

# 世界経済の回顧と展望

## 〔要 旨〕

1. 87年の世界経済を振り返ると、「インフレなき持続的成長の達成」という点では総じてまずまずの成果を挙げたが、「対外不均衡の是正」というもう一つの政策課題については、数量ベースでの改善の兆しは赤字国、黒字国双方にそれなりにみられたものの、市場が注目する名目ベースでの改善は捗々しくなかった。このため為替市場や金融・資本市場においては、とくに米国の「双子の赤字」に端的に示される不均衡の是正に対する疑念が強まり、10月には夏場以降の市場金利の上昇を受けて、世界的な株価急落という事態が生じた。
2. 87年における主要国の政策運営面を敷えんすると、87年2月に先進7か国による「ルール合意」が成立し、為替相場の安定を図りながら赤字国(財政赤字の削減)・黒字国(内需の拡大)双方の政策協調により所得面の調整を進めていく方向での努力がなされた。しかしながらその具体的進展には各国の事情によりかなり幅があったことは否めず、市場の信頼を得るには至らなかった。こうしたなかで各国の金融政策は、景気、物価、為替相場に加えて、国際的な一体化が進んだ金融・資本市場の動向にも配慮した、より機動的かつきめ細かい対応を迫られた。
3. 88年の世界経済は、引続き「インフレなき安定成長」を図りつつ、「対外不均衡の是正」を着実に進めていくことが中心的な課題である。これまでの大幅な為替相場の調整を契機に、すでに赤字国での外需シフトおよび黒字国での内需シフトという実体面での調整がかなり明確化しているだけに、こうした動きを市場開放の推進等自由貿易主義の原則を堅持しつつ、一段と確実なものにしていくことが肝要である。
4. こうした観点から、87年末に発表された先進7か国蔵相・中央銀行総裁共同声明の趣旨に沿って国際協調が実践で示される限り、為替市場や金融・資本市場が内包する不安定性もおのずから除去され、それが原油価格の落ち着きと相まって、為替相場や金利の不規則変動を回避し、「インフレなき持続的成長」や累積債務国問題の改善にも資することが期待される。

## 〔目 次〕

- |   |   |
|---|---|
| はじめに<br>1. 87年の世界経済の動向<br>2. 88年の世界経済の展望と課題<br>(1) 88年の展望<br>(2) 中期的な課題 | 3. 主要国別、地域別の経済動向<br>(1) 米 国<br>(2) 欧州主要国<br>(3) アジア諸国 |
|---|---|

### はじめに

87年の世界経済は、「インフレなき持続的成長」を図りながら大幅な「対外不均衡の是正」を進めるという政策課題を抱えてスタートした。対外不均衡の是正のためには、為替相場の調整に安易に依存することなく、基本的には自由貿易主義と物価の安定を前提に、所得面の調整を進めることが不可欠である<sup>(注1)</sup>。87年2月に開催された先進7か国蔵相・中央銀行総裁会議における「ループル合意」は、本来こうした基本認識に立脚した国際協調の重要性を強調したものであった。こうした合意を受けて、為替相場は春先から秋口にかけて比較的安定的に推移し、87年の世界経済は、赤字国(米国)では外需主導型へ、黒字国(日本)では内需主導型へのシフトを伴いつつ、しかも物価の安定基調を崩すことなく、持続的な成長を達成した。

もとより「ループル合意」は、固定相場制とは異なり、参加国に一定の為替相

---

(注1) 大幅な対外不均衡の是正には、二つの調整、すなわち為替相場および所得の調整が不可欠であるが、為替相場の調整には市場による「行き過ぎのリスク」、所得の調整には各国間の利害相克による「不足のリスク」が常に存在する。いうまでもなく為替相場の調整は、価格効果を通じて数量ベースの輸出入の不均衡を縮小させるとともに、一国の供給構造ひいては経済構造の変化を引起す誘因ともなる。しかしながら為替相場の調整は、むしろ名目ベースでは貿易赤字(黒字)を増幅させる方向に作用し、市場のセンチメント如何では行き過ぎた相場変動を招くおそれが多分にある。こうして為替調整が行き過ぎると、市場が期待する名目ベースの対外不均衡が改善されないのみならず、為替切り下げ国(貿易赤字国)にはインフレ圧力を、為替切り上げ国(貿易黒字国)にはデフレ圧力をもたらし、各国が最優先課題としている持続的成長を阻害しかねない。したがってこうした最悪の事態を回避するためには、為替相場の安定を図り所得面の調整を併せて行っていくことがぜひとも必要である。もっとも所得の調整についても、赤字国ないしは黒字国のいずれか一方が全面的に負担すると、行き過ぎた副作用(赤字国でのデフレないし黒字国でのインフレ)が生じるおそれがあるため、現実には双方とも自国の所得調整負担を極力小幅にとどめようとする傾向が強い(「不足のリスク」)。

場水準の維持を義務づけるものではなく、マクロ経済政策の運営についての国際協調によって為替相場の安定を図ろうとするものであった。しかるに現実の政策対応をみると、日本は緊急経済対策の実施もあって、内需主導型の景気拡大傾向を明確にしていた一方で、米国の「双子の赤字」の是正が市場が期待するほどにははかどらず、また西ドイツ等欧州諸国の政策対応が遅れるなど、各国が抱える事情によってかなりの幅があったことは否めない。加えて、対外不均衡の縮小は実質ベースでこそある程度明確に顕現化し始めたが、市場が注目する名目ベースの不均衡はほとんど改善していないのが実情である。

こうしたなかで、87年10月ニューヨーク市場の株価が急落し、それが世界的な株価下落の引き金になるとともに、外国為替市場にも波及してドルの急落を招くなど、世界の金融・資本市場に動揺がみられた。この間、各国の金融政策は、景気、物価、為替相場に加えて、国際的な一体化が進んだ金融・資本市場の動向にも配慮した、より機動的かつきめ細かい対応を迫られた。世界的な株価の下落は、現象的には長期にわたる金融緩和に伴う「バブル」の崩壊ととらえることもできるが、その背後には、米国の巨額の対外不均衡に対して有効な所得調整策（財政赤字の削減、個人消費の抑制）が打たれないことに対する市場の懸念が醸成され、それが金利先高感につながり株価下落を引起こした面があったと考えられる。併せて、ニューヨークの株価急落が一夜にして世界中の株価下落に波及したことは、金融・資本市場の一体化（グローバル化）が進展したことを物語るものであり、ショックの波及を防止するとともに、いったん問題が発生した後の危機管理について各国の政策当局が迅速かつ適切に対処することの重要性を改めて強く認識させるものであった。

一方物価動向に目を転ずると、年末にかけて原油価格が下落し、国際商品市況についても一部を除き概ね落ち着いた動きを示していることから、直ちにインフレが再燃する情勢ではない。しかしながら、長期にわたる金融緩和の下で、米国や日本において設備稼働率の上昇等需給の引締め傾向が明確化していることを考慮すると、息の長い経済成長を達成するためには、やはり物価の安定を重視した慎重な政策運営が肝要である。

以上要するに、87年の世界経済は、インフレなき持続的成長を達成するとともに、対外不均衡の是正についても、実体面では赤字国と黒字国がそれぞれ望ましい方向へ歩み出しているが、名目ベースでの対外不均衡の是正は十分進展しておらず、このため米国の対外ポジションの悪化が進行するなど、不安定な側面を残

しており、根本的な問題の解決は88年に先送りされたとみるべきであろう。この点12月に発表された先進7か国蔵相・中央銀行総裁共同声明は、為替相場の安定を促進するため、国際協調強化の重要性をうたっており、そうした方向での実績が挙がることが期待される。

