

# 昭和61年度の金融および経済の動向

## ——円高下の日本経済と今後の課題——

### 〔目 次〕

- |                     |                        |
|---------------------|------------------------|
| 1. 概 況              | 3. 円高下の金融政策の展開と今後の課題   |
| 2. 円高下の景気調整と構造変化の進展 | (1) 金融緩和政策の推進          |
| (1) 景気の減速と「二面性」の発生  | (2) 金利水準の大幅低下とその評価     |
| (2) 対外収支の調整と産業構造の転換 | (3) マネーサプライの高い伸びとその背景  |
| (3) 内需拡大の必要性        | (4) 金融自由化、国際化の金融機関への影響 |
|                     | (5) 政策運営上の今後の課題        |

### 1. 概 況

#### (二つの調整過程を経験した日本経済)

昭和61年度のわが国経済は、60年秋以降の急激かつ大幅な円高の進行を受けて、二つの意味での調整過程を経験した。その第1は、円高による外需減退の直接、間接の影響から景気面で厳しい調整を余儀なくされ、成長率の急速な鈍化をみたことである。いま一つは、円高による価格体系のシフトから、産業間の相対的な採算性が大きく変化し、わが国の産業構造が外需への過度の依存体質からの脱却に向けて、重要なステップを踏み出したことである。

まず、景気の側面からみると、58年初来の景気拡大の主役であった数量ベースの輸出は、60年入り後すでに増勢頭打ちに転じていたが、とくに円高の進行した60年秋以降は次第に減少傾向を示すに至った。また輸入数量は、相対比価の有利化を背景として顕著な拡大を示している。こうした円高を起点とする輸出入数量調整の進行は、外需面から直接的にかなり成長を押下げたことに加え、在庫調整を誘発することにより、生産に対して大きな抑制効果を及ぼした。さらに輸出関連業種では、収益の悪化から設備・雇用両面で調整を余儀なくされ、それが、国内経済へのデフレ・インパクトを一層強める結果となった。このように、わが国経済は円高を契機として厳しい景気調整を経験したが、その背景には、それまで数年の円安の下でわが国経済が外需への依存度を著しく高めてきたため、デフレ・インパクトも極めて大きなものとなったという事情がある。また円高自体が、そうしたわが国の外需依存と、それに基づく大幅な対外収支不均衡の直接的な帰結であることも見逃せないところである。

しかし、今回の景気調整過程は、従来のパターンとは大きく異なるものであった。すなわち、上記のとおり外需が減退する一方で、家計支出や非製造業設備投資を中心とする国内需要はほぼ一貫して堅調な足取りを保ち、景気全体を下支えてきた。これは、円高が原油安とも相まって国内物価を安定させ、それが実質ベースでみた所得増加を維持するとともに、金利の低下を可能とし、家計や非製造業の支出行動を支援したためである。ちなみに61年度中総合卸売物価は前年度比-10.0%と統計開始以来最大の下げ幅を記録し、消費者物価も前年度比保合いと、昭和33年度以来28年ぶりの低い上昇率にとどまった。そしてこうした円高のもつメリット、デメリットを反映して、61年度のわが国経済は顕著な「二面性」を示すと同時に、需要構成の面においては外需から内需主導へと大きな転換をみた。

一方、対外収支をみると、前記輸出入数量調整の進行により、数量ベースの黒字は大幅な縮小をみた。例えば、55年時点の輸出入価格を基準として算出すれば、わが国の数量ベース貿易収支は60年度から61年度にかけて約250億ドルに上る黒字縮小をみたとの結果になる。貿易相手国における生産や雇用の拡大をもたらすのは、こうした数量ベースでの調整であり、その意味で円高は所期の効果を挙げたとの評価が可能である。ただ、輸出所得弾力性の高さと輸入所得弾力性の低さに表わされるわが国の貿易構造と、これまでの収支ギャップの大きさを前提にすると、金額ベースでは当面相当大幅な黒字の残存を避け難く、また数量ベースの収支についても、黒字縮小の持続性が必ずしも保証されているわけではない。したがって、わが国の貿易黒字を国際的に受容されうる水準にまで縮小するためには、これまでの円高が産業構造を転換する効果を梃子に、引続きわが国の貿易構造自体を変えていくための努力が必要である。

60年秋以来の円高は、わが国の産業構造に対して大きな転換圧力を及ぼしており、その変化の方向も次第に明確になりつつある。すなわち、円高による価格体系のシフトに伴い、産業間の相対的な採算性が大きく変化していることを反映して、輸出依存度の高い製造業を中心として設備投資、雇用を抑制する動きが急テンポで広がった一方、非製造業においてはそれらがむしろ根強い増加をたどっている。これを資源配分という観点からみれば、資本や労働といった生産要素が、輸出依存型産業から国内向け産業に向かって移動しつつあることにほかならない。また、わが国企業の海外生産拠点の構築・強化や、部品調達の海外へのシフトといった動きも急速に具体化しつつある。これらの動きは、長い目でみれば、輸出の所得弾性値の低下、輸入の所得弾性値の上昇というかたちで、わが国経済の「輸

出が増えやすく、輸入が増えにくい」体質を変えるものであり、同時に、従来の垂直的な分業から水平的な分業への転換を促すことにより、わが国経済が海外諸国とより調和のとれた貿易パターンを実現することにつながることを期待される。

このように景気、産業構造両面で調整が進展する中で、雇用情勢は、製造業における雇用削減の動きを反映して、次第に悪化傾向をたどっており、失業率も既往最高水準にある。しかし、雇用情勢の悪化テンポは、成長率が急速に鈍化した割にはかなりマイルドなものにとどまっており、その背景としては、①円高のメリットを享受している非製造業における雇用拡大が全体を下支えしていることに加え、より基本的には、②わが国における賃金の弾力的決定のメカニズムが、雇用調整の圧力を緩和しているといった事情を指摘しえよう。そして、こうした賃金決定の弾力性が、成長率の急速な鈍化の下で、雇用にとどまらず、企業収益、物価等のマクロバランスを安定化させる方向に貢献していることは見逃しえない点である。

#### （円高下の金融政策の展開）

金融面に目を転じると、日本銀行は、前記のような実体経済の動向を踏まえ、内需の持続的な拡大を確保し、対外不均衡の是正を円滑に進めるとともに、為替相場の安定を図る趣旨から、61年1月以降62年2月にかけて通算5回にわたり公定歩合の引下げを実施した。この結果、わが国の公定歩合は現在2.5%と、歴史的にみても、また国際的にみても極めて低い水準となっている。こうした一連の金融緩和措置が、住宅投資や非製造業設備投資等の活発化を通じて内需の持続的な拡大を支えたことに加え、製造業部門に対しても、金融収支の改善によって収益の下支え要因となるなど、円高のデフレ・インパクトの緩和に寄与したことはいうまでもない。

金融政策は、いうまでもなく景気、物価、為替相場等の内外諸情勢の総合的な判断に基づいて運営されるものであるが、61年春から62年春までの間に円相場が一段と上昇した局面においては、それによるデフレ・インパクトを緩和する必要性とともに、為替相場の安定確保への配慮が政策運営において大きなウエイトを占めるようになったのが特徴といえよう。これは、60年9月の「プラザ合意」以降すでに大幅な為替相場調整を経ただけに、為替相場がさらにドル安・円高方向で不安定な動きを続けることになれば、わが国のみならず、世界経済全体にとっても、安定的な経済成長と円滑な構造調整が阻害されかねないと判断され、このため為替相場の安定が重要な課題となってきたためにほかならない。しかし、最

近における為替相場の不安定な動きの背景には、世界経済の均衡のとれた発展について、市場参加者が確たる見通しを持ちえなくなっているという事情があるとみられる。したがって、為替相場の安定を図るためには、この点につき市場参加者の信認を維持することが必要であり、そのためには、主要国が緊密に政策協調を行うことが不可欠となっている。こうした流れの中で、とくに62年2月の公定歩合引下げは、主要国間で為替相場安定に向けての合意が成立することを期待し、わが国もその一環として内需拡大に努力する姿勢を明確に示すことが望ましいとの判断に基づいたものであり、為替相場安定のための国際的な協調行動を強く意識して決定されたものである。

#### （金融緩和の浸透）

こうした公定歩合の引下げを起点として、短期市場金利は逐次低下し、インターバンク、オープン市場金利ともに既往最低の水準となった。この間、時としては、インターバンク、オープン両市場間の金利裁定がやや円滑さを欠く局面もみられたが、総じては公定歩合引下げの効果が短期市場金利全般に順調に波及した。これは、金融自由化、国際化の進展に伴って短期金融市場の拡充が進み、市場間での金利裁定が活発化していることを基本的な背景とするものである。

一方、長期債の流通市場利回りも低下傾向をたどった。とくに62年に入ってからには低下テンポが急速に速まり、長短市場金利が逆転する事態となっている。こうした長期金利の急速な低下は、いうまでもなく、物価の鎮静をひとつの背景とするものであるが、同時に相場上昇期待が高まる中で、現行の債券決済方式も一因となって、長期債の短期売買が著しく活発化したことも大きく影響している。したがって、仮に将来相場観が反転する場合には、投資家が大幅なキャピタル・ロスを被る懸念については十分注意しておく必要がある。

なお、金利水準を企業の投資採算と対比してみても、現在の水準は、生産的投資を十分に支持しうるところまで低下しているとの評価が可能である。

一方、金融の量的指標であるマネーサプライは、実体経済活動が停滞色を強める中で、むしろ伸びを高めつつあり、このため、実体経済活動との対比でみたマネーの流通速度（名目総需要／ $M_2 + CD$ 平残）は、最近時に至るまで急テンポで低下をみている。マネーサプライの動きに関しては、金融自由化の影響も見逃せないが、やはり金利低下の直接的な効果であるマネー保有機会費用の低下が、マネー増加の基本的な要因であろう。ただ同時に、金融緩和の長期化に伴う金利低下期待の定着を背景として、経済主体のキャピタル・ゲイン指向が強まり、それ

が、直接的には付加価値、したがって名目総需要の増加につながらない株式・債券・土地など既存資産取引の活発化を通じて、通貨に対する需要を増大させていることも無視しえないところである。すなわち、このところ土地・株式等の既存資産については、値上がりによる投資の期待収益率が高まっており、かなり投機的とみられる取引が盛行しているが、増加したマネーサプライの相当の部分が、こうした取引に用いられている結果、実体取引との対比では流通速度が急ピッチで低下したものとみることができよう。この場合、金融機関の積極的な与信活動がこうした既存資産取引の活発化を支えていることも見逃せないところである。

上記のような、最近におけるマネーの高い伸びと流通速度の大幅な低下からみて、実体経済活動を支えるのに十分な量の通貨が供給されていると判断され、企業の手元流動性水準等も併せ考えると、現在金融は十分に緩和された状態にあるといえよう。この間、一般物価水準に対しては、これまで目立った悪影響が出ていないが、ごく最近におけるドル安に端を発する国際商品市況の上昇や、これまでの既存資産の価格上昇が、全般的な期待インフレ率の上昇を通じて一般物価に波及する可能性についてはやはり無視しえず、また今後予想される財政面での追加措置の影響をも考慮すれば、今後マネーサプライの伸びがさらに加速していくような場合には一段と警戒する必要がある。

さらに、現在の金融緩和状況を評価するにあたっては、最近における経済主体のキャピタル・ゲイン指向の高まりと、それに支えられた既存資産価格の上昇が、経済の健全性・安定性に対してもつインプリケーションについても十分配慮しなければならない。もとより、これまで株式・債券等の値上がりが、資金調達コストの低下や資産残高効果等を通じて、企業や家計の支出行動を下支えする側面をもっていたことは否定しえない。しかしその一方で、既存資産投資が過熱する場合には、土地価格上昇の直接的効果や実物投資の機会費用増大を通じて、企業の設備投資マインドを抑制する惧れがある。また現在の既存資産価格は、投機的な取引によってかなり支えられている面もあるだけに、それが反転下落する場合には、相当広範なデフレ・ショックが生じる可能性も無視しえない。したがって、いやしくも金融緩和の行き過ぎがそうした取引を助長することのないよう、政策運営面でも一層留意していく必要がある。

#### (金融自由化、国際化の進展とその影響)

金融の自由化は、61年度も引続き進展をみており、それは金融機関の貸出行動のうえに無視し難い影響を与えている。すなわち、金融自由化の進展に伴って、

金融機関の資金調達に占める自由金利商品のウエイトは大きく上昇しており、それは、その限りでは利鞘の圧縮要因として働いているが、同時に個々の金融機関にとっては、限界的な資金調達のアベイラビリティを高める方向に作用していることは否めない。このため、金融機関にとっては、量的拡大によって収益の増大を図ろうとのインセンティブが強く働いているとみられ、最近銀行の貸出行動が積極化している背景には、短期市場金利の低下に伴い貸出の限界採算が好転したことのほか、そうした事情が強く働いているものとみられる。

また61年度には、金融の国際化の面でも、わが国金融機関の国際的業務活動の急速な拡大に端的に見られるように、一段の進展がみられた。そうしたなかで、62年初には米・英両国の銀行監督当局から金融機関の自己資本比率指導に関する両国の合意案が公表され、わが国も同調を求められていることに加え、また米国や英国からは主として証券業務に絡めて一層の市場開放措置を求める声が高まるなど、広い意味で金融の国際化に絡む摩擦現象ともいえるべき問題も生じている。

これらの問題に対処するに際しては、諸外国とわが国の金融システムの間にある制度的・歴史的要因による相違点について諸外国の理解を得ることが必要なことは当然であり、また具体的な処理の方法について、金融政策の有効性確保や信用秩序の維持という視点からも検討が加えられるべきことはいうまでもない。ただ、同時に、世界的に金融・資本市場の緊密化が進む下では、各国の監督当局、中央銀行として、重要な市場の安定性につき相互に関心を高めざるをえないことも事実であり、またわが国の銀行、証券会社の海外における活動が一段と活発化し、シェアを高めていることを考えると、広い意味での金融業において、内外の金融・資本市場における競争条件が著しく権衡を失することがないように配慮することが求められていることについても、十分留意して対応する必要がある。

#### (当面の政策課題)

62年入り後の景気動向をみると、家計支出や非製造業の設備投資が堅調を維持する一方で、在庫調整の進捗を背景に鉱工業生産が下げ止まりつつあり、企業の円高対応努力もあって、為替相場の安定さえ確保されれば今後は緩やかな立上りを展望しうる状況にある。ただ雇用面での調整はなお尾を引くものと予想され、その家計所得へのマイナス効果を考えると、自律回復力はかなりマイルドなものにとどまろう。こうしたなかで、内需の着実な拡大を確保することは、それ自体のためにも、また過度の外需依存体質からの脱却に向けて現在進行中の産業構造調整を推進するためにも、マクロ経済政策にとって最も重要な課題である。

そしてそのためには、為替相場の安定が不可欠な条件であるが、それは同時に世界経済全体の安定成長にとっても必須の前提であり、すでに指摘したように、国際的な政策協調を通じて為替相場の安定を図るという見地からも、実効ある内需拡大策が求められていることを忘れてはならない。

こうした観点から、まず財政政策について考えてみると、これまでの厳しい財政再建努力や金利の低下等の結果、ひと頃に比べ財政政策に裁量的な運営の余地が生じつつあり、現在みられる財政面から追加的な措置を講じようとの動きは、方向として首肯しうところである。ただその場合でも、中長期的にみると、財政再建の達成には引続き多大な努力が必要であることは忘れてはならず、また、財政拡大により、長い目でみたわが国経済の成長率を上げることは困難であることにも、十分留意しておく必要があろう。財政支出が持続的に拡大し、それが国債増発によって賄われる場合には、金利上昇によるクラウディング・アウトの発生や将来の増税予想等により、その効果が次第に相殺されてしまう可能性が大きいからである。しかも、財政の肥大によってもたらされる「大きな政府」は、経済全体の非効率化を招く懸念が大きい。このように、やや長い目でみた財政再建の重要性は決して低下しておらず、追加的な財政措置を講ずるにあたっては、将来を展望した歯止めを設けることが必要であり、その具体的な施行に際し、長期的な視点から前記経済構造の改善に資すべく、十分配慮するとともに、民間活力の利用等を通じて、支出規模との対比で大きな効果を確保するよう、引続き最大限の工夫をこらすことが肝要といえる。

金融政策については、当面現在の緩和基調を維持することが適当であるが、同時に、長い目でみて経済の健全かつ安定的な成長を確保するためには、金融緩和の行き過ぎもまた逆効果であることには十分留意する必要がある。そうした視点から、金融の緩和状況を評価する場合、最近の情勢にかんがみると、このところのマネーサプライの増勢加速とそれに伴う諸現象については、細心の注意を払って見守っていく必要があると考えられる。すなわち、インフレ再燃の危険性を未然に防ぎつつ、金融面からの攪乱による経済全体への悪影響を最少限にとどめるためには、金融緩和の行き過ぎが期待インフレ率の高まりや経済主体の過度のキャピタル・ゲイン指向に結びつく事態はぜひとも避けなければならない。そして長い目でみた場合には、そうした慎重な政策運営こそ、むしろ生産的な投資活動に好影響を及ぼし、また賃金・物価の好循環の定着を通じて、かえって金利水準を低位に保つことにつながるものであろう。

## 2. 円高下の景気調整と構造変化の進展

60年秋以来急速に進行した円高により、わが国経済は景気の面においても、またやや長い目でみた産業構造の面においても大きなインパクトを受けた。61年度は、そうしたインパクトに対するわが国経済の調整の過程と位置づけることができ、外需の減退を背景として成長率が急速に鈍化する一方、わが国の産業構造は外需への過度の依存体質からの脱却に向けて次第に転換の方向を明らかにした。

