

昭和60年度の金融および経済の動向

——摩擦なき安定成長を求めて——

〔目 次〕

- | | |
|--|---|
| <p>1. 概 況</p> <p>2. 円高の国内景気への影響と対外不均衡の是正</p> <p>(1) 景気は拡大から減速へ</p> <p>(2) 為替円高化、原油価格下落の景気動向への影響</p> <p>(3) 対外不均衡の背景とその調整</p> | <p>3. 金融自由化、国際化の進展下での金融政策運営</p> <p>(1) 金融自由化、国際化の進展</p> <p>(2) 金融市場における金利形成メカニズムの変化</p> <p>(3) 為替相場急変動下での金融政策運営</p> <p>(4) 金融緩和の浸透</p> <p>(5) 政策運営上の今後の課題</p> |
|--|---|

1. 概 況

(転換期を迎えた日本経済)

昭和60年度の日本経済は2つの意味で転換期を迎えた。1つには58年初来の景気拡大の主役であった輸出が伸び悩みに転じたことによる短期的な景気循環局面からみた転換期であり、もう1つは、より基本的に2度にわたる石油危機を契機として強化されてきたわが国の経常黒字体質を抱える経済構造の変革が迫られているという意味での転換期である。日本経済の繁栄が世界経済との調和なしにありえないことは、もはや誰の目にも明らかであるが、対外不均衡の是正はひとりわが国経済のみならず、世界経済全体の安定的拡大のためにも、当面する最大の政策課題となっている。60年度後半以降円安、原油の高価格が大きく是正されてきているなかで、わが国経済は新しい安定成長路線と真に世界経済に貢献しうる道求めて大きなステップを踏み出したということができよう。

まず、景気循環的側面からみると、今回拡大期の主役であった輸出は、米国景気のスローダウンを主因とする海外需要の伸び率低下のほか、年度後半における為替相場の円高化もあって、増勢を大きく鈍化させており、景気牽引力を急速に失っていった。こうした輸出の伸び悩みは、製造業製品在庫の増加とも相まって生産に抑制的圧力を及ぼしつつ、さらに国内民間需要へもその影響を広げていった。国内最終需要のなかでこうした影響を最も強く受けたのは製造業の設備投資

であり、60年度入り後、それまで著増を続けていた電気機械の能力増強投資を中心に抑制色が濃化した。もっとも、民間設備投資全体としては、輸出鈍化の影響を直接には受けにくい非製造業が高い伸びを持続したうえ、製造業も研究開発投資については根強い増加を続けたため、60年度においても引続き景気のリード役を果たした。一方、国内民間需要の大宗を占める個人消費は、60年度も、1人当たり名目賃金が製造業を中心としたボーナス等の抑制や常用雇用に占めるパート比率上昇等により伸びを鈍化させたなかにあっても、底固く推移した。また、住宅投資は貸家中心に比較的着実な増加傾向をたどったが、財政支出は財政再建路線が基本的に維持されるなかで引続き伸びは抑えられた。

この間、物価は卸売物価、消費者物価ともに一段と鎮静傾向を強め、景気拡大のなかで長期間にわたり安定を続けている。これは、一次産品市況の下落や最近では為替円高、原油価格低下といった海外・為替要因に負うところが大きい、労働生産性の上昇や物価と名目賃金の好循環の維持等物価安定の基本的メカニズムが日本経済に組込まれている点が重要である。

このような景気動向の結果、60年度の実質GNP成長率は、5年ぶりに5%成長を実現した前年度の伸びを幾分下回ったものとみられる。

(対外不均衡の背景とその調整)

60年度の経常収支黒字は、輸出の増勢鈍化にもかかわらず、引続き大幅に拡大し、551億ドルと既往最高を記録した。このような巨額の対外不均衡を輸出を減らし輸入を増やすことにより是正するには、為替円高は不可欠の対応の1つであるが、いわゆる逆Jカーブ効果から外貨建価格の引上げ効果が輸出数量調整効果を上回り、短期的には名目ベースの黒字は縮小しない可能性が高い。のみならず、原油価格下落や海外景気の緩やかな拡大は、わが国の黒字を拡大する要因として作用するため、当面名目黒字額の縮小はそれだけ一層困難になるとみておかざるをえない。しかしながら、為替円高の対外不均衡是正効果は、まず数量ベースすなわち実質収支の面で現われる。昨秋来の大幅な円高が数量ベースでみた貿易収支の黒字を縮小させつつあることは確実である。こうした数量ベースでの調整が貿易相手国の生産増大を通じて景気や雇用情勢に好ましい影響を及ぼし、貿易摩擦問題を緩和する方向に作用することは疑いのないところといえよう。また、円高は中期的には相対価格の変化を通ずる輸出の減少、輸入の増大に基づく産業間での生産要素の移動や海外への生産シフトを促し、わが国経済の構造転換を進める効果を持っており、この点は長い目でみて対外不均衡の是正を図ってい

くうえで重要なポイントである。

対外不均衡をこれほど巨大化させた背景には、ここ数年来の米国ポリシーミックスの結果としての米国経済の急拡大とドル高の持続に加え、わが国経済の「輸出が増えやすく、輸入が増えにくい体質」という構造的問題がある。このような「体質」は、第1次石油危機以降の原油価格高騰に伴うわが国の購買力の海外流出や輸入原燃料価格の大幅上昇に対処するため、ミクロの企業レベルでも輸出増加と輸入節約が強く意識されたことが出発点となった。そうした状況の下で、加工型産業がエレクトロニクス関連の技術革新を背景に労働生産性の向上と製品の高付加価値化により、中間投入の圧縮、対外競争力の一段強化に成功する一方、素材型産業がエネルギーコスト上昇による対外競争力低下を十分に克服し切れないうま加工型産業の中間投入圧縮による需要減のしわ寄せを受けた結果、マクロでも加工型産業のウエイト上昇、素材型産業のウエイト低下という産業構造の趨勢的变化が生じたことによる面が大きい。こうした産業構造変化が、ここ数年の円安傾向により一層強く促されたことは改めて指摘を要しまい。この結果、一方で対外競争力の強い産業のウエイト上昇というかたちで「輸出が増えやすい体質」が生み出され、他方で輸入原燃料を中心とする中間投入比率の高い産業のウエイト低下というかたちで「輸入が増えにくい体質」を定着させ、黒字を拡大していったのである。

このようなミクロレベルでの企業努力に端を発する構造転換は、輸入原燃料に対する依存度の高いわが国経済全体の観点からしても交易条件の大幅悪化に対処するための当然の対応であったといえるが、為替相場が昨年まで有効な調整機能を発揮しなかったため、対外不均衡を一挙に増幅してしまい、自由貿易体制の存続自体をも脅かしかねない事態に立至っているのが現状である。昨年来円安の大幅修正が進んでいることは、将来に向かって不均衡是正の展望を拓くものではあるが、ここにみたようなわが国経済の構造を考えあわせると、円高のみによって是正の実現を期待することは難しく、円高を後ろ盾としつつわが国としては産業構造や貿易構造を変革し、黒字の拡大しやすい経済体質を修正していく必要があるといえよう。それと同時に、世界的視野で考えれば、わが国の貿易構造は、他国、とりわけ米国の貿易構造と相互依存の関係にあることも事実であり、いわばわが国と対照的に「輸出が増え難く、輸入が増えやすい」米国経済の構造転換の努力も極めて重要である。

(為替相場急変動下での金融政策運営)

次に金融面に目を転じると、金融政策の運営は60年度後半に入って新たな局面を迎え、昨秋のいわゆる「高目放置」や更年後の3度にわたる公定歩合引下げなどの政策措置が相次いで実施された。こうした60年度の金融政策の運営は、引続き為替相場との深いかわりの下で展開されてきた。これは、わが国の当面する最大の課題が対外不均衡是正であり、そのためには為替相場の円高化が必要不可欠の対応である一方、為替相場のあまりに急激な変動は国内経済に過大な影響を及ぼすおそれがあることによるものである。

為替相場は昨年2月末頃に円安のボトムをつけた後9月までは緩やかな円安修正が続いたが、この間日本銀行は、為替相場の円安修正を確実なものとするため、引続き内外金利差が拡大することのないよう努めてきた。その後、昨年9月のニューヨークでの5か国蔵相・中央銀行総裁会議(G-5)における為替相場の調整に関する合意とこれを受けた各国通貨当局の協調介入を契機として急速に円高化が進んだが、10月入り後は円高進行が一服気味となるとともに、わが国の長期金利の急速な低下に伴って内外金利差はむしろ拡大しつつあった。このため日本銀行は、円高定着を図るためには国内の行き過ぎた金利先安観を払拭することが必要と判断し、短期金融市場の自律的な需給引締まりをそのまま市場レートに反映させるという姿勢で金融調節を実施した。

この結果、円相場は200円/ドル程度にまで上昇したため、12月以降は金融市場の調節態度を漸次自然体に戻したが、61年1月にはさらに円高が進行したことから市場における相場観がかなり変化し、円高基調がほぼ定着したと判断されるに至った。このため、1月29日には公定歩合の0.5%引下げを決定した。円相場はその後ロンドンG-5での「これまでの為替調整の成果は後戻りさせない」との合意や原油価格の大幅下落などを背景としたドル安センチメントの強まりから一段と上昇した。日本銀行は、円相場のあまりに急激な変動はわが国経済の円滑な調整をかえって困難にするため、当面は円相場の安定がより望ましいと判断し、また、金利水準全般の低下を促し内需拡大に寄与するとの観点から、3月7日および4月19日に米国(3月7日、4月18日)や西独(3月6日)の措置をも勘案のうえ、それぞれ0.5%の公定歩合追加引下げを決定した。

このような金融政策運営を反映して、金融緩和は60年度中一段と浸透した。企業の資金繰り緩和感、売上減や収益悪化などからこのところ幾分後退をみているものの、依然相当のゆとりをもった水準にある。また、マネーサプライは、名

目GNP成長率をかなり上回る伸びを続けている。金融自由化の進展に伴う金融資産間のシフトも影響しているため、その評価については慎重を要するが、いずれにしてもすでに金融が相当に緩和した状態にあることを示すものであることは否定しえず、今後ともマネーサプライの動向には引続き十分な注意を払っていく必要がある。

(金融自由化、国際化の進展、定着と金融政策)

金融政策の運営にあたり、金利機能の活用が従来以上に重要性を増してきたことも最近の大きな特徴である。

金融自由化、国際化の進展に伴って国内の金融市場間、内外の金融市場間における金利裁定が活発化し、各市場金利の連動性が相当高まってきていることがその背景にある。自由化、国際化は60年度においても各分野にわたって着実な進展をみたが、そうしたなかで預金金利の自由化進展によって金融機関の資金調達に占める自由金利商品のウエイトが一段と上昇し、これに対応して貸出金利についても、スプレッド・ローン方式の適用範囲拡大や短期プライム・レートが預金金利との関係により重点をおいて変更されるようになるなど注目すべき動きがみられた。こうした変化によって貸出金利が調達コストなかならず市場金利との連動性を強めていくことは、これまでの各市場間の裁定活発化と同様、金利機能の活用を目指した金融政策の基礎的条件整備として評価しうるものである。なお、金利の自由化は今後とも一層の進展が展望されるが、そうした状況の下においても、公定歩合は金利水準全般の基調的な変化の方向を示し、その時々々の金融政策の基本スタンスを明確にするものとして引続き重要な役割を担うと考えられる。

反面で、自由化、国際化が金融政策運営上の新たな制約条件を拡大させていることも事実であり、それだけ金融政策としては、対応に一層の工夫を要することを意味しよう。これを長期金利についてみると、最近では米国長期金利や為替相場等海外面からの影響を強く受ける傾向にある。たとえば、昨年秋口以降半年余りにわたって長期金利が短期金利を下回る状態が続くという緩和期としては異例の現象が生じたのも、米国長期金利の低下傾向や為替円高化を大きな背景とするものであった。しかし、こうした要因のわが国長期金利への影響は市場において形成された国内短期金利の先行きに対する強い低下期待を介していた面が大きかったのであり、日本銀行が、金融調節スタンスを変更し市場参加者の国内短期金利の先行きに対する期待形成に強く働きかけるならば、期待の変化を通じて国内長期金利に影響を及ぼすことが可能と目される状況であった。事実、いわゆる

「高目放置」時には、こうしたルートが有効に作用したとみることができるのであり、短期金利の先行き、ひいては金融政策スタンスに関する「期待」の影響力は引き続き保たれていると考えられる。

また、ここ数年来米国の異常な高金利の下で国際的な資金移動の活発化を背景に、ファンダメンタルズと乖離したドル高の相場展開が続き、為替相場の経常収支調整機能が低下したことも金融政策運営上大きな制約となったが、これにはわが国投資家の外貨建資産保有に伴う為替リスクに対する認識の低下が大きく影響していたと考えられる。しかし、昨年初来の緩やかな円安修正進行のなかで、年央頃から為替リスク再評価の動きが生じ、ニューヨークG-5以降の急速な円高化を契機にこれが一段と強まった。もとより為替相場と金利のつながりが解消した訳ではないが、当面こうした為替リスク要因が強まっていることもあって、以前の状況に比べれば、この関連が幾許か後退したと評価することができよう。

(当面の景気情勢および国際収支動向と政策課題)

昭和61年度の国内景気動向を展望するうえでは、これまでの為替円高や原油価格下落の影響が今後どのように現われてくるかが、重要なポイントである。当面は、わが国の輸出依存度がかかなり高いこともあって、円高のデフレインパクトが尾を引く公算が大きいと思われる。しかしながら、やや長い目でみれば円高のデフレインパクトが一巡するにつれて、原油価格下落、3度にわたる公定歩合引下げ、海外景気の持直し等のプラス効果の累積に加え、いわゆる円高メリットの作用も及んでくるため、経済全体が下方スパイラル的に落ち込む可能性は小さいといえよう。すなわち、輸出は、これまでの円高による数量調整効果の波及が見込まれ、これに伴って生産も当面は引き続き弱い動きにとどまるとみられよう。一方、国内民間需要のうち設備投資は、製造業では輸出関連を中心とした資本ストック調整等から不振を続ける可能性が大きい。非製造業が電力やリース業中心に堅調な伸びを維持するため、全体としてある程度の増加テンポが保たれよう。また、個人消費は、生産の停滞や企業収益悪化を背景に名目雇用者所得の伸びは鈍化が見込まれるものの、他方で、電力・ガスの円高、原油価格下落メリット還元等による消費者物価の一層の落ち着きがこれを緩和する方向に作用し、実質ベースでの所得の伸びを下支えするため、引き続き緩やかな増加が期待できる。もちろん、実質所得の増加が支出の増加に必然的に結びつく訳ではないため、企業・家計の支出マインドの動揺は避けられるべきであり、この観点からも為替相場の安定が強く望まれるところである。

このように、国内民間需要は比較的底固い動きを示すとみられるが、輸出入数量調整に基づく減産の波及効果から当面実質成長率が幾分低下することは避け難いとみられる。しかし、これは対外不均衡を是正し、新しい安定成長路線に移行するためのやむを得ざるコストとして甘受すべきものと思われる。

一方、対外面をみると、輸出数量の伸びは大きく抑制されつつあるが、大幅な円高を通ずる価格効果に原油価格下落の影響が加わり、経常収支はなお大幅黒字を持続する可能性が大きい。すでに述べたように、わが国が当面する最大の政策課題である対外不均衡の是正には、円高を後ろ盾としつつ今後とも粘り強く取組んでいくことが必要である。