以下では、こうした観点に立って87年の世界経済の動向を概括したあと、88年の世界経済の展望および課題について検討することとしたい。

## 1. 87年の世界経済の動向

### (持続的な成長の達成)

87年の世界経済は、総じて引続き緩やかな景気拡大を遂げた(第1表)。米国では、住宅投資の減少をはじめ家計支出の伸びは鈍化したが、一方で輸出が顕著に増加し、それをてこに製造業の生産・雇用が増加に転じ、年後半以降は設備投資も回復に向かうなど、外需主導にシフトしつつ景気拡大を持続した。欧州では、英国が個人消費の好調に加え設備投資も増加し、内需主導の比較的高い成長を遂げたが、西ドイツ、フランス、イタリアは総じて力強さを欠く景気展開となった。これは、これら大陸諸国においては、86年に原油価格の大幅下落等によって好転した交易条件が、87年中はほぼ横ばいにとどまったことが大きく影響している(第2表)。また英国ではサッチャー政権の下、労使関係の改善、外資の積極的導入等により供給構造の面にも変革の兆しがうかがわれるが、大陸諸国の方は西ドイツを含め、農業をはじめ石炭、鉄鋼等競争力の劣る産業を多く抱える中で経

(第1表)

### 主要国の実質GNP成長率

(季節調整済み、( )内は内需伸び率、前期比年率・%)

	1985年	86年	87年 (実績 見込み)	上 期		88年 (見通し)
				(実績)	(見込み)	
米 国	3.0 ( 3.6 )	2.9 ( 3.9 )	2.75 ( 2.0 )	3.2 ( 1.9 )	3.25 ( 2.5 )	2.5 ( 1.0 )
西 ド イ ツ	2.0 ( 1.0 )	2.5 ( 3.7 )	1.5 ( 2.5 )	Δ 0.8 ( 0.7 )	3.5 ( 3.25 )	1.5 ( 2.25 )
フ ラ ン ス	1.7 ( 2.2 )	2.0 ( 3.7 )	1.5 ( 3.0 )	1.1 ( 2.8 )	2.0 ( 2.25 )	1.5 ( 1.5 )
英 国	3.6 ( 2.9 )	3.3 ( 3.8 )	3.75 ( 3.5 )	4.0 ( 1.5 )	3.75 ( 7.25 )	2.75 ( 3.75 )
日 本	4.7 ( 3.8 )	2.4 ( 4.0 )	3.5 ( 4.25 )	3.3 ( 3.3 )	4.5 ( 5.75 )	3.5 ( 4.0 )
OECD 諸 国 合 計	3.2 ( 3.3 )	2.8 ( 3.8 )	2.75 ( 2.75 )	2.7 ( 2.4 )	3.25 ( 3.5 )	2.25 ( 2.0 )

(資料) 各国統計、OECD「OECD Economic Outlook, December 1987」

(第2表)

## 欧米主要国の交易条件の変化

(対G N P比率・%)

	1986年	87年(見通し)
米 国	0.3	Δ 1.0
西 ド イ ツ	2.9	0.5
フ ラ ン ス	2.4	0.2
英 国	Δ 1.1	Δ 0.1

(資料) OECD「OECD Economic Outlook, June 1987」

庫や設備のストック調整も完了に向かうなど、経済が自律的な拡大を遂げるなかで、金融、財政両面からの効果も加わって内需が急速に増加し、前年を上回る成長を達成した。

一方 NICs および発展途上国においても、こうした先進工業国の成長持続、原油・一次産品市況の持直し、あるいは為替相場面での輸出競争力の強化などから、比較的順調な経済拡大を遂げた。韓国、台湾等アジア NICs は、輸出の増勢持続に加え、それが国内の設備投資、個人消費等に波及したことから前年に次いで二けた成長を続けており、ASEAN も、在来の輸出品である原油・一次産品市況が持直したことに加え、工業化の進展に伴う製品輸出の伸長や日本をはじめとする対内直接投資の増加もあって急速に景気が回復している。またオーストラリア、ニュージーランドでも、輸出向け一次産品価格の上昇のほか、賃金・物価の悪循環の抑制に努めたことから景気は好転に向かっている。このように環太平洋諸国は、日米両国経済のダイナミズムを核として地域間の相互補完を進めるかたちで貿易量、直接投資、技術移転の増大がみられており、世界的にみても高い経済成長を達成している。

この間中国は、近代化政策の推進、輸出の増加等から国内生産は順調に拡大しており、中南米諸国も累積債務の制約はあるものの、原油・一次産品価格の持直しから緩やかに成長した。もっともソ連・東欧諸国では、経済改革の動きは広がっているが、天候不順、インフレの高進等もあって総じて経済停滞が続いている。

## (物価は安定圏内で推移)

世界経済が緩やかな拡大を続ける中で、物価は87年中概ね安定圏内で推移した(OECD 加盟国平均の個人消費支出デフレーターの前年比上昇率: 86年+2.9%→87年見込み+3.5%、第3表)。87年中の原油・一次産品市況の動向をみると(第1図)、原油は、86年12月のOPEC 総会で18ドル/バレルの固定価格制復帰が決

済の成熟化が進行しており、大幅なドル高是正に対しても産業構造を前向きに適応させていこうとするダイナミズムに欠けるのが実情である。この間日本では、物価の安定、交易条件の改善を背景に家計支出が堅調に推移する一方、在

(第3表)

欧米主要国の消費者物価上昇率  
(個人消費支出デフレーター・ベース)

(前年比・%)

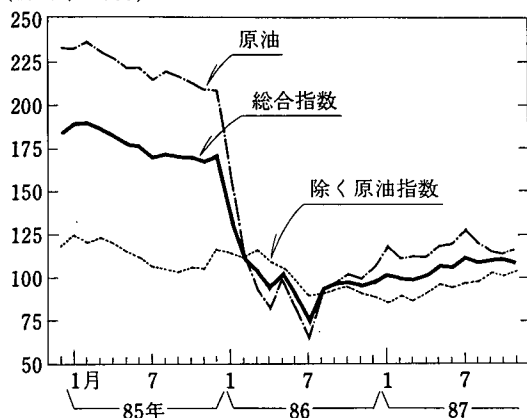
	1985年	86年	87年 (実績・見込み)	88年 (見通し)
米 国	3.4	2.2	4.0	4.0
西ドイツ	2.0	0.5	0.75	1.75
フランス	5.7	2.5	3.25	2.75
英 国	5.2	3.6	3.0	4.5
OECD 諸国合計	4.5	2.9	3.5	3.75

(資料) 各国統計、OECD「OECD Economic Outlook,  
December 1987」

(第1図)

OCIと原油価格指数の推移

(1986年=100)



(注) OCI (Overall Commodity Index) とは、日本銀行調査統計局作成の国際商品指数。同指数は最近の国際原料品取引においてウエイトの高い12品目(工業原料6品目、食料品6品目、国際原料品に占めるウエイト約8割)を対象としており、原油を含むのが特徴。

定され、87年1～3月期にはほぼ計画どおりの減産が実施されたことから、市場実勢価格(北海ブレント)も18ドル/バーレルの水準まで上昇し(86年中平均14.4ドル/バーレル)、年末近くまで若干の振れはみられたものの概ねそのレベルで推移した。その後12月に開催された OPEC 総会が OPEC の結束の弱さを示したと市場に受け止められ、市況は12月半以降下落している。原油以外の一次産品市況は、87年入り後、銅、アルミ、綿糸、羊毛などの工業原材料が、長年の供給抑制による在庫の減少および需要の増加から需給バランスが好転したことに加え、一部投機資金の流入もあって騰勢に転じた。秋口以降は投機資金の流入一巡等から工業原材料の騰勢には頭打ち傾向がうかがわれるが、反面これまで供給過剰状態から低迷していた穀物市況が、在庫の漸減、ソ連、中国等の新規買付け増加を背景に強含んできており、全体ではジリ高傾向をたどっている。

こうした状況下、工業先進国の物価情勢は、基本となる賃金動向が比較的落ち着いており、原油価格の下落もあって目下のところ直ちにインフレが再燃するおそれは少ないが、長期にわたる景気拡大や金融緩和を背景に一部に注意を要する兆候が見受けられるようになっている。米国では、ドル相場下落によって輸入価格が上昇しているほか、生産の増加を反映して年央以降失業率が6%を下回る状況になっており、こうした労働需給の引締まりから賃金上昇圧力が高まるのでは