### (1) 景気の減速と「二面性」の発生

#### (外需の減退とそのデフレ・インパクト)

まず、景気循環の側面から振り返ってみると、わが国経済は、60年入り後、それまで景気拡大の主役であった輸出の伸びが鈍化に向かい、それを契機として58年初以来の景気上昇局面に転換の兆しがみえていたが、60年秋以降は、大幅な円高の進行から外需が大きく減退したため、61年度を通じて厳しい調整過程を経験することとなった。

初めに外需の動向からみてみると、輸出数量はすでに60年入り後増勢頭打ちに転じていたが、60年秋以降は円高進行に伴って輸出企業がドル建て輸出価格を引上げる動きが次第に広範化したため、期を追って減少傾向を明らかにし、61年度全体では前年度比 $-0.8\%$ と小幅ながら前年度を下回るに至った(図表1(1))。一方、輸入数量は、円高に伴う円ベース輸入価格低下を背景に、61年度通計で前年度比 $+14.6\%$ と急速な増加を示し、なかでも中間財を中心とする加工製品の輸入は前年度比 $+26.2\%$ と顕著な拡大をみた。

こうした円高の輸出入数量調整効果による外需の落込みは、わが国の成長率に対して直接的にかなりの下押し要因になったばかりでなく、製造業における在庫、設備、雇用といった各面でのストック調整を誘発することによって、景気全般にも強いデフレ・インパクトを及ぼした。このため、61暦年中のわが国実質GNP伸び率は前年比 $+2.5\%$ と前年(同 $+4.7\%$ )を大きく下回り、49年以来の低い成長となった(図表1(2))。

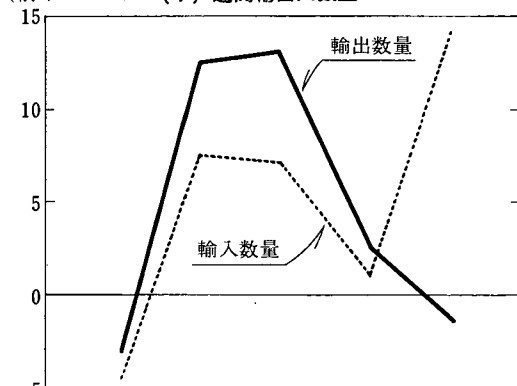
この点をやや詳しくみると、まず在庫調整は、輸出の減退に端を発したものであるが、それまでの企業の慎重な在庫投資態度を反映して在庫率の水準自体はそれほど高いものではなかったことから、その限りでは比較的軽度の調整にとどまりうる筋合いにあった。しかし、今回の場合、円高の進行に伴う価格先安観の発生によって、企業が各段階で在庫圧縮に努めたため、結局調整圧力はほぼ56～57年



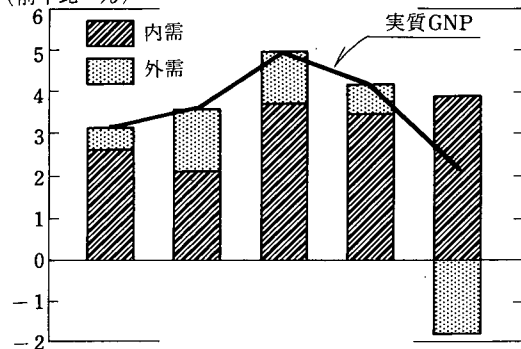
(図表1)

## 実質GNP成長率の推移

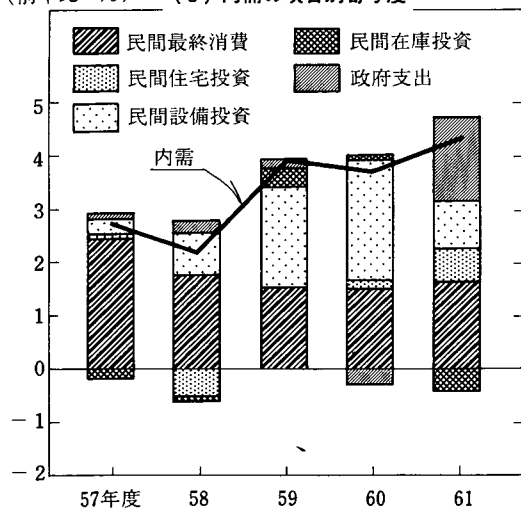
(前年比・%) (1) 通関輸出入数量



(前年比・%) (2) 実質GNP成長率と需要項目別寄与度



(前年比・%) (3) 内需の項目別寄与度



(注) 61年度の実質GNPおよび需要項目別内訳は、61年4～12月の前年比による。

(資料) 経済企画庁「国民所得統計」、大蔵省「外国貿易概況」

の前回調整期並みとなった。また同時に今回は、製品輸入の増加により、生産に対しては需要の落込み以上の調整圧力が加わった点も見逃せない。いま、この点を鉱工業生産の変動要因というかたちで、前回調整局面と比較しつつ検証してみると(図表2)、①最終需要の伸びは前回をかなり上回っていたものの、輸入の増加が前回とは様変わりに生産に対してマイナス方向で作用したこと、また、②いわゆる「意図せざる在庫増」に伴う生産下押し効果は、むしろ前回をかなり下回ったものの、価格先安観に基づく在庫圧縮努力が生産を大きく押下げたこと、が明らかとなる。

次に、製造業の設備投資は、前記生産の後退に伴う稼働率の低下に加え、円高に伴う輸出採算悪化や固定費負担の増大による収益圧迫から、輸出関連業種の能力増強投資を中心に急速な落込みに向かった。この結果、61年度通計では、過去3年間の急増(58～60年度平均+11.0%)とは様変わりに前年度比かなりの減少となった模様である。また雇用面でも、構造不況業種における希望退職の募集など製造業における人員削減の動きが次第に広範化し、製造業部門

(図表 2)

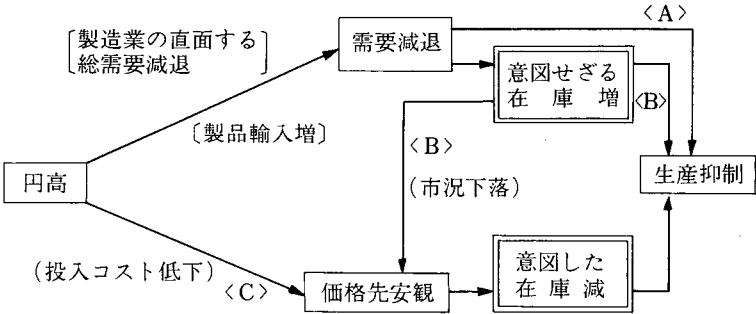
在庫調整の生産への影響

(ポイント差、寄与度)

	今回局面 (60/7～9月→ 61/10～12月)	前回局面 (56/10～12月～ 58/1～3月)
鉱工業生産指数・変化幅	△ 1.9	△ 2.0
需 要 要 因<A>	2.5	2.9
製造業の直面する総需 要要因	4.3	2.2
製 品 輸 入 要 因	△ 1.8	0.7
在 庫 調 整 要 因	△ 4.4	△ 4.9
意図せざる在庫増に伴 う生産抑制効果 <B>	△ 3.0	△ 4.7
投入コスト低下による 価格先安観に伴う生産 抑制効果 <C>	△ 1.4	△ 0.2

(注) 鉱工業生産指数の要因分解は<付注>の手順により行った(考え方は下  
図を参照)。

(参考) 円高下における在庫調整



の雇用者数は61年度には前年度比－1.0％と53年度以来の減少を記録した。このように、為替相場の円高への反転を契機として製造業部門が設備、雇用面で厳しい調整を迫られたのは、それまでの長期間にわたる円安の下で企業が輸出依存度を著しく高めてきた(実質GNPベース輸出依存度、54年度13.6％→60年度18.6％)ことに加え、資本ストック面でも元来、中期的に調整を必要とする局面に差ししかかっていたという事情があり、それだけに調整圧力は今後ともある程度尾を引かざるをえない性格のものともみておくべきであろう。

(内需主導への転換と円高の物価安定効果)

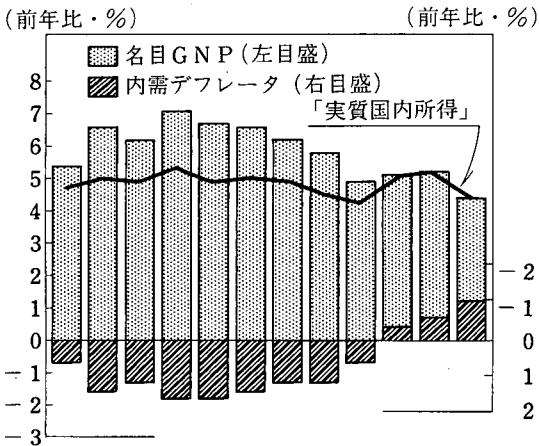
ただ、円高に端を発した今回の景気調整過程は、従来の循環パターンとは大きく異なり、外需が減少する一方で、国内需要は家計支出や非製造業設備投資を中心にはば一貫して堅調な足取りを維持し、全体の景気を下支える役割を果たした

(前掲図表1(3))。このように、外需と内需の間、ひいては製造業と非製造業との間でいわゆる「二面性」が顕著に発生したことは、今回の景気調整過程の大きな特色であった。

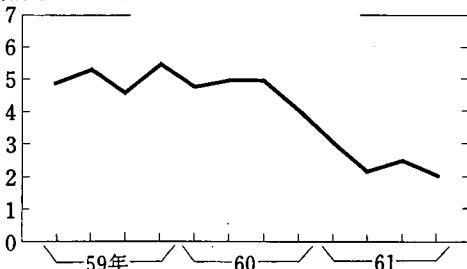
こうした「二面性」の背景については、円高のデメリットが当初輸出企業の収益悪化をバッファとして相当程度吸収され、その家計部門や非製造業部門への波及テンポが緩やかだったという事情も無視し難いが、より基本的な要因として、円高・原油安の物価安定効果により、実質所得の着実な増加が支えられたことを指摘できよう。いまこれをマクロ的に裏付けるため、名目G N Pを国内需要デフレーターで除したものを「実質国内所得」としてとらえ、その推移をみると(図表3)、名目G N Pの伸びは60年10~12月以降急速に鈍化に向かっているものの、円高・原油安による輸入コスト低下の国内物価への波及を反映して国内需要デフレーターが大幅な下落を示したため、「実質国内所得」はほぼ一貫してかなりの伸びを維持していることがわかる。またこうした実質所得効果に加え、物価

(図表3)

#### 「実質国内所得」の推移



(前年比・%) (参考) 実質GNP



(注) 「実質国内所得」=名目G N P / 内需デフレーター

(資料) 経済企画庁「国民所得統計」

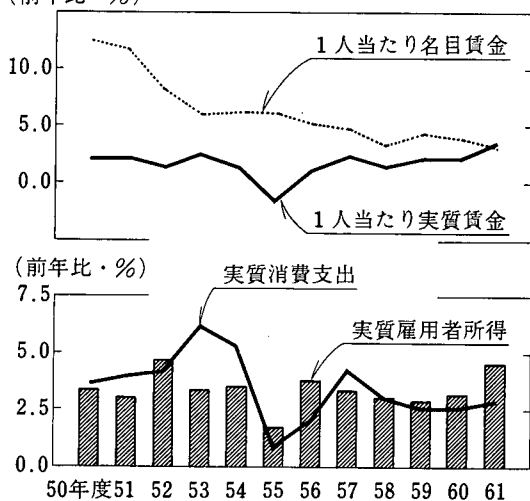
安定が金利の低下を可能とし、それが家計や企業の支出行動を支えた効果も無視しえまい。

これをやや具体的に跡付けてみると、まず家計部門では、名目賃金の伸びの鈍化を主因として名目所得が伸び悩みとなっているが、消費者物価の低下を背景として実質所得はむしろ幾分増勢を高めてきている。このため個人消費は天候要因等による振れ、あるいは地域的な格差を伴いつつも、総じて堅調を維持しており<sup>(注1)</sup>(図表4)、住宅投資も、こうした所得面からの下支えに加え、資材価格の安定や金利低下の効果をも反映して、年度を通じて盛上がりを示した(61年度の新設住宅着工戸数は140万戸と54年度以来の高水準)。

(図表 4)

## 家計所得、消費支出の推移

(前年比・%)



(注) 1. 1人当たり賃金は、毎勤統計、全産業ベース。

2. 実質消費支出、実質雇用者所得は、GNPベース。

3.  $\text{実質雇用者所得} = \frac{\text{名目雇用者所得}}{\text{消費デフレーター}}$ 

4. 61年度の実質消費支出、実質雇用者所得は、61年4～12月の前年比による。

(資料) 経済企画庁「国民所得統計」、労働省「毎月勤労統計」

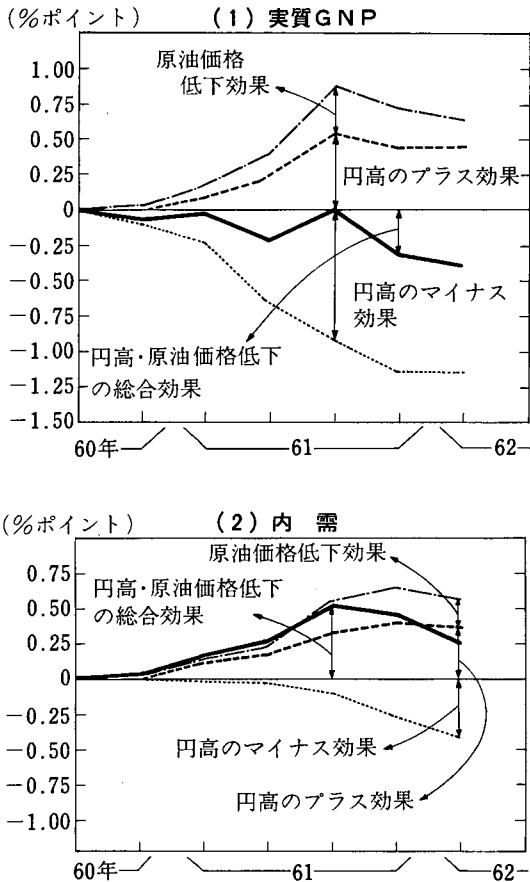
さらに、こうした家計部門からの需要の好調をひとつの背景として、非製造業の設備投資は製造業とは対照的に61年度入り後も高い伸びを続けた。また雇用も、非製造業では根強い増加をたどり(非製造業の雇用者数前年比、60年度+1.0%→61年度+2.2%)、これが製造業での人員削減による雇用情勢の悪化を相当程度食い止めることによって、家計所得、消費者マインドに対する大きな下支え要因になったとみることができる。

以上のように、61年度のわが国経済は、円高により成長率の顕著な低下をみたが、同時に需要構成の面では外需から内需へと判然とした転換がみられた。これを理念的に整理すれば、円高により自国

産の財に比べ外国産の財が割安化するため、自国財から外国財への需要シフトが発生し(代替効果)、国内生産活動の押下げ要因として働く一方で、交易条件の改善が「実質国内所得」に対してはプラスの方向に作用したもの(所得効果)ということができる。この点のある程度定量的に把握するため、60年秋以降の円高・原油安がわが国景気に及ぼしたインパクトを日本銀行調査統計局の計量モデルにより検証してみると(図表5)、これまでの外需依存が著しかったこともあって、円高の外需抑制効果が実質GNPを大きく押下げており、61暦年の成長率は-1.6%方下押しされたとの結果となっている。ただ、これを内需に対する効果に限ってみると、そうした外需減退の内需面への波及にもかかわらず、円高・原油安のプラス効果がそれを上回っており、また金利低下の効果も貢献したため、全体で

(注1) なお、図表4からもうかがわれるように、61年度中家計の消費性向は幾分低下したとみられる。しかし、これは、家計マインドの萎縮によるものではなく、消費行動のいわゆる慣性効果により、実質所得の増加に対して家計の消費態度の変化が遅れたという事情に基づく面が大きいと考えられる。

(図表 5)  
円高・原油安のわが国経済成長率への影響  
(計量モデルによるシミュレーション)



(注) 60年7～9月以降、円高、原油価格低下なかりし場合の実質GNP、内需の推移を、それぞれマクロ計量モデルによるシミュレーションにより求め、その標準型からの乖離率の前期差を図示したもの。

は内需を拡大させる方向に作用してきたことがみてとれる。

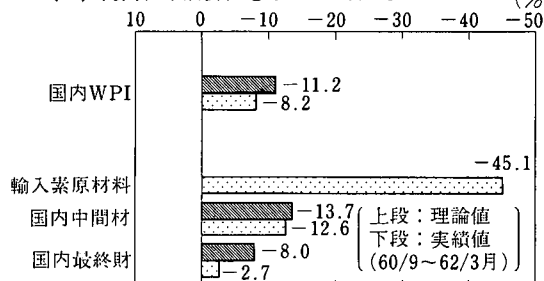
ここで、外需から内需主導へと転換が達成されるうえで大きな原動力となった円高の物価安定効果を改めて振返っておくと、国内卸売物価は、61年入り後急速に低下傾向をたどり、61年度全体では前年度比-5.7%と戦後最大の下落率となった。また消費者物価も、天候要因に基づく生鮮食品の値下がりにも助けられているとはいえ、61年10月以降はほぼ一貫して前年を下回るに至り、61年度を通してみても保合いの動きにとどまった。こうした国内物価の著しい鎮静は、円高・原油安に伴う輸入素原材料価格の下落が、企業の投入・産出価格の低下を通じて中間財、最終財へと幅広く波及したことによるものである。また同時に、円高のデフレ効果に基づく製品需給の緩和や名目賃金上昇率の鈍化が、こうした価格の波及を促進した面があることはいうまでもない。

いま、こうした国内物価の鎮静を円高・原油安の波及度合いという観点からみると、輸入差益の国内物価への還元は必ずしも十分でないようにみえる(図表6(1))。ただ、そのひとつの背景として、円高・原油安に期待される交易条件改善効果のかなりの部分が、円ベース輸出価格の大幅な低下(円高分のドル建て輸出価格への転嫁抑制)を通じて海外に流出したため、実際には顕現化していないことも見逃せない。こうした輸出価格の低下は、対NICs諸国やわが国企業間の厳しい競争によるものと考えられるが、仮にそうした低下を所与とすれば、円