今後わが国が目指すべき方向は、これまでの輸出需要主導型の成長パターンを内需主導型に切りかえることによって、保護貿易的な動きを鎮静化させ、自由貿易体制の下での世界経済の持続的安定成長に寄与していくことであろう。そのためには、中長期的に輸出を抑え、輸入を増やすよう輸出入構造自体の調整を図るとともに、それに対応しつつ中長期的な内需の創出を可能にする構造的アプローチを真剣に考えるべきと思われる。輸出入構造については、わが国経済の中長期的な成長力維持のため、これまで同様に高付加価値化の推進により対外競争力を維持強化していく一方で、相対的に低付加価値商品の輸出を発展途上国等他国へ譲り、さらには国内需要分をも輸入財で代替していく方向を目指すべきであろう。このためには、制度面等での市場開放を一段と推進しつつ、円高メリットを生かしやすい国内体制の整備に一層の努力が強く求められるところである。また、このような構造転換を進めていく過程で、現地生産化に適する品目も増えてこよう。

次に内外から要請の強まっている内需の拡大であるが、当面の景気対策の観点からも、中長期的に進められる国内の産業構造調整を円滑化する観点からも、できる限りの努力がなされることが望まれるところである。ただ、その方策としての財政資金の活用については、わが国の場合財政再建はいまだ途上にあり、ここで放棄することのできない課題であるため、財政支出面からの支援余地に乏しい。このため、財政再建の基本路線を踏みはずさない限り、最大限の努力をする必要があるとは考えられるが、その場合でも乏しい財政余力を有効に活用するよう、従来とは異なった色々の工夫を加えていくことが大切と思われる。こうしたなかで最近議論され、あるいは一部実施に移されている規制緩和やいわゆる民間活力の導入等は注目に値する対策の1つであり、適切に講じられるならば、初期の需要効果に限ってみてもそのインパクトは決して小さなものではないと思われ

る。さらにこうした新しい方式は中長期的には、需要サイドのみならず、供給サイドの構造をも内需主導型経済にふさわしい方向に変えていく契機をはらむものであり、一層真剣な検討が望まれる。なお、税制面に加え、都市・住宅対策、労働時間短縮など新しい経済社会環境の整備についても相当の工夫と思いついた発想の転換が必要である。

以上のような方向に沿って今後経済の構造転換を円滑に進め、対外不均衡の是正を図っていこうとすると、引続き、為替相場の円高基調の定着と物価の安定確保が大前提となる。ただ、その場合あまりに急激な円高進行は、本来短期的にはモビリティの小さい雇用や資本ストックに大規模かつ急激な変動を強いる事態を惹起し、わが国経済の構造調整を著しく困難にする心配がある。なお、同時に、わが国から米国への資金の流れを急激に変化させ、あるいは米国内においてインフレ期待を強める可能性もないとはいえず、その場合には、米国金利の再上昇を招き、米国にとっても経済政策運営の制約となるのみならず、債務累積国をはじめ世界経済全体に対しても悪影響を及ぼす結果となろう。為替相場の安定を図るには一国のみでの対応には限界があるだけに、世界経済の安定を念頭にいた各国の政策運営が今後とも重要である。

また、物価安定の維持、確保は、わが国経済のパフォーマンスを今後とも良好な状態に保ち、中期的に為替相場の円高方向での安定を図るうえでも、また、需要構成や産業構造のシフトを円滑に進めるための基盤としても重要である。

こうした為替相場の安定や物価の安定確保のため、今後とも金融政策の果たすべき役割は大きなものがある。

金融面での他の重要な課題は、今後とも金融の自由化、国際化を着実に推進しつつ、そのなかで金融政策の有効性を確保していくことである。世界の金融・資本市場のなかでその比重を高めつつあるわが国としては、資金の効率的な再配分機能を果たし、世界経済全体の発展に資するようわが国の金融・資本市場をそれによりふさわしいものとして育てていく必要がある。そのためには、国内においては金利の自由化を一層推進するとともに、金利以外の諸規制についても、これと平仄をあわせて緩和を進め、金利機能を活用した政策運営のための環境整備を促進していくことが望まれる。同時に、自由化、国際化の進展が、マネーサプライのコントロール・メカニズムやマネーサプライと物価、G N P等実体経済諸指標との関係に対してどのような影響を及ぼすのかについて不断の検討が要請されていることも忘れてはならない課題である。

2. 円高の国内景気への影響と対外不均衡の是正

58年初来の今回景気拡大局面を振り返ってみると、①輸出の著増、②輸出、技術革新に刺激された設備投資の盛り上り、③物価の著しい鎮静傾向、④対外不均衡拡大持続、が特色として指摘できる。60年度は、輸出が伸び悩みに転じたことから短期循環的な意味での転換局面を迎えた年であったが、さらに後半には昨秋以降大きく進展した円高、年明け後の原油価格の下落と世界的な規模での金利低下等新たな環境条件の変化が次々と生起し、日本経済の長期的な構造変化への出発点に立った年でもある。

(1) 景気は拡大から減速へ

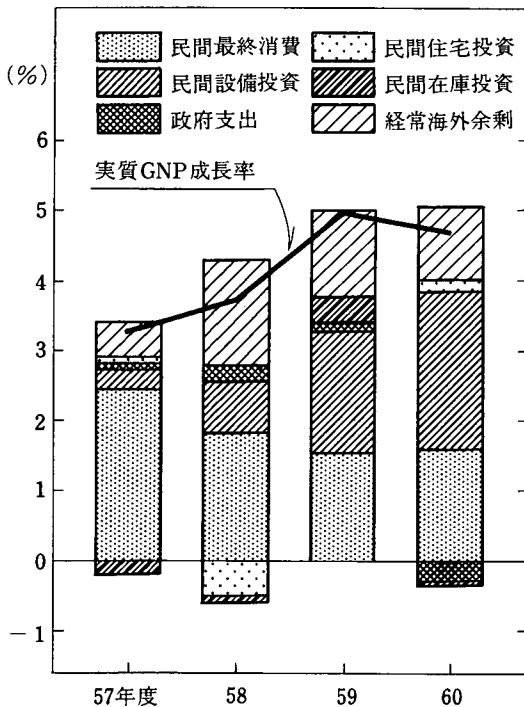
わが国経済は58、59年度と順調な景気上昇過程をたどったあと60年度入り後、景気拡大の主役であった輸出が伸び悩みに転じたため、景気上昇過程もはっきりと転換期を迎えた(第1図)。

今回景気拡大局面の特徴点を踏まえて、減速局面に入った60年度経済の性格を

明らかにしてみよう。

[第1図]

実質GNP成長率と需要項目別寄与度



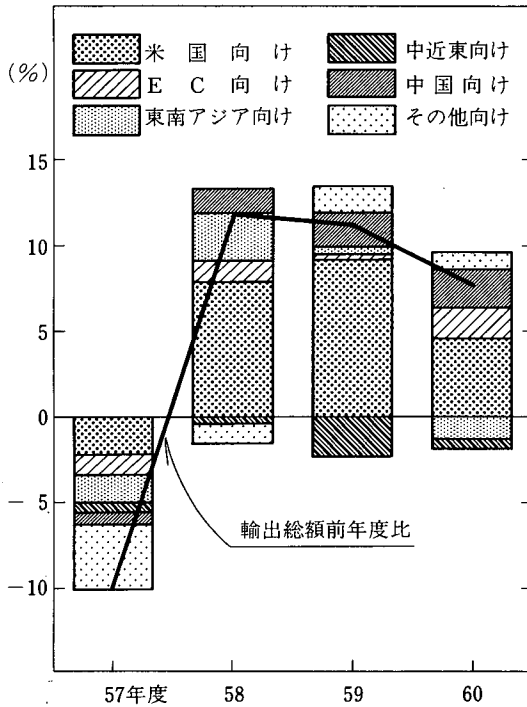
(注) 60年度は60/4～12月の前年比。

(資料) 経済企画庁「国民所得統計」

(58年初来の景気拡大過程の特徴)

まず、第1は、飛躍的な輸出増加である。わが国の輸出(数量ベース)は、海外景気の底入れに伴い58年初から回復に転じ、58、59年度と2年連続して2桁台の伸びを示し(通関輸出数量前年度比、58年度+12.5%、59年度+13.1%、なお、60年度は+3.1%と伸び率が大幅に低下)、今回拡大期通計では、約3割と前2回の急増期に劣らぬ増加ぶりをみせた(注1)。これを地域別(金額ベース)にみると(第2図)、米国向けが58、59年度と現地景気の急回復を反映して、電気機械、一般機械、自動車(59年度の乗用車輸出自主規制枠の拡

〔第2図〕
地域別輸出動向（前年度比・寄与度）



(資料) 大蔵省「通関統計」

大<168→185万台>が寄与)等を中心大幅に増加し、そのシェアは拡大を続け約4割にまで達した結果、59年度の対米直接輸出は名目GNPの6%程度に及ぶ(注2)(第3図)こととなった。これは民間住宅投資を超えほぼ公共投資と同レベルであり、さらに間接的波及効果も含めれば(輸出、公共投資の生産誘発の高さもまたほぼ同じ)その依存度は著しい高水準に達している。また、中国向けも同国の積極的な対外経済政策の下で59年度にかけて電気機械、鉄鋼を中心に急増し、限界的には米国に次ぐ重要輸出市場となった(第2図)。

このような今回の輸出急増は、達観していえば、①わが国企業の海外需要への適応能力の高さ、価格競争力の強さ等、後に述べるようにもともと輸出が増加しやすい体質が備わっているところへ、②海外需要、とくに米国の輸入需要の急拡大、③為替相場の円安持続、が重なったため増加テンポが増幅されたことによるものであるといえる。

第2には設備投資が盛り上がりを見せたことである。設備投資は(第4図)、58年度後半に輸出増に呼応して中小企業製造業がまず回復に転じ、その後大企業製造業にも広がりを見せ、59年度には久方ぶりに2桁台の伸び(実質GNPベース、+10.9%)を示した(注3)。

こうした設備投資増加の背景としては、製造業では、輸出増加に伴い①稼働率

(注1) 輸出の飛躍的増加期における通計の伸び率(通関ベースの輸出数量)

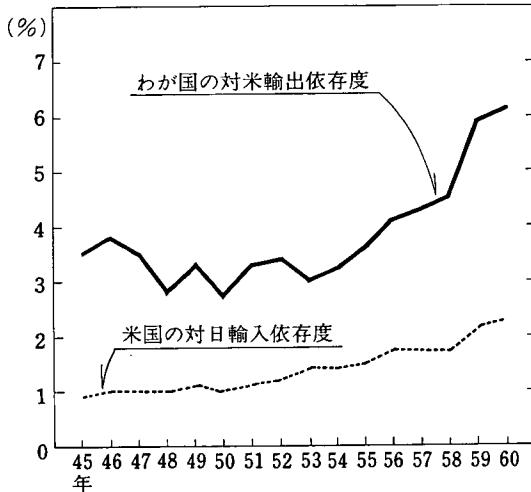
50～52年度	32.6%
54～56 〃	37.5%
58～60 〃	31.2%

(注2) 逆に米国側からみると名目GNPの2%を日本からの供給に依存し、しかもその8割が機械機器であるため、当業界の生産、雇用を奪うものとして摩擦を激化させた。

(注3) 調査月報61年4月号論文「最近の民間設備投資の特徴と今後の投資誘因」参照。

〔第3図〕

わが国の対米輸出依存度と
米国の対日輸入依存度
(名目GNPベース)



〔参考〕

わが国の対米輸出に占める機械機器のウェイト
(%)

45年	50年	55年	60年
47.9	59.8	73.4	80.4

(注) わが国の対米輸出依存度 = $\frac{EX_j}{GNP_j} \cdot \frac{CEX_u}{CEX_j}$

米国の対日輸入依存度 = $\frac{IM_u}{GNP_u} \cdot \frac{CIM_j}{CIM_u}$

〔ただし、 GNP_j ：日本の名目GNP、 EX_j ：日本のGNPベースの輸出等、 CEX_j ：日本の商品輸出額、 CEX_u ：日本の対米商品輸出額、 GNP_u ：米国の名目GNP、 IM_u ：米国のGNPベースの輸入等、 CIM_u ：米国の商品輸入額、 CIM_j ：米国の対日商品輸入額〕

(資料) 経済企画庁「国民所得統計」、大蔵省「通関統計」、米国商務省“Survey of Current Business”等

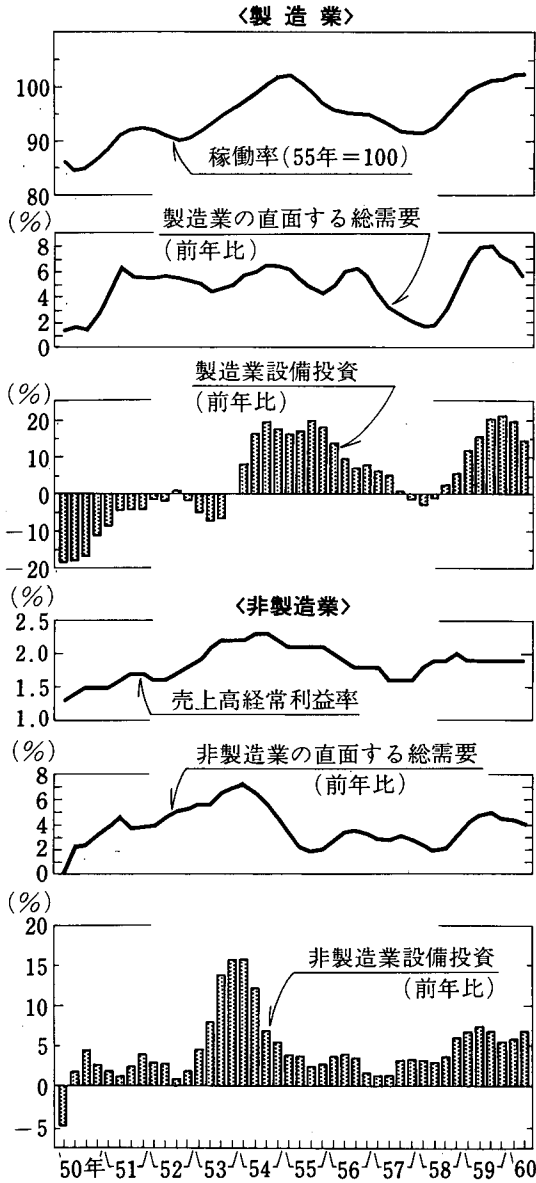
が上昇し、能力増強投資の誘因が強まったこと、②企業収益が好調を持続したこと、がまず指摘できるほか、③エレクトロニクス関連等の技術革新に伴い新製品・技術開発が活発化したこと、等の要因が、また、非製造業でも、コンピュータ利用によるOA化、物流・在庫管理技術の革新(POSシステムの導入、自動倉庫建設等)、など技術革新と関連した要因が挙げられる。また金融緩和の浸透や金融・資本市場の自由化進展によって低利による投資資金調達の手がかりが拡大したことも見逃してはならない要因である。

第3は、物価の著しい鎮静である。まず、総合卸売物価をみると、58年度に為替円高や原油価格下落等を背景に前年度比-2.3%と大幅に下落し、59年度同+0.2%とほぼ横ばいのあと、60年度には-2.9%の下落と、現行指数で遡及可能な35年度以降最大の下落幅を記録した(第1表)。また、消費者物価についても、57年度に23年

ぶりに2%台の伸び率(+2.4%)にまで低下したあと、58年度以降も3年間にわたり、2%前後の伸びという極めて落ち着いた推移を示している。したがって、今回の景気拡大局面は、景気が順調に拡大する一方で、物価は安定度合いを強めるという、過去にあまり例をみない良好なパフォーマンスを示したといえる。