ないかとの懸念も出てきている。またドル相場的一段の下落懸念が先行きのインフレ再燃懸念を強め市場金利の上昇を招く場面もみられた。日本でも土地価格の急騰に加え、住宅投資の増大や公共投資の追加支出増から木材、鋼材等の建材価格が秋口にかけて大幅に上昇した。国際商品市況の上昇の背景には、こうした日本の国内市況急騰も一因となった。

なお、国際商品市況の動向については、これまでも主要国中央銀行によって注意深くモニターされてきたが、9月のIMF総会において米国のベーカー財務長官が金を含む商品バスケット指数を、主要国間の経済サーベイランスの1指標として追加するよう提案を行って注目された。

(対外不均衡の是正の進展とその評価)

次に世界経済が抱えるもう一つの政策課題である「対外不均衡の是正」についてみると、基本的には実体経済活動の調整によってまず実質ベースの貿易収支の不均衡が改善してくるわけであるが、米国の場合86年10～12月以降実質貿易収支の赤字幅は着実に縮小傾向をたどっている(第4表)。とくに、農産物、原油等振

(第4表)

米国、西ドイツ、日本の実質貿易収支の推移 (GNPベース)

(季節調整済み、年率、億ドル)

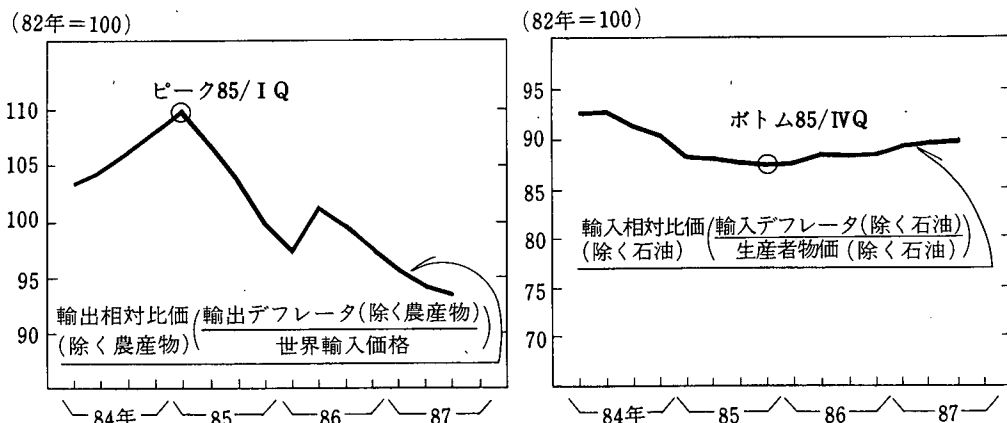
	米 国						収 支 尻	
	輸 出	前 期 比 率	輸 入	前 期 比 率	収 支 尻	除く農産物輸出、石油輸入	西ドイツ	日 本
1985年	2,311	% 3.2	3,702	% 5.4	Δ 1,391	Δ 1,099	280	522
86	2,447	5.9	4,202	13.5	Δ 1,755	Δ 1,316	301	495
85/I Q	2,319	0.0	3,476	Δ 17.0	Δ 1,157	Δ 975	237	434
II	2,302	Δ 2.9	3,684	26.2	Δ 1,382	Δ 1,072	292	514
III	2,295	Δ 1.2	3,724	4.4	Δ 1,429	Δ 1,114	314	531
IV	2,327	5.7	3,923	23.2	Δ 1,596	Δ 1,235	283	596
86/I	2,357	5.3	3,905	Δ 1.8	Δ 1,548	Δ 1,248	331	559
II	2,381	4.1	4,134	25.6	Δ 1,753	Δ 1,299	280	450
III	2,481	17.9	4,411	29.6	Δ 1,930	Δ 1,372	336	477
IV	2,567	14.6	4,357	Δ 4.8	Δ 1,790	Δ 1,343	257	478
87/I	2,587	3.2	4,252	Δ 9.3	Δ 1,665	Δ 1,283	263	605
II	2,705	19.5	4,328	7.3	Δ 1,623	Δ 1,243	270	383
III	2,914	34.7	4,549	22.0	Δ 1,635	Δ 1,162	291	420

(注) 1. 米国は財のみ。日本、西ドイツは財のほかサービスも含むベース。

2. 米国は82年、日本、西ドイツは80年価格。

(第2図)

## 米国の輸出入相対比価の推移



れの大きい品目を除いた工業製品収支のベースでは、87年7～9月期に至るまで4四半期連続して改善しており、前年の7～9月期に比べ2割方赤字が縮小している。これは、いうまでもなく85年9月以降本格化したドル高是正の効果が相対比価の低下となって顕現化し、それによって輸出が急速に回復したことが寄与している。米国の輸出相対比価は、ドル建てでみた世界の輸入価格が上昇する中で米国の輸出価格がほぼ横ばいで推移したことから、第2図のとおりピークの85年1～3月期以降87年7～9月期までの間2割方低下した。米国では、輸出相対比価が改善すると約1年半後に貿易数量が増加に向かうことが経験的にみてとれ<sup>(注2)</sup>、昨年央以降の輸出好伸も従来のパターンに則したもののといえよう。輸出を品目別にみると(第5表)、原材料・部品、食料品等品質がほぼ同一で、価格差によって売れ行きが左右される製品のほか、最近品質や技術の相違が重視されるプラント・機械類等資本財の輸出も急速に増加している。これは、80年代入り後着実に強化されてきた米国の産業競争力<sup>(注3)</sup>が、80年代前半は異例なドル高によって打消されていたものの、ドル高是正に伴ってその実力を発揮し始めたものであり、今後も持続性を期待しうる動きとみられる。

他方、米国の輸入数量については、ならしてみれば着実に増勢を鈍化させているものの、輸出に比べてその改善テンポが捗々しくない。これは先進工業国の輸出企業が、大幅な為替調整にもかかわらず、米国市場でのシェア重視の観点から為替レートの上昇に比べてドル建輸出価格の引上げを小幅にとどめていること

(注2) 詳しくは調査月報61年8月号掲載論文「米国の貿易不均衡について」参照。

(注3) 詳しくは調査月報62年8月号掲載論文「米国の産業競争力について」参照。



(第5表)

## 米国の品目別輸出入動向

(実質GNPベース、前期差年率、億ドル)

	87/I Q	II Q	III Q	実数
商 品 輸 出	+ 20	+ 118	+ 209	2,914
資 本 財	0	+ 41	+ 136	1,162
消 費 財	+ 6	+ 11	+ 9	176
自 動 車 ・ 同 部 品	+ 9	0	Δ 2	227
原 材 料 ・ 部 品	+ 2	+ 25	+ 3	704
食 料 品	Δ 12	+ 25	+ 57	345
商 品 輸 入	Δ 105	+ 76	+ 221	4,549
資 本 財	Δ 8	+ 70	+ 76	1,114
消 費 財	Δ 18	+ 19	Δ 9	763
自 動 車 ・ 同 部 品	Δ 1	+ 4	+ 1	677
原 材 料 ・ 部 品	Δ 2	Δ 39	+ 3	713
石 油 ・ 同 製 品	Δ 90	+ 26	+ 154	875
実 質 貿 易 収 支	+ 125	+ 42	Δ 12	Δ 1,635

(第6表)

## 米国、西ドイツ、日本の名目貿易収支

(IMFベース、季節調整済み、億ドル)

	1985年	86年	87年 (実績) (見込み)	上 期 (実績)	下 期 (見込み)	88年 (見通し)
米 国	Δ 1,222	Δ 1,443	Δ 1,558	Δ 783	Δ 775	Δ 1,358
西 ド イ ツ	288	564	700	342	358	693
日 本	560	928	965	509	458	933

(資料) 各国統計、OECD「Economic Outlook, December 1987」

や、対米ドルレートの上昇率が相対的に小さいアジア NICs の対米輸出が増勢を続けていることもさることながら、何といても後述のように米国の内需が比較的堅調に推移し、所得面からの調整効果があまり生じなかったことが大きいとみられる。

こうした対外不均衡の是正を黒字国のサイドからみると、日本、西ドイツでは黒字縮小傾向が明瞭になっており(第6表)、とくに日本については、円高の効果に加え金融財政両面からの内需拡大策によって輸入が急増する一方輸出が減少したことから、数量ベースでは既に86年以降改善が進んでいる。