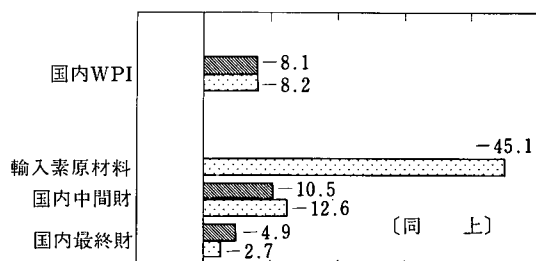
(図表 6)

## 円高・原油安の国内物価への波及度合い

(1) 円高、原油安、電力・ガス料金引下げの効果 (%)



(2) 輸出物価下落調整後



(注) 1. 前提条件 1. 為替相場 240→140円/ドル。  
2. 原油価格 27.4→17.8ドル/バレル。  
3. 電力・ガス料金引下げ(61/6月、62/1月)。

2. 「理論値」は、産業連関表を用いて算出。

(資料) 総務庁「昭和55年産業連関表」、日本銀行「卸売物価指数」

高・原油安のメリットが製造業部門に大きく滞留しているとの証左は見当たらず、むしろ最終財の段階まで比較的円滑に波及しているとの評価が可能である(注2)(図表6(2))。

もとより、円高が国内物価に影響を及ぼすルートは、こうした輸入素原材料価格を起点とするものに限らず、本来は安値輸入品のウエイト増大や、競合する国産財の価格低下によって国内物価を鎮静させる効果も大きいはずである。わが国の場合、これまで水平的分業が不十分であったことから、こうしたルートの果たす役割はさほど大きなものではなかったが、最近の製品輸入の急増から考えれば、この面からも引続きある程度は円高の物価安定効果に期待することができよう。ただ同時に、農

産物等における政府の輸入規制、価格支持の残存が、こうしたルートを通ずる円高の物価安定効果を制約していることはやはり看過できないところである。

## (景気の現局面)

以上みてきたように、60年秋以来の円高を起点とした景気調整は、需要間あるいは産業間の「二面性」を浮き彫りにしつつ展開し、製造業の業況停滞感は引続き根強い状況にある。しかし62年入り後は、循環的にみる限り、底固めの段階に入りつつあるようにうかがわれる(注3)。まず、「二面性」のうち明の部分である家計支出や非製造業設備投資は、引続き堅調に推移し、景気を下支えしている。一

(注2) 詳細については、調査月報61年11月号掲載論文「円高、原油安の物価安定効果とその企業、家計への影響について」を参照。

(注3) 詳細については、調査月報62年4月号掲載論文「情勢判断資料(62年春)―わが国金融経済の分析と展望」を参照。

(図表 7)

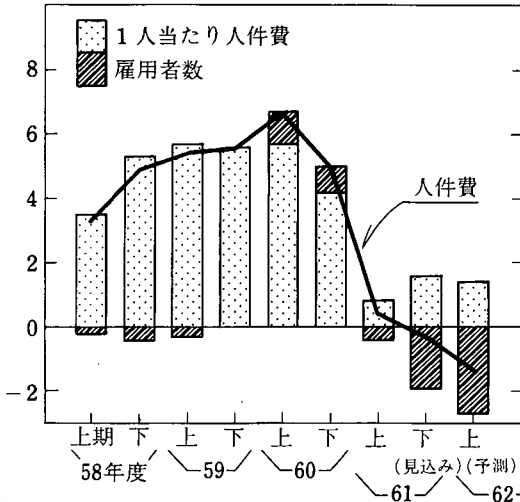
## 製造業収益の動向

(1) 売上高経常利益率(製造業<除く石油精製>)の  
変動要因分解

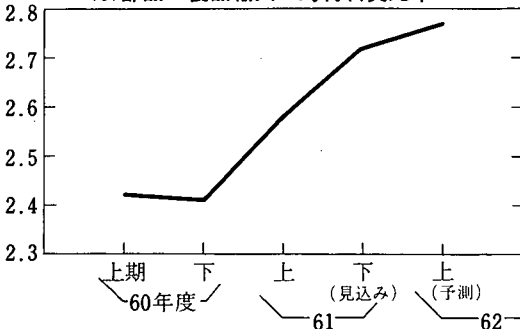
(年度・%)

	60/上期 ↓ 61/下期 (見込み)	61/上期 ↓ 61/下期 (見込み)	61/下期 (見込み) ↓ 62/上期 (予測)
変 化 幅	△ 1.98	0.00	+ 0.25
交易条件要因	+ 0.76	+ 0.24	△ 0.52
固定費要因	△ 1.30	△ 0.11	+ 0.02
在庫評価要因	△ 0.85	+ 0.33	+ 0.77
そ の 他	△ 0.59	△ 0.46	△ 0.02

(前年比・%) (2) 人件費の推移



(3) 部品・製品輸入の対材料費比率



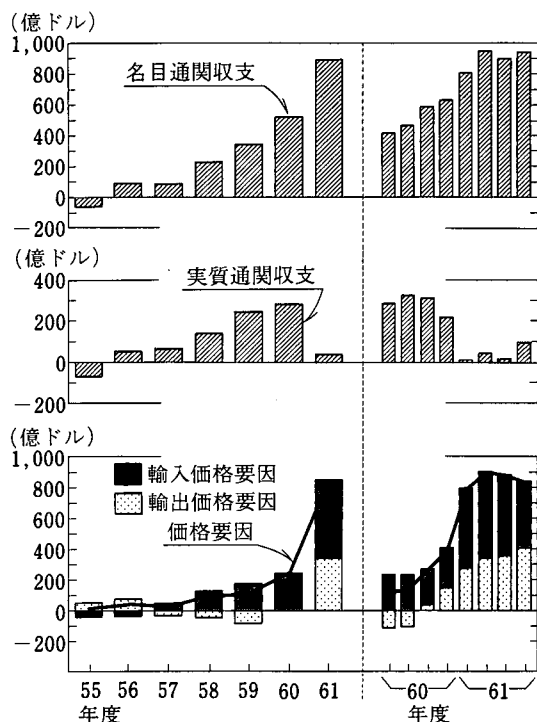
(資料) 日本銀行「主要企業短観」(62/2月)

方、円高のデフレ・インパクトを強く受けた製造業においても、これまでの円高の輸出抑制効果が次第に減衰している(通関輸出数量前年比、61年10~12月-4.3%→62年1~3月-0.2%)ことに加え、積上がりを見ていたメーカー製品在庫の調整もかなり進展したため、鉱工業生産は更年後、4期ぶりに前年比プラスに転じるに至っている(61年10~12月-0.7%→62年1~3月+0.7%)。

こうしたなかで、為替相場は3月下旬以降再び円高に振れており、貿易摩擦問題の深刻化とも相まって、企業マインドの下押しが懸念される。ただ、在庫調整や企業の円高への対応がすでに相当進展していることを勘案すれば、為替相場がこの先さらに一層円高化しない限り、経済全体のバランスが大きく崩れるような事態は回避しうるとの判断が可能である。すなわち、その鍵となる製造業の企業収益は、これまで急速な悪化を余儀なくされてきたが、このところ合理化や海外調達の拡大など、企業の円高対応が大きく進展してきた(図表7)ことや、今春ベア率の落ち着きに伴う固定費低下効果を

考えると、3月下旬以降の円高によりある程度追加的に下押しされることは免れ難いとしても、すでに下げ止まりの段階に入っている可能性が高い。

(図表 8)  
対外収支の動向 (通関ベース)



- (注) 1. 実質通関収支は、輸出入金額を輸出入価格指数(55年基準)でそれぞれデフレートして求めた実質輸出入の差。  
2. 価格要因=名目収支-実質収支  
3. 四半期は、季節調整済み年率。

(資料) 大蔵省「外国貿易概況」

もとより、前記のとおり製造業における設備・雇用面での調整圧力はなお根強く尾を引くものとみられ、それが今後家計所得等の面にある程度波及していくことは避け難い。このため景気の自律的な回復が想定しうるといっても、そのテンポは、かなり緩やかなものにとどまると考えておくべきであろう。

## (2) 対外収支の調整と産業構造の転換

### 換

#### (円高の対外収支への影響)

一方、わが国経済にとって最大の課題である対外不均衡の是正に対して、円高はどのような効果を発揮したのであろうか。

この点でまず指摘しうるのは、円高による輸出入数量の調整は、とりも直さず数量ベース対外収支黒字の縮小を意味していることで

ある。もとより数量ベースの収支は、金額ベース収支とは異なり、デフレータとなる輸出入価格の基準時点如何によって大きく変わりうるものであるが、一例として貿易収支がほぼ均衡していた55年を基準として算出してみると(図表8)、黒字幅は60年度から61年度にかけて約250億ドルの大幅な縮小を示しており、その幅も黒字が急速な拡大に転じた58年度を下回っているとの結果となる。いうまでもなく、貿易相手国における生産や雇用にインパクトを与えるのは、数量ベース収支の動向であり、その意味で、わが国の数量ベース収支黒字の縮小は世界経済にとって望ましい調整過程であったといえる。この点を明らかにするため、日本銀行調査統計局の多国間モデル<sup>(注4)</sup>により若干の分析を試みると、60年秋以降の

(注4) 多国間モデルの内容については、本号掲載資料「小型多国間モデルによる国際相互依存関係の分析」を参照。



(図表 9)

為替相場調整の各国経済への影響  
(多国間モデルによるシミュレーション)  
(%ポイント)

	日 本	米 国	西ドイツ	韓 国
実 質 G N P	△ 1.8	0.7	△ 0.5	3.0
外需寄与度	△ 1.5	0.5	△ 0.3	2.5

- (注) 1. 為替相場が60/7～9月期以降不変とした場合の標準型からの乖離率を計測し、61年中の乖離率前年差を表示。  
2. 為替相場の推移は次のとおり。

	60/ 7～9月	61/ 12月 末
円 (円/ドル)	238.6	159.1
米 ド ル (IMFベース実効 為替レート指数)	147.62	117.86
ド イ ツ マ ル ク (マルク/ドル)	2.85	1.94
ウ (ウォン/ドル)	883	861

為替相場調整による外需減退(数量ベース貿易黒字の縮小)から、日本および西ドイツの実質GNP成長率(61年)は、それぞれ-1.8%、-0.5%押下げられた一方、米国においては、逆に外需の回復(数量ベース貿易赤字の縮小)により+0.7%引上げられたとの結果となる(図表9)。また韓国でも、日本等競争国に比べて競争力が強化され、輸出数量が伸長したため、実質GNPが大きく高まっている。

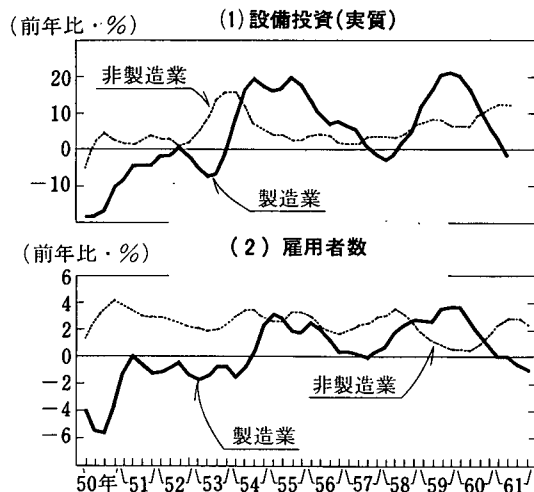
しかし、同時に依然大きな問題が残されているのも事実である。

第1は、前記数量ベース収支黒字の縮小にもかかわらず、ドル・ベース収支の黒字は、60年秋から61年夏にかけて一段と拡大したあと、いまだに判然とした縮小の気配をみせていないことである(前掲図表8)。金額ベースの黒字は、貿易相手国に注目されやすく、また為替市場においても潜在的な円高方向での不安定要因として作用しかねないだけに、看過し難い点である。このようにドル・ベース黒字が拡大したのは、いうまでもなく、輸出価格引上げと原油価格下落等の影響によるものであるが、前者については、単に円高の「逆」カーブ効果ではないところに問題がある。すなわち、わが国輸出の高い所得弾性値を前提とすると、円高の輸出数量抑制効果も海外景気が拡大する限り、その所得効果によって減殺されやすく、また輸出価格引上げの輸出金額拡大効果はいつまでも残存するため、結局当初の大きな収支ギャップを縮小させるには至らない可能性がある。したがって、ドル・ベース収支改善の困難さは、輸出の所得弾性値の高さと輸入の所得弾性値の低さに表わされるわが国の貿易構造と深くかかわっているものとみるべきであろう。

第2は、数量ベース収支についても、その黒字縮小の持続性が必ずしも保証されていないことである。これは、後述の産業構造へのインパクトを別にすれば、円高の需要面を通ずる対外収支調整効果は基本的に一過性のものであるためである。

(図表10)

## 設備投資、雇用における「二面性」



- (注) 1. 設備投資は民間資本ストック統計、雇用者数は労働力調査による。なお、雇用者数における非製造業は建設業、卸・小売業、金融・保険・不動産業、運輸・通信業、電気・ガス・水道・熱供給業、サービス業の合計。  
2. 3期移動平均値による。

したがって、今後円高の効果は漸次一巡に向かうとみられ、そうであるならば海外景気の拡大に伴う所得効果が、次第にそれを上回るに至る可能性が大きい。

このように、現在の対外不均衡は、わが国の貿易・産業構造に深く根差すものであるだけに、金額ベースはもとより、数量ベースでも、短期間にその是正を図ることは、極めて困難である。したがって、わが国の貿易黒字を国際的に受容されうる水準にまで縮小するためには、結局は円高の産業構造転換効果を引き金として、外需に過度に依存した経済体質自体を変

えていくほかに道はなく、そのためには引続き多大な努力が必要である。

## (円高の産業構造転換効果の発現)

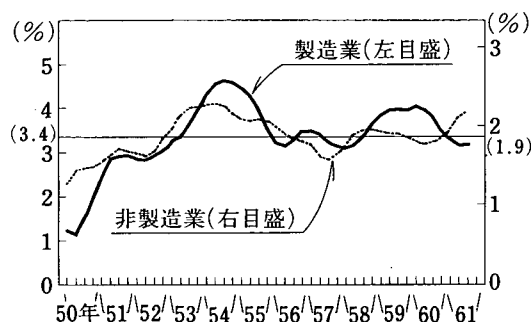
もっとも、これまでの円高により、わが国の産業構造が前記の方向に向けて転換していく萌芽がすでに明確にみられる点は、十分強調されるべきであろう<sup>(注5)</sup>。

いまこの点に関し、最近の業種別設備投資、雇用動向を振り返ってみると(図表10)、すでにみたように、製造業では輸出依存度の高い業種を中心に抑制の動きがかなり急テンポで広がっている一方、非製造業ではむしろ根強い増加を示すという、極めて対照的な動きを示している。これは、資源配分という観点に立てば、資本や労働といった生産要素が、輸出依存型産業から国内向け産業に向かって移動しつつあることにほかならない。こうした動きの背景には、円高が外需と内需に相反するインパクトを与えているという需要サイドの要因もあるが、より基本的には、円高による価格体系のシフトにより、産業間の相対的な採算性が大きく変化しているという供給サイドの事情を指摘しえよう。すなわち、製造業の大宗を占める貿易財(tradable goods)部門では、円高によって円建てでみた産出価

(注5) 詳細については、調査月報62年2月号掲載論文「円高下の経済調整について」を参照。

(図表11)

企業収益の業種間格差  
(売上高経常利益率)



(注) 1. 季節調整済み、3期移動平均値。

2. 水準線は、各業種の50/1～3月～61/10～12月の平均値。

(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

格が低下し、採算悪化を余儀なくされるのに対し、海外との競合の少ない非貿易部門(財およびサービス)においては、産出価格がそれほど低下しない一方、①中間投入コストの低下、②一般物価水準の低下や賃上げ率のマイルド化、さらには③金利の低下、といったコスト軽減効果が生じる結果、採算性がむしろ好転する筋合いにある。事実、最近の企業収益をみても、製造業の不振、非製造業の好調という業種間の格差が顕著であ

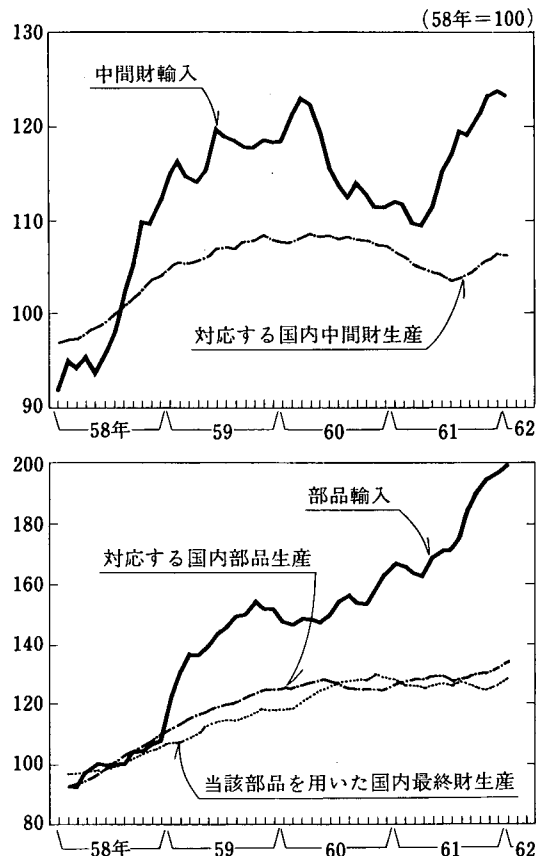
る(図表11)が、これは正にこうしたメカニズムによる面が大きいと考えられる。そして、こうした円高による産業間の採算性の変化は、需要面に対する効果とは異なり、円高が定着する限り、長期にわたって残存する可能性が強く、産業構造転換のインセンティブとして持続的に作用する可能性が強い<sup>(注6)</sup>。