こうした物価安定は、海外一次産品市況の下落や60年度に入ってからのが替円高、原油価格低下といった海外・為替要因に基づく輸入物価の大幅下落に負うと

[第4図]
製造業、非製造業の設備投資動向



(注) 3期移動平均。

(資料) 経済企画庁「資本ストック統計」、大蔵省「法人企業統計季報」等

(輸出減速下の60年度経済^(注4))

60年度に入ると、これまでみてきたように今回景気拡大の起動力であった輸出

ころが大きい、国内的にも物価安定の維持を可能にするメカニズムがわが国に備わっていることが重要な背景である。このメカニズムのうちとくに、①設備投資の増加等に伴う生産能力の拡大および労働生産性の上昇、②物価、名目賃金の好循環の維持は日本経済のパフォーマンスを確保するうえでも重要なポイントとして看過できない。これらの国内要因は、景気拡大の下でも、国内における製品需給の逼迫やユニットレーバークストの上昇を回避し、名目賃金上昇率の低下と相まって海外要因から直接影響を受ける度合いが小さいサービス部門の物価安定にも大きく寄与してきたところである。

第4は、対外不均衡の持続的な拡大である。これは、第1の特徴として挙げた輸出の急増が景気拡大のバネをなしたことの当然の帰結であり、その背景については後にさらにやや立入って述べるが、このことが、対外経済摩擦の激化を通じわが国経済の運営を著しく困難にしていることは改めて指摘するまでもない。

(注4) 60年度経済動向の詳細については、調査月報60年7月、60年10月、61年1月、61年4月号「情勢判断資料」参照。

(第1表)

卸売物価および消費者物価の推移

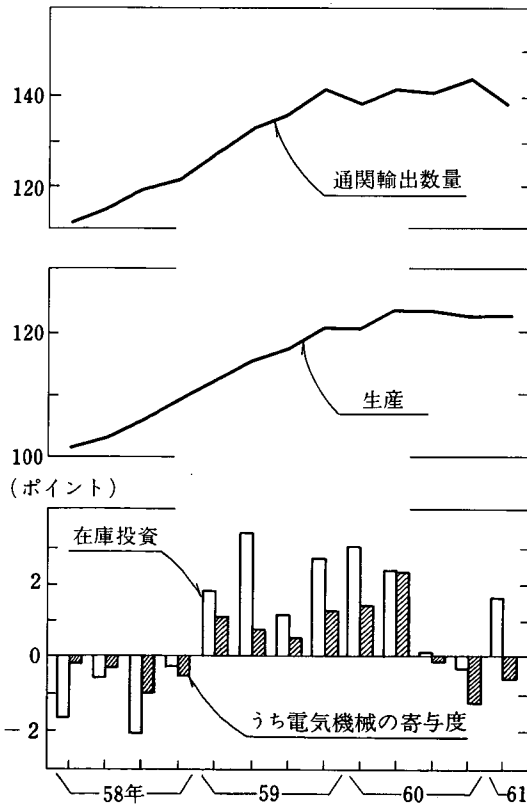
(前年度比・%)

		57年度	58年度	59年度	60年度
卸売物価	総合	1.0	-2.3	0.2	-2.9
	国内	0.3	-0.8	0.2	-1.5
	輸出	0.8	-5.0	1.9	-6.1
	輸入	5.5	-9.2	-0.9	-8.7
消費者物価 (全国)	総合	2.4	1.9	2.2	1.9

(資料) 日本銀行「卸売物価指数」、総務庁「消費者物価指数」

の増勢が次第に鈍化するに至った。すなわちEC向けはEC諸国の緩やかな景気回復持続の下で順調な増加を続けたものの、米国向けが同国の景気拡大テンポの

〔第5図〕

輸出数量、鉱工業生産、在庫の推移
(55年=100)

(注) 在庫投資は在庫指数レベルの前期差。

(資料) 大蔵省「通関統計」、通産省「鉱工業指数統計」

鈍化を反映した半導体の需給失調やVTRの現地在庫積上がり等から伸び率を大幅に低下させたほか、中国向けも年度後半には同政府の輸入抑制策強化の影響を受けて伸び悩みに転じ、また、58年度に急増を示した東南アジア向けも、米国経済のスローダウンとともに60年度に入り減少に向かった(前掲第2図)。

このように、輸出は、まず、海外所得要因(米国、東南アジア)や政策要因(中国、東南アジア)の変化から増勢鈍化を余儀なくされたが、さらに、秋以降は円高の調整効果も次第に加わり、輸出は景気牽引力を急速に失っていった。

輸出数量の動きと生産の動きを対比してみると(第5図)、58年初から60年初にかけて生産が輸出数量とほぼ平行な動きを示して

おり、この間における輸出の生産誘発の大きさが鮮明に看取される。60年夏以降生産は緩やかな減少傾向に転じているが、これは輸出頭打ちの直接効果に加え、これに触発された電気機械を中心とした在庫の積上がりに対する調整の必要に基づくものであった。

こうしたなかで、設備投資は、高水準の伸びを持続し、引続き景気のリード役を果たした。これを業種別にみると、製造業の伸びは鈍化したものの、非製造業が増勢を強めている^(注5)(前掲第4図)。

輸出の増勢が鈍化するなかで、58年来の輸出増加を背景とする製造業における能力増強投資が電気機械を中心に減退を余儀なくされたのは当然の展開であった。それにもかかわらず設備投資が全体として相当の増勢を維持しえたのは、①すでにみたように、今回の景気拡大局面においては技術革新の大きな波に支えられた独立投資が重要な役割を果たしたが、この事情は、60年度においても、製造業、非製造業を通じ基本的に変わりなかったこと、さらに、②非製造業においては、輸出に対する直接・間接の依存度合いが低いため、輸出伸び悩みの中でも、その「直面する総需要」^(注6)がより安定的に推移し、また、収益が60年度入り後も悪化を免れえたこと、などによるものであった。

一方、個人消費は、今回の景気拡大局面を通じ、終始緩やかな伸びを続けた。60年度においても、①電気機械等製造業を中心に60年入り後業況改善テンポの鈍化を眺め、早くも上半期から所定外賃金やボーナスを抑制気味にしたことや、②企業が引続きパートの採用比率を上げ賃金単価上昇を抑えたことなどから、1人当たり名目賃金の伸びが幾分鈍化したものの(第2表)、すでに述べたような物価の一層の落ち着きから、名目雇用者所得の伸び鈍化の下でも実質雇用者所得や実質個人消費は底固い伸びを続け、景気を下支える役割を果たした。

このように、60年度経済においては、設備投資はなおかなり高い伸びを示し、また、個人消費も底固く推移したが、輸出の増勢の大幅鈍化を補うには至らず、結局成長率は前年度を幾分下回ったものとみられる。

(2) 為替円高化、原油価格下落の景気動向への影響

このように、60年度のわが国経済は、輸出の増勢鈍化の影響が次第に製造業設

(注5) 60年度の非製造業の設備投資増加には、電々公社が民営化されたことによる影響も含まれているが、この要因を除いてみてもかなり高い伸びを示している(60年度上期の前期比、NTTを除くベース+6.3%、NTTを含むベース+11.8%)。

(注6) 「直面する総需要」とは、産業連関表の生産誘発係数を用いて計算された製造業・非製造業それぞれに対する中間需要と最終需要の合計。

(第2表)

個人消費関連指標の推移

(前年度比・%)

	57年度	58年度	59年度	60年度
実質消費支出	4.2	3.1	2.6	2.8
実質雇用者所得	3.3	3.0	2.9	2.6
1人当たり名目賃金	4.7	3.2	4.3	3.9
常用雇用	1.2	0.1	1.1	1.0
パート比率(%)	6.9	7.1	7.6	8.6

- (注) 1. 実質消費支出、実質雇用者所得の60年度は60/4～12月の前年比。
2. パート比率は、労働省「雇用動向調査」の常用労働者におけるパート比率。

(資料) 経済企画庁「国民所得統計」、労働省「毎勤統計」、労働省「雇用動向調査」

備投資や雇用者所得など、国内需要・所得面にも及び、緩やかな減速過程に入っていたところへ、60年9月22日のニューヨークG-5以降急速なドル高の修正(為替円高化)が進行している。その影響は、一方で、輸出企業の収益悪化、輸出数量の一層の抑制というかたちで現われ、60年度下期の製造業収益の大幅減少が見込まれるとともに、中間需要を含む出荷の減退から、減産の継続にもかかわらず更年後製品在庫の積上がりを見るに至っている(前掲第5図)。こうしたなかで、今後、資本ストック・雇用調整への波及、これまで漸次進められてきた在庫調整の延引が懸念される場所であるが、他方、円高は、輸入コストの軽減を通じ、企業収益や家計の実質所得改善のモメントともなることは間違いのないところである^(注7)。加えて、61年入り後顕著となった原油価格の下落や、更年後の世界的規模での金利低下、これらに基づく米国、ECをはじめとする世界経済の見通し好転というわが国経済にとっての好条件があることもいうまでもない。後にみるように、円高が、拡大を続けるわが国対外不均衡是正のため避け難い帰結であるとするならば、61年度にかけてのわが国経済の当面する最大の課題は、円高メリット、原油価格低下、金利低下というプラス材料を生かしつつ、円高を通ずる調整過程を如何に円滑に乗切るかということである。これを61年度経済のバランスに即していえば、円高持続見通しの下で、外需の寄与には期待を寄せず、上記のプラスの諸条件を如何にして内需拡大に結びつけていくか、その方途を探ることである。以下では、まず、こうした条件変化の影響の具体的な波及状況を検討

(注7) 円高のメリット、デメリットの波及メカニズムの一般的整理については、調査月報60年11月号論文「近年における景気変動と今後の課題」参照。

(第3表)

円高調整値上げ実施状況

(%)

	前 回 (52/1→53/10)	今 回 (60/9→61/4)
円 高 率(A)	55.8	34.0
ドル建輸出価格上昇率(B)	42.9	19.5
価 格 転 嫁 率(B/A)	76.9	57.4
米国卸売物価騰落率(C)	14.2	- 2.5
価格競争力変化率(B-C)	28.7	22.0

(資料) 大蔵省「通関統計」等

したのち、当面の課題への対応のあり方について考えてみたい。

(円高、原油価格下落の影響の波及状況)

はじめに、ドル建輸出価格の引上げ状況をみると、為替相場が昨年9月末以降本年4月までに34.0%円高化したのに対して、ドル建輸出価格(通関ベース)は19.5%(ドル建契約分の引上げのほか、円建契約分の換算上の価格上昇を含む)しか上昇しておらず、この間の転嫁率は57.4%と前回円高局面(52~53年、転嫁率76.9%)に比較してかなり低いものにとどまっている^(注8)(第3表)のが今回円高局面の大きな特徴である。これは、①世界的にインフレが鎮静傾向にあること、②アジアNICsの競争力が相当強まっているうえ、これら諸国の通貨の対ドル相場がほとんど上昇していないこと、③わが国の景気局面(前回は景気立上り、今回は景気減速)や財政スタンス(前回は積極型、今回は財政再建)の相違などから当面の内需への期待が制約されているため、輸出企業が今のところ輸出数量確保により強くウエイトをおいていること等によるものとみられる。

一方、輸出数量の推移をみると(前掲第5図)、60年末までの緩やかな増加の後、61/1~3月には大幅な減少を示しているが、これには、乗用車の対米自主規制枠の枠繰り難や中国向け鉄鋼の船積み遅れといった一時的要因もかなり影響しているものとみられる。もともと円高の輸出数量調整効果については、その効果が現われるには相当のラグが伴う(時差相関分析によれば、輸出価格上昇による輸出数量抑制効果は、2~3四半期後に最大となり、5四半期先程度まで続く)うえ、今回の場合、すでにみたように円高の価格転嫁率がいまだ低く、先行きな

(注8) 価格転嫁率が低いということは、マクロ的には、円高による対外交易条件の改善が為替相場の変化に比べて小幅化し、輸入価格低下のメリットの一部が海外に流出することを意味する。

お上昇の余地を残していることを考慮すると、円高を通ずる輸出数量へのマクロ的な影響はむしろ今後に本格化してくる可能性が大きいといえよう。

価格転嫁率が低い現段階では、輸出数量の減少度合いが比較的軽度にとどまる反面、輸出企業の収益への影響は大きくなる筋合いにあり、現にそうした収益の後退がみられることが最近における製造業を中心とする景況観の慎重化の1つの大きな背景をなしているものとみられる。

一方、円高のメリットおよび原油価格下落の波及効果をみると、わが国の輸入は完成品である資本財・消費財が少なく素原材料が圧倒的に多いため、輸入素原材料価格の低下が中間財、最終財等各段階の価格低下に順次着実に波及していくことが、メリットを企業から家計へと広範囲に均てんさせ、その効果を実現させていくうえで重要なポイントとなる。こうした物価低下の波及過程は、基本的には市場メカニズムを通じてコスト面のみならず製品の需給状況等にも左右されながら実現していく。わが国の場合について、このような円高や原油価格下落が国内物価に及ぼす影響の大きささとタイミングを、過去の平均的な波及パターンを使って試算してみると、各段階の物価は投入産出構造を反映し低下幅を徐々に小さくさせながら順次下落を続け、最終消費財にその効果が及ぶには2四半期強を要することがわかる(第6図)。したがって、為替相場や国内の需給環境に大きな変化がないとすれば、国内最終財価格は本年後半にかけてさらに低下を続け、消費者物価もこうした国内最終財価格の動きを反映して一段と落ち着いた度合いを増すものと予想される。

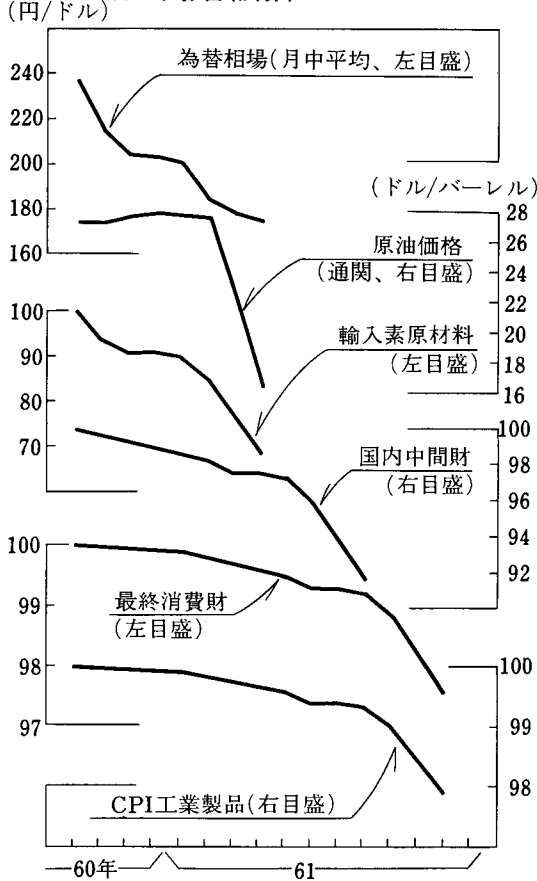
このようにわが国の輸入構造を前提とすると、わが国の場合、円高・原油価格低下を通ずる輸入コスト低下の効果の経済全体への波及にはどうしてもかなりの時間を要することとなるし、また、これらが最終的にどの程度企業や家計の支出増加に結びつくかは今後新しい需要がどのように開発されていくかなど先行きの諸情勢によってかなり変わってこよう。このことが、先にみた輸出産業の収益悪化を通ずるマイナスのインパクトが少なくとも当面表面化せざるをえない大きな理由をなすと考えられる。