主要先進国間の不均衡是正が進んだ反面、アジア NICs の対米黒字は、自国通

(第7表)

## アジア NICs 諸国の名目貿易収支

(通関ベース、億ドル)

	1985年	86年	87年		87年 上期
			上期	下期	
NICs 4 개국合計	67	158	51	107	88
うち 対 米	217	301	133	168	177
韓 国	Δ 9	31	2	29	29
うち 対 米	42	73	32	41	44
台 湾	106	156	69	87	91
うち 対 米	101	136	62	74	86

貨の対米ドルレート上昇率が小幅にとどまっていることもあって、前年に比べても高い水準が続いている(第7表)。このため、米国の貿易赤字に占める日本、欧州のウエイトは着実に低下する一方、アジア NICs のウエイトが大幅に上昇しており(86年1～3月→87年7～9月、日本40.3%→31.5%、EC15.5%→14.8%、NICs 17.7%→23.9%)、アジア NICs の高水準の黒字を巡って米国との間の貿易摩擦が急速にクローズ・アップされてきている。

このように主要国間の収支不均衡は、実質ベースでは着実に縮小しているが、米国の名目貿易収支は、ドル相場の続落による輸入価格押上げ効果から前年を上回る赤字を続けている。このため、為替市場においてはドル安→米国の名目貿易赤字の増加→一層のドル安というように、実体経済面での調整進展にもかかわらずドル安が進行する結果となった。こうした状況に対処するため、87年2月に開催された先進7か国蔵相・中央銀行総裁会議において「ルーブル合意」が成立し、その後しばらくの間為替相場は比較的安定した状態が持続した。もっとも一部エコノミスト等からは為替相場を市場にゆだねるべきとの発言も相次ぎ、「ルーブル合意」の先行きに対する市場の思惑の高まり等を背景に秋口以降再びドル安が進行した。しかしながらすでにこれまでの為替調整によって、米国の政府、実業界の間には「アジア NICs の場合を除き、現状のドル相場水準で産業の輸出競争力は十分に回復している」との声が聞かれるようになっており、一方米国の主要貿易国も「これ以上のドル安＝自国通貨高は、国内の企業活動に行き過ぎたデフレ・インパクトを及ぼし世界経済全体にとっても望ましくない」との認識で一致している。したがって対外不均衡の是正を一層進展させるためにも、主要国間の為替相場を安定させることが必要であり、「ルーブル合意」の趣旨に沿ってそれを実現する方向での国際的な政策協調の重要性が一段と高まっている。こうした

観点から87年12月、先進7か国蔵相・中央銀行総裁は共同声明を発表し、「ルーブル合意は世界経済の前向きの進展の基礎をつくるものである」との考え方を再確認のうえ、為替レート of 安定を促進するため、経済の基礎的諸条件を強化するような政策の監視および実施について、緊密に協議し続けることを合意した。

(国際協調という課題を抱えた政策運営)

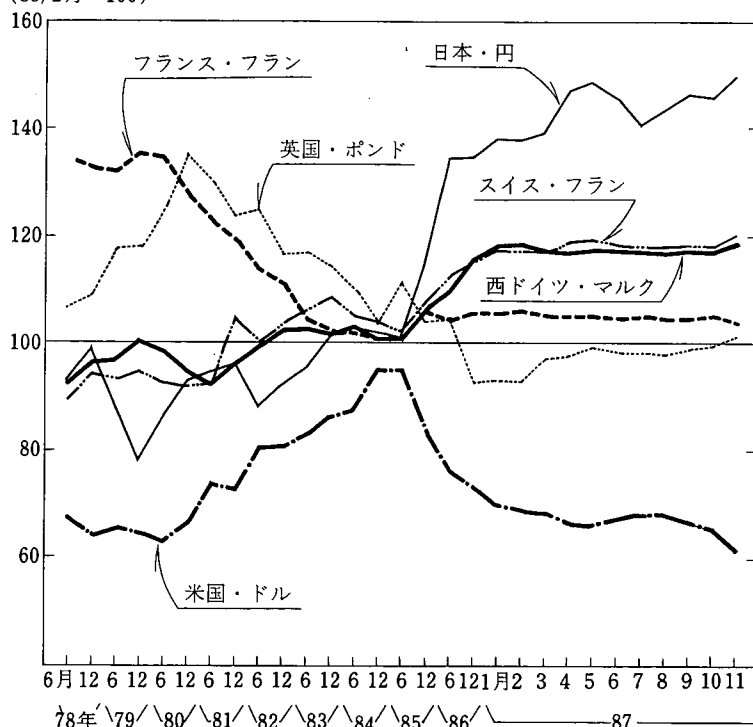
前述のように世界経済はインフレなき緩やかな成長を持続したが、その達成のために金融政策運営はよりきめ細かい対応を迫られた。さらに為替相場の安定(為替相場の動向については第3図参照)、主要国間の対外不均衡の是正という課題に対しても、金融政策による対応が求められる度合いが一層強まった。

この間の事情を敷えんすると、86年末から87年初にかけて西ドイツがマネーサプライの目標値比上振れに対処するため市場金利の上昇を容認する姿勢を示した

(第3図)

主要国通貨の実効為替レートの推移

(85/2月=100)



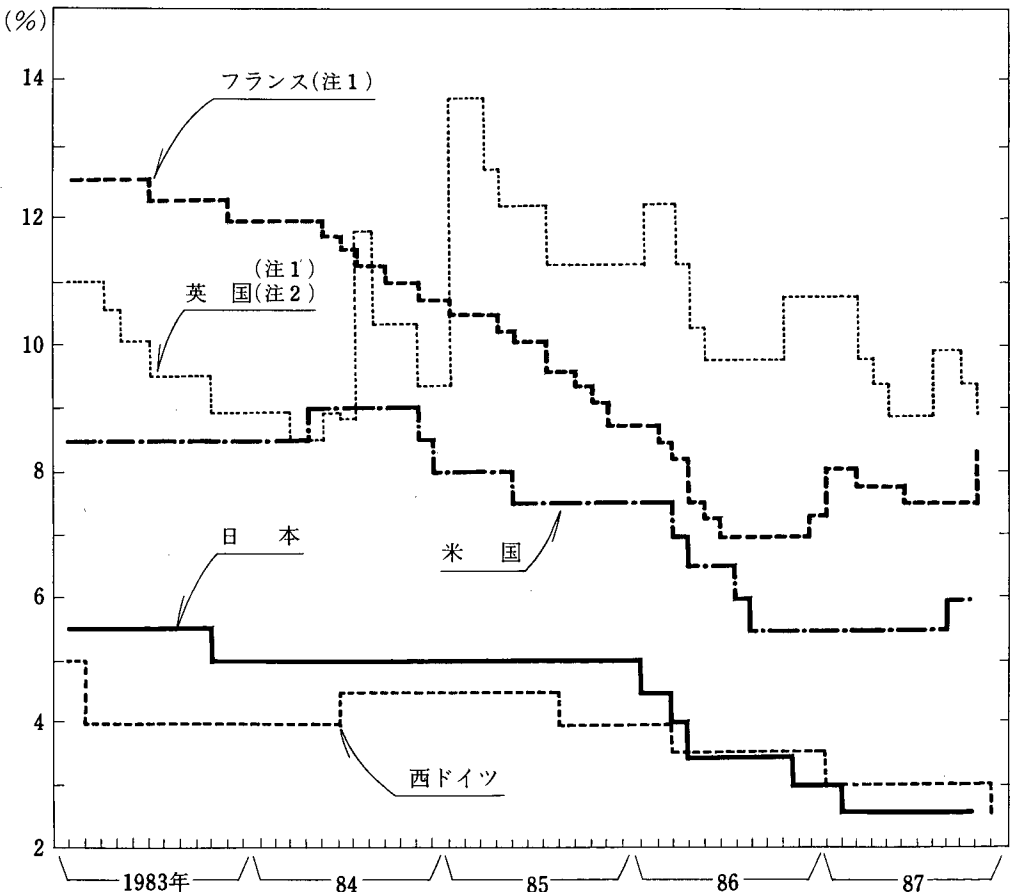
(注) 1. 日本銀行調査統計局算出による。

2. 実効為替レートとは、為替相場の多角的な変動の中で、ある国の通貨の総合的な対外価値がどのように変化したかをみるための指標。日本銀行調査統計局では、対象通貨のウエイト付けの方法としてIMFのMERM(多角的為替相場モデル)ウエイトを用いて主要11か国ベースで算出。