円高が国内の産業構造を変化させるいまひとつのルートとしては、貿易財部門内における国内生産から海外生産への移行ないしは海外産品を用いた生産体制への切り換えが指摘されるが、このところそうした動きも急速に具体化している。すなわち、製造業における海外直接投資は、61年に入ってから業種別には機械業種、また地域別には北米向けを中心に急増を示しているが<sup>(注7)</sup>、これは、貿易摩擦問題の激化に加え、円高によって海外における円建てでみた生産コストが大幅に低下したことを背景とするものである。また、同時に、加工産業を中心として、中間財や部品の調達先を国内から割安となった海外へと切り換える動きも本格的に定着しつつある。いま、中間財および部品輸入とそれに対応する国内生産の動きを比較すると(図表12)、従来比較的平行な動きを示していた両者にこのところ乖離が目立ち、中間財および部品輸入が大幅に増加している一方で、それに対応する国内生産は伸び悩みとなっている。これは中間財、部品調達先の国内

(注6) 理論的にいえば、国内需要の不足等から価格体系自体がもとに復するか、資本、労働が大量に移動する結果、産業間の採算性格差が解消するまで、こうしたインセンティブが働くことになる。

(図表12)

## 国内生産から製品輸入への代替



(注) 1. 中間財は鉄鋼、石油製品、化学製品、非鉄金属、繊維製品の合計。部品は一般機械、電気機械、自動車の合計。

2. 季節調整済み3か月移動平均による。

(資料) 大蔵省「外国貿易概況」、通産省「鉱工業指数統計」

から海外への切換えが急テンポで進んでいることを示唆するものである。これら一連の動きは、わが国が従来の垂直的な分業体制から水平的な分業体制へ転換するうえで不可欠のものであり、そうした動きが進展することにより、海外諸国とより調和のとれた貿易パターンを実現することが期待される。

## (外需依存型経済からの脱却)

以上みたように、円高による相対価格の変化は、①国内産業間での生産要素の移動、②国内生産から海外生産への移行ないしは海外産品を用いた生産体制への移行、という両面を通じて、わが国の産業構造に対し転換圧力を及ぼしている。これらの動きは、貿易財部門における供給超過傾向を是正し、非貿易部門のウエイトを高める効果をもつものであり、長い目ではわが国経済の外需への過度の

依存体質を変えるものとなろう。

こうした円高の長期的な供給サイドへの効果が、実際にわが国の産業構造をどの程度変革し、ひいてはどの程度対外不均衡の是正につながるかは、もとより現段階では見極め難い。しかし、わが国の資本、労働市場におけるモビリティはかなり高いとみられ、したがって、わが国の産業構造が価格体系のシフトに対して比較的敏感に反応する柔軟性を備えている<sup>(注8)</sup>ことを勘案すると、やはりこれまでの円高が定着すれば、輸出の所得弾性値の低下、輸入の所得弾性値の上昇というかたちで、わが国の貿易・産業構造が変わっていくことは十分期待可能であろう。

現在みられるそうした方向への転換の萌芽を、今後着実に育てていくことは、政策面での大きな課題であるが、そのためには内需の着実な拡大を確保するとともに、規制緩和や市場開放の徹底により、産業間での生産要素の移動や国際分業に対する制約を取除くことが必須の要件である。また、わが国の産業構造がこうした方向で変化しつつあることに対しては、海外当局や為替市場関係者等の認識を十分に喚起し、円相場の安定や保護貿易主義の鎮静を図っていくことが肝要である。

（雇用情勢の後退とその評価）

こうした状況の中で、雇用の安定的な伸びを確保することは、当面の景気動向からみても、また産業構造の円滑な転換のためにも、重要な課題となっている。すなわち、製造業の収益回復を梃子に景気が上向くためには、雇用調整による人件費負担の軽減が不可欠である一方、それが大規模に生ずれば、家計所得の伸び鈍化を通じて、国内需要全体を下押しする懸念がある。そしてその場合には、産業構造の円滑な転換も妨げられかねない。以下ではこうした問題意識に立って、当面の雇用情勢を展望してみよう。

まず、最近の雇用情勢をみると（図表13）、製造業における雇用削減の動きを反映して、完全失業率は、振れを伴いつつも、じりじりと上昇してきている（60年7～9月2.59%→62年1～3月2.92%）。周知のとおり、完全失業率には50年頃以

（注7）61年度における製造業の対外直接投資動向（フロー・ベース）を許可・届出実績によりみると、右表のとおり。

製造業における対外直接投資  
動向（許可・届出ベース）  
(%)

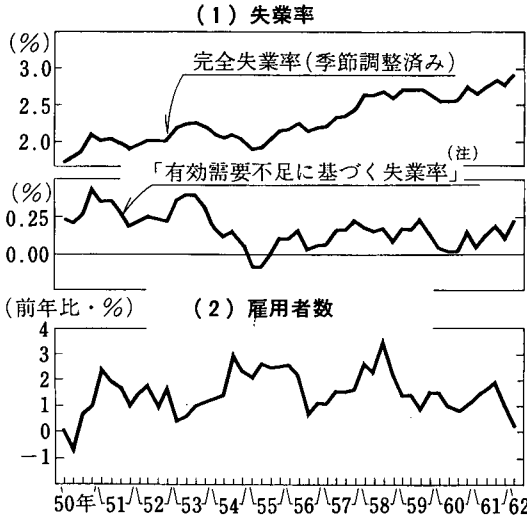
	55～57年度 平 均	58～60年度 平 均	61年度
直接投資額 (億ドル)	20.3	24.8	38.1
地域別シェア			
北 米	36.5	46.4	57.8
中 南 米	14.0	15.1	7.2
ア ジ ア	32.1	23.0	21.1
欧 州	8.2	12.2	9.7
業種別シェア			
機 械 機 器	41.8	49.4	64.1
素 材 業 種	46.2	38.9	21.1

（資料）大蔵省「国際金融局年報」、「昭和61年度における対外直接投資届出実績」

（注8）詳細については、前出調査月報62年2月号掲載論文「円高下の経済調整について」を参照。

(図表13)

雇用指標の推移



(注) 「有効需要不足に基づく失業率」は、下記の完全失業率の推計式から、タイムトレンドを計算し、これを現実の完全失業率から差引いて算出。

(完全失業率の推計式)

(注1)			(注2)	(注3)	
	定数項	雇用判断 D.I. (先行き)	50年代の タイム トレンド	DUMMY 1	DUMMY 2
パラメ ータ (t値)	1.37 ( 97.7)	0.01 ( 12.6)	0.02 ( 18.3)	0.22 ( 4.8)	0.10 ( 3.0)
計測期間 39/ I ~61/IV Q			$\bar{R}^2=0.98$	S.E.=0.08	D.W.=1.42

(注1) 主要短観、全産業ベース(過剰-不足)

(注2) 労働力調査サンプル拡充に伴う統計要因を考慮(57/IV Q以降1)

(注3) 雇用保険法施行および改正要因を考慮(50/II Q~59/II Q=1)

(資料) 総務庁「労働力調査」、日本銀行「主要企業短観」

降、女子の労働力市場への進出や高齢者のウエイト上昇等を背景として上昇トレンドが存在するが、最近の失業率の上昇はこうしたトレンドを上回るものであり、いわゆる「有効需要不足」に基づく失業率が増加しつつある状況とみられる。しかし一方では、成長率の急速な減速や労働力人口の根強い増加と対比すると、雇用情勢の悪化テンポは比較的緩やかにとどまっているとの見方も可能で、事実前記の「有効需要不足」に基づく失業率の上昇テンポは、過去の雇用悪化局面に比べれば幾分マイルドである。とくに雇用バランスをみる際に重要となる雇用者の伸びに関しては、製造業での減少を主因に増勢は鈍化しているものの、基調としては緩やかな拡大が続けている。このように、成長率の急速な減速の割には雇用情勢の悪化テンポが緩やかであることの背景としては、まずすでにみた円高のメリットから、非製造業において

雇用が順調に拡大していることをあげられるが、より基本的な要因は、わが国における賃金の弾力的決定のメカニズムが、雇用調整の深度を緩和していることであろう。

そこで、わが国における賃金決定のメカニズムとそのインプリケーションを探るために、名目賃金を労働需給、労働生産性(付加価値ベース)、消費者物価で説明する回帰式を40年代と50年以降に分けて計測してみると(図表14(1))、50年以降はそれ以前に比べ、賃金が物価にスライドする度合いがかなり弱まっている

(図表14)

## 賃金決定の弾力性の計測

## (1) わが国の賃金関数

(( )内は t 値)

計測期間	労働需給 ( $\alpha$ )	労働生産性 ( $\beta$ )	消費デフ レータ ( $r$ )	$\bar{R}^2$	D.W.
42年1～3月～ 49年10～12月	7.60 (4.86)	0.21 (1.84)	0.70 (7.87)	0.87	2.40
50年1～3月～ 61年10～12月	9.62 (3.01)	0.55 (3.94)	0.52 (4.03)	0.90	1.49

(注) 名目賃金関数を以下のとおり定式化のうえ、期間を変えて計測。

$$\begin{aligned}
 1人当たり名目賃金(前年比) = & \text{定数項} + \alpha \sum_0^3 \text{有効求人倍率} \\
 & + \beta \sum_0^3 \text{労働生産性}^*(前年比) \\
 & + r \sum_0^3 \text{消費デフレータ}(前年比)
 \end{aligned}$$

\* 労働生産性 = 名目GNP / 雇用者数

## (2) 主要国の賃金関数比較

(( )内は t 値)

	失業率 ( $\alpha$ )	C P I ( $\beta$ )
日 本	- 6.71 (- 11.8)	0.47 ( 10.6)
米 国	- 0.17 (- 1.6)	0.48 ( 9.0)
西 ド イ ツ	- 0.78 (- 9.5)	0.29 ( 2.2)
英 国	- 0.16 (- 1.4)	0.69 ( 10.0)

(注) 名目賃金関数を以下のように定式化のうえ、  
1968年4～6月～1986年4～6月について計測。

$$\begin{aligned}
 1人当たり名目賃金(前年比) = & \alpha \text{失業率} \\
 & + \beta \text{CPI}(前年比) + \text{定数項}
 \end{aligned}$$

一方で、その時々々の労働需給および労働生産性の動きにより大きく依存するようになっていることがわかる。また、この点を欧米主要国と比較するために、失業率、消費者物価のみを説明変数とする極めて簡単な名目賃金関数(いわゆる短期のフィリップス曲線)を計測しても(図表14(2))、わが国の場合、賃金が労働需給を反映して決定される度合いが際立って大きい(注9)。

(注9) これは、雇用統計の国際的な相違による面もあるが、より基本的には、わが国の場合、賃金が労働需給を反映して決定される度合いが国際的にみても大きいことによるものと考えられる。

このように、最近におけるわが国の賃金決定は、歴史的にみても、また国際的にみても、弾力性が極めて大きいとみることができる。このことは、例えば景気後退に伴い企業収益が圧迫された場合、名目賃金の伸びが弾力的に低下し、企業にとっての賃金負担が軽減する結果、名目賃金が硬直的な場合に比べ、収益確保のために必要な雇用削減の程度が緩和されることを意味している<sup>(注10)</sup>。わが国の場合、雇用の伸びの変動が極めて小さいのは、この端的なあらわれであり、それが雇用にとどまらず、企業収益、家計支出等のマクロバランスを安定化させる方向に貢献していることは疑いをいれない。今春のベアにおいても、こうした市場メカニズムを通ずる弾力的な決定が確保されたことが、今後、労働分配率を上げることなく、雇用の伸びを可能にする面が強いとみられ、またそれが賃金、物価の好循環、家計マインドの安定を通じて景気の立上がりに大きく貢献するものと思われる。

### (3) 内需拡大の必要性

#### (内需拡大と対外不均衡是正との関連)

当面の景気の足取りを確実なものとし、産業構造の転換を円滑に進めていくために、政策面からの支援が可能であれば、それが望ましいことはいうまでもない。また、現在の為替相場の不安定性が、世界経済全体が均衡のとれた成長を持続しうるか否かについての不確実性の反映ともみられることを勘案すると、国際的な政策協調を通じて為替相場の安定を図るという見地からも、実効ある内需拡大策が求められている。

ただこの場合、わが国の内需拡大によって、直接的に対外不均衡の是正あるいは世界経済全体の成長率引上げを図っても、その効果は極めて限られている。これは、わが国の場合、内需拡大の貿易黒字削減効果は、現実の貿易黒字の規模と対比するとはるかに小さく、したがって、海外諸国に対する需要伝播効果もほと

(注10) これを労働分配率という観点からみると、名目賃金の弾力的な決定により、実質賃金自体が弾力的に変動するため、雇用の大きな変動なしに労働分配率(企業収益)の安定が実現することを意味している。ちなみに、雇用者数の伸びの標準偏差を国際的に比較してみると、右表のとおりわが国のそれが他の主要国と比べ小さいことが歴然としている。

雇用者数の変動の国際比較

	雇用者数(前年比) の標準偏差	実質賃金と実質労働 生産性の相関係数
日 本	0.706	0.974
米 国	2.232	0.283
西ドイツ	1.940	0.883
英 国	2.023	0.893

(計測期間：1976年1～3月～1986年4～6月)



んど期待できないからである。この点を前記多国間モデルのシミュレーションによりみると(図表15)、仮にわが国が実質G N Pの1%相当分(約3兆円)に上る財政拡大を実施した場合でも、貿易収支に対しては2年目時点で15億ドル程度の黒字削減効果にとどまり、とくに対米黒字の縮小効果はわずか3億ドルにすぎないとの結果になる<sup>(注11)</sup>。このため、他国の実質G N Pへの波及効果も、ほとんど無視しうる程度にとどまっている。この点は、米国における財政拡大がその他の国の貿易収支および成長率に大きなインパクトを与えることは著しく対照的であり、わが国の財政拡大に伴う米国の貿易収支改善幅は、米国による同一金額の財

(図表15)

**財政拡大の各国経済へのインパクト**  
(多国間モデルによるシミュレーション)

## (1) 貿易収支に及ぼす影響

(乖離幅、億ドル)

	日本からの 影 響	米国からの 影 響	西ドイツからの 影 響
日本への(1年目)	－ 9.8	22.3	2.8
影 響 (2年目)	－ 15.3	39.9	4.6
米国への(1年目)	1.9	－ 64.8	1.9
影 響 (2年目)	3.2	－120.6	3.2
西ドイツ(1年目)	0.3	5.6	－ 16.2
への影 響(2年目)	1.2	13.8	－ 19.1
韓国への(1年目)	0.7	2.1	0.4
影 響 (2年目)	1.3	5.0	0.8

## (2) 実質G N Pに及ぼす影響

(乖離率、%)

	日本からの 影 響	米国からの 影 響	西ドイツからの 影 響
日本への(1年目)	1.16	0.35	0.05
影 響 (2年目)	1.47	0.78	0.09
米国への(1年目)	0.01	1.34	0.01
影 響 (2年目)	0.02	1.72	0.02
西ドイツ(1年目)	0.01	0.14	1.07
への影 響(2年目)	0.05	0.43	1.35
韓国への(1年目)	0.10	0.30	0.05
影 響 (2年目)	0.20	0.78	0.13

- (注) 1. 実質G N P 1%相当分の財政拡大を実施した場合の標準型からの乖離を計測。  
 2. 公共投資追加の為替相場への影響については、所得の増加を起点として、①長期金利の上昇→資本流入の増大→円高、②輸入の増加→貿易収支の悪化→円安、という2つのケースが考えられるが、ここでは中立的と想定。

政拡大のわが国に対する影響の1/5程度にすぎない。

こうしたシミュレーション結果はもとよりかなりの幅をもってみる必要があるが、いずれにせよ、わが国の内需拡大の直接的な対外不均衡是正効果はさほど大きくないとみられる。その基本的な背景は、いうまでもなく、輸入の所得弾性値の低さに表わされる経済構造である<sup>(注12)</sup>。すでに指摘したように、今後円高を契機として産業構造の転換が進めば、輸入の所得弾性値が上昇し、内需拡大の不均衡是正効果を高めることが期待されるが、それにはやはりかなり時間を要するとみざるをえない。したがって、現時点で追加的な内需拡大策が求められるとすれば、その主な役割は、短期的に輸入を大きく増加させるためではなく、内需の着実な増加こそが貿易・産業構造の円滑な転換のための条件となっていることに求められるべきであろう。すなわち、内需向け産業のウエイトを高めるためには、現在進行中の輸出部門から内需向け部門への資本・労働のシフトを継続する必要があるが、そのためには内需が拡大を続け、その採算の有利性が確保されることが必須の条件なのである。

(長い目でみた財政再建の重要性)

現在、財政面から追加的な内需拡大策が検討されている。その具体的な策定に際しては、いうまでもなく、中長期的な財政再建という課題との整合性が問題となる。

そこでまず財政再建の進捗状況を見ると、これまでの歳出抑制努力や国債金利の低下等を反映して、ひと頃に比べかなりの改善をみている。すなわち、一般会計における国債依存度および国債発行額の対G N P比率は、55年度以降ほぼ一貫して低下しており、財政赤字が急速な悪化に向かい始めた50年度の水準前後にまで戻っている(図表16)。また、これをG N Pベース一般政府(中央政府のほか、