(円高、原油価格下落、公定歩合引下げ等の短期ネット効果)

以上みてきたような、円高、原油価格下落のわが国経済に対するプラス、マイナス両方向への影響は、相互に複雑に交錯し、すでに指摘したようなタイム・ラグを伴いつつ経済全体に作用を及ぼしていく。こうした影響の全体像を把握することは容易ではないが、ここでは、まず、そのための1つの手がかりとして、①

〔第6図〕

円高、原油価格下落の物価に
及ぼす影響(試算)



- (注) 1. 輸入素原材料、国内中間財、最終消費財、CPI工業製品は60年9月=100。
 2. 物価波及のラグパターンについては、以下の計測式による。

$$Pat = \alpha Pbt - \beta + \sum \gamma iCi$$
 (前年比)(前年比)

計測期間：55年2月～60年7月

説明変数 Pb	被説明変数 Pa	パラメータ α	出尽しラグ β
輸入素原材料	国内中間財	0.266	4か月
国内中間財	最終消費財	0.285	3か月
最終消費財	CPI工業製品	0.855	0か月

(資料) 日本銀行「卸売物価指数」、総務庁「消費者物価指数」

為替円高、②原油価格下落、③公定歩合の引下げ、④ドル高修正および原油価格下落を背景とする米国等海外景気の上振れ、の4つの要因について、日本銀行調査統計局の計量モデルを利用しながら、その効果の大きさ、顕現ラグパターン等の見当をつけてみた。もとより、こうした影響の最終的な姿は、新しい事態に対応しようとする企業・家計の行動に基づく日本経済の構造変化を十分に織込んだうえでとらえる必要があるが、さしあたりそうした点を捨象して短期的な影響の筋道を整理すると、次のような方向性を指摘できる。

第1には、円高は、メリット、デメリットの双方を考慮したネットの効果としては、近年輸出依存度が高まっているだけに輸出減少とその乗数効果が強めにでるため実質GNP成長率を押下げる方向に働く。また、その効果が出尽すまでには1年半程度を要する(注9)。この間、円高に伴う輸入コスト低下の効果(=実質所得の増加)を通ずるメリットがデフレインパクトをかなり相殺し、景気の累積的な落込みを防ぐ働きをする。

(注9) 今回の為替円高局面は円の独歩高というよりはドルが他通貨に対し下落するドル安の性格が強いため円独歩高の場合よりも競争国との相対比価の悪化程度が小さく、この分だけマイナス効果が小さい。

第2は、原油価格下落、公定歩合引下げ、海外景気の上振れ、という3つの要因は、ともに成長率を押し上げる方向に作用し、その効果がかかりの長期間にわたって持続する。

第3に前記の第1、第2の影響を総合した効果では、当初は円高による成長率押し下げ効果が他の3要因による押し上げ効果を上回るため成長率は低下するが、1年半程度経過すると円高の押し下げ効果がほぼ出尽す一方押し上げ効果は持続するため、成長率の低下は底を打つ。

第4に、総需要を内需と外需に分けると、外需が後退するなかで、内需はこれらの条件変化がなかった場合に比べ全体としてはむしろ拡大する。

(円高調整への対応の課題)

現実の経済においてはわが国の企業は今後円高の下での長期的な対応の方向を見定め、逐次経営内容にそれを取入れて新たな需要の開発と供給体制の整備に努めていくであろう。経済全体としてこれをみた場合いわゆる内需主導型への構造転換の道がこうした過程を経ながら次第に築かれていくものと期待してよいのではあるまいか。この場合には、構造転換を前提としない上記の場合に比較してはるかに大きく円高や金利低下のメリットが経済の内部で活用されていくこととなるろう。

すなわち、輸出産業や輸入代替産業におけるマイクロレベルでの円高への対応は、短期的には、これまでの需要構造を前提に、コストの軽減努力により対外競争力の回復を図ることにおかれようが、円高傾向が定着するとき、中長期的には、相対価格の変化に応じ貿易財から国内財への供給シフトが次第に進むものと考えられる。このことは、後にみるように、これまでの2度の石油危機と円安傾向持続という相対価格変化がマイクロレベルでの企業行動を通じわが国経済の輸出依存度を上げてきた過程のいわば裏返しとして理解されよう。このような供給シフトは、それ自体対外不均衡の是正につながると同時に、輸出減少・輸入代替に伴って生じた供給余力の国内財生産への吸収を通じ、円高のデフレインプクトを解消していく道にもつながるものである。こうした供給面での国内財シフトを円滑に進めるためには、国内で新しい需要を開発する企業努力が当然要請されるが、後に述べるような内需拡大のための政策面での工夫も必要であろう。なお、企業レベルでの有力な円高対応の1つに海外現地生産拡充の動きがある。こうした動きは、企業レベルの対応としては当然であり、また、さしあたりの経常黒字縮小を通じ対外摩擦軽減に資するほか、国際分業を進めるうえからも前向きに評

価すべきと考えられるが、わが国のマクロ経済バランスからみる限り、国内生産の輸入代替と同一の効果を持つ面があることには留意を要しよう。

円高メリット等を最終的に企業や家計の支出増加により多く結びつけるために必要な対応として、さらに2つの点に触れておくこととしたい。第1は、輸入価格に端を発する価格下落の波及が市場メカニズムを通じて、できうれば従来のパターン以上に速やかにかつ大幅に進むよう必要な措置を採ることである。今回、市場メカニズムの外にある電力・ガス料金についても、円高・原油価格下落のメリットの相当部分を料金引下げによって企業、消費者等のユーザーに還元する^(注10)ことがすでに決定されたところであるが、一般の諸価格に関して市場メカニズムの作用を妨げる要因がないか、既存の制度・慣行の見直しを含め十分な検討が望まれる。第2は、円高デメリットが先行してでてくる過程で企業や家計のマインドの後退が過度にわたらないよう留意することも必要である。こうした点からも当面の為替相場の安定がまずもって重視されなければならない。また、可能な範囲で内需拡大のための手だてを講ずることは、こうした支出マインドを支えるうえからも望ましいことと考えられる。

(3) 対外不均衡の背景とその調整

58年度以降急速に拡大を続けているわが国の経常収支黒字は、昨年秋以降の為替円高化に伴う逆Jカーブ効果や本年入り後の原油価格下落等の影響も加わって、60年度も引続き大幅に拡大し、551億ドルと既往最高であった前年度(370億ドル)の約1.5倍に達している(第4表)。しかし、昨年秋以降急速に円高が進んでいるほか、58年度以降の黒字急増の今一つの要因であった米国経済の拡大テンポ

(第4表)

国際収支の動向

(単位・億ドル、〈 〉内は前年度比・%)

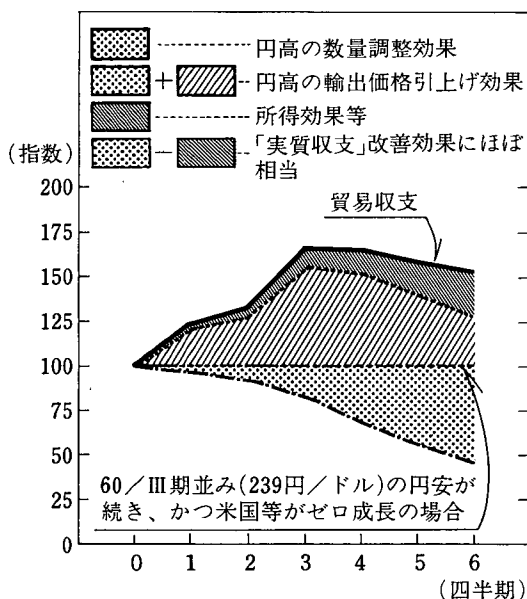
	55年度	56年度	57年度	58年度	59年度	60年度
貿易収支	68	204	201	345	456	616
輸出	1,349 〈 28.4〉	1,496 〈 10.9〉	1,360 〈 - 9.1〉	1,507 〈 10.8〉	1,679 〈 11.4〉	1,809 〈 7.8〉
輸入	1,282 〈 19.2〉	1,292 〈 0.8〉	1,159 〈 - 10.4〉	1,162 〈 0.3〉	1,223 〈 5.2〉	1,193 〈 - 2.4〉
経常収支	△ 70	59	91	242	370	551
長期資本収支	27	△ 149	△ 119	△ 208	△ 542	△ 731
総合収支	△ 4	△ 79	△ 20	24	△ 145	△ 156

(注) 60年度は速報。

(資料) 日本銀行「国際収支統計」

〔第7図〕

円高の貿易収支に与えるインパクト
(計量モデルによるシミュレーション)



- (注) 1. ①60/Ⅳ期以降の円高が実現せず60/Ⅲ期並み(239円/ドル)の円安水準が続き、かつ
②米国等わが国の輸出市場がゼロ成長である場合との比較。
2. 為替相場は61年度平均170円/ドルとし、この間、円はドル以外通貨比では、円/ドル上昇率の5割程度上昇と想定。
3. 所得効果等は、米国、OECD諸国が成長すること等に伴う貿易収支の拡大効果。

上げ効果が残る結果、貿易収支は、円高化なかりし場合の水準を容易に下回らない、②わが国の輸出数量の所得弾性値が高いため、海外景気の拡大に伴う所得効果が円高の輸出数量調整効果のある程度減殺する、しかしながら、③価格変動を捨象した実質ベースの貿易収支でみると、海外の所得要因によるわが国輸出数量の押し上げ効果を勘案しても「実質収支」は円高なかりし場合に比べてかなり減少する、という結果がえられる。

これらの分析結果は、円高に基づく内外の構造変化の可能性を考慮していない

がひとところに比べてかなり緩やかなものになっているなど、環境が大きく変化してきている。

ここでは、まず、円高による不均衡調整効果を検討し、そのあと長い目でみた日本経済の構造面から不均衡是正への道を探ってみたい。

(円高の貿易収支不均衡是正効果)

為替円高の貿易収支への効果波及について、日本銀行調査統計局の計量モデルを用いて円高がなかった場合と比較してみると(第7図)、①名目の貿易収支額は、外貨建輸出価格上昇の影響が先行して現われるため、当初かなり拡大した後、円高の輸出数量調整効果が本格化するのに伴って縮小方向に転じる(いわゆる「逆」カーブ効果)が、外貨建輸出価格の引上

(注10) 今回決定した電力・ガス料金引下げの概要は次のとおり。

9 電力……61年度の平均為替レート178円/ドル、原油輸入価格19ドル/バーレルを前提として、差益額を1兆3,402億円と見込み、このうち9,714億円を料金一律引下げ等によりユーザーに還元。

ガス大手3社……61年度の平均為替レート178円/ドル、原油輸入価格(LNGの原油換算コストを含む)23ドル/バーレルを前提として、差益額を1,635億円と見込み、このうち1,145億円を料金引下げにより還元。

ことや海外景気の動向如何によって結果が変わりうること、また最近のような円高水準の持続した例が過去にないだけにその影響度合いの把握は著しく困難であること等の点で限定的なものであることはいうまでもないが、為替相場がすでに相当円高化したにもかかわらず、今後名目貿易収支黒字幅が目立って縮小する可能性は小さいことを示唆している。さらにここでは考慮されていない最近の原油価格下落が、貿易黒字の大幅拡大要因として作用するため、当面は、黒字額の縮小は一層困難であるとみておくべきであろう。

しかし、円高の対外不均衡是正効果はまずもって名目収支ではなく、数量ベースすなわち実質収支の面で現われる。数量ベースでの不均衡是正は貿易相手国の生産増大を通じ景気や雇用情勢に好ましい影響を及ぼし、貿易摩擦問題を緩和する方向に作用することは間違いのないところといえる。さらに、中長期的には円高傾向が持続すれば、すでに述べたような相対的価格変化に基づく供給シフトの効果を通じて、わが国経済の内需依存型、水平貿易型への構造転換を促すなど、輸出数量規制の場合には期待し難い長期的な調整力を持っていることも閑却すべきではない。

(第1次石油危機以降の産業構造変化とわが国経済の黒字体質)

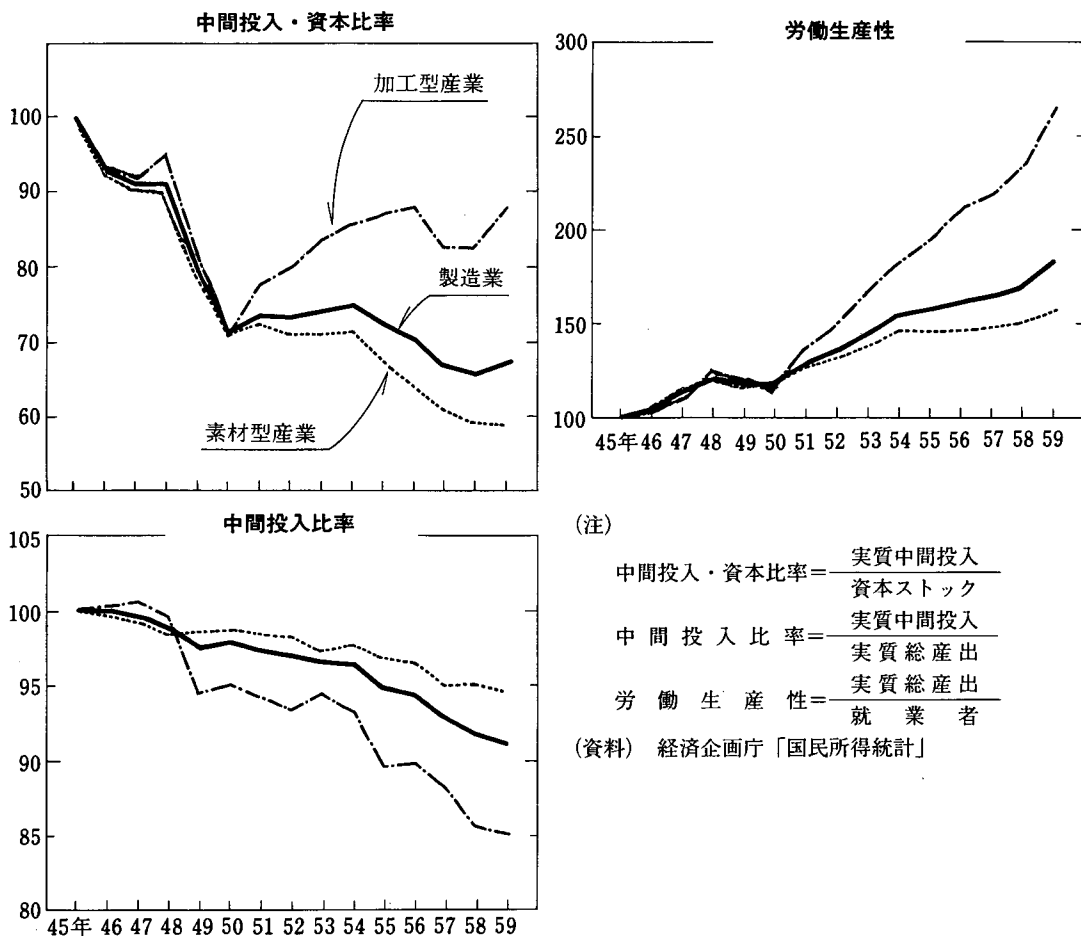
以上みてきたように、為替相場の円高化のみでは、現在の対外不均衡を解消することは保証し難く、中長期的な観点に立った不均衡是正策が要請されているといえよう。以下では、わが国経済がいわゆる「輸出が増えやすく、輸入が増えにくい体質」の経済構造になった基本的背景を明らかにし、変革を要する構造の意味を探ってみる。