ことから、西ドイツ・マルクに対する先高感が急速に強まり、それがEMS内の緊張を激化し、結局マルクの切上げ、フランス・フランの切下げというEMSの再調整と西ドイツの公定歩合の引下げ、フランスの市場介入金利の引上げという金利調整で決着をみた(第4図)。次いで2月には日本が国内景気の回復を支援するとともに為替相場の安定を目指す国際協調をも考慮して、史上最低水準への公定歩合引下げに踏切った。3月後半になると、米国において、原油価格の反騰が国内物価の上昇となって顕現化したことや一層のドル安進行は輸入物価の上昇を通じてインフレをもたらすとの懸念が強まったことを背景に、市場金利が急上昇したため、連邦準備制度は引締め気味の市場調節に転じた。その後秋口にかけて工業原材料を中心に国際商品市況が上昇する中で、マネーサプライ、金融機関貸

(第4図)

公定歩合の推移(月末値)



(注1) フランス、英国は市場介入金利。

(注2) 英国の市場介入金利は83/6月以降15~33日物、それ以前は14日物。

出が増勢を持続したことから、日本、欧州主要国では、インフレ・マインドの高まりを未然に防止するため、市場金利の反転上昇を容認する姿勢を示した。また米国でも、夏場に生産がかなりのピッチで増加し需給引締め感が台頭してきたこともあって債券市場を中心にインフレ懸念が強まったため、9月に公定歩合が3年5ヵ月ぶりに引上げられた。ところが、金利が上昇に転じた後も急テンポで上昇を続けていた株価が、10月19日のニューヨーク株式市場での急落を契機として世界的に大きく下落したことから、主要国の中央銀行は、直ちに金融市場の混乱を回避し信用秩序を維持するために、当面の措置として流動性の供給を弾力的に行う市場運営に転じた。一方為替市場においても、株価急落を契機に米国の「双子の赤字」(対外収支および財政収支)の縮小が不十分との評価が強まるとともに、「ルーブル合意」の実効性に対する疑念が喧伝されたこともあって、ドル相場が急落した。このためEMS内での西ドイツ・マルクとフランス・フランの緊張が再び高まり、併せて輸出不振による成長鈍化懸念が強まったことから、12月上旬には西ドイツの公定歩合引下げが実施された。

こうした金融政策への過度ともいえる依存状態は、財政政策や通商政策が機動性に欠ける点を考慮すれば、一時的、過渡的対応としては容認されようが、その間可及的速やかに、対外収支の赤字国では保護主義への傾斜を回避しつつ国内消費を抑制する(国内貯蓄を高める)、一方黒字国では外需依存の産業構造の調整を促進し自国通貨高のメリットを十分享受しうるオープンな経済社会体制に改める、という方向でそれぞれ中長期的な財政、通商政策を確立し、それを確実に実行していくことが対外不均衡是正のための基本的課題である。

もっとも現実には、自由貿易ひとつとってみても厳しい状況に置かれている。例えば米国においては、87年初に議会に対して極めて保護主義的な条項を含む包括貿易法案が上程されたほか、5月には日米半導体問題に関して報復措置が実施されるなど、保護主義の動きは目を離せない状況にある。日本も、国民生活の一部基礎物資・サービスの価格が国際的に極めて高い水準にあり、また各種の建設資材価格が急騰する過程で輸入品の流入が必ずしも円滑でなかったことや、農産物の輸入自由化問題でガットの修正勧告を受けるなど、市場開放を一段と進める余地があろう。欧州についても、農産物問題をはじめEC域外との貿易にはなお閉ざされた面が少なくない。その他米国向け輸出を急増させている韓国、台湾等アジア NICs では、米国との間の貿易摩擦の高まりから国内市場の開放策を打出しているが、漸く一步踏み出した段階にとどまっている。

このように保護主義への傾斜といった問題はあるにせよ、近年の趨勢をみると、貿易面のみならず海外直接投資の急成長、国際的な資本移動の増大・情報通信分野での世界的なネットワークの拡大など、多様な分野で急速な国際化が進展している。

こうした状況下、金融制度、金融システム全般について、①金融国際化によって増大している各種リスクに如何に対処すべきか、②金融の証券化、non-bankの銀行業務への進出等に直面し、bankとnon-bankとの分離をどのように見直すべきか、③自国の金融機関、金融市場のダイナミズムを保ち対外競争力を如何に増大させるか、④以上を前提とした場合、預金者、企業の負託に応える健全な金融機関、金融システムを保持するためにはどのような監督指導体制をとるべきか、⑤そうしたなかで金融政策の有効性をどのようにして維持するか、といった観点から再検討を加える動きが広がりを見せている。米国では、銀行と証券の分離を定めたグラス・スティーガル法の廃止と銀行持株会社の子会社による証券業務兼営を骨子とする金融近代化法(The Financial Modernization Act of 1987)が議会に提出されており、連邦準備制度理事会も同法案を全面的に支持している。一方欧州においても、英国でシティの再生をかけたいわゆるビッグ・バンが発足して1年余が経つが、この間にかなりの速さで金融再編成が進展しており、フランスでも金融の自由化・国際化に向けての制度改革、市場整備が逐次実施されている。また日本でも現行金融制度について見直しを求める声が強まっており、12月上旬には金融制度調査会によって専門金融機関制度のあり方に関する報告書が公表された。こうしたなかで先般12月のB I S中央銀行総裁会議において、銀行の自己資本比率規制に関し日・米・欧の主要国間の合意が成立したことは、従来一国の主権にかかるものとみなされていた金融機関の監督指導について国際的な統一ルールが適用される部分が生じたことを意味するものである。

## 2. 88年の世界経済の展望と課題

### (1) 88年の展望

(持続的な成長と不均衡是正の両立)

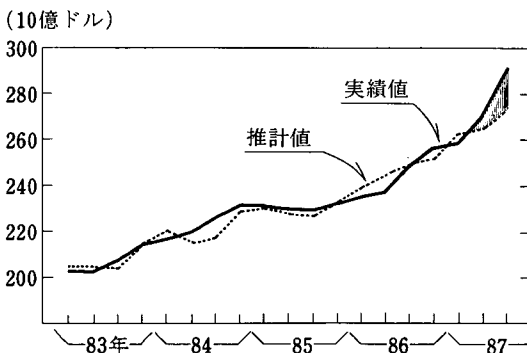
以上みてきたように、対外不均衡の是正は88年に持越されたが、88年の世界経済にとって望ましいシナリオは、87年にみられた先進工業国での対照的な成長パターン(米国は輸出主導、日本、欧州は内需主導)が一層明確なものとなり、貿易不均衡の是正テンポが加速されることである。そうなれば金融・為替市場が落着

きを取戻し、世界経済の持続的な成長が期待されよう。したがって88年の世界経済を展望するにあたっては、先進諸国の新たな成長パターンの持続性をどうみることが鍵であり、その際、①すでに大幅に調整された為替相場の下で中期的な構造調整が着実に進展しうるか、②所得面からの調整が如何なる推移を示すか、の2点が重要な検討課題となる。

まず第1の点について為替切下げ国の場合をみると、為替相場の変動は、相対比価の変化を通じて輸入を抑制し輸出を増加させる方向に働くと同時に、内需から外需への需要シフトに即応するかたちで供給構造自体を変化させる調整効果を有している。この点最近に至るまで米国の輸出相対比価は引続き米国有利の方向に変化しており、また既述のとおり米国の場合輸出相対比価が有利化してから輸出数量が増加に向かうまでには通常6四半期程度の遅れがあることを勘案すると、当面米国の輸出は増勢を持続することが期待される。しかしながら、為替相場が安定的に推移するとすれば、輸出相対比価の有利化をてこととする輸出促進効果が減衰していくことは避けられない。そこで輸出の増勢が中長期的に維持されるためには、資本、労働、技術といった生産要素が貿易財の部門にシフトする、あるいは海外販売拠点の再構築が行われるなど、供給構造面の調整が並行して進展していくことが必要である。その点、80年代入り後の大規模なリストラクチャリングの展開、海外からの直接投資の増大等にも現われているように、自由を根