(注11) 本稿で使用した小型多国間モデルは、日本の内需拡大に伴う輸入増大効果が貿易相手国の景気を刺激し、幾分なりとも日本の輸出を増加させるという効果を織り込んでいる一方、内需拡大に伴う稼働率の上昇が輸出プレッシャーを低下させるというメカニズムについては多国間モデルの制約上捨象しているため、通常の一国計量モデルによる試算に比べ黒字縮小効果が小さめになるバイアスがある。なお、海外から政府が直接資材を購入する場合には、その分貿易黒字がさらに縮小することはいうまでもない。

(注12) この点に関し、わが国の貯蓄性向の高さが原因として指摘されることがあり、確かにそれが財政の乗数効果を小幅にとどめることを通じて、輸入誘発効果を抑制する方向に作用していることは否めない。ただ、仮に税制等の変更により貯蓄性向の引下げを実現しえたとしても、それによってかえって国内総貯蓄が増加するメカニズムも存在する(消費の増加→所得の増加→国内貯蓄の増加)ため、ネットでの黒字削減効果は限られたものととどまる可能性もあることには留意しておく必要がある。

(図表16)

## 財政再建の進捗状況

(%)

	国債依存度 [ $\frac{\text{国債発行額}}{\text{一般会計歳出}}$ ]	国債発行額 の対名目 GNP比率	国債費 一般会計歳出	国債残高の 対名目 GNP比率
50年度	25.3	3.5	5.3	9.8
54	34.7	6.0	11.3	25.0
55	32.6	5.8	12.7	28.8
56	27.5	5.0	14.2	31.7
57	29.7	5.2	14.6	35.4
58	26.6	4.7	16.1	38.6
59	24.8	4.2	17.9	40.2
60	23.2	3.8	19.2	41.9
61	21.4	3.4	19.8	43.4
62	19.4	3.0	20.9	43.5

- (注) 1. 60年度までは決算ベース、61年度は補正後、62年度は当初予算ベース。  
2. 61、62年度の名目GNP(実額)は政府経済見通しによる。

## (参考) 公共部門の財政赤字規模

(公共部門の貯蓄・投資差額の対名目GNP比率、%)  
(△は赤字(投資超過)、+は黒字(貯蓄超過)を示す。)

	一般政府 (A)	中央政府	地方政府	社会 保障 基 金	公的企業 (B)	公共部門 (A+B)
50年度	△ 3.7	△ 4.0	△ 2.1	+ 2.4	△ 3.7	△ 7.4
54	△ 4.4	△ 5.7	△ 1.4	+ 2.6	△ 2.1	△ 6.6
55	△ 4.0	△ 5.4	△ 1.3	+ 2.6	△ 2.0	△ 6.1
56	△ 3.7	△ 5.3	△ 1.2	+ 2.8	△ 1.9	△ 5.6
57	△ 3.4	△ 5.2	△ 0.9	+ 2.7	△ 2.0	△ 5.4
58	△ 3.0	△ 4.9	△ 0.8	+ 2.7	△ 1.7	△ 4.7
59	△ 1.8	△ 4.0	△ 0.6	+ 2.8	△ 1.8	△ 3.6
60	△ 0.8	△ 3.7	△ 0.2	+ 3.1	△ 1.6	△ 2.4

(注) 公的企業については、資金過不足の対名目GNP比率。

(資料) 経済企画庁「国民所得統計」

地方政府、社会保障基金を含む)における投資超過幅(=財政赤字)の対GNP比率でみても、54年度の4.4%からこのところ1%前後の水準まで縮小し、公的企業を含めた公共部門全体でみても54年度の6.6%から2%程度に低下している。この間、国債残高の対GNP比率や国債費比率(国債費/一般会計歳出)といったストック面の指標はなお上昇しているが、そのテンポは総じて鈍化傾向にあり、国債残高も例えば金融資産残高との対比では幾分減少を示した(50年度末5.8%→60年度末17.4%→61年12月末16.9%)。これらの点からみて、財政に裁量的な運

営の余地が生じつつあるとの見方は可能であろう。

ただその場合でも、中長期的にみれば、財政再建の達成には引続き多大な努力が必要であるという事情は変わったわけではない。まず第1に、財政再建を達成するとすれば、財政に許容される支出増加の範囲は引続き大きく限定されており、中長期的には支出抑制努力を続けていかざるをえまい。

第2に、現在大幅な黒字を計上している年金財政も、今後急速な老齢化進行と制度の成熟化の下で、長期的には赤字転化に向かうのが確実であることも十分考慮に入れておく必要がある。

第3に、やや視点は異なるが、財政の拡大により、長期的にみた経済の成長率を上げるのは困難であることも忘れてはならない。すなわち、財政は基本的に毎年拡大を続けられない限り、成長率に対してプラスに寄与しないが、それが国債増発によって賄われる場合には、金利上昇によるクラウディング・アウトの発生<sup>(注13)</sup>や将来の増税予想等により、その効果は次第に相殺されてしまう可能性が大きい。また、財政支出が持続的に拡大する場合には、「大きな政府」につながり、経済全体の非効率化を招く懸念が強い。

このように、現在追加的な財政措置を講ずる余地があるといっても、やや長い目でみた財政再建の必要性が低下したわけでは決してなく、したがって将来を展望した十分な歯止めを設けることが必要である。さらに、その具体的な施行にあたっては、ボトル・ネックの発生を回避するとともに、経済構造の円滑な転換に資すべく、産業部門別、地域別の動き等にも十分配慮し、また支出規模との対比で大きな効果を確保するよう、支出内容や規制緩和による民間活力引出し等の面で引続き最大限の工夫をこらすことが肝要であろう。

### 3. 円高下の金融政策の展開と今後の課題

61年度は、金融面でも大きな変化のみられた年であった。すなわち、61年初来5回にわたる公定歩合引下げの影響を受けて、金融緩和基調が一段と浸透し、それが円高のデフレ・インパクトを緩和する要因となったが、同時に、金融緩和の長期化に伴って経済主体のキャピタル・ゲイン指向が強まり、長期金利やマネーサプライの動向にも大きな影響を及ぼした。また、ここ数年来の金融の自由化、

(注13) 財政赤字と長期金利との関係については、その時々を経済金融情勢等によって変わらうものであるが、計量的な検証結果によれば、わが国においてもかなり判然とした有意性が見出される(本号掲載資料「小型多国間モデルによる国際相互依存関係の分析」を参照)。

国際化は61年度中も一段と進展し、金融政策の有効性確保や金融システムの国際的な調和等に関して新たな課題が投げかけられている。

#### (1) 金融緩和政策の推進

##### (5回にわたる公定歩合の引下げ)

日本銀行は、61年1月以降62年2月にかけて通算5回にわたり公定歩合の引下げを実施した。この結果、わが国の公定歩合は、60年末の5.0%から現在2.5%まで大きく低下し、歴史的にみても、また国際的にみても極めて低い水準となっている。こうした一連の金融緩和措置は、住宅投資や非製造業設備投資等の活発化を通じて内需の持続的拡大をもたらすとともに、外需の落込みに直面した製造業部門に対しても、外部負債コストの低下や保有金融資産価格の上昇によって収益を下支えし、雇用面での調整圧力を和らげてきたことはいうまでもない。

金融政策は、いうまでもなく、物価、景気、為替相場等の動向を総合的に判断して決定されるものであり、昨年初以来の動きもそうした判断に基づくものである。そうしたなかであって、近年は、その時々によって事情は異なるが、為替相場の動向と深い関連をもって運営されており、とくに61年春から62年春までの間に円相場が持続的に上昇した局面においては、それによるデフレ・インパクトを緩和する必要性とともに、為替相場の安定確保への配慮が政策運営において大きなウエイトを占めてきた。これは、60年9月の「プラザ合意」以降61年春までには、すでに大幅な為替相場の調整を経ただけに、為替相場がそれ以上ドル安・円高方向で不安定な動きを続ける場合には、ひとりわが国のみならず、世界経済全体にとって、安定的かつ均衡のとれた経済成長の阻害要因となると判断されたためである。その意味で、為替相場の安定は、わが国経済にとって内需の持続的な拡大を確保し、対外不均衡の是正を円滑に進めるという観点からも重要な政策課題となってきた。

こうした観点から、公定歩合引下げについての考え方を、60年9月以降の為替相場の動きと関連づけて改めて整理してみると、61年1月の公定歩合引下げは、60年9月以降の円高基調がすでに定着しつつあるとの認識を踏まえつつ、景気拡大テンポの鈍化に対処してとられたものであるが、3月および4月については、米国や西ドイツにおいて公定歩合引下げが実施される中で、為替相場の急激な変動を回避するという狙いからすれば、わが国としてもできる限り速やかに対応することが最も効果的であるとの判断によるものであった。この間、日本銀行は、為替相場が円高方向に不安定な動きを示した際には、主要国中央銀行との緊密な

連携の下に内外市場において思い切った介入を実施した。しかし、為替相場の安定を確保していくためには、やはり主要国がマクロ経済政策の面で密接に協調していくことが不可欠である。もとより、各国中央銀行が具体的にいついかなる施策を実施するかは、あくまで当該中央銀行が自主的に判断すべき事柄であるが、62年2月の公定歩合引下げは、主要国の間で為替相場安定についての合意が成立することを期待し、わが国もその一環として内需拡大に努力する姿勢を明確に示すことが望ましいとの判断に基づいたものであり、その意味で為替相場安定のための国際的な協調行動を強く意識して決定されたものである。

このように、61年初以来の一連の公定歩合引下げは、円の為替相場の動向と密接に関連していたが、同時に円高・原油安の物価安定効果が、こうした金利の引下げを可能としたことはいうまでもない。

#### (金利と為替相場との関連)

それでは、金利と為替相場との関係についてはどのように考えるべきであろうか。為替相場の決定要因はもとより複合的であり、その時々市場参加者の「期待」によって大きく変わりうるものであるだけに、この点について一義的な答えは見出し難い。しかしこれをある程度理念的に整理するため、以下では便宜的に、為替相場を、①内外の購買力格差である相対比価、②投資収益格差である内外金利差、③アンカバーの外貨建て資産保有(一国全体としてみれば累積経常収支に一致)に伴うリスク要因で説明する式を計測することにより検討を行ってみた(図表17)。

これによれば、やや長い目で振返った為替相場の変動要因として二つの特徴的な変化が指摘される。まず第1には、資本取引が自由化される(55年12月)以前にはリスク要因の説明力が大きかったのに対し、自由化後は、それが後退する一方で、内外金利差の説明力が大きく高まっている。第2には、自由化後の時期をやや子細にみると、53年秋から60年秋に至る円安局面においては為替相場がほとんど内外金利差によって左右されており、市場参加者は為替リスクに対してほぼ中立的であった一方、今回の円高局面においては、リスク要因の説明力が再び高まっているように見受けられる<sup>(注14)</sup>(図表17(1))。

こうした分析は、もとより、相当の幅をもって読むべきものであるが、ここか

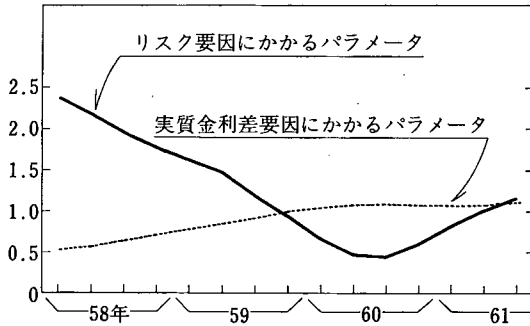
(注14) この点を、カルマン・フィルタリングの手法を用いて改めて検証してみると、60年秋頃を境にして、それまで上昇を続けていた内外金利差にかかるパラメータが頭打ちに転ずる一方で、リスク要因にかかるパラメータは60年第2四半期までほぼ一本調子で低下したあと、再び急角度で上昇していることがみてとれる(図表17(2))。

(図表17) 為替相場の変動要因の検証

## (1) 実質為替リスク・モデルによる計測結果

計測期間	パラメータ[( )内は t 値]			R <sup>2</sup>
	実質金利 差 要 因	リスク 要 因	定数項	
48/ⅡQ～ 54/ⅣQ	0.64 ( 1.47)	5.04 ( 5.84)	- 5.86 (- 46.8)	0.94
55/ⅠQ～ 61/ⅢQ	1.87 ( 2.07)	1.48 ( 2.85)	- 5.85 (- 20.6)	0.88
53/ⅢQ～ 60/ⅢQ	1.64 ( 1.99)	- 0.01 (- 0.02)	- 5.57 (- 78.2)	0.91
57/ⅠQ～ 61/ⅢQ	1.24 ( 0.86)	1.93 ( 5.07)	- 6.01 (- 46.0)	0.92

## (2) カルマン・フィルタリングによるパラメータの変化



(注) 1. 実質為替リスク・モデルの決定式は、以下のとおり。

$$E_t = a_0 + a_1 \frac{[(R_t - \pi_t) - (R^*_t - \pi^*_t)]}{\text{＜実質金利差要因＞}} + a_2 B_{t+1} + \varepsilon_t$$

＜リスク要因＞

ただし、 $E_t$ ：実質為替相場（ドル／円、対数値）

$R_t$ 、 $R^*_t$ ：日、米金利（対数値）

$\pi_t$ 、 $\pi^*_t$ ：日米期待インフレ率（対数値）

〔GNPデフレータの前年比上昇率を用い、計測上完全予見を前提。〕

$B_t$ ：実質累積経常収支残高

〔為替相場におけるツレ高・安の要因を無視しえないことから、実質為替リスク・モデルを日本・米国・西ドイツ・英国の4か国に拡張し、日本・西ドイツ・英国の累積経常収支残高を各国の対ドル為替レートと円／ドルレートとの共分散で加重平均。〕

$\varepsilon_t$ ：誤差項

〔誤差項について系列相関が残るため、コクラン・オーカット法で計測。〕

ら得られる結果からみる限り、56年から60年初にかけて、わが国の経常収支黒字が累増傾向にあったにもかかわらず、円相場が下落した背景には、米国の高金利に伴う大幅な内外金利差が持続したという事情に加え、折からの金融自由化・国際化や当時の米国政府のドル高指向もあって、本邦投資家が為替変動リスクを強く意識しなかったか、意識しても金利差ないしは債券価格上昇によるキャピタル・ゲインによって十分埋め合われていると考えたためと解しよう。これに対して、その後60年9月以降の円高の進行については、米国金利が低下し、内外金利差が縮小方向に向かったこともさることながら、「プラザ合意」とその後の協調介入等に見られる各国政策当局のドル高是正に向けての強い意志表示を受けて市場参加者の相場観が大きく変化したことを反映したものであり、とくに最近については、先行き不透明感もあって投資家が為替変動リスクに対

$a_i$ ：パラメータ

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

## 2. カルマン・フィルタリングの計測期間

初期値推定期間：48/ⅡQ～53/ⅠQ

フィルタリング期間：53/ⅡQ～61/ⅢQ

して極めて警戒的になっているということができよう。

このように市場参加者が為替リスクに対して敏感となっていることは、日米間でのドル・ベース経常収支の不均衡が著しく大きくなっていることとも相まって、為替相場を円高方向で不安定にする要因として作用しやすい。したがって、為替相場の安定を確保していくためには、何よりも為替相場の安定性に対する投資家の不安を軽減することが必要である。この点で、主要国が62年2月(パリ)および4月(ワシントン)において、為替相場の安定に向けて合意し、国際的な政策協調姿勢を明確に打出したことは大きな意義をもつものといえよう。すでにみたとおり、日本銀行の62年2月の公定歩合引下げは、こうした動きをむしろリードするとの意図をもって決定されたものであった。

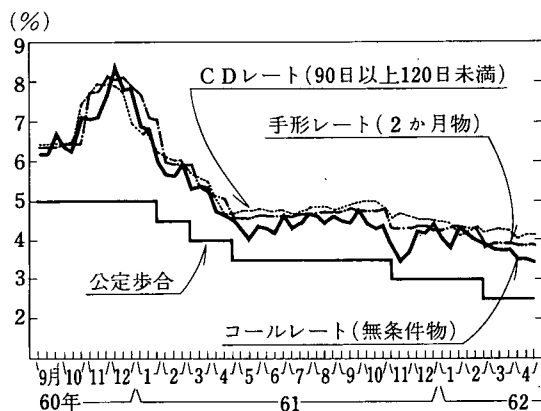
## (2) 金利水準の大幅低下とその評価

### (短期市場金利への円滑な波及)

日本銀行は、前記のような公定歩合引下げの趣旨を踏まえ、短期金融市場における金融調節を通じて市場金利の低下を促進した。この結果、短期市場金利は逐

(図表18)

### 短期市場金利の推移



(注) 各月の月末値。CDレートは、都・長銀、信託銀行の平均発行レート。

次低下し、インターバンク、オープン市場金利ともに既往最低の水準まで低下した(図表18)。すなわち、インターバンク市場金利は、62年4月末時点でコールレート(無条件物)が3.4375%、手形レート(2か月物)が3.8750%と、61年1月の公定歩合引下げ前に比べ、各々3.3125%、3.1250%低下し、またオープン市場金利も、ほぼインターバンク市場金利に鞆寄せされるかたちで低下をみた(注15)。

(注15) もっとも、62年2月の公定歩合引下げ後にオープン市場金利がインターバンク市場金利に比べ高止まりしたように、時としてインターバンク、オープン両市場間の金利裁定がやや円滑さを欠く局面もみられた。こうしたオープン市場金利の高止まりは、期末越え資金需要の強まりといった恒例の季節要因に加え、金利先安期待を背景に調達を短期化させていた先が、その後それまでのショート・ポジション是正を図るため、ターム物へと調達をシフトさせたこと、さらに銀行間の預金獲得競争という預金市場固有の需給要因の結果として大口定期預金金利が高止まる傾向にあり、これにオープン市場金利が引きずられる面があったこと、によるものである。