わが国の貿易収支の長期的な推移を振り返ってみると、2度にわたる石油危機にもかわらず実質ベースでは、40年代後半以降、黒字体質が定着してきている。第1次石油危機後におけるわが国経済構造の顕著な変化は、製造業内部における加工型産業のウエイト上昇、素材型産業のウエイト低下とその両者、とりわけ加工型産業における中間投入比率(実質中間投入/総産出高)の著しい低下、すなわち原単位の向上である。こうした構造変化がわが国の実質収支の黒字傾向定着と深くかかわっている。

第1次石油危機以降の産業構造変化を促進した要因としては、加工型産業と素材型産業における①原油価格高騰のインパクトの相違が基本的要因として挙げられるが、さらに、②技術革新のシーズの有無、③需要構造の変化、なども構造変化促進に寄与したものと考えられよう。これをやや詳しくみると、まず素材型産

〔第8図〕

産業別の中間投入・資本比率等の推移
(45年=100)



業では、輸入原燃料を中心とする中間投入比率が高いため原油価格高騰による中間投入財価格の大幅上昇に対し、中間投入財の資本代替インセンティブが強まり、省エネ・省資源投資が積極的に推進され、中間投入財の資本による代替が急速に進んだ(中間投入・資本比率の低下、第8図)。この結果、中間投入財の節約が実現され(中間投入比率の低下)、とくに54年以降そのテンポを速めた。しかしながら、こうした対応にもかかわらず、エネルギーコストの上昇があまりにも大幅だったため、対外競争力の低下を十分に克服し切れなかった。これに加えて国内市場でも、次にみる加工産業における中間投入の大幅節減のしわ寄せを受けて需要増加テンポの低下を余儀なくされた。

一方、加工型産業における対応は異なっていた。すなわち加工型産業ではもとも中間投入比率が比較的低いため、設備投資のポイントは、素材型産業の場合

とは違って、資本による中間投入財の代替ではなく、むしろ労働の資本装備率の一段の向上や新規開発商品の生産能力増強におかれた。このため、加工型産業では、労働生産性の高い伸びを実現したうえ、大幅な省エネ・省資源投資を行うことなく(中間投入・資本比率はさほど低下せず)、労働生産性の上昇、製品の高付加価値化を通じ、結果として中間投入比率は素材型産業をはるかに上回る低下を示し、とくに54年以降の低下が顕著である(前掲第8図)。このような対応を可能にした1つの背景は、加工型産業が広範囲のエレクトロニクス化等相対的に豊富な技術革新のシーズに支えられ、活発な研究開発投資により製品の高付加価値化を実現する場に恵まれていたことによるものと考えられる。このような供給サイドにおける対応は、当然世界的規模での販売戦略と絡んで行われた。2度にわたる石油危機に伴う交易条件の大幅悪化によってわが国の購買力が海外に流出したため、成長を目指す企業戦略としては輸出市場を開拓し、海外需要への依存をこれまで以上に高めていかざるをえない状況にあった。これはまた、戦後一貫して指向してきた輸出戦略と矛盾するものではなかった。こうしたなかで、加工型産業では、高い労働生産性と製品の高付加価値化を背景に对外競争力を一段と強め、輸出拡大を実現していったのである。

このようにして両産業間の成長格差が拡大していくことになったが、その結果生じた加工型産業のウエイト上昇、素材型産業のウエイト低下という産業構造の趨勢的变化は、一方で对外競争力の強い産業のウエイト上昇というかたちでわが国経済の「輸出が増えやすい体質」を生み出し、他方で輸入原燃料の節約の進行(加工型、素材型各産業における中間投入比率の低下)、中間投入比率の高い産業のウエイト低下というかたちで「輸入が増えにくい体質」を定着させ、黒字を拡大していった。ちなみに、第2次石油危機以降の輸入数量減少を投入原単位要因と産業構造変化要因等に分解してみると、素材型、加工型両産業における投入原単位向上と並んで、素材型産業のウエイト低下という産業構造の変化もかなりの寄与を示している(第5表)。したがって、わが国経済の輸入節約的な体質は、ミクロの企業段階における中間投入財の資本代替や製品の高付加価値化による中間投入節約努力とマクロ的な産業構造変化とが相まってもたらしたものといえよう。ただ、ここで留意しておくべき点は、中間投入比率の低下が必然的に輸入の減少につながった訳ではないということである。仮に、中間投入財の中で国産財から輸入財への代替が大規模に進展したならば、中間投入比率が低下しても輸入財の投入比率は上昇することもありえた。しかし、石油危機以降のわが国経済に

(第5表)

産業構造変化が輸入数量増減に及ぼした影響

(年率・%)

	輸入数量 増減率	産業構造変化要因			原単位要因			その他 (需要 因等)
		素材産業 のウエイ ト低下	加工産業 のウエイ ト上昇		素材産業	加工産業		
45—49年	9.5	0.2	-0.3	0.5	-0.6	0.0	-0.6	9.9
50—54年	1.6	-0.5	-0.7	0.2	-1.1	-1.0	-0.1	3.2
55—60年	-2.1	-1.7	-2.7	1.0	-3.0	-2.3	-0.7	2.6

- (注) 1. 輸入数量は、原燃料と中間財(石油製品、化学製品、鉄鋼、非鉄金属、繊維製品)の合計。
2. 要因分解は次の恒等式を利用。

$$IMQ(R) = GNP \cdot \frac{IIP}{GNP} \cdot \frac{IIP(S)}{IIP} \cdot \frac{C(S)}{IIP(S)} \cdot \frac{IMQ(R)}{C(S)}$$

$$IMQ(IM) = GNP \cdot \frac{IIP}{GNP} \cdot \frac{IIP(K)}{IIP} \cdot \frac{C(K)}{IIP(K)} \cdot \frac{IMQ(IM)}{C(K)}$$

〔ただし、 $IMQ(R)$ 、 $IMQ(IM)$: 原燃料ないし中間財輸入数量
 GNP : 実質GNP
 IIP 、 $IIP(S)$ 、 $IIP(K)$: 製造業、素材産業、加工産業の生産
 $C(S)$ 、 $C(K)$: 素材産業ないし加工産業の原材料消費〕

(資料) 大蔵省「通関統計」、通産省「鉱工業指数統計」、通産省「原材料消費統計」

については、為替相場が52～53年の一時期を除き総じて円安気味に推移したことから、中間投入財の輸入代替が企業経営戦略上回避され、従来からの垂直貿易構造が維持されるなかで、原燃料を中心に輸入節約が格段に進んだものと理解できる。円安傾向の持続が、同時に、加工型産業を中心に企業の輸出指向を強めたことも改めて指摘するまでもないところである。

以上のような経済構造変化は、第1次石油危機以降の原油価格高騰に伴う交易条件の大幅な悪化への対応として当然の方向であり、わが国経済は製造業なканずく素材関連産業における大幅な雇用調整等の困難を経て、先進各国のなかでは最もよく構造調整を成し遂げてきたといえる。しかし、その結果として生じた「輸出が増えやすく、輸入が増えにくい体質」が58年度以降ドル高下での米国高成長のなかで対外不均衡拡大を増幅することとなった。

(今後の目指すべき方向)

日米を中心とする対外不均衡の拡大は、いまや自由貿易体制の存立すらをも脅かしかねない事態に立至っているのが現状である。自由貿易体制の枠組みは、わが国経済が、安定成長を遂げていくためのみならず、発展途上国をも含めた世界経済の発展にとって必要不可欠のものであることはいうまでもない。わが国の大幅黒字不均衡が、すでにみたように、これまでの産業構造のあり方に根ざしたも

のであることを考えると、その是正もまた容易な課題ではないし、また、相互依存の世界においては、一国の貿易構造は他国とのかかわりのなかで規定される面が強いことも無視できない。この意味では、わが国とは対照的に、「輸出が増え難く、輸入が増えやすい」米国経済の体質改善努力が、世界的な不均衡解決の一環をなすものと考えらるべきであろう。けだし、米国においては、経済のファンダメンタルズと乖離したドル高の長期化等から、海外からの部品調達の広範化によるいわゆる産業の空洞化や製品の非価格競争力低下といった事態が進行している懸念があり、ドル高の是正によっても早急に輸入依存体質を払拭できない可能性を否定し難いからである。ただ、もとよりわが国としても産業構造や貿易構造を変革し、現在の黒字の拡大しやすい経済体質を修正していく必要があることは当然といわなければならない。こうした観点から、今後わが国が目指すべき方向は、これまでの輸出需要主導型の成長パターンを内需主導型に変えることにより、海外での保護貿易主義的動きを鎮静化させ、自由貿易体制の下での世界経済の持続的安定成長に寄与していくことであろう。そのためには、中長期的に輸出入構造自体の調整を図る一方で、それに対応しつつ内需の創出を可能にする構造的アプローチを真剣に考えるべきと思われる。このような経済構造の調整を通ずる対外不均衡是正の考え方は、すでにみたような、円高を生かしつつ国内バランスを確保する対応のあり方と表裏をなすものであるが、以下この点につきやや具体的に考え方を整理してみよう。

今後わが国経済の中長期的な成長力維持のためには、輸出面で新製品・技術の研究開発により高付加価値化を進め、輸出市場で競争力を維持強化していくことは不可欠と思われるが、同時にそれと並行して相対的に付加価値の低い製品の輸出を発展途上国へ譲り、さらには国内需要分をも輸入財で代替することで輸入比率を上げていく方向を目指す必要がある。今後も市場開放を一層進めると同時に、長期的に円高傾向の定着を図り、またそのメリットが価格低下を通じ国内に波及しやすい体制を整備するよう、さらに努力を払うべきであろう。またそのような構造転換を進めていく過程で現地生産化に適する品目も増えてこよう。

他方で、これまでの外需依存からの脱却を図る下で望ましい成長を確保し、また輸出品の高付加価値製品への再構成や、輸入代替を進める過程で予想される国内の資本・雇用等の産業間の調整をスムーズに実現させるためにも一時しのぎではない中長期的な内需拡大が望まれるところである。この方途を考えると、中期的な観点に立つと、財政再建はいまだ途上にあり、ここで放棄することのできない

課題である。財政再建はここ数年の努力によりかなりの進捗をみているとはいえ、①一般政府の赤字削減は実態的にみてなお十分とはいえない、政府企業を含めた公共部門赤字の名目G N P比率は国際的にみてもなおかなりの高水準にあること、②国債残高の名目G N P比率も依然上昇傾向にあること、③今後年金会計の収支悪化が見通されること、等の諸点を考慮すれば、持続的に財政支出を拡大する余地は極めて乏しいものと考えざるをえない。したがって、可能な範囲で最大限の努力を払う必要はあるが、乏しい拡大余地を有効に活用するよう、従来とは異なった様々の工夫を加えていくことが重要である。こうした関連で、最近議論され、あるいは一部実施に移されている規制緩和による内需活性化の動きや民間資金の有効利用等いわゆる「民間活力」の導入は注目に値する対策の1つである。

こうしたプランのわが国経済全体に対する効果を定量的に把握することは容易ではないし、また具体的な構想のうちには、かなりの財政追加負担を伴う等、在来型の財政面からの刺激策と実質上異ならないものも含まれているようにうかがわれることからみても、その実際の評価にあたっては慎重な検討を要しようが、適切な配慮の下に実行されるとき、導入の初期需要効果のみに限ってもそのインパクトは決して小さなものではないと思われる^(注11)。さらにこうした新しい方式は中長期的には、需要サイドのみならず供給サイドの構造をも内需主導型の成長にふさわしい方向へ変えていく契機をはらむものとして期待しえよう。具体的な内容に即しつつ、国民経済的ニーズの充足、民間部門にとっての収益性の確保、財政の追加負担抑制等の基準に照らした真剣な検討が望まれるところである。また、税制面に加え、都市・住宅対策、労働時間短縮等新しい経済社会環境の整備についても、相当の工夫と思い切った発想の転換をもって積極的に取り組んでいくことが必要であろう。

(注11) 民間活力導入の経済全体に対する効果を定量的に把握するため、①通信の自由化、金融の自由化に触発された電気通信事業の拡大および金融機関の第3次オンライン等に係る諸投資関連、②国鉄保有地を中心とする首都圏公有地の売却による都市再開発関連、宅地供給の緩和効果、③「民活法」に係るプロジェクトおよび関西新空港などの大型民活案件を含むプロジェクト関連、の3分野を抽出してシミュレーションを行ったところ、初期のインパクトに限ってみても年々に実質G N Pを1～2%押し上げるとの試算結果をえた(推計方法については、調査月報61年4月号論文「最近の民間設備投資の特徴と今後の投資誘因」付注を参照)。

規制緩和、民間活力導入の効果(標準型からの乖離率)

(%)

実質G N P	国内需要	生産
1.6	2.1	2.2

3. 金融自由化、国際化の進展下での金融政策運営

(1) 金融自由化、国際化の進展

(60年度の金融自由化の内容)

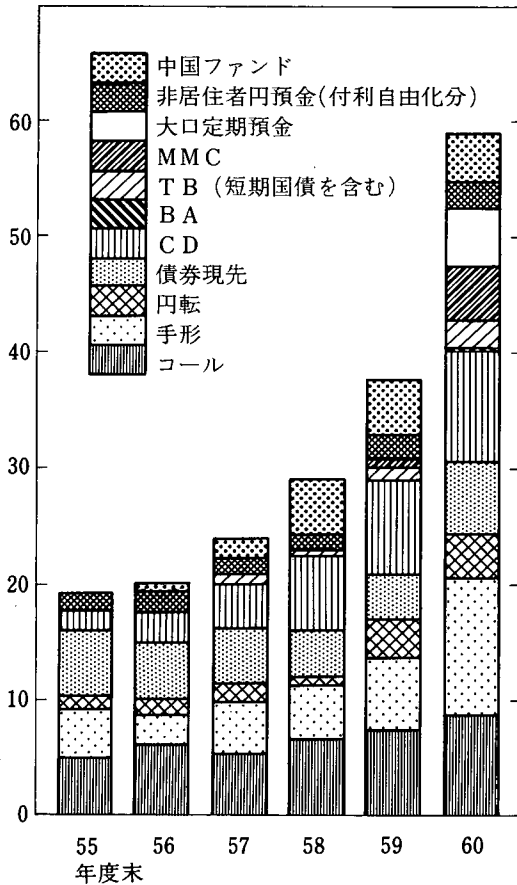
金融の自由化、国際化は、59年に公表された「日米円ドル委員会作業部会報告書」や大蔵省の「金融の自由化及び円の国際化についての現状と展望」に示された方針に沿って、着実に実施に移されてきており、60年度も各分野にわたって大きな進展をみた^(注12)。

60年度における自由化措置の最大の眼目は預金金利の自由化の進展であろう。すなわち60年3月のMMC(市場金利連動型預金)の創設、10月の10億円以上の大口

[第9図]

わが国の短期金融市場(円建)残高の推移

(兆円)



(注) TBは年度中平残値を使用。

口定期預金金利の自由化、さらに61年4月からの自由化された大口定期預金の預入単位の小口化(10億円→5億円)の実施である。また、同時にCDについても、60年4月に発行単位の小口化(3億円→1億円)、最低発行期間の短縮(3か月→1か月)等の規制緩和が実施されており、これらの措置によって預金金利の自由化は大きく進展した。60年度末におけるこれら商品の残高をみると(第9図)、MMC、大口定期預金は既存の他の短期金融市場資産に伍する規模にまで急速に増加しており、またCD市場も順調に拡大している。