(第5図)

関数による米国輸出数量の推計



〈実質輸出の推計式〉

$$\begin{aligned} \text{LOG(実質輸出)} &= 1.4 + 0.9 \times \text{LOG(世界輸入量)} \\ &\quad \langle 2.5 \rangle \langle 7.6 \rangle \\ &\quad - 0.8 \times \text{LOG(相対比価)} \\ &\quad \langle -4.1 \rangle \end{aligned}$$

$$\bar{R}^2 = 0.65, \text{D.W.} = 1.86$$

計測期間 75/IQ～85/IQ

本に据える米国経済のダイナミズムは決して衰えておらず、事実すでに製造業の生産、雇用および設備投資が増加に向かうなど供給サイドでの調整も着実に進行している。ちなみに米国輸出数量を海外所得と相対比価によって説明する関数推計を行うと、このところ過去の対応関係から推計される伸びをかなり上回る伸びを示しており(第5図)、構造的な変化が輸出面に生じていることがみてとれる。

(所得面での調整の必要性)

先進工業国間の貿易不均衡の是

正テンポが加速されるためには、こうした価格変化を通じる調整に加えて所得面の調整が必要である。既述のとおり米国の貿易収支は実質ベースでは改善に向かっているものの、名目ベースでは依然として高水準の赤字が続いているため、外国為替、金融、株式市場は、不安定な状況から脱しておらず、ドル相場は11月以降かなり下落している。しかしながら対外不均衡是正のために為替相場調整のみに依存すると、黒字(切上げ)国にはデフレ圧力、赤字(切下げ)国にはインフレ圧力、という好ましくない影響が生じるのみならず、輸入価格の上昇によって名目ベースの赤字はむしろ増加する可能性すらある。為替相場の安定と所得面の調整が必要とされるゆえんである。この点、日本が金融面の措置に加え財政面でも大規模な内需拡大策を実施に移したこともあり内需の拡大が順調に進んでいる一方、米国が先般88、89年度の両年度につき修正グラム・ラドマン法(均衡財政法)の規定を上回る財政赤字削減を決定したことは、対外不均衡是正に向けての所得面の調整策として評価できよう。もっとも、米国の場合、87年度の財政赤字が大幅に減少した(86年度△2,211億ドル→87年度△1,480億ドル)にもかかわらず、経常収支(名目ベース)は赤字幅を拡大した(86/10月～87/9月△1,546億ドル<前年同期△1,403億ドル>)。これは貯蓄投資バランス上、財政部門(連邦+地方)の投資超過は着実に縮小したものの、設備投資の持直しによって、企業部門の投資超過が増加したほか、家計部門の貯蓄超過が消費性向の一段の上昇によって大幅に減少したためである。こうした事情から推察されるように、米国の場合、輸出が増加し企業設備投資が回復するという企業部門を中心とする景気拡大局面にあるので、クラウディング・アウトを回避するためにも財政は可及的速やかに後退することが望ましいが、それと並行してレーガン政権下において大幅に上昇した消費性向がそれ以前のレベルに向けて低下することが対外不均衡改善のうえからはぜひとも必要である。米国の消費性向がこれまで上昇してきたことについては、株高等ストックの増加に伴って消費が刺激されるという経路、いわゆる金融資産残高効果がかなり影響しているものとみられる。この点、10月の株価急落は、家計支出を抑制する方向に作用するものとみられ、上述の観点からは望ましい修正が生じたともいえよう。

このようにみてくると、為替相場の安定を前提とする限り88年の米国経済は、成長率自体は鈍化するものの、輸出、設備投資をリード役とする外需主導、企業主導の景気拡大を持続すると期待しうる。また日本も個人消費、企業設備投資の自律的拡大に加え62年度公共投資の追加支出、減税の直接、間接の効果もあっ



て、内需主導型の景気拡大を続ける、欧州経済も引続き力強さを欠く展開ながら内需を中心に87年並みの成長を維持しうる、というように持続的成長の下で先進工業国間の不均衡が是正されていく姿を展望できる。

一方、アジア NICs については、対米摩擦の解消に向けて市場開放、構造調整等を推進するとともに、経済の過熱化を回避し息の長い成長を確保する政策対応が要請されようが、輸出についてはすでに日本をはじめ NICs 相互間等仕向先の分散が進められており、またこれまでの輸出増加の効果が個人消費、設備投資等内需に波及していることから、88年には多少成長率は鈍化するにしても、比較的高い成長を維持しえよう。ASEAN についても対内直接投資の増加傾向が持続し工業化のテンポが加速化される方向にあるので、87年の景気持直しから88年には景気拡大へとつながっていく展望がひらけている。

## (2) 中期的な課題

以上にみてきたように、88年の世界経済は、対外不均衡是正という課題の解決を迫られており、その対応如何によっては再びフィナンシャル・マーケットの不安定化を招くという難しさをはらんでいるが、すでに実体経済面では赤字国での外需シフト、黒字国での内需シフトという動きは明確化しており、加えて日本をはじめ主要国の間では、「ルール合意」を基にした政策協調の必要性が十分認識されているので、全体として緩やかな成長を持続し、対外不均衡の是正もある程度進展すると期待される。もっとも、現在の巨額の対外不均衡は一朝一夕に解決できる問題ではない。貿易ないし経常収支というフロー面での是正が着実に進んだとしても、対外債権債務というストック面での不均衡は残る。また開発途上国の累積債務も看過できない問題である。世界経済は、こうしたストック面の不均衡を抱えながら、物価の安定を維持し持続的な成長を図ることが求められているが、実体経済面での調整が進展するまでの間は、対外不均衡が円滑にファイナンスされ、基軸通貨であるドルに対する信認が保持されることが必要である。

以下では①米国の対外債務問題、②開発途上国の累積債務問題、③金融市場のグローバル化と安定性の維持、の3点を取上げ、やや詳しくみていくこととする。

### (米国の対外債務問題)

米国商務省の統計によれば、米国の対外資産・負債残高は、85年に負債超に転じ、86年末△2,636億ドル、87年末には△4,000億ドル前後に達しようと思われている(第8表)。もっとも、米国の対外資産は過小評価されており(注4)、前記の計

(第8表)

## 米国の経常収支、対外純資産残高推移

(億ドル)

	経常収支	うち			対外純資産残高		
		投資収益	受 取	支 払		資 産	負 債
1980年	19	304	725	421	1,063	6,071	5,008
81	69	341	864	523	1,411	7,198	5,787
82	△ 87	287	835	549	1,370	8,249	6,880
83	△ 463	249	773	524	896	8,739	7,843
84	△ 1,070	185	859	674	36	8,961	8,925
85	△ 1,164	254	883	629	△ 1,119	9,494	10,613
86	△ 1,414	208	882	674	△ 2,636	10,679	13,315
87/1-9月 (年率換算)	△ 1,618	91	933	842	n.a.	n.a.	n.a.