このように、公定歩合を起点として、その引下げ効果が短期市場金利全般に比較的円滑に波及したのは、金融の自由化、国際化の進展に伴って短期金融市場の拡充が進み、市場間での金利裁定が活発に行われていることを基本的な背景とするものである。最近の短期金融市場の動向をみると(図表19)、C D市場が大口定期預金等自由金利預金へのシフトから伸び悩みの傾向にあるとはいえ、オープン市場が引続き拡大傾向にあるほか、インターバンク市場、とくにコール市場が大きく拡大し、これまで続いてきたインターバンク市場の相対的なウエイト低下に歯止めがかかりつつあるのが大きな特徴である。これは、無担保コールの導入(60年7月)といった要因のほかに、信託銀行における特定金銭信託(特金)、金銭信託以外の金銭の信託(金外信)あるいは投資信託の受託が好調なことを背景に、余資をコール市場や手形市場で運用する動きが強まったことによるものである。また都銀等では、インターバンク市場においてマネーをとる一方でローンを放出するという、調達・運用の両建て化の動きがみられており、インターバンク市場は、

(図表19)

## 短期金融市場の変化

(残高、兆円)

	55年末	59年末	60年末	61年末	残高構成比(%)	
					55年末	61年末
インターバンク市場	6.7	10.3	14.5	19.1	39.7	23.2
コ ー ル 市 場	4.1	5.0	5.1	10.2	24.6	12.4
(うち 無担保コール)	( — )	( — )	( 0.8 )	( 1.6 )	( — )	( 2.0 )
手形市場(除く日銀オペ)	2.5	5.3	9.4	8.8	15.1	10.7
(注1) オ ー プ ン 市 場	8.4	17.3	22.2	26.8	50.0	32.4
うち 債 券 現 先	4.5	3.6	4.6	7.1	26.8	8.6
C           D	2.4	8.5	9.7	9.9	14.0	12.0
(注2) 広 義 円 転	1.5	3.5	5.8	5.2	9.2	6.3
預 金 市 場(自由金利)	1.7	8.1	20.6	36.8	10.3	44.5
大 口 定 期 預 金	—	—	5.0	18.5	—	22.4
M           M           C	—	—	6.3	9.5	—	11.5
外 貨 預 金	0.8	6.2	7.1	7.0	4.9	8.5
非 居 住 者 円 預 金	0.9	1.9	2.3	1.8	5.5	2.1
合           計	16.8	35.7	57.3	82.7	100.0	100.0

(注1) オープン市場=債券現先+C D+広義円転+円建BA手形+政府短期証券(平残ベース)+短期国債+海外C P・C D

(注2) 広義円転=直物持高(狭義円転)+本支店円勘定

金融機関相互間の準備預金の過不足調整の場であるとともに、金利裁定を行う運用市場としての性格をも帯びようになっている。こうした傾向は、インターバンク市場とオープン市場の金利裁定を一層強める方向で作用するものである。

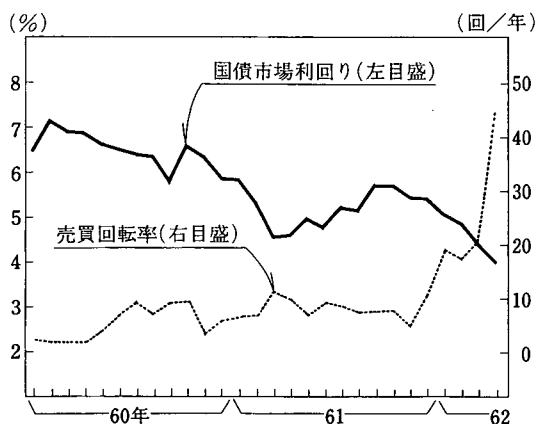
ただその一方で、日本銀行が直接的にオペレーションを行いうるオープン市場を整備・拡充していくことは、引続き重要な課題である。すなわち、金融の自由化、国際化が進展する下では、金融政策においても一層金利機能を活用することが求められているが、その観点からは、金融調節手段の多様化を図るとともに、日本銀行のその時々の方針意図を、非居住者を含めたオープン市場の参加者に対し、直接的に伝達しうる場を整備することが、政策効果の円滑な波及に資すると考えられるからである。61年度の短期金融市場において、日本銀行が外為市場介入に伴う資金余剰傾向を吸収するに際し、政府短期証券の機動的な売却を活用したのは、そうした点にも配慮したものであった。

#### (長短金利の逆転と内外金利差の拡大)

一方、長期金利の動きをみると(図表20)、国債流通市場利回りは、円相場の上昇や根強い金利先安期待を背景として、61年初から4月下旬まで、ほぼ一本調子で低下した。その後10月末にかけては、やや反騰する場面もみられたが、11月の

(図表20)

#### 長期債市場利回りと売買回転率の推移



(注) 1. 国債市場利回りは、上場最長期物(10年債)、月末値。

2. 売買回転率(長期国債、年率) = 
$$\frac{\text{月中売買額 (片道ベース)} \times 12}{\text{前月末残高}}$$

\* 月中売買額 (片道ベース) = 
$$\frac{\text{東証出来高} + \text{東京・店頭売買高}}{2}$$

(資料) 公社債引受協会「公社債月報」

第4次公定歩合引下げ以降は再び低下に転じ、とくに62年入り後は、円高進行に伴う金利先安感の高まり等から短期ディーリング売買が活発化し、4月下旬には主な上場銘柄の流通利回りが3%台まで低下した。このため長短金利差は、61年3月に続き再び逆転する事態となっている。

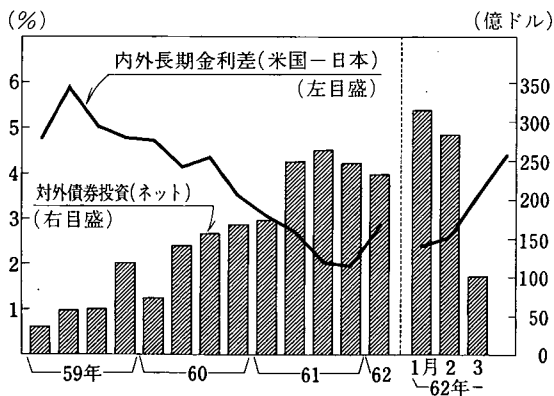
こうした長期金利の低下過程において、特徴的であったのは、まず第1に、61年初や62年入り後最近までの間に顕著にみられるように、金利低下期待に基づく極めて短期の鞘取り取引が急速に拡大したことである。とくに62年4月の

急速な債券利回り低下局面では、一部の銘柄の回転率は1日平均2回を越えるに至った。もとより、長期債の短期売買盛行や長短金利格差の縮小・逆転自体については、金融自由化の下でディーラー・スプレッドの縮小や先物市場の充実等により債券売買の取引コストが著しい低下をみていることからすれば、起こりうる現象である。しかし、最近における長期債の短期売買の盛行や長短金利の逆転の背景として、市場に投機的な期待が高まっていることは否めず、また特定日に集中決済を行う方式をとっている現在の債券決済慣行等がこうした動きを助長している面もあろう。このように、相場の先行き見通しが一方に振れ、それに基づいた長期債の短期売買が過熱すると、将来相場観が反転した際には大幅なキャピタル・ロスの危険が発生するとともに、長期金利の振れを必要以上に大きくする可能性がある。その意味からも、前述の決済方式をはじめとする債券市場における市場慣行を改めて検討することが必要であろう。

いまひとつの特徴として指摘されるのは、内外長期金利差が62年に入ってから再び大きく拡大していることである。すなわち、日米の金利差は、59年央頃をピークに縮小傾向をたどったあと、62年入り後は、わが国金利が一段と低下テンポを強めた一方で、米国金利が反騰を示したため、再び拡大傾向に転じており、最近時では6%近い水準に達している(図表21)。このように内外長期金利差が著し

(図表21)

## 内外金利差と対外債券投資の推移



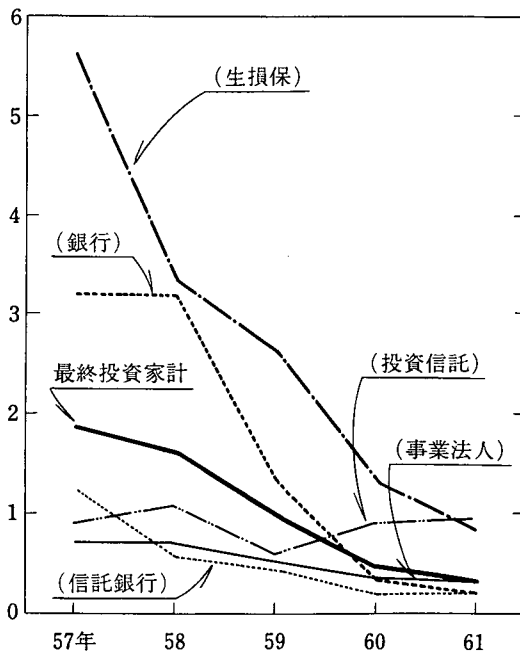
- (注) 1. 内外長期金利差＝米国・国債市場利回り(30年物)－日本・国債市場利回り(上場最長期物)。月末値(四半期については月末値の3か月平均)。  
2. 対外債券投資の62年1、2、3月については、四半期・風速ベースに換算(月中投資額の3倍)。

(資料) 日本銀行「国際収支統計月報」

い拡大をみているのは、為替相場観の不安定化に伴いわが国投資家の外債投資意欲が減退し、それが国内長期金利の低下圧力となる一方で、米国長期金利に対しては押上げ要因として働いているとの事情がある。なお、この点に関しては、近年、外債の投資期間が趨勢的に短くなっている(図表22)ため、短期的な為替相場や債券市況に対する見方の振れが外債の投資採算を大きく左右し、それが内外資本移動を攪乱している面も否定できないが、逆に、為替や金利見通しの振れが、上記の投資期間の短期

(図表22)

### 外債の投資期間の変化 (年)



(注) 1. 最終投資家とは、生損保、銀行(都・長銀、地銀、相銀等)、信託銀行、投資信託、事業法人の合計。

2. 投資期間 =  $\frac{\text{前年末保有残高}}{\text{年中売却額}}$

化をもたらしている面も強いと思われる。最近の内外長期金利差は、市場参加者の為替相場観が安定する限り資本流出を促すのに十分な大きさにあるといつてよからう。

#### (金利水準の評価)

このようにわが国の金利水準は、長期、短期とも急速に低下し、既往最低の水準に達しているが、これをインフレ率の低下と比較した場合、いわゆる「実質金利」について、どのように評価すべきであろうか。

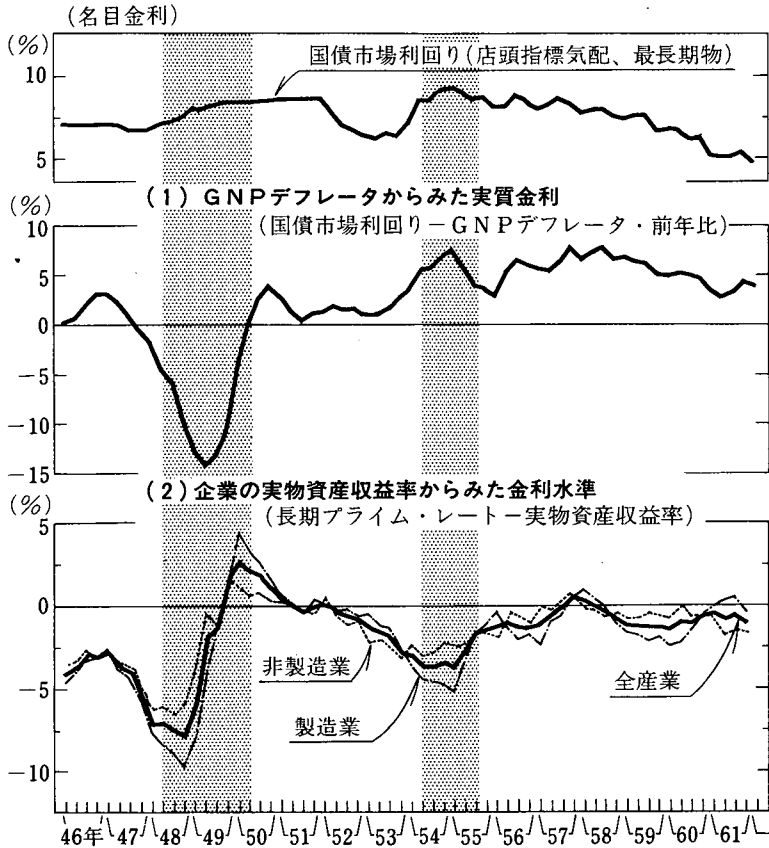
いうまでもなく、「実質金利」は、名目金利から期待インフレ率を差引いたものであるが、実際の計測にあたっては、指標となるインフレ率の選択や期待インフレ率の測定について、困難な問題がつ

きまとう。ただ、そうした問題を取りあえず考慮に入れず、名目金利として国債流通市場利回り(最長期物)を、期待インフレ率として単純に現実のGNPデフレーター前年比上昇率をとり、前者から後者を差引いたものを長期の「実質金利」と定義したうえでその推移をみると(図表23(1))、とくに最近期については低下が著しく、53~54年以降では最低水準に達しているとの結果となる。

さらに、ここで使用した「期待インフレ率」は、便宜的に現実のインフレ率を転用したものにすぎず、長期的な「期待インフレ率」はそれほど低下していない可能性を考えると、実際の「実質金利」は上記計測結果以上に低下しているともいえる。一般的に、期待インフレ率の変化は現実のインフレ率の動きに比べかなりのタイム・ラグを伴うとみられるが、とくに最近のデイス・インフレが円高や原油安等かなり一過性の要因にも支えられていることを考えれば、長期の期待インフレ率が現実のインフレ率ほどには下がっていない可能性も強く、そうであればここでの「実質金利」はやや高めバイアスを持つものとみておくべきである。

(図表23)

## いわゆる「実質金利」の推移



- (注) 1. シャドー部分は金融引締め期を示す(以下同じ)。  
 2. 長期プライム・レートは、62年入り後一段と低下し、5月28日から  
 は4.9%の水準となっている(61年末比-1.3%)。

$$3. \text{実物資産収益率} = \frac{\text{営業利益}}{\text{実物資産(市場価格評価)}}$$

実物資産収益率の詳しい計測方法については、調査月報62年2月号  
 掲載論文「円高下の経済調整について」を参照。

(資料) 経済企画庁「国民所得統計」「民間資本ストック統計」、大蔵省「法人  
 企業統計季報」、日本銀行「経済統計月報」等

う。なおこのことは、同時に、今後名目金利を低い水準に保っていくためには、  
 賃金、物価の好循環を通じて長期的な期待インフレ率を引下げていくことが極め  
 て重要であることを示唆するものでもある。

次に、分析の目的を企業の投資行動に限定してみた場合、最近の金利水準をど  
 のようにみるべきであろうか。ここでは、企業の投資行動に関連性の高い指標と  
 して、長期プライム・レートと企業の実物資産収益率をとり、その格差から投資

採算をみると(図表23(2))、製造業では生産・売上げの低迷に伴う実物資産収益率の低下から投資採算が悪化しているが、非製造業を含めた全体としては実物資産収益率の方が金利を上回っているとの結果となる。このところ、製造業の収益が底入れ段階を迎えつつあることや長期プライム・レートが一段と低下している(5月28日以降4.9%)ことも考えると、現在の金利水準は、生産的投資を十分に支持しうるところまで低下しているとの評価が可能である。

### (3) マネーサプライの高い伸びとその背景

#### (マネーの流通速度の大幅な低下)

この間、金融の量的指標であるマネーサプライは、実体経済活動が停滞を続ける中で、むしろ伸び率を高めている。すなわち、中心的な指標である  $M_2 + CD$  (平残前年比) は、60年春以降次第に伸びを高めたあと、61年秋から年末にかけていったん鈍化気配を示したものの、62年に入ってから再び伸びを急速に加速している(61年10～12月+8.3%→62年1～3月+8.8%→4月+9.8%)。こうしたマネーサプライの動きを実体経済活動との対比において評価するため、マネーの流通速度(名目総需要/ $M_2 + CD$ 平残)の動きをみると(図表24(1))、今回緩和期(55年8月以降)に入ってから、58年秋から60年初めにかけて一時ほぼ横ばいで推移した時期を除けば、一貫して低下しており、とくに60年以降その低下テンポが速まっている。これを過去の緩和期(前回:50年4月～54年4月、前々回:45年10月～48年4月)と比較すると(図表25)、今回の低下テンポは、いわゆる「過剰流動性期」の前々回をかなり下回っているが、前回は幾分上回っており、また緩和直前を基準とした累積低下幅でみると、緩和期間の長期化を反映して、前々回をも上回るに至っている。

