

第二は金融調節の場の整備と政策手段の多様化による円滑な金融調節の実現である。日本銀行は、いわゆるハイパワードマネーの唯一の供給者であり、自由

化、国際化が一層進展し、伝統的なインターバンク市場のウエイトがさらに縮小しても、短期金融市場金利に対する影響力を失わない筋合にはあるが、日本銀行の政策意図が迅速に市場に伝播しない場合には、ハイパワードマネー需要に不測のシフトを生じ、金利の安定が損われる等の可能性も否定できない。その意味で、オープン市場を含め、短期金融市場全体に金融政策の基本的スタンスを的確に伝達することの必要性が今後益々高まってこよう。日本銀行がオペレーションを行うオープン市場のひとつとして、今般創設されたB A市場の拡大も期待されるが、やはり取引される金融資産の性格(信用度、流動性、発行額)等からみて、T Bの市場が育成されることが最も望ましいと考えられる。

第三に、自由化、国際化が進展し、新金融商品がさらに多様化し、その残高も増加した場合には、金利の変動がマネーサプライや企業・家計の行動に与える影響も従来とは異ってくる可能性がある。そうした状況では、マネーサプライのコントロールビリティやマネーと実体経済との関係にも当然影響が及んでこよう。日本銀行としては、マネーサプライ自体の定義を含め、こうした経済諸変数の関係について必要に応じ見直しを怠らず、適切な金融政策の運営に努めていく必要があると考えている。

(付注) 輸出入の所得弾性値の計測式

$$\begin{aligned}
 (\text{輸出数量}) &= \sum_0^2 a_{1t} \times (\text{実質世界輸入(除く日本)}) \\
 &\quad + \sum_0^4 b_{1t} \times (\text{相対比価}) \\
 &\quad + c_1 \times (\text{製品需給判断 D.I. (主要短観ベース)}) \\
 (\text{輸入数量}) &= \sum_0^2 a_{2t} \times (\text{鉱工業生産指数(日本)}) \\
 &\quad + \sum_0^3 b_{2t} \times (\text{相対比価}) \\
 &\quad + c_2 \times (\text{原材料在庫率指数})
 \end{aligned}$$

	$\sum_0^2 a_{1t}$	$\sum_0^4 b_{1t}$	c_1	$\sum_0^2 a_{2t}$	$\sum_0^3 b_{2t}$	c_2
48/1～3月～直近期	1.59 (23.2)	-0.78 (5.8)	-0.10 (5.6)	0.75 (19.6)	-0.23 (5.4)	-0.01 (0.2)
53/1～3月～直近期	1.87 (16.0)	-0.59 (5.0)	-0.19 (7.2)	0.73 (4.9)	-0.22 (2.5)	-0.22 (1.9)

$\sum_0^2 a_{1t}$ 、 $\sum_0^4 b_{1t}$ 、 $\sum_0^2 a_{2t}$ 、 $\sum_0^3 b_{2t}$ はアーモン・ラグを使用。()内は t 値。

(付表)

59 年以降の金融・資本市場の自由化

		国内における規制緩和・市場整備等		
		金 利	市場の整備・創設	業 務 分 野
短期 金融・ 資本市場	預金・オープン市場	C D発行単位の小口化 (3億円→1億円、60/4月) C D発行期間の下限短縮 (3ヵ月→1ヵ月、60/4月) C D発行枠の拡大 (自己資本の75%→100%、 60/4月) MMCの創設 (5千万円以上、期間1～6 ヵ月 相銀、信金60/3月、その 他60/4月)	円建B A市場の創設 (60/6月) 短期国債の発行決定 T B売却残の増加	証券・信金による中国ファンド 利用の提携商品認可 (59/4月) 海外C P・C Dの取扱い開始 (59/4月) 〈銀行・証券相乗り〉 証券会社のC D流通取扱い認可 (60/6月) 証券会社の円建B Aの売買仲介 認可 (61/4月)
	インター バンク市場		手形市場における両建 取引の容認(60/3月)	
	貸出市場			証券会社の極度方式による公共 債担保貸付認可 (60/6月)
長期 金融・ 資本市場	預金市場			
	貸出市場	変動金利方式の拡大		外銀の信託参入 (60年中)
	債券市場		無担保債の発行基準緩和 (59/4月) 債券先物市場の創設 (60年秋) 債券格付機関の発足 (60/4月)	金融機関による公共債ディー リング開始 (59/6月) 在日外銀による公共債ディー リング開始 (59/10月) 金融機関ディーラーのB Bへの 参加 (60/6月) 金融機関ディーラーの先物市場 への取次業者としての参加 (先物市場発足後検討) 銀行の海外転換社債発行容認 (60/3月) ユーロ円債主幹事の外国証券業 者への開放 (59/12月) 在日外銀の国債引受シ団への参 加 (59/4月) 〔3局合意の撤廃……引続き検 討が必要(外為審)〕
	株式市場		大口株式委託売買手数料の 引下げ(60/4月)	〔外国証券会社による東証会員 権の取得……東証で検討中〕
その他			〔オフショア市場…… 外為審で検討中〕	銀行による投資顧問会社設立認 可 (60/3月)

・ 整備の動き

内外取引・為替取引に関する規制緩和・市場整備等	ユーロ円市場における規制緩和・市場整備等
円転規制の撤廃 (59/6月) 先物為替取引における実需原則の撤廃 (59/4月) 国内銀行間直接為替取引(D.D.)、国内外為ブローカーの国際間取引(I.B.)の解禁 (円・ドル以 (59/7月(D.D.)) (外の取引 (59/8月(I.B.)) (円・ドル取引 60/2月)	短期ユーロ円CD発行の容認 (但し満期は6ヵ月以内、国内への販売禁止) (59/12月)
居住者向け短期ユーロ円貸付の自由化 (59/6月)	
	[中長期ユーロ円CDの発行……国内金融市場自由化の進展状況等を勘案しつつ、自由化を進めていくべき(外為審)]
中長期円建対外貸付の自由化 (59/4月) [居住者向け中長期ユーロ円貸付の自由化……できるだけ早期に実施の方向で検討(外為審)]	非居住者向け中長期ユーロ円貸付の自由化 (60/4月)
円建外債の発行基準緩和、運営ルールの弾力化 (59/4、7、12月、60/4月) 居住者によるユーロ円債の発行容認 (59/4月) 居住者ユーロ円債に係る非居住者の利子所得に対する源泉徴収税の撤廃 (60/4月) 非居住者による本邦企業株式取得に関する指定会社制度の廃止 (59/7月)	非居住者によるユーロ円債発行規制緩和 (59/12月、60/4月)