(注) 資産残高は年末値。

数は割引いてみる必要があるが、少なくとも米国が負債超の方向に向かっていることは間違いのないところである。対外債務の動向は、基軸通貨であるドルに対する信認を揺るがす要因ともなり、世界経済のインフレなき持続的な成長にとって大きな障害になりかねない。

こうした米国の対外負債問題を考えるうえでの基本的なポイントは、将来債務残高が発散的に増大するか否かであるが、それは今後の貿易収支の改善テンポ、および内外収益率格差に依存する。現時点において将来の貿易収支や内外収益率の動向を予測することは困難であるが、米国の対外債務が発散的に拡大するか否かの大まかな目途をつける意味で、仮に財政赤字が均衡財政法の線に沿って毎年削減され、マクロ的にはほぼこれに相当する貯蓄投資バランスおよび対外収支の改善が進展するならば、対外債務残高はなおしばらく増加するもののいずれピークアウトし、その後は徐々に減少するものとみられる。こうした姿が現実のものとなり、ドルの信認が維持されていくためには、財政赤字の削減が88、89両年度にとどまらず、90年度以降もグラム・ラドマン法の精神にのっとって着実に削減

(注4) 米国の対外債務を評価するうえで留意すべきは、米国が債務超過に陥ったあとも87年上期までは投資収益が黒字を維持している点である。これは①直接投資については簿価表示となっており、米国の場合50年代以降かなり早い時期に対外直接投資が盛行をみたことから、現在の対外直接投資残高は過少評価されている可能性が高い、②海外向けのローンについては中南米向けなどローン金利が高いものが含まれていることなどから資産の利回りが負債の利回りを3%程度上回っている、等によるものである。もっともこれまで黒字を計上してきた投資収益も、当面対外負債の増加が避けられないことを考えると、早晚、赤字に転じる可能性はある(事実87/7～9月の投資収益は△2.7億ドル)。

され、それが速やかに対外収支の改善をもたらすことが喫緊の課題であるといえよう。

(開発途上国の累積債務問題)

累積債務国の対外債務は、82年の危機発生以降増加ペースが緩やかになっているものの、このところ債務国経済の調整が捗々しい進展をみていないため、引続き世界経済、国際金融システムの安定的運営に対する潜在的な制約要因となっている。

まず中南米諸国を主体とする中所得累積債務国(バーカープラン対象15か国)をみると、82～85年にかなりの改善をみた経常収支が、85年以降経済調整努力の後退、交易条件の悪化(一次産品市況の下落、為替の減価等)、およびニューマネーの流入減少による輸出産業育成の遅れ等から再び悪化歩調をたどっている。また既往債務にかかる金利支払いが引続き高水準にあること(バーカープラン対象15か国、金利対輸出比率82年31%→86年27%)も、経常収支の改善に対する大きな制約要因となっている。一方低所得債務国では、82年以降経常収支がほとんど改善をみていないため債務残高が累増しているほか、1人当たり所得が概ね横ばいに推移するなど、経済状態は低迷を続けている。

こうした状況下、債務国、国際金融機関、先進国政府および民間銀行の間で実効性のある対応策の模索が続けられているが、最近に至り当事者間で基本的な共通認識が醸成されてきている。その一つは、根本的な解決のためには何よりも債務国の自助努力(均衡回復のための需要管理政策、輸出産業育成を含む構造調整策等)が不可欠との前提のもとに、債務国の個別事情に応じた対応が必要であるという点である。とくに、上述のような中所得債務国と低所得債務国とは異なった債務戦略が適用されるべきとの考え方が有力になっており、中所得国に対しては経済調整および資金ファイナンスの両面でIMFや世銀などの国際金融機関が調整役として主導的役割を果たす、一方低所得国については国際金融機関および先進国政府による援助および条件の緩い貸付を中心に据える、という方向づけがなされている。実際にも後者については、87年中IMFの構造調整ファシリティの融資本格化、第二世銀やアジア開発基金等の資金拡充(わが国のJapan Fund<総額300億ドルの途上国への資金還流策>からの拠出金の貢献が大)など具体的な進展がみられた。

いま一つは、既往債務の処理やニューマネーの導入にあたって、多種多様なスキームの中からその国の事情に合ったものを選択し組み合わせるというメニュー

ー・アプローチが、債務問題解決の補完的役割を果たしうるという点である。例えば、既往債務の処理という面では、従来の手法に加えて、Exit Bond（既往債務と引替えに長期低利の債券を引受けさせ事実上の返済繰延べを認めさせる一方、見返りとして引受銀行のニューマネー供与からの撤退を容認するもの）や Debt-Equity Swap（直接投資を企図する企業を通じて既往債務を市場価格で買戻し、見返りに優遇レートで換算した自国通貨を供給することにより債務軽減と直接投資導入を同時に達成しようとするもの）が提案され、一部実施に移されている。もっとも、これまでのところこれらの手法の利用は限られた範囲にとどまっている。一方、債務国の返済能力向上の鍵となるニューマネーの導入の面では、国際金融機関や先進国政府等の公的資金が果たす役割が引き続き大であるが、これに加えて民間の自主的な資金フローを拡充、促進する方策が進められている。債務国では、直接投資、利益送金、貿易取引に関する規制の撤廃等の動きがみられるほか、先進国でも、債務国への投資環境改善のための技術援助等を行う枠組みが具体化に向けて進展している。

この間、民間銀行サイドでは、ブラジルの利払い停止宣言(87年2月)を契機に、米銀大手行の間に引当金の積増しを行う動きが広範化した。こうした引当金の積増しは、長い目でみた銀行経営の健全性強化に資する性格のものであるが、反面債務国のリスクの大きさを認めたことにほかならず、こうした動きが今後のリスケジュールリングやニューマネー供与に際しての民間銀行の姿勢にどのような影響を及ぼすか注意深く見守っていく必要がある。

#### （フィナンシャル・マーケットの国際化の進展）

近年フィナンシャル・マーケットの発展は目覚ましく、その市場規模は急速に拡大している(第9表)。これは貿易取引の増大、先進工業国間の貿易不均衡および発展途上国の累積債務をファイナンスする必要性のほか、金融自由化の一環として各種規制が緩和、撤廃されたことにより国際的な資本移動が活発化したためである。また高度情報通信技術の発達は、国境を越えた24時間取引を可能にし、為替、金融、株式市場の国際化を進展させた。

(第9表)

#### ユーロ市場の規模 —BIS報告銀行の対非居住者債務残高—

(億ドル)

1970年末	75年末	80年末	82年末	84年末	86年末	87/6月末
753	2,207	8,005	9,245	10,055	15,001	16,657

こうした国際化の進展によって、例えば87年10月のニューヨーク市場における株価急落が一夜にして世界の株式市場に波及したことにみられるように、各国市場間の相互依存関係が著しく高まっている。また国際金融市場は国内市場に比べて規制が緩やかであることから、スワップ、オプション等各種の新取引手法が開発、採用されているが、こうした取引に内包されるリスクの管理は、監督当局にとっても、またマーケット参加者にとっても重要な課題となっている。この間、銀行、証券会社の競争も強まっており、英国ではビッグ・バンのスタートに対処して証券業務に進出した大手銀行が短期間のうちに撤退する例がみられるほか、米国の証券業界では急膨張した業務を見直す動きがつとに表面化しており、大手証券会社を含め企業の合併・買収、業務の再編・整理、人員の合理化に踏切る事例が増えてきている。

以上のように金融・資本市場のグローバル化や金融革新の進展に伴って各国の市場が密接に結びつくとともに、セキュリティ化の進展等もあって金融システムの潜在的なリスクは増大する方向にあるとみておかねばなるまい。こうした潜在的なリスクの増大に対しては、リスクを的確に把握し、あらかじめそれに対処しうる体制を整備することが必要であり、こうした観点から12月のB I S中央銀行総裁会議において「銀行の自己資本比率にかかる国際的統一基準」が合意された。フィナンシャル・マーケットの混乱を未然に防止するためには、もとより個々の金融機関等が自己責任原則に基づき、多様化する各種リスクの管理を徹底することが大前提であるが、加えて金融機関規制の見直しやマクロ経済政策の運営等幅広い分野で国際協調体制を具体化していくことが大切であり、その必要性は一層強まっている。

### 3. 主要国別・地域別の経済動向

#### (1) 米 国

(持続的な景気拡大の下で内外需のシフトが緩やかに進展)

米国景気は87年入り後も緩やかに拡大を続け(実質G N P増減率<年率>、86年+2.9%→87/I~III Q<四半期>+3.0%)、この結果今回の景気拡大は平和時における従来の記録(75年3月から80年1月までの58か月間)を上回る息の長いものとなった(11月で満5年)。需要面では、内需が家計部門を中心に減速する(前年・期比<年率>、86年+3.9%→87/I~III Q+2.2%)一方、これに代わって外需(ネット)が輸出の急速な回復(同、86年+3.3%→87/I~III Q+13.2%)を