このほか、短期金融市場の整備・拡充については、円建BA市場の創設(60年6月)、短期国債の発行(61年2月)が行われ、また、インターバンク市場においても、無担

(注12) 末尾(附表)参照。

(第6表)

業者間売買高の推移

(兆円)

	業者間売買高	うち 直接店頭取引	日本相互証券 經由取引	取引所取引
51年度	3.0(9.7)	—	2.8	0.2
52	7.3(11.5)	—	7.0	0.3
53	11.6(13.2)	0.7	10.6	0.3
54	19.9(20.1)	4.6	12.9	2.3
55	27.8(22.4)	5.2	19.0	3.5
56	44.6(26.3)	16.1	21.9	6.6
57	57.8(28.2)	19.3	29.7	8.8
58	106.9(35.4)	23.1	59.7	24.0
59	314.3(45.2)	141.1	123.6	49.6
60	1,574.1(75.0)	753.3	733.1	87.8

- (注) 1. ()内は、債券売買高全体に占める業者間売買高のシェア、%。
2. 政府短期証券取引を含むベース。

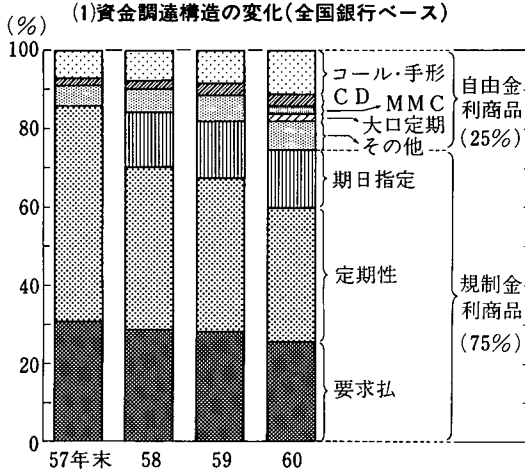
保コール取引の開始、コール期日もの多様化等の措置が講じられた。一方、資本市場においては、金融機関の公共債ディーリング業務が本格化の段階に進んでいる。59年6月に公共債のディーリングを認可された金融機関が60年6月以降いわゆるフルディーリングへ移行したほか、ディーリング認可金融機関も大幅に拡大され、こうした措置を受けて債券の業者間売買高は飛躍的な増加を示している(第6表)。また、60年10月には債券先物市場が発足し、年末にかけて行き過ぎた相場に対する反動から若干の波乱は経験したものの、その後順調な拡大をみせている。

このほか内外取引規制関係では、非居住者に対する中長期ユーロ円貸付の自由化(60年4月)、非居住者ユーロ円債および円建外債の起債ルールとしての格付け基準の採用(61年4月)、ユーロ円債の国内還流制限の緩和(61年4月)等の措置が講じられた。こうした環境のなかで、わが国金融機関の国際業務は、積極的な取り組み姿勢の下、著しい拡大をみせている。これは、新たな収益機会が拓けることを意味するものであるが、同時に各種リスクの増大を伴うものであり、適切なリスク管理体制の確立などによる対応が一段と重要になってきている。

(金融機関の資金調達・運用面での変化)

このような金融の自由化、国際化は、金融機関の資金調達・運用面でも大きな変化をもたらしている。

[第10図] 金融機関の資金調達・運用構造の変化



(2)スポット貸出の総貸出に占めるウエイト (%)

57年末	58年末	59年末	60年末
5.9	7.4	8.6	11.5

(注) 1. スポット貸出は当座貸越、インパクトローン(外貨、ユーロ円)、スプレッド貸出の合計。
 2. 57、58年末は都銀のみ、59、60年末は都銀、長銀、信託銀の合計。

資金調達面での最大の変化は、大口預金金利の自由化を反映した自由金利商品による資金調達のウエイト上昇である(第10図(1))。60年末の全国銀行の円資金調達残高に占める自由金利商品のウエイトは25%(都銀では29%)に達しており、前年末に比べて急上昇している。今後MMCの預入単位引下げ等による自由金利預金の小口化の進展につれて、自由金利商品による資金調達ウエイトは一層増大していくことが予想される。

このような金融自由化の進展に伴う資金調達構造の変化は、①自由金利と規制金利との乖離幅、②運用利回りへの転嫁度合い如何によっては利ざやの縮小を招き、金

融機関の収益圧迫要因として働く面があると考えられるが、これに対応して貸出金利の付利方式の変化が進んでいるのが最近の特徴である。すなわち、公定歩合にスライドして決まるプライム・レート方式から短期市場金利に一定マージンを上乗せして決まるスプレッド方式への移行がスポット貸出などで60年度中広くみられるところであり、また、短期プライム・レートについても更年後の引下げにあたり、預金金利との関係により重点を置いて変更されるようになるなど注目すべき動きがみられた。スポット貸出の総貸出に占めるウエイトを試算してみると(第10図(2))、60年末では約1割に達しているとの結果がえられる。これは、当座貸越やインパクト・ローンが借手側の企業にとって借入・返済が比較的容易であり、実効借入金利の低下にもつながりやすいといったことを背景に、借手側のイニシアティブに基づき増加傾向をたどっていることによる面も大きい。今後金融機関としても資金調達に占める自由金利部分のウエイトが上昇するにつれて、利ざやの安定化を図る見地から、スプレッド方式の適用範囲をさらに積極的に拡大させていくことが予想される。

(2) 金融市場における金利形成メカニズムの変化

金融の自由化、国際化は、国内の金融市場間、内外の金融市場間における金利裁定取引の活発化を促し、この結果、最近では各市場金利の連動性が相当高まってきた。60年末にかけて実施されたいわゆる「高目放置」の金融調節の効果が速やかにオープン市場に波及し所期の成果を収めたのは記憶に新しいところである。ここでは、短期市場金利と長期金利(債券の流通利回り)について、自由化以前と最近とで金利決定要因や金利変動の波及関係がどのように変化してきたかをみておこう。

(短期金融市場における金利裁定と波及関係)

これまで実施されてきた一連の金融自由化措置のうち、インターバンク市場とオープン市場に関するものとしては、①コールレートの建値制廃止、コールの両建取引容認等インターバンク市場の自由化(53年6月以降)、②都銀の現先取引の段階的自由化(53年10月以降)、③証券会社のコールマネー取入れ容認(55年11月)、④CD市場の創設(54年5月)と拡大、⑤円転規制の撤廃(59年6月)、等が挙げられる。これらの自由化措置によって、両市場間の金利裁定取引が活発化し、両市場の金利の連動性が大きく高まっているのが最近の特徴である(手形レートと現先レートの同時点相関をみると、相関係数は50年代前半までの0.343から50年代後半の0.908まで大幅に上昇<第7表(2)>)。なお、こうした金利裁定取引活発化には、すでにみたような金融機関の資金調達に占める自由金利商品のウエイト上昇によって、金融機関(とくに都銀)の資金調達行動が市場金利の変動に対してより感応的になってきていることも影響している。

こうした金利の連動性の高まりの下で、インターバンク市場からオープン市場への金利変動の波及関係がどのように変化してきたかを検証してみよう。各市場の金利変動の波及関係が50年代前半と後半ではどう変わったか多変量時系列分析を利用してみると(第7表(1))、まず、手形レートの変動が現先レートに与える影響度合いは、50年代前半までとそれ以降とで大きな変化はなく、現先レートの変動の大部分を手形レートの変化で説明できる結果となっており、金利変動の基本的なルートにはあまり変化がないことを示している。しかしながら、手形レートの変動に対する現先レートの反応の時間的経路に着目すると(第7表(3))、50年代前半までに比べて50年代後半は、手形レートの変動に対し現先レートの反応は、早く、大きくなっていることがわかる。これは、一連の自由化措置によって、インターバンク市場からオープン市場への金利変動の波及がより大きくかつより迅

速に進むようになってきていることを示しており、金利政策の有効性が高まっているものと評価できる。

一方、海外市場と国内市場との間での金利裁定取引は、55年12月の新外為法移行に伴う為替管理の原則自由化や59年4月からの為替先物に関する実需原則の廃止といった措置に加え、59年6月に円転規制が撤廃されたことによってほぼ完全な自由化が達成された。この結果、59年6月以降ユーロ円市場レートが国内短期市場レートにさや寄せされるかたちで、両市場間の金利の連動性も大幅に高まっている^(注13)。

(第7表) 手形・現先レート間の金利裁定(VARモデルによる計測)

(1) 分散分解の結果

計測期間：47/6～61/1月(月次データ)

(%)

被説明変数	説明変数		
	実質マネーサプライ	手形レート	現先レート
実質マネーサプライ	67	31	2
手形レート	15	82	3
現先レート	21	65	14

計測期間：47/6～53/12月(月次データ)

(%)

被説明変数	説明変数		
	実質マネーサプライ	手形レート	現先レート
実質マネーサプライ	52	43	5
手形レート	18	79	3
現先レート	24	67	9

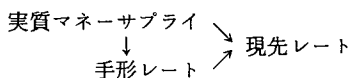
計測期間：54/1～61/1月(月次データ)

(%)

被説明変数	説明変数		
	実質マネーサプライ	手形レート	現先レート
実質マネーサプライ	65	34	1
手形レート	26	71	3
現先レート	28	67	5

(注) 計測に用いたVARモデルの概要は次のとおり。

1. 実質マネーサプライ(前年比、%)、現先レート(3か月、月末値、%)、手形レート(2か月、月末値、%)の3変数(ラグ4か月)。
2. 1次のトレンド項を回帰式に含めることにより定常化処理。
3. 同時点因果は、次のように仮定。



(注13) 調査月報61年2月号論文「最近における短期金融市場の動向について」参照。

(2) 誤差項間の同時点相関

(境界太線より上は分散・共分散行列、下は相関係数を示す。)

計測期間：47/6～53/12月

	マネー	手形	現先
マネーサプライ	6.505	-0.178	-0.043
手形レート	-0.167	0.173	0.109
現先レート	-0.022	0.343	0.583

計測期間：54/1～61/1月

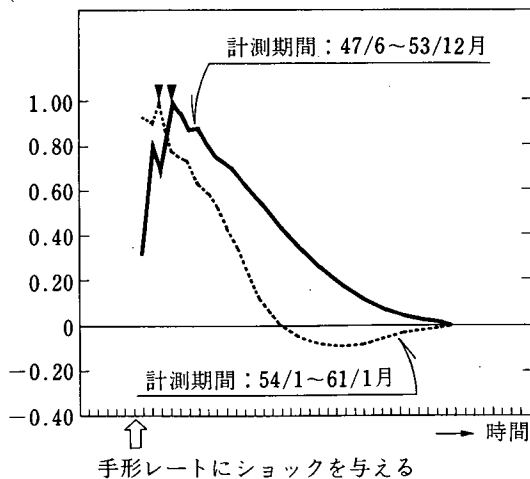
	マネー	手形	現先
マネーサプライ	6.593	-0.041	-0.079
手形レート	-0.032	0.248	0.219
現先レート	-0.064	0.908	0.235

(注) VARモデルは変数間の異時点相関に分析の焦点をあてるため、変数間の同時点相関は各変数の誤差項間の相関として表現される。

(3) インパルス応答関数

(手形レートに確率的なショックを与えた場合の現先レートの反応)

(ピーク比)



(注) 1. 計測に用いたVARモデルは前述のとおり。
2. 縦軸はそれぞれの計測期間におけるピーク比を表示。

化されてきていることを示唆しているといえよう。

(金利形成メカニズムの変化と金融政策の有効性)

以上、金融の自由化、国際化に伴う各市場の金利形成メカニズムや金利変動の波及関係の変化を検討してきたが、これを金融政策の有効性確保という観点から

(長期金利の決定要因の変化)

次に長期金利の決定要因についてみてみよう。

長期金利の基本的な決定要因としては、①国内短期金利、②長期性資金需給、が考えられるが、最近の長期金利の動きには、さらに③米国長期金利との連動性の高まりや、④為替相場の変動に対する反応の強まり、といった特徴がみられている。これを、短期市場金利の場合と同様に多変量時系列モデルを用いて分析してみると(第8表)、50年代後半には、米国長期金利、為替相場の持つ国内長期金利変動に対する説明力がそれ以前に比べて大きく上昇しており、内外資金移動の活発化を背景に、これらの要因が国内長期金利に大きな影響を及ぼすようになってきていることを示している。ただ、国内短期金利についても前記2要因に比べれば説明力が低いものの、50年代前半と比較するとかなり説明力が高まっており、長短両金融市場の自由化が進むなかで金利裁定を通じ、国内短期金利から国内長期金利への波及ルートが強

(第8表)

長期金利の決定要因(VARモデルによる計測)

○分散分解の結果

計測期間：50/1～61/1月(月次データ)

(%)

被説明変数	説明変数			
	米国長期金利	現先レート	為替レート	日本長期金利
米国長期金利	51	11	26	12
現先レート	10	50	4	36
為替レート	45	7	41	7
日本長期金利	33	5	15	47

計測期間：50/1～54/1月(月次データ)

(%)

被説明変数	説明変数			
	米国長期金利	現先レート	為替レート	日本長期金利
米国長期金利	35	4	18	43
現先レート	11	81	7	1
為替レート	14	3	37	46
日本長期金利	17	3	14	66

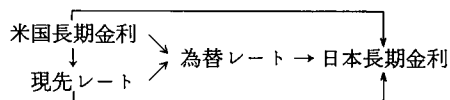
計測期間：54/2～61/1月(月次データ)

(%)

被説明変数	説明変数			
	米国長期金利	現先レート	為替レート	日本長期金利
米国長期金利	68	14	15	3
現先レート	14	47	29	10
為替レート	13	34	44	9
日本長期金利	40	18	20	22

(注) 計測に用いたVARモデルの概要は次のとおり。

1. 米国長期金利(10年もの)、現先レート(3か月)、為替レート、日本長期金利(長国最長期もの、東証)の4変数(ラグは3か月)。
2. 1次のトレンド項を回帰式に含めることにより定常化処理。
3. 同時点因果は、次のように仮定。



みると、短期金融市場における自由化・国際化の着実な進展とそれに伴う金利裁定行動の活発化は、金利機能の活用を目指した金融政策の基礎的条件を整備するものとして評価しうるといえよう。

ただ、長期金利については、先に述べたように、短期金利よりも米国長期金利や為替相場等海外の影響をより強く受ける傾向にあることが示されており、自由

化、国際化によって国内短期金利と国内長期金利との関係が不安定化していることを意味するとすれば金融政策の立場からは対応に一層の工夫を要することとなるだろう。

この関連で、昨年秋口以降約半年間にわたって長期金利が短期金利を下回るといふ緩和期としては異例の現象をどのように理解しておくべきであろうか。

この期間の長期金利の大幅低下には、企業の資金需要の減少等を反映した「長期性資金需給」の緩和という要因が基本にあったと考えられるほか、キャピタルゲイン狙いの長期国債の短期売買の過熱に表現されるような相場形成の行き過ぎに基づく面もあったことは否定し難いが、長短金利の逆転が続いたことについては、やはり米国金利の低下傾向や為替円高化への動きから、国内短期金利の先行き低下期待が市場で強く形成されていたことによるところが大きかったとみることができる^(注14)。その意味で、金融の自由化が進展し、その時々「期待」の状況により、利回り曲線の形状が自由に変化する環境になったからこそ起りえた現象であるといえる。