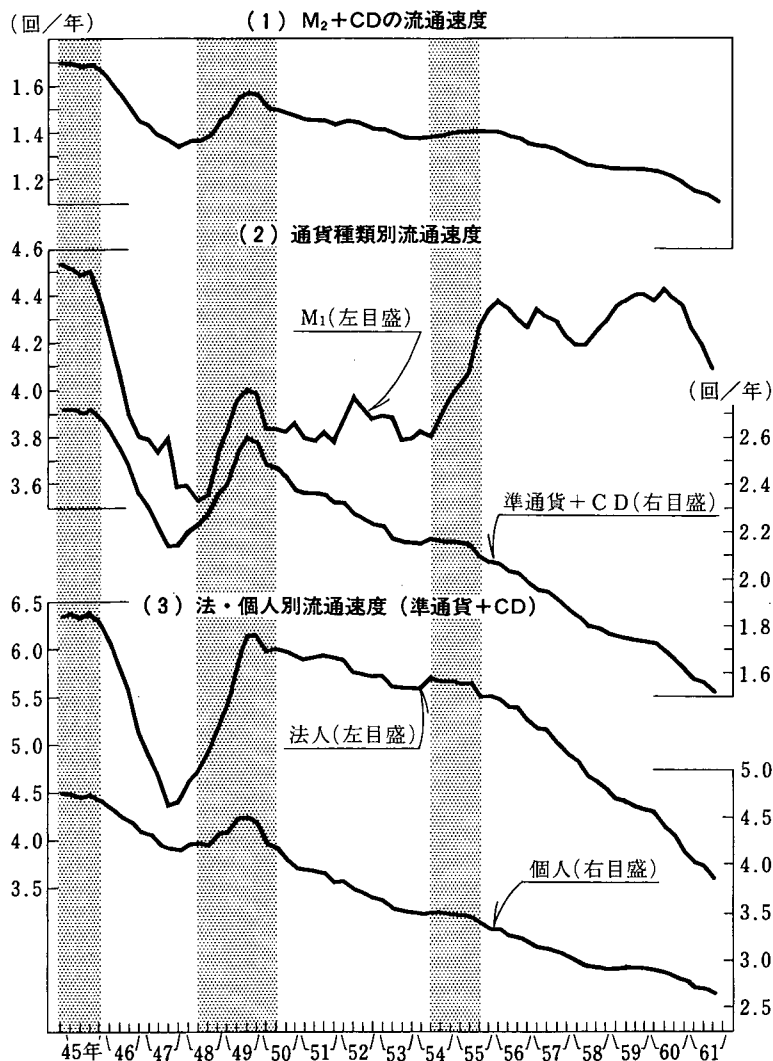
こうした流通速度低下の動きを通貨種類別、保有主体別にみると、まず通貨種類別の特徴としては、 $M_1$ の流通速度が60年春頃から急速に低下しているのが目立つ。また保有主体別には、今回の流通速度低下テンポが前回は上回っているのはもっぱら法人部門での動きによるものであり、とくに60年以降同部門での低下テンポが高まっていることが注目される(図表24(2)、(3))。

#### (金融自由化のマネーへの影響)

ところで、マネーサプライの水準や流通速度を評価するにあたっては、60年以降急速に進展した金融自由化がマネーサプライの動きに対していかなるインパクトを与えたかをみておく必要がある。一般に金融自由化のマネーサプライへの影響については、①金利自由化が進展する過渡期において、金融資産間の資金シフ

(図表24)

## マネーの流通速度の推移

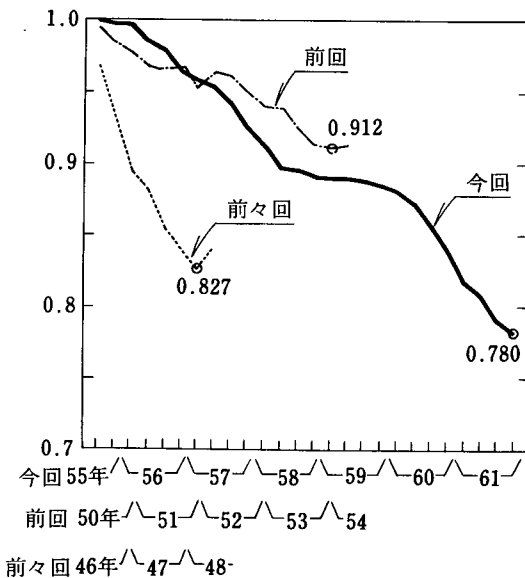


トがマネーサプライ指標を攪乱する可能性、②マネーサプライ対象資産の中に市場金利ないしはそれに近い金利が付されている資産のウェイトが上昇する結果、マネー需要の金利変動に対する弾力性が低下する可能性(この場合、市場金利が下がっても、マネーはさして増えないこととなる)、③金融自由化による金融機関の与信行動に対する影響が通貨供給面に与えるインパクト、が問題となるが、以下では、まず①、②について検討してみよう(なお、③については後述「金融自由化、国際化の金融機関への影響」を参照)。

金利自由化に伴う資金シフトがマネーサプライ指標に与える影響とは、マネー

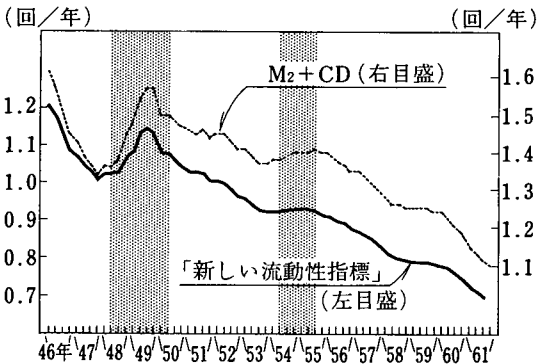
(図表25)

マネーの流通速度の緩和局面比較  
(緩和期直前の水準=1とした指数)



(図表26)

「新しい流動性指標」でみた流通速度の推移



(注) 「新しい流動性指標」とは、現行のM2+CDに、政府短期証券・短期国債、現先、中国ファンド、割引金融債といった市場性短期金融資産等を加えたもの。

みても流通速度の動きが変わらないことからすれば、自由化のM2+CD指標に対するこの面での影響を過大視する必要はないといえよう。

一方、通貨需要の金利弾力性が最近どのように変化しているかをみるために、

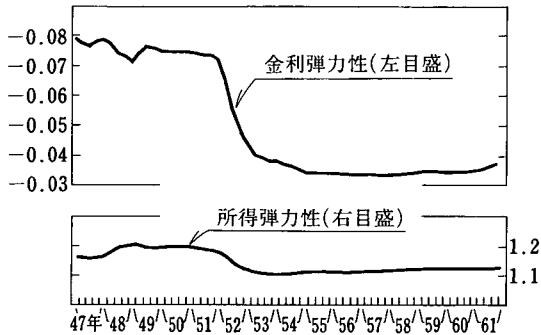
対象資産とこれと代替性の高い資産との間の金利差に変動が生じた場合、大規模な資金シフトが生じ、マネーの動きの評価が困難になりにかねないという問題である。そこで、ここでは、金融資産をできるだけその機能に応じて再分類し、そうした資金シフトの影響がより少ない「新しい流動性指標」を作成し<sup>(注16)</sup>、これと現行M2+CDとの比較を試みた。それにより両者の流通速度を比較すると、今次緩和局面に入ってから動きは、「新しい流動性指標」の場合、緩和初期の低下テンポが現行M2+CDに比べやや急であり、また59年前後の「踊り場」がやや短かいという若干の違いはあるものの、現行M2+CDの流通速度と同様、一貫して低下を続けている(図表26)。また前回、前々回との比較においても、M2+CDの場合とさしたる差異はみられない。このように、金融自由化に伴う資金シフトの影響をほとんど受けないとみられる「新しい流動性指標」で

(注16) ここで用いている「新しい流動性指標」は、現行M2+CDに、政府短期証券・短期国債、現先、中国ファンド、割引金融債といった市場性短期金融資産等を加えたものの。



(図表27)

## M2+CDの金利・所得弾力性の推移



(注) カルマン・フィルタリングの手法を用いて計測。

計測式： $\ln(M2+CD \text{ 平残}) = a_0 + a_1 \ln(\text{名目総需要}) + a_2(\text{国債最長期物店頭気配利回り}^*)$

初期値推定期間：42/IQ～46/IVQ

フィルタリング期間：47/IQ～61/IVQ

\* 52/IQまでは電債最長期物店頭気配利回り。

標準的な通貨需要関数を計測してみると(図表27)、通貨需要の金利弾力性は、50年代前半に低下したあと、50年代の後半以降はほとんど変化しておらず、少なくともこれまでのところ、マネー対象資産の金利自由化に伴って通貨需要の金利弾力性が低下したとの証左はない(注17)。

以上の分析は、もとより、その性質上かなりの幅をもってみる必要があるが、一応の結論として、金融自由化によるマネーサプライ指標や通貨需要の金利弾力性への

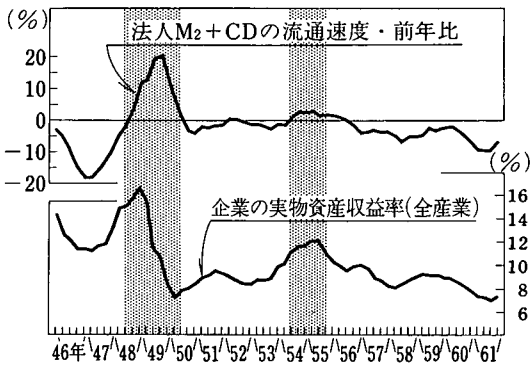
影響は現在までのところさほど大きなものではないといえよう。

## (既存資産取引の活発化と信用拡張のメカニズム)

以上の分析結果を踏まえたうえで、最近名目総需要の伸びが大幅に鈍化している中で、マネーの急増と流通速度低下が生じている原因を探ると、まず第1に指摘しうるのは、金利低下の直接的な効果としてのマネー保有の機会費用の低下である。ただ、通貨需要関数による分析によれば、この要因が必ずしも支配的とはいえず、その他の要因の寄与も大きい。そしてその他の要因の中では、企業の既存資産取引が活発化した(いわゆる「財テク」指向の高まり)ことの影響が大きいものと思われる。すなわち、金融緩和の長期化に伴い金利低下期待が定着したため、経済主体がキャピタル・ゲインを狙って、株式・債券・土地など既存資産取引を活発化させているが、こうした取引は通貨に対する需要を増大させる一方で、名目総需要の増加には結びつかないため、流通速度の急低下が生じた可能性

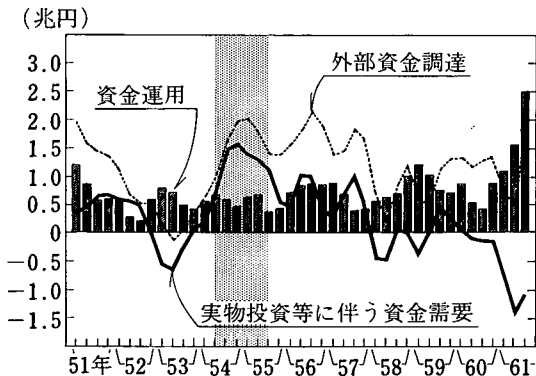
(注17) なお、50年代前半に金利弾力性が低下した時期がみられるが、この点については、50年代初には、国債取引の弾力化や現先市場の発達により、マネーからこれら資産への自律的な資金シフトが生じ、これが金利の低下局面と重なったため、見かけ上の弾力性が低下したとの解釈が一応可能であろう。また、40年代の金利弾力性が最近に比べかなり高いのは、窓口指導による直接的なマネーサプライのコントロールが、金利の変化による影響を大きく後押ししたためと考えられる。

(図表28)  
法人マネーの流通速度の変化と利潤率の動き



(注) 実物資産収益率については、図表23の(注)を参照。

(図表29)  
企業における資金需要、調達・運用の推移



(注) 1. 資本金10億円以上の大企業。前期比増減額の3期加重移動平均。

2. 実物投資等に伴う資金需要＝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(減価償却費を含む)  
＋土地＋在庫投資  
内部資金調達＝内部留保・引当金＋減価償却費〕

外部資金調達＝借入金＋社債

資金運用＝現・預金＋有価証券

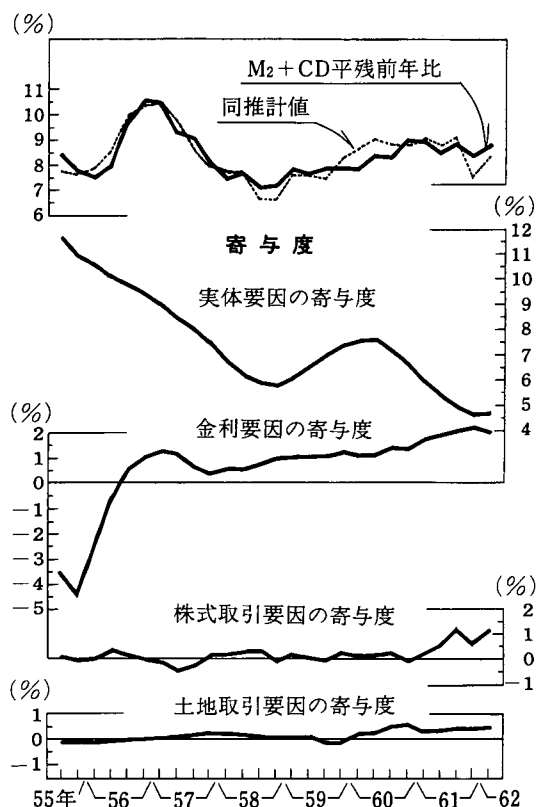
(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

が強い。

以上の点をチェックするため、まず今回動きの大きい法人マネーについて、その流通速度と企業の実物資産収益率の関係をみると(図表28)、前者が後者に対して2ないし3四半期のラグを伴いつつ、かなり似通った動きを示している。これは、実物資産収益率が高い局面にあっては、企業は金融資産に対する投資を抑制ないし取崩す一方で、実物資産への投資を積極化するため、名目総需要(流通速度の分子)の伸びがマネー(流通速度の分母)の伸びを上回る反面、収益率が低下する局面では実物資産投資を抑制する一方で、金融資産への選好を高めるといった企業の資産選択行動を反映したものと考えられる。したがって、資本収益率がさして高くない状況で法人マネーの流通速度の低下が進むこと自体は、通常の景気循環パターンともいえる。しかし、60年以降の動きをみると、そうした流通速度の低下が著しく増幅されたかたちで現われている。この点を企業における資金需要と資金調達、

資金運用の動きから探ってみると(図表29)、60年以降企業の実体的な資金需要(設備投資、在庫投資等の合計から内部資金調達を控除したもの)が急速な落込みを示している一方で、外部資金調達は借入金や転換社債発行等によりむしろ一段と増加傾向を強めており、そうして蓄積された余剰資金が金融資産投資に振向け

(図表30)  
株式・土地取引を考慮した通貨需要関数



<推計式>

$M2 + CD \text{ 平残} =$

$$\begin{aligned}
 & -136,219 + 0.999 \times (\text{実体要因}) \\
 & -51,706 \times \left( \text{金融債} < \text{残存2.5年物} > \cdot \right. \\
 & \quad \left. \text{国債} < \text{最長期物} > \text{の合成金利} \right) \\
 & + 73,328 \times (\text{CD金利} / \text{現先レート} < 3 \text{ か月物} >) \\
 & + 0.286 \times (\text{株式取引要因}) \\
 & + 0.009 \times (\text{土地取引要因})
 \end{aligned}$$

金利要因

$R^2 = 0.999, D.W. = 1.23, \text{計測期間} 54 / \text{Ⅲ} \sim 62 / \text{Ⅰ}$

(実体要因としては家計部門の貯蓄残高と名目総需要を考慮。株式取引には東証第一部株式売買代金、土地取引には不動産登録免許税収を使用。)

られている姿が明瞭となる。このように、最近における企業の金融資産投資は、単に実体面からの資金需要が減退したための一時的な余資運用にとどまらず、調達・運用両建てで膨らんでいる点が大きな特徴である。ちなみに、名目総需要に加え、既存資産取引をも考慮した通貨需要関数を推計してみると(図表30)、最近の $M2 + CD$ の伸び率上昇についての説明力がかなり高まり、マネーの多くがこれら取引に用いられていることが示唆される。

一方、金融機関による与信面をみると、不動産向けやこうした金融資産投資に関連しているとみられる貸出が大幅に増加しており、また最近は、円貸出も高水準を続ける中で、外貨貸し(インパクト・ローン)が一層高い伸びを示している。こうしたインパクト・ローンのかなりの部分が、いわゆる「財テク」関連資金として利用されていることは否めない。

このように、最近における流通速度低下の背景には、企業等のキャピタル・ゲイン指向が高まる中

で、名目総需要に直接つながらない既存資産投資が活発化するとともに、これに対する金融機関の積極的な貸応じが寄与しているものとみられる。また、既存資産のキャピタル・ゲイン指向は、企業だけではなく金融機関の資産運用面にも波及しており、とくに中小金融機関の資産運用における投資信託や特金、金外信の

(図表31)

## 金融機関におけるハイリスク運用資産

(%)

		全国銀行	相銀・信金
運用残高の前年比	60年末	+ 33.3	+ 47.3
	61年末	2.2倍	+ 2.2倍
総資産に占める構成比	60年末	0.55	1.33
	61年末	1.10	2.73

(注) ハイリスク運用資産とは、「証券投資信託」、「特定金銭信託」、「金銭信託以外の金銭の信託」等の合計。

増加が目立っていることは看過しえない点である。例えば相互銀行と信用金庫を合わせてみると、これら資産への運用残高は61年末時点で前年比2.2倍と著しい増加を示しており、総資産に占めるウェイトも60年末の1.3%から61年末には2.7%と高まっている(図表31)。こうしたハイリスク資産の

増大は、金融機関経営の健全性確保という面で問題をはらむものであり、リスク管理について十全の配慮がなされることが望まれるところである。

## (マネーサプライからみた金融緩和の現状評価)

マネーの流通速度の大幅な低下は、とりも直さず実体経済活動を支えるのに十分な通貨が供給されていることを示唆するものである。これを日本銀行「主要企業短期経済観測調査」による企業の資金繰り等からチェックしてみても、61年12月末の手元流動性水準は50年代入り後最高水準にあり、したがって、現在金融は十分に緩和された状態にあるとの判断が可能である。そして現状は、供給されたマネーの相当部分が、付加価値を生み名目総需要につながる取引には用いられないという意味で、「不活動残高」となっている一方で、株式・債券・土地等の既存資産取引に用いられている状況と整理しよう。

こうした状況にもかかわらず、目下のところ一般物価水準には目立った悪影響は出ていない。しかし、最近ドル安の進行に伴って国際商品市況が上昇傾向を示していること等も考えると、これまで既存資産に限定されていた価格の上昇が一般物価に波及したり、長い目でみた一般の物価安定に対する信認を損なう可能性についてはやはり無視しえないところである。また、今後予想される財政面での追加措置が内需をかなり刺激する効果をもっているとみられることも念頭に置かなければならない。したがって、今後マネーサプライの伸びがさらに加速していくことに対しては、一段と警戒的にみておくことが必要であろう。