(第10表)

## 米 国 の 実 質 G N P の 推 移

(前期比年率、寄与度、%)

	1985年	1986年	1987/Ⅰ～ⅢQ*
G N P 合 計	3.0	2.9	3.0
個 人 消 費	3.0	2.7	1.1
民間設備投資	0.8	Δ 0.3	0.1
民間住宅投資	0.1	0.6	Δ 0.1
民間在庫投資	Δ 1.6	0.2	1.1
純 輸 出	Δ 0.7	Δ 1.0	0.6
政 府 支 出	1.4	0.8	0.2
外 需	Δ 0.7	Δ 1.0	0.6
内 需	3.7	3.9	2.4
うち最終需要	5.3	3.8	1.3

\* 86/Ⅱ～ⅣQ比年率。

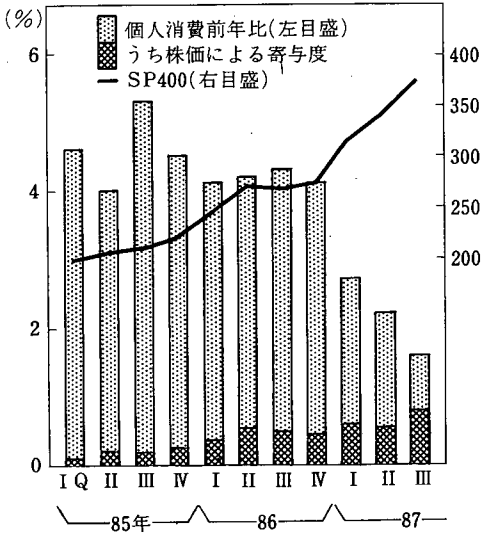
主因に成長押上げ要因に転じるなど、内外需バランスの調整も進展した(第10表)。もっとも、バランス調整の歩調は以下にみるとおり需要項目によって区々の動きとなっており、とくに個人消費、輸入面の調整が緩やかなものにとどまった。

まず、個人消費をみると、物価が幾分上昇率を高めたこと(原油価格の上昇が主因)に伴う実質所得の伸びの鈍化に加え、金利の上昇および税制改革の影響等から、拡大テンポが低下した(同、86年+4.2%→87/Ⅰ～ⅢQ+1.7%)が、その低下幅は実質所得(同、86年+4.0%→87/Ⅰ～ⅢQ+0.4%)に比べれば小幅にとどまり、この結果消費性向は既往最高を更新した(86年95.7%→87/Ⅰ～ⅢQ96.6%)。このように消費水準の低下が比較的小幅となったことには、実質所得の伸び悩みの中で消費の慣性効果が下支えとして働いたことのほか、10月までの株価上昇を主因とする資産残高の増大が消費を増加させる効果(資産効果)をもったことが影響している(ちなみに関数推計によって資産効果の個人消費に与える影響をみると、87年中は株価上昇により消費が0.5%ポイント程度かさ上げされていたとの結果が得られる<第6図>)。住宅投資は、モーゲージ金利の上昇、税制改革の影響および賃貸住宅ストックの調整局面入り(空室率の上昇に反映)が響き減少した(前年・期比<年率>、86年+12.5%→87/Ⅰ～ⅢQΔ2.5%)。

家計部門に代わる景気主導役の一つとして期待された民間設備投資は、税制改革の一環としての法人税増税にもかかわらず、輸出をリード役とする生産の拡大、稼働率の上昇および企業収益の改善を背景に、春先以降急速な持直しに転

(第6図)

## 米国の個人消費に対する株価の影響



じ、期を追って伸びを高めた(同、86年 $\Delta 2.3\%$ →87/I Q $\Delta 14.6\%$ →II Q $+11.7\%$ →III Q $+25.8\%$ )。その内容を見ると、これまでは合理化、効率化投資が主体となってきたが、87年央以降は電気機械、繊維等における能力増強投資も回復に向かった点が特徴である。また、企業の設備投資計画をみると88年には87年を大きく上回る伸びを見込んでいる(商務省調査<12月発表>全産業、実質ベース前年比87年 $+2.3\%$ →88年 $+7.3\%$ )。

この間、輸出は、労働生産性の上昇等に裏付けられた米国産業の全般的な輸出競争力の向上や米ドル高是正の効果から、力強い回復を示した。一方、輸入は輸入相対比価の改善の遅れや比較的堅調な内需を背景に伸び率は低下したが引き続き増加を続けた(前年・期比<年率>、86年 $+10.5\%$ →87/I~III Q $+4.8\%$ )。

上述のような輸出の回復に伴い、実質貿易収支は86年秋口以降赤字幅縮小をみており、87年では80年以来7年ぶりの改善になったものと推定される(実質貿易収支<82年価格、年率>、85年 $\Delta 1,391$ 億ドル→86年 $\Delta 1,755$ 億ドル→87/I~III Q $\Delta 1,640$ 億ドル)。こうした実質収支の改善にもかかわらず、輸入価格が輸出価格をかなり上回る上昇を示した(87/III Q前年比、輸出デフレータ $+0.8\%$ 、輸入デフレータ $+8.9\%$ )ため、名目貿易収支は赤字幅を拡大した(年率、85年 $\Delta 1,202$ 億ドル→86年 $\Delta 1,427$ 億ドル→87/I~III Q $\Delta 1,531$ 億ドル)。

一方、生産面をみると、鉱工業生産が生産誘発効果の大きい輸出、設備投資の回復および最終需要見合いの在庫積増しの動きを反映して、前年を上回るかなりの増加を示した(前年比、86年 $+1.0\%$ →87/I~III Q $+3.1\%$ )。また雇用面では、サービス業をはじめとした非製造業部門の雇用が引き続き増加したほか、上述のような生産増加傾向を反映して製造業部門の雇用も急速な回復を示した(同、86年 $\Delta 1.4\%$ →87/I Q $\Delta 0.6\%$ →II Q $+0.1\%$ →III Q $+1.0\%$ )。この結果、全産業の雇用者は前年を上回る増加となり(同、86年 $+2.1\%$ →87/I~III Q $+2.4\%$ )、失業率も大幅な改善をみた(除く軍人ベース、86年 $7.0\%$ →87/I~III Q平均 $6.3\%$ )。

(物価は概ね安定圏内で推移)

次に物価動向をみると、生産者物価のうち最終財物価は、エネルギー価格上昇を背景として2月に1年ぶりに前年比プラスとなった後年央にかけて上昇率を高めたが、その後はエネルギー価格の軟化から上昇率が鈍化した(前年比、86年 $\Delta 1.4\%$ →87/I Q $+0.1\%$ →II Q $+2.5\%$ →III Q $+3.3\%$ →10~11月 $+2.6\%$ )。一方、中間財、原材料を含めた総合指数でみると、秋口以降一次産品市況の上昇や国内需給のタイト化等を反映して鉄鋼、非鉄等の上昇テンポが高まったため、年末にかけても比較的高い上昇率となった(同、86年 $\Delta 2.9\%$ →87/I Q $\Delta 0.9\%$ →II Q $+2.7\%$ →III Q $+4.3\%$ →10~11月 $+4.4\%$ )。この間、消費者物価も徐々に上昇率が高まった(同、86年 $+1.9\%$ →87/I Q $+2.2\%$ →II Q $+3.8\%$ →III Q $+4.2\%$ →10~11月 $+4.5\%$ )。もっとも、消費者物価について価格変動の大きいエネルギーおよび食料を除いたベースでみると、87年入り後も85年、86年とほぼ同程度の上昇率にとどまっている(同、85年 $+4.4\%$ →86年 $+4.0\%$ →87/I~11月 $+4.1\%$ )ほか、G N Pデフレーターをみても安定圏内の動きを示している(同、85年 $+3.2\%$ →86年 $+2.6\%$ →87/I~III Q $+2.9\%$ )。

景気拡大が5年の長きにわたって持続する中にあって、物価が全般に落ち着き基調を維持しているのは、賃金上昇率が物価上昇率を下回っていることに端的に示されるような賃金の安定傾向が重要な要因として指摘できる