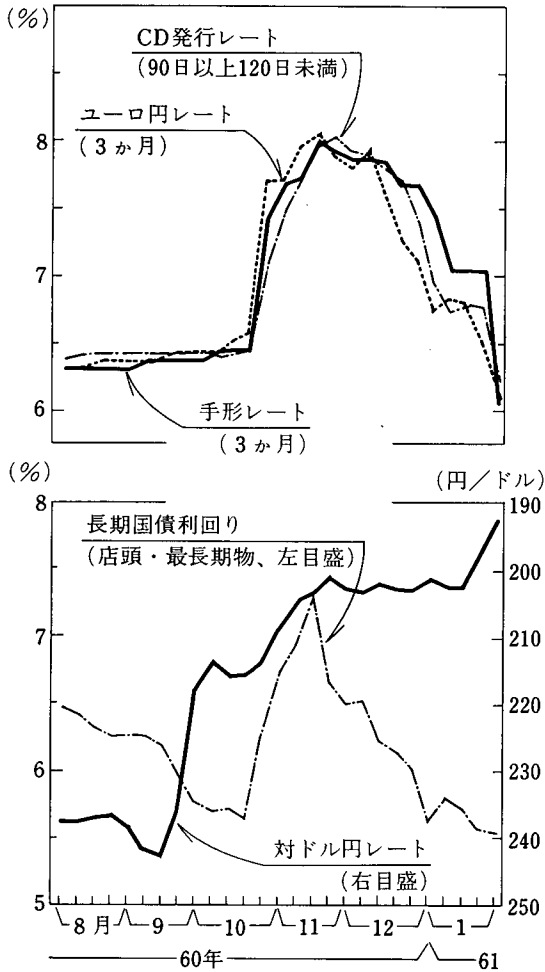
すでにみたように、短期金利から長期金利への波及ルートは十分とはいえないまでも近年むしろ拡大する方向にあり、日本銀行はその金融調節スタンスの変更を通じ市場参加者の国内短期金利の先行きに対する期待形成に強く働きかけ、国内長期金利にも影響を及ぼすことが可能である。実際にも、昨年秋の国内短期市場金利のいわゆる「高目放置」時には、こうしたルートが有効に作用したとみることができる。当時における長短金利の推移をみると(第11図)、10月下旬以降インターバンク市場金利が急速かつ大幅に上昇するとともに、CDレート等オープン市場金利も裁定関係を通じてほぼ同様の動きを示した。この間長期金利は短期金利にほぼ連動するかたちで迅速かつ大幅に上昇しているが、これは、日本銀行の金融調節スタンスの変化がそれまでの長期金利低下の大きな要因の1つであった国内短期金利の先行き低下期待を一挙に払拭するとともに、長期債ディーラーのファイナンスコストを上昇させたことによるものと理解できよう。

また、その後も持続した長短金利の逆転現象は、3度にわたる公定歩合引下げを経て国内短期金利の先安観が後退した61年4月にはほぼ解消をみている。

こうした昨年来の経験は、金利機能を通ずる金融調節の有効性が自由化、国際化の下でも維持されていることを物語っているが、他方で海外からの影響を次

(注14) 調査月報60年9月号論文「債券流通市場の構造変化と長期債利回りの低下について」参照。

〔第11図〕
「高目放置」時の金利、為替相場推移



(注) 週平均ベース。

ボトム(2月25日263.05円/ドル)をつけた後は、米国金利が低下傾向をたどるなかで緩やかな円安修正の動きが続き、7月央から9月末にかけては240円/ドル程度で推移していた。しかし、それ以降はN. Y. G-5後の協調介入や日本銀行による国内短期市場金利のいわゆる「高目放置」実施等、政策当局のドル高是正意志の表明を受けてかなり急速に円高が進行し、11月末には200円/ドル程度にまで上昇した。その後60年末にかけては比較的安定した足取りを示したが、61年入り後は、原油価格の急落や米国金利の根強い先行き低下期待等を背景とするドル安センチメントが強いなか、不安定な動きを示しつつ円高が進行しており、3月中旬に既往ピークを更新したのち、5月中旬には一時159.99円/ドルまで上昇した。市場心理が引続きナーヴァスな状況にある現在、こうした為替相場動向を

第に無視し難くなってきていることも事実であり、今後とも自由化、国際化がさらに進展していくなかで一層適切な対応が要請されることである。

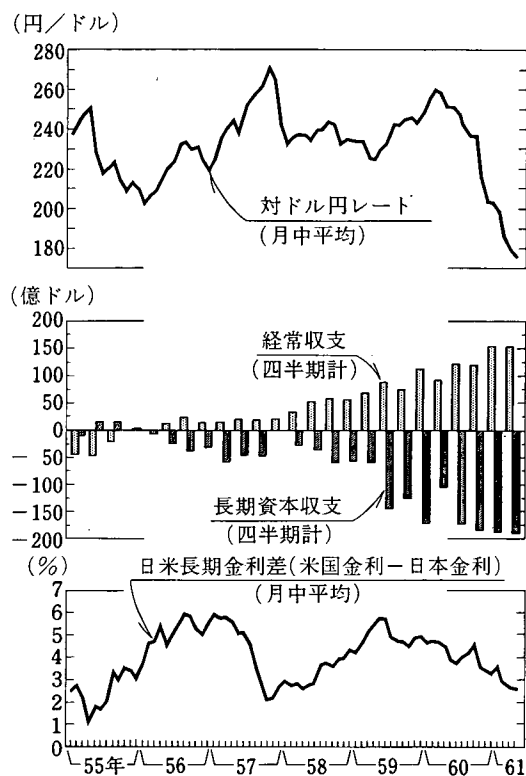
(3) 為替相場急変動下での金融政策運営

60年度経済における最大の変化の1つは、年度後半における為替円高の急速な進展であるが、こうした為替相場の動きを受けて金融政策運営も新たな展開を迎えることとなった。ここでは為替円高の背景とその下での金融政策運営のあり方についてみていくこととする。

(N. Y. G-5以降の為替円高化の背景と為替相場決定要因の変化)

まず、為替相場の推移を振り返ってみると(第12図)、円相場は59年春以降60年初にかけて下落を続けたが、60年2月に最近における

〔第12図〕

為替レート、長期資本収支、
内外金利差の推移

(注) 米国の長期金利は、米国国債30年物、日本の長期金利は、国債店頭最長期物。

による協調介入、さらには日本銀行によるいわゆる「高目放置」実施等を通ずる政策当局のドル高修正の強い意志表明を受け、もともとドル高行き過ぎ感が芽ばえていた市場参加者の為替相場観が一挙に円高方向に変化したこと、②内外金利差がならしてみれば縮小傾向をたどってきたこと、③すでに年央頃から生じていた為替リスク再認識の動きが急速なドル高修正を契機に一段と強まったこと、などの要因の同時作用から大幅な円高が進行することとなった。

以下では、これらの要因のうち、①内外金利差の為替相場に与える影響度合いの変化、②投資家の為替リスクに対する評価の変化、についてやや詳しく検討してみよう。

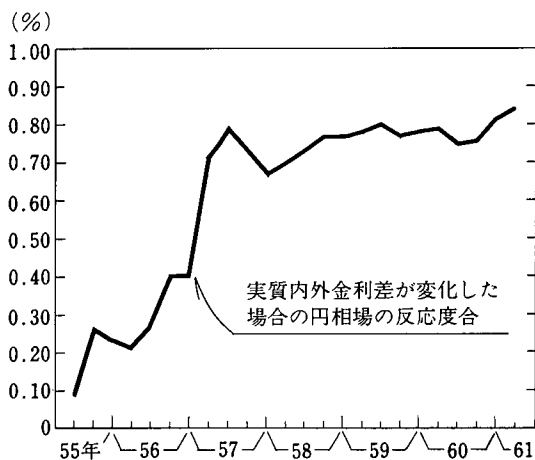
ここでは、上記の要因の変化を浮彫りにするため為替レートは、基本的には、内外の購買力格差である相対比価、投資収益格差である内外金利差、および外貨建資産保有に伴うリスク・プレミアム^(注15)で決定されると考える。

理論的、整合的に説明することは必ずしも容易ではないが、一応最近の相場変動の背景と考えられる要因を整理してみると、まず59年から60年初にかけての円安進行については、米国高金利に伴う大幅な内外金利差の持続およびこれを背景とするわが国から米国等へ向けての長期資本の大量流出が挙げられるが、これはまた同時に、金融の自由化、国際化の進展に伴う国際的な資金移動の活発化(海外への投資家の層も拡大)を背景に、為替リスクに対する認識の低下を意味するものであった。その後さすがにドル高行き過ぎ感の台頭から徐々に是正の機運が醸成される方向にあったが、昨秋以降、①為替相場の調整に関する各国間のN. Y. G-5合意と各国中央銀行

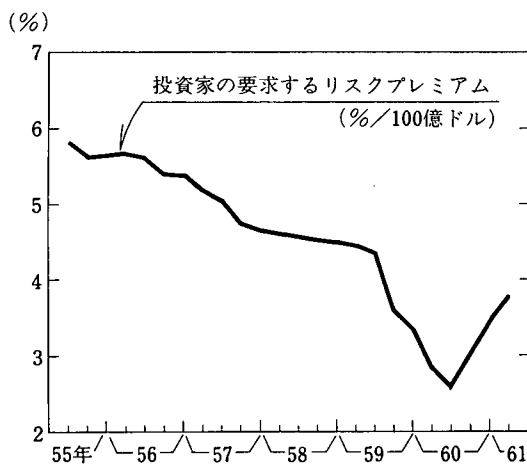
〔第13図〕

為替相場の決定要因の変化

(1) 投資家の実質内外金利差に対する反応の変化



(2) 投資家の為替リスクに対する評価の変化



(注) 計測方法については(付注)参照。

そこでこうした考え方に立って為替レートの動向を説明する「実質為替リスクモデル」を推計し(付注参照)、このモデルにより実質内外金利差が変化した場合の円相場の反応度合いについてここ数年における変化を調べてみると(第13図(1))、資本取引の全面自由化が実施された55年から57年央にかけて金利差に対する為替相場の反応度合いが大幅に上昇し、その後は最近時まで高水準ながら比較的安定して推移している。このことから、内外金利差要因が基本的な為替決定要因の1つであり、金融政策運営にあたっては内外金利差に十分な注意を払っていく必要があることが改めて確認される。

また、同様に投資家の為替リスクに対する評価(わが国が保有する外貨建資産残高1単位当たりのリスク・プレミアム)の大きさを試算してみると(第13図(2))、最近

数年間は米国が経常収支赤字を続け債務国に転落する状況にもかかわらず、為替リスクに対する認識は異常ともいえる低下傾向をたどったのち、60年央頃から反発上昇する姿となっており、市場関係者間に為替リスクが再認識されたことを示

(注15) 内外資産が不完全代替の下で、国内投資家が為替リスクを負いつつ、積極的に外貨建資産を保有するためには、外貨建資産の期待収益率が国内資産の期待収益率をリスク相当分上回る必要がある。このプレミアム分を、リスク・プレミアムというが、1国全体としての外貨建純資産残高である累積経常収支黒字残高が増加する際には、国内投資家が全体として負担する為替リスクも増大するため、このリスク・プレミアムも比例的に増加する筋合いにある。ここでは、累積経常収支1単位当たりのリスク・プレミアム(投資家の為替リスクに対する評価)の変化について分析を試みている。詳細は(付注)参照。

峻している。わが国の対外証券投資が高水準を持続するなかで、このところカバー付きないし外貨調達に基づく投資の増加が目立っているが、これは投資家の為替リスク再認識の動きを反映したものと理解することができよう。このような為替リスク再認識の持続性については、なお流動的とみておく必要があるが、N. Y. G-5以降、各国政策当局のドル高是正についての強い意志表明と、これが為替相場に大きな影響力を持った事実によって、為替リスクが一段と強く認識されていることに鑑みると、各国政策当局の基調的なドル高是正への協調姿勢に変化がない限り当面持続するものとみなせよう。

このような投資家の為替リスクの再認識は、經常収支黒字の為替相場に与えるインパクトが以前に比べて強まっていることを意味するものであり、それだけ為替相場の対外不均衡調整機能が働きやすくなってきているともいえよう。

結局、このモデルに即して昨年秋以降の急速な円高進展の背景を整理すると、①内外金利差は引続き為替相場の重要な決定要因の1つとして作用しているので、その縮小も円高方向に働いたが、②それ以上に、この局面にあっては再認識された為替リスクが、わが国の膨大な累積經常収支黒字(その裏側としてのわが国の保有する外貨建資産残高)と相まって円高を促した面も大きかったと一応理解できよう。

(為替相場急変動下での金融政策運営)

60年度の金融政策運営は、引続き、為替相場の動向と深いかかわりをもって展開されてきた。以下では、N. Y. G-5以前およびそれ以降の金融政策の展開について概観しておこう。

まず、60年度前半までについては、外債投資が生保等機関投資家から一般事業法人まで急激な広がりを見せるなどわが国からの資本流出等を背景に為替相場が総じて円安気味に推移したため、金融政策の運営にあたって日本銀行は引続き内外金利差、とりわけ日米間の金利差を拡大させないように努めてきた。その後N. Y. G-5や協調介入を契機に円高がかなり急速に進行したため、金融政策運営も新たな局面を迎えることとなった。

N. Y. G-5以降の金融政策の主な施策は、昨年10月から11月にかけてのいわゆる「高目放置」と61年入り後の3次にわたる公定歩合引下げであるが、これらの施策の実施にあたって、それぞれ事情は異なるが為替相場への配慮が大きなウェイトを占めたことに変わりはない。いわゆる「高目放置」は、金利先安観を払拭するために政策当局のスタンスを明確にし、円高基調の定着を図ることを目

的としたものであるが、当時の情勢を振り返ると、為替市場においては、10月のIMF総会で為替調整策につき新たな展開がみられなかったことなどを眺めて、ドル高の修正が一服、どちらかといえば円安に振れがちな地合いとなる一方、国内金融市場では金利先安観の強まりを背景に長期金利が急低下を示したため、内外金利差が拡大しつつあった。したがって、円高定着を図るには国内の金利先安観を払拭する必要があると考えられた。このため、日本銀行は金融市場の自律的な需給引締まりをそのまま市場レートに反映させるスタンスで金融調節を実施した結果、すでにみたように短期間のうちに所期の目的を達成して、収束に向かうことができた^(注16)。

次に、61年入り後の経済情勢をみると、国内景気は輸出の伸び悩み等から拡大テンポを鈍化させつつあり、企業の景況感も円高の影響が徐々に浸透する下で不透明感を強める方向にあった。一方、為替市場では、ロンドンG-5における為替政策協調の確認や原油価格の下落などを背景に1月下旬に入ると円高が一段と進行したことから、市場における相場観がかなり変化し円高基調が次第に定着してきていると判断されるに至ったため、1月29日に公定歩合の引下げ(5.0%→4.5%)を決定した。これに続く3月および4月の公定歩合引下げ決定にあたっての景気情勢判断にはその後円高が一段と進展している事情が織込まれ、金利水準全般の低下を促すことにより内需拡大に一層資することを狙いとするとともに、為替相場の急激な変動を回避し、相場の安定を図る配慮もあわせ払われた。これは、対外不均衡是正のためには方向としては円高が必要であるが、それがあまりに急激に進む場合には、経済の対応が困難の度を増すと判断されたためである。