また、現在の金融緩和を評価するにあたっては、それが一般的なインフレ期待につながらないかという上記の観点とは別に、すでにみた経済主体のキャピタル・ゲイン指向の高まりとそれに支えられた既存資産価格の上昇が、経済の健全性・安定性を損なうことはないか、といった点にも配慮を怠れない。もとより、

株式・土地等の値上がりについては、資金調達コストの低下や含み益の増大等を通じて、これまでの景気調整の過程において企業や家計の支出行動を下支えする側面をもっていたことは否定しえない。しかし同時に、既存資産の行き過ぎた値上がり、社会的公正の問題を別としても、以下のような問題点をもっていることも看過すべきではあるまい。まず第1は、①地価の上昇が直接的に設備投資や公共投資のコストを高めることや、②既存資産取引の期待収益率が高まると、生産的投資の相対的な機会費用を増大させること、を通じて、やはり生産的な投資に対してマイナスの効果を及ぼすとみられる点である。また第2に、キャピタル・ゲイン期待の高まりと期待の実現という相互作用のメカニズムが無限に続くことがありえないとすれば、こうした投機的な期待がつぶれた場合には、かなりのデフレ・ショックが生じる惧れがある。すでにみたとおり、こうした既存資産取引は、一般企業ばかりでなく金融機関にもかなり広がっており、そうしたインパクトが広範に波及することが懸念される。そうした意味で、金融の緩和が万一行き過ぎた場合の潜在的なコストの大きさについては、今後とも十分に注意を払っていく必要があると考えられる。

#### (4) 金融自由化、国際化の金融機関への影響

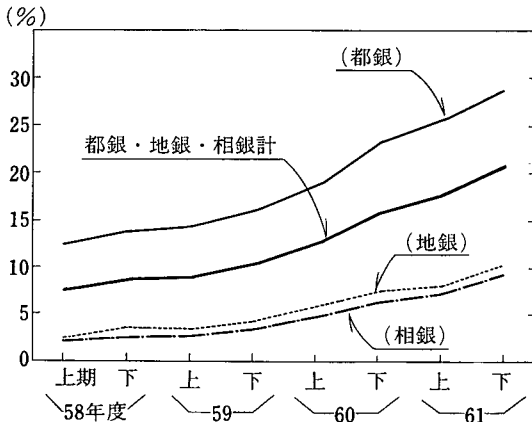
##### (金融自由化の銀行貸出行動への影響)

先に触れたように、最近、金融機関の積極的な貸出行動が目立っている。その背景のひとつには、いうまでもなく金融緩和に伴う短期市場金利の低下が、貸出の限界採算を好転させているという通常の循環的要因がある。しかし今次金融緩和局面においては、金融自由化の進展によって、個々の金融機関にとり限界的な資金調達のアベイラビリティが高まり、これが銀行の貸出態度を積極化させている可能性も否定できないところである。以下では、こうした金融自由化の銀行貸出行動への影響を探ってみよう。

金融の自由化は、61年度も各分野にわたって引続き進展したが<sup>(注18)</sup>、その中核となった預金金利自由化の面での進捗状況をみておくと、60年10月に導入された付利自由の大口定期預金は、最低預入額が段階的に引下げられた(当初10億円、61年4月5億円、9月3億円、62年4月1億円)。また、CDの最長発行期間が延長された(61年4月6か月→1年)ほか、MMCについても最長預入期間が延長され(61年4月6か月→1年、62年4月1年→2年)、また最低預入単位も引下げられた(61年9月3千万円、62年4月2千万円)。こうした預金金利自由化の進展

(注18) 金融自由化の進展状況については、末尾の(附表)参照。

(図表32)  
金融機関における自由金利調達比率の推移  
(国内業務部門)

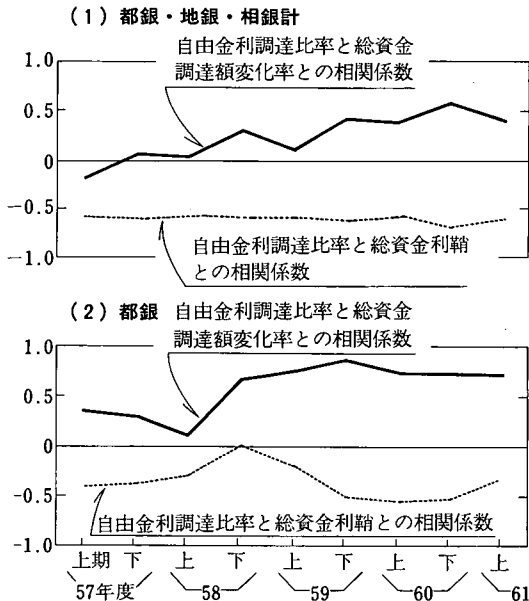


- (注) 1. 自由金利調達比率 = (コールマネー + 売渡手形 + CD + 大口定期預金 + MMC + 借入金 + 円転 + 利付金融債) / 資金調達計  
2. 61年度下期については、日本銀行調査統計局推計。

は、59年6月の円転規制撤廃の影響等とも相まって、金融機関の資金調達構造を大きく変化させている。すなわち、総資金調達に占める自由金利商品のウェイトは、60年度以降急角度で上昇をみており、とくに都銀でそれが著しい(図表32)。

こうした自由金利調達比率の上昇は、金融機関の平均資金調達コストの上昇をもたらし、貸出金利にすべて転嫁できない限り利鞘の縮小要因となる。いま、この点を検証するために、都銀、地銀および相銀の個別金融機関データに基づいて自由金利調達比率と総資金利鞘との関係をみると(図表33)、負の相関関係が認められ、自由金利調達比率の上昇がその限りでは利鞘の圧縮要因となっていることがわかる。しかしその一方で、同様の手法により自由金利調達比率と総資金調達額の伸び率との関係を分析すると、逆に正の相関関係が存在しており、しかも最近その度合いが次第に強まっている。これら一連のデータは、金融自由化が、個々の金融機関にとっては限界的な資金調達のアベイラビリティを高める方向に作用している結果、資金調達力の大きい金融機関の自由金利調達比率が上昇し、そ

(図表33)  
自由金利調達比率と利鞘および  
資金調達力との関係



- (注) 個別行(都銀・地銀・相銀)のデータを用いて、自由金利調達比率と総資金利鞘、総資金調達額・前期比変化率との相関係数を各期について計測。

うした先では利鞘の縮小を補うべく、業容拡大を指向していることを示唆するものといえよう。最近における金融機関の貸出行動積極化の背景には、金融緩和要因のほかに、こうした事情も働いているものと考えられる。

(国際化の下での金融システム)

61年度は、金融の自由化と並行していわゆる国際化の面でも、内外金融機関の相互進出、ユーロ円市場の自由化、東京オフショア市場の開設、およびこれら市場の急拡大等にみられるように、一段と進展がみられた。こうしたなかで、世界の金融市場に占める東京市場のウェイト、重要性が急速に増大するとともに、わが国金融機関の国際的業務活動は著しく活発化し、国際的な金融市場におけるシェアも急上昇している(図表34)。そうしたなかで、62年初には米・英両国の銀行監督当局から金融機関の自己資本比率指導に関する両国の合意案が公表され、わが国も同調を求められている。また米国や英国からは、主として証券業務と絡めて一層の市場開放措置を求める声が高まるなど、広い意味で金融の国際化に絡む摩擦現象ともいえるべき問題が生じている。

これらの問題に対処するに際して第1に留意すべきは、一国の金融システムの背後にある制度的、歴史的要因に十分配慮すべきことであり、そうした点におけるわが国と諸外国との相違については外国当局からも理解を得ることが必要である。

(図表34)

金融機関の国際的業務活動の拡大

(1) 国際部門、国内部門別にみた総資産増加率(都銀計)  
(円ベース平残増加率、年率・%)

	50～55年度平均	55～60年度平均
総 資 産	11.6	12.7
うち 国際部門	18.4	21.2
国内部門	9.7	9.1

(2) 民間銀行の対外債権・債務(国際比較)

(億ドル、( )内シェア・%)

		全世界計	うち 邦 銀	米 銀	英 銀
対外債権	59年9月末	22,359(100)	5,198( 23)	5,872( 26)	1,787( 8)
	61年9月末	32,289(100)	10,194( 32)	6,012( 19)	2,131( 7)
対外債務	59年9月末	21,310(100)	4,917( 23)	5,374( 25)	1,802( 8)
	61年9月末	30,927(100)	9,625( 31)	5,797( 19)	2,236( 7)

(注) 対外債権・債務には、国内居住者向け外貨建債権・債務を含む。

(資料) BIS:「International Banking Developments」

る。また具体的な処理の方法については、金融政策の有効性確保や信用秩序の維持という視点から十全の検討が加えられるべきことはいうまでもない。しかし同時に、世界的に金融・資本市場の緊密化が進み、金融機関の国際的活動が

活発化する中で、各国の監督当局、中央銀行としては、各国市場および国際的な市場の安定性について相互に関心を高めざ

るをえないことも事実である。さらにわが国の銀行・証券会社の海外における活動が一段と活発化し、シェアが高まっていることを考えると、個々の金融業界内あるいは広い意味で金融業に属する異なった業種間で内外の金融・資本市場における競争条件が著しく権衡を失することがないように、国際的な視点を踏まえた対応がますます重要になってきているといえよう。

#### (5) 政策運営上の今後の課題

以上みてきたように、61年度のわが国経済は、60年秋以降の円高のインパクトから、景気面では厳しい調整を余儀なくされたが、円高のメリット面や金融緩和の浸透により、外需から内需への需要の転換をみ、また産業構造の面においても、過度の外需依存体質からの脱却に向けて重要なステップを踏み出した。今後のわが国経済にとっては、持続的な内需拡大によってこうした望ましい動きを確保し、対外不均衡の着実な是正につなげていくことが最も重要な課題である。

こうした観点からは、まず為替相場の安定が不可欠である。為替相場がさらに円高・ドル安方向で不安定な動きを続ければ、わが国にとどまらず、世界経済全体にとっても、均衡のとれた持続的な経済成長が阻害される惧れがあるからである。61年度に入ってから金融政策は、こうした認識に立ち、為替相場の安定確保に重点を置いて運営されてきたが、今後ともマクロ経済政策の運営にあたっては、為替相場の安定に資すべく、国際的な配慮が求められている。

金融政策の運営に際しては、上記の配慮とともに、やはりマネーサプライの適切な管理により将来にわたる物価安定を確保することを通じて、持続的な内需拡大を実現することが肝要である。こうした観点に立って、金融の緩和状況を評価すると、実体経済面では、これまでの緩和の効果もあって、循環的にみる限りすでに「底固め」の段階に入っている一方で、マネーサプライの増勢加速等緩和に伴う諸現象には細心の注意を払って見守っていくべき状況にあるとみられる。したがって、一方でインフレ再燃の危険性を未然に防ぎ、また他方では金融面からの攪乱による経済全体への悪影響を小さいものととどめるという観点からは、今後の政策運営においては緩和基調の中にも十分慎重であることが求められており、またそれが長い目でみた場合には、生産的な投資活動に好影響を及ぼす一方、賃金・物価の好循環の定着を通じて、経済の健全かつ安定的な成長に資するものと思われる。



<付注>

以下の2つの推計式から、第3式のパラメータを算出し、(図表2・参考)のフローチャートの枠組みに沿って②、③式により要因分解。

$$\begin{aligned} (\text{鉱工業生産指数}) &= 9.63 + 0.62(\text{需要}) \\ &\quad <4.32> <17.21> \\ &\quad + 12.28(\text{投入物価・前年比}) - 1.42(\text{前期末在庫残高}) \cdots \textcircled{1} \\ &\quad <4.98> \quad <-5.64> \end{aligned}$$

計測期間： 52/1～3月 ～ 61/10～12月

$$\bar{R}^2 = 0.99 \quad D.W. = 1.34 \quad < > \text{内 } t \text{ 値}$$

(製商品価格判断 D.I. 1期先予測)

$$\begin{aligned} &= 130.31 + 0.44(\text{需要}) \\ &\quad <2.70> <1.93> \\ &\quad + 223.51(\text{投入物価・前年比}) - 5.91(\text{前期末在庫残高}) \cdots \textcircled{2} \\ &\quad <4.36> \quad <-2.64> \end{aligned}$$

計測期間： 56/1～3月 ～ 61/10～12月

$$\bar{R}^2 = 0.86 \quad D.W. = 1.39$$

$$\begin{aligned} (\text{鉱工業生産指数}) &= 2.48 + 0.60(\text{需要}) \\ &\quad + 0.06(\text{製商品価格判断 D.I. 1期先予測}) \\ &\quad - 1.09(\text{前期末在庫残高}) \cdots \textcircled{3} \end{aligned}$$

なお、上記「需要」は〔製造業の直面する総需要(各需要コンポーネント×生産誘発係数)〕

+〔各需要コンポーネント×輸入誘発係数-製品輸入〕として定式化。

(資料) 経済企画庁「国民所得統計」、総務庁「昭和55年産業連関表」、  
大蔵省「外国貿易概況」、通産省「鉱工業指数統計」、  
日本銀行「主要企業短観」、「製造業部門別投入・産出物価指数」

(付表) 昭和 59 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
短期金融市場	預金・オープン市場	MMCの創設(60/3,4月)と預入条件緩和 大口定期預金金利の自由化(60/10月以降) CDの発行条件緩和 (上記の概要については) (注1)を参照	円建BA市場の創設(60/6月) TB現先オペ開始(61/1月) 短期国債発行(61/2月) CDオペ開始(61/3月)	証券会社のCD流通取扱い認可(60/6月) 証券会社の円建BAの流通取扱い認可(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か月物手形創設(60/6月) 無担保コール創設(60/7月) コールの期日物多様化 (2・3週間物 有担 60/8月) (　　　　　　　無担 60/9月) (ウィークエンド物 無担 61/8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拡大(60/11月)
長期金融・資本市場	債券市場		無担保債の発行基準緩和(59/4月、62/3月) 債券格付機関の発足(60/4月) 国内SB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、61/10月) 分離型ワラント債発行解禁(60/12月) 公募超長期国債発行(20年物)(61/10月) 社債のプロポーザル引受方式導入(62/5月)	在日外銀の国債引受シ団への参加(59/4月) 金融機関による公共債ディーリング開始(59/6月、在日外銀は59/10月) 銀行の海外CB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) 銀行の新発国債売却制限緩和(商品勘定100→40日(60/6月) 〃 40→10日(61/4月) 投資勘定100→40日(61/4月)) 銀行の国内CB発行容認(62/4月)
	株式市場		大口株式売買委託手数料引下げ(60/4月、61/11月) 大阪証券取引所、株式先物市場創設(62/6月)	外国証券会社の東証会員権取得(61/2月)
そ の 他			東京オフショア市場創設(61/12月)	銀行の総合口座および極度方式による公共債担保貸付認可(60/3月) 証券会社の極度方式による公共債担保貸付認可(60/6月) 外銀の信託参入(60/10月)

(注1) CD、MMCおよび大口定期預金金利の自由化の推移

	C D			M M C (相互・信金等は60/3月から、その他は60/4月から取扱い開始)			
	最低発行金	発行期間	発行 枠	金 利	最低預入金	期 間	預 入 枠
60/3月	↓	↓	↓	CDレート -0.75%	5,000万円	1～6か月	自己資本の75% *
60/4月	1億円	1～6か月	自己資本の100% *				↓
60/10月		↓	150%			↓	150%
61/4月		1か月～1年	200%		↓	1か月～1年	200%
61/9月			250%	↓	3,000万円	↓	250%
62/4月	↓	↓	300% (外銀の枠は撤廃)	1年以下 CD-0.75% 1年超 CD-0.5%	2,000万円	1か月～2年	300% (外銀の枠は撤廃)

\* MMC(CD)未消化枠の25%以内で相互流用可能(以下同じ)。

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
先物為替取引における実需原則の撤廃 (59／4月) 円転規制の撤廃 (59／6月) 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) 為銀の外国為替高規制の改正 (Hidden Position の取扱い見直し (61／8月)) (円投外債投資にかかる持高別枠設定 (61／10月))	短期ユーロ円C Dの発行容認 (59／12月) 〔ただし、満期6か月以内、国内への販売禁止〕  ユーロ円C Dの期間延長〔6か月→1年〕(61／4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、61/4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) 国内での外貨建外債発行再開 (60／8月) 生損保、信託銀行等の対外証券投資規制緩和(注2) (61／2～8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、61/4月) ユーロ円債主幹事を外国証券業者に開放(59／12月) 居住者ユーロ円債にかか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) 居住者によるユーロ円債発行開始 (C B 60／4月、S B 60／11月) 非居住者ユーロ円債および円建外債の起債ルールを 格付基準に一本化 (61／4月) 格付機関として国内3社を追加 (61／4月) ユーロ円債の国内還流制限期間短縮 [180→90日] (61／4月) 外銀、長信行等のユーロ円債発行解禁 (61／6月)
中長期対外円建貸付の自由化 (59／4月) 海外金融先物取引の解禁 (62／5月)	居住者向け短期ユーロ円貸付の自由化 (59／6月)  非居住者向け中長期ユーロ円貸付の自由化 (60／4月)

(注2) 生損保、信託銀行の対外証券投資規制の緩和状況

大口定期預金 (付利自由)		生 損 保	総資産に対する非居住者発行外国有価証券の比率 10→25% (61/3月) 25→30% (61/8月)
最低預入 金 額	期 間		
			総資産増加額に対する外国有価証券増加額の比率 20*→40% (61/3月) 撤廃 (61/8月) *外債増加額の比率
10億円	3か月～2年	信託銀行	(貸付信託勘定)外国有価証券取得解禁 総資産の1% (61/2月) 1→3% (61/7月)
5億円			(年金信託勘定)総資産に対する外貨建資産の比率 10→25% (61/4月) 25→30% (61/8月)
3億円			
1億円			