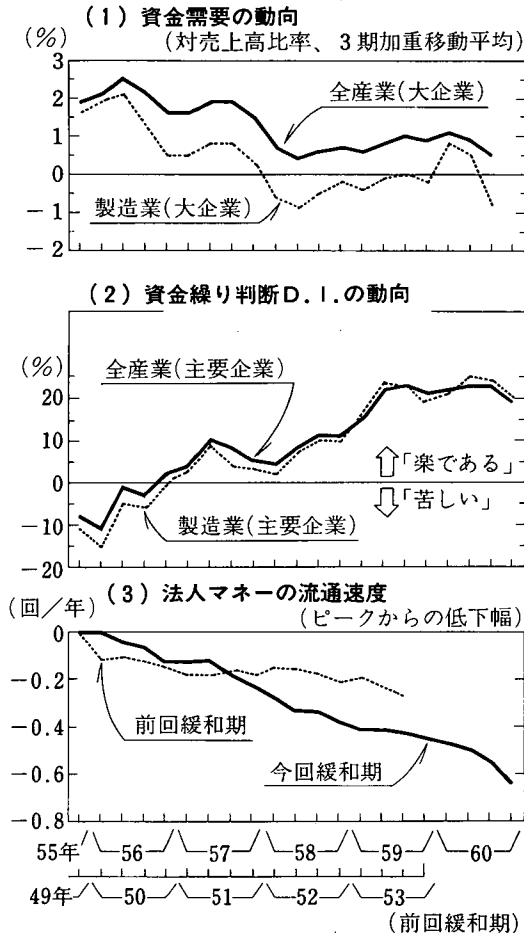
1月のわが国公定歩合引下げ後も、こうした配慮から米国(3月7日、7.5%→7.0%、4月18日、7.0%→6.5%)や西独(3月6日、4.0%→3.5%)の金利引下げ措置をも勘案のうえ、公定歩合の追加引下げを決定した(3月7日、4.5%→4.0%、4月19日、4.0%→3.5%)。

また、日本銀行は、このように公定歩合の引下げを行うとともに、こうした措置に即して金利水準全般の低下を促すため、緩和気味の市場調節を行い、CD等のオープン市場金利を含む短期市場金利の引下げを図った。3月からは、短資会社による市中CDの買入れに対応し短資向け貸出の運用弾力化を実施したが、それにもこうした趣旨が含まれていたものである。

(注16) 調査月報61年2月号論文「最近における短期金融市場の動向について」参照。

〔第14図〕

企業金融の緩和状況



(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」、日本銀行「主要企業短期経済観測」

(4) 金融緩和の浸透

以上のような金融政策運営の下で、金融緩和は60年度中一層の浸透をみた。まず、企業金融の量的側面についてみると(第14図(1))、企業(全産業ベース)の売上高対比でみた資金需要は、60年度入り後落ち着き傾向を強めてきている。これは製造業が、輸出の増勢鈍化を背景に在庫投資や設備投資の調整過程に入ったことを主因とするものであり、60年度後半には製造業大企業では幾分の資金余剰に転じたものとみられる。また、このような資金需要の低下地合いの下で、更年後公定歩合が3度にわたり通計1.5%引下げられたため、貸出金利も順調に低下してきている。この結果、資金調達の高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、売上げの減少や為替円高に伴う輸出

採算の悪化に基づく輸出関連企業を中心とする収益環境の悪化などを背景にこのところ幾分後退をみているものの、なおかなり高い水準にある(第14図(2))。このような資金需要の落ち着きとこれまでの金融機関の積極的な貸出姿勢を背景に、法人部門のマネーの流通速度は、最近に至り、その低下テンポを一段と速めており(第14図(3))、企業の実体経済活動レベルに比べてマネーサプライの伸びが相対的に大きいことを示唆している。

次に、マネーサプライ全体の動向をみると(第9表)、昨年10~12月にかなり伸びを高めたあと、1~3月も前期並みの高い伸びとなった。こうしたマネーサプライの伸び率上昇には、企業、家計の金利選好の高まりを背景とした自由金利商品の増加がかなり影響していることは事実であり、そのある部分はM₂+CD外

(第9表)

M₂ + C D 前年比伸び率に対する自由金利商品の寄与度

(%)

	59/ 4～6月	7～9月	10～12月	60/ 1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	61/ 1～3月
M ₂ + C D	7.6	7.8	7.9	7.9	8.3	8.3	9.0	9.0
自由金利商品計	1.6	1.6	1.6	1.5	2.5	2.9	4.1	4.8
うち 大口定期預金	—	—	—	—	—	—	1.2	1.6
M M C	—	—	—	0.1	0.9	1.3	1.6	2.2
C D	1.0	1.0	1.0	0.8	0.9	0.8	0.2	0.2
外貨・非居住 者円預金	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8	1.1	0.8

の金融資産からシフトしたものであると考えられる。しかし、このような金融自由化に伴うシフト部分を勘案しても、实体经济活動との対比でみた場合、現在のマネーサプライの伸びはやや高目であると思われる(今回緩和期における流通速度の低下幅はすでに前回緩和期のそれを上回っている)^(注17)。

すでに述べたように、物価は為替円高化や原油価格下落の影響等により一段と鎮静の度合いを増す方向にあり、現状程度の国内流動性の増加が直ちに全般的な物価上昇につながる懸念は少ないといえよう。しかしながら原油等国际商品市況は、不安定な状況にあり、こうした良好な環境がいつまでも維持される保証はなく、一方ですでに金融が相当に緩和していることも否めないため、今後ともマネーサプライの動向には引続き十分な注意を払っていく必要がある。

(5) 政策運営上の今後の課題

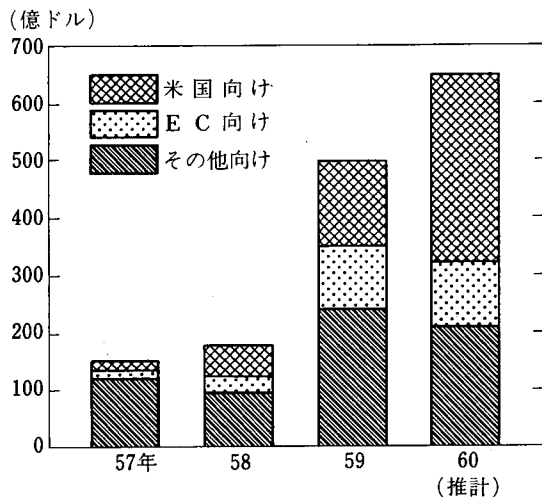
以上のような方向に沿って、今後経済の構造転換を円滑に進め、対外不均衡の是正を図っていこうとすると、わが国の政策運営にあたっては引続き為替相場の円高基調での安定と物価の安定確保が大前提となる。不均衡是正のためには円高基調の維持が不可欠であることは詳しくみたとおりであるが、あまりに急激な円高進行はわが国経済の適応を著しく困難にする心配がある。それと同時に、わが国から米国への資金の流れを急激に変化させ、あるいは米国内においてインフレ期待を強める可能性もないとはいえない。

日米間の資金移動についてみると、わが国と米国との間の長期資本収支は59年以降急速に流出超幅を拡大させており(第15図)、60年には300億ドルを超える規模(ユーロ市場経由を勘案するとさらに大規模)に達したとみられる。これまでの

(注17) 調査月報61年4月号「情勢判断資料(61年春)」参照。

〔第15図〕

地域別長期資本収支の動向



(注) 60年については、日本銀行調査統計局推計。

(資料) 日本銀行「国際収支統計」

わが国から米国への資金還流は、米国の財政・経常収支赤字をファイナンスし、その限りで米国経済の成長を支える役割を果たしてきた面があることは事実である。日本からの資金の流れに急激な変化が生じると、ドル相場の一層の下落や米国金利の再上昇を招き、米国の経済政策運営の制約となるのみならず、債務累積国をはじめ世界経済全体に悪影響を及ぼすことになろう。為替相場の安定を図るには、一国のみでの対応には限界があるだけに、両国をはじめとす

る各国の協調的な政策運営によって、实体经济、資金移動両面で大幅な変動を避けつつ、漸進的に不均衡是正を進めていくことが現実的な対応であるといえよう。それがまた、世界経済の安定的な発展につながる道である。

また、物価安定の維持、確保も重要である。中期的に為替相場の円高方向での安定を図るうえでの基本的な前提条件は、わが国経済のパフォーマンスを今後とも良好な状態に保っていくことである。対外不均衡の是正を目指して、今後わが国経済は、需要構成のシフトや産業構造の変換など抜本的な調整をやり遂げなければならぬが、そうした調整を円滑に進めるための基盤としても、物価安定の確保が重要である。

こうした為替相場の安定や物価の安定確保のため、今後とも金融政策の果たすべき役割は大きなものがある。

最後に、金融面での他の重要な課題は、今後とも金融の自由化、国際化を着実に推進し、そのなかで金融政策の有効性を確保していくことである。すなわち、世界の金融・資本市場のなかにおいてわが国の金融・資本市場は次第にその比重を高めつつあるが、米国が純債務国に転じた状況の下で今後わが国の市場は世界最大の資本源泉市場 (capital generating market) として一段と大きな役割が期待されるようになってきている。

わが国の金融・資本市場が世界的に資金の効率的な再配分機能を果たし、世界

経済全体の発展に資するよう国際的な市場としてよりふさわしいものに育てていくことが、わが国として今や喫緊の課題となっているといえよう。そのためには、金利の自由化の推進、T B市場を中心とするオープンマーケットの拡充のみならず、金融取引にかかる税制の国際的調和や金利以外の諸規制の緩和等を通じ、一層自由で国際的広がりを持つ市場を展望した条件整備を進めていくことが肝要である。こうした市場を育てることが、金利機能を活用した金融政策運営の場を整えることともなろう。なお、同時に、こうした金融の自由化、国際化の進展がマネーサプライのコントロール・メカニズムやマネーサプライと物価、G N P等実体経済諸指標との関係に及ぼす影響について、不断の検討が必要とされていることも忘れてはならない。

(付注) 実質為替リスクモデルの計測について

内外資産不完全代替の下で国内の投資家が外貨建資産保有のインセンティブを持つためには、外貨建資産の期待収益率に為替リスクを補償するだけのプレミアム(リスク・プレミアム)が付加される必要がある。このとき、均衡状態では内外の金融資産期待収益率の間には次式が成立する。

$$\gamma = \gamma^* + \chi - \beta \quad \dots\dots(1)$$

円貨建資産収益率 外貨建資産収益率 リスク・プレミアム

ただし、 $\left\{ \begin{array}{l} \gamma : \text{国内金利、} \gamma^* : \text{海外金利} \\ \chi : \text{為替レートの期待変化率、} \beta : \text{リスク・プレミアム} \end{array} \right\}$

さらに、①為替レートの期待変化率は、内外のインフレ率格差、および足元の為替レートと購買力平価との乖離により決定される、②投資家はリスク回避的である、と仮定すると、2国間の実質為替レートの決定式として次式をうる(実質為替リスクモデル)。

$$E_t = a_0 + a_1 [(R_t - \pi_t) - (R_t^* - \pi_t^*)] + a_2 B_{t+1} + \varepsilon_t \quad \dots\dots(2)$$

ただし、 $\left\{ \begin{array}{l} E_t : \text{実質為替相場(ドル/円、対数値)} \\ R_t, R_t^* : \text{日、米金利(対数値)} \\ \pi_t, \pi_t^* : \text{日、米期待インフレ率(計測上完全予見を仮定)} \\ B_t : \text{実質累積経常収支残高} \\ \varepsilon_t : \text{誤差項} \\ a_i : \text{パラメータ} \end{array} \right\}$

ここで、 a_1 は実質金利差1%の変化に伴う実質為替レートの変化分を、また a_2 は外貨建資産1単位につき投資家が要求するリスク・プレミアムを表わす。

ここでの計測は、計測の始点を48/1期に固定したままで終点を1期ずつ移動させつつパラメータの変化を観察し、内外金利差の為替レートへの影響度合い、投資家の要求するリスク・プレミアムの最近時の変化について情報をえようとするものである。

なお、実際の計測に際してはさらに次の2点も考慮した。

- ① 為替相場におけるツレ高・安の要因を無視しえないため、実質為替リスクモデルを、日、米、西独、英の4か国に拡張し、(2)式の B_{t+1} はこの4か国の累積経常収支残高を各国為替レート(対ドル)と円/ドルレートとの共分散で加重平均した。
- ② 誤差項 ε_t については、系列相関が残るため1次のARモデルにしたがうと仮定($\varepsilon_t = \rho \varepsilon_{t-1} + v_t, |\rho| < 1, v_t \sim N(0, \sigma^2)$)。

(付表)

60年以降の金融・資本

		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か月→1か月 60/4月) C D発行枠の拡大 (自己資本の 75%→100% 60/4月 100%→150% 60/10月 150%→200% 61/4月) MMCの創設 (5千万円以上、期間 1~6か月、 相銀、信金 60/3月 その他 60/4月) 大口定期預金(10億円以上)の 金利自由化 (60/10月) C D発行期間の上限延長 (6か月→1年 61/4月) MMC預入期間の上限延長 (6か月→1年 61/4月) 大口定期預金の預入単位の小 口化 (10億円→5億円 61/4月)	円建B A市場の創設 (60/6月) T B現先オペ開始(61/1月) 短期国債発行 (61/2月)	海外C P・C D小口化、格付 緩和、還流制限短縮 (60/4月) 証券会社のC D流通取扱認 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) 5・6か月もの手形創設 (60/6月) 無担保コール創設(60/7月) コールの期日も多様化 (2・3週間もの有担60/8月 無担60/9月)	証券会社の買手再開 (60/5月) 証券会社のコールマネー取入 枠の拡大 (60/11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) 銀行・証券提携による証券担 保ローン(出保管形式)の開始 (60/9月)
長期 金融 ・ 資本 市場	預金市場	F.F.F.の創設 (60/8月) 信託、「ヒット」創設 (60/12月)		
	貸出市場			外銀の信託参入 (60/10月)
	債券市場		債券格付機関の発足 (60/4月) 国内S Bに15年債導入 (60/8月) 債券先物市場の創設 (60/10月) 満期一括償還制度の拡充 (60/10月) B.B. 東証手数料引下げ (60/10月) 分離型ワラント債発行解禁 (60/12月)	銀行の海外転換社債発行容認 (60/3月) 金融機関ディーラーのB.B. への参加 (60/6月) 新発国債の売却制限緩和 (商品勘定のみ 100日→40日 60/6月) 商品勘定 40日→10日 投資勘定 100日→40日 61/4月)
	株式市場		大口株式委託売買手数料引下 げ (60/4月)	外国証券会社が東証会員権取 得 (61/2月)
その他		外為審、「東京オフショア市場 の創設について」の報告書と りまとめ (60/10月)	銀行による投資顧問会社設立 認可 (60/3月)	

市場の自由化・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
国内銀行間直接為替取引(D.D.)、国内為替ブローカーの国際間取引(I.B.)の解禁 (円・ドル取引 60/2月)	ユーロ円C Dの期間延長(6か月→1年 61/4月)
国内での外貨建債発行を再開 (60/8月)	非居住者向け中長期ユーロ円貸付の自由化(60/4月) 居住者によるユーロ円債発行開始 (CB 60/4月、SB 60/11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) 非居住者によるユーロ円債発行規制緩和(60/4月) 居住者ユーロ円債の適債基準緩和 (CB 60/7月、SB 60/10月) 非居住者ユーロ円債および円建外債の起債ルールを格付け基準に一本化 (61/4月) 格付け機関として国内3社を追加 (61/4月) ユーロ円債の国内還流制限短縮 (180日→90日 61/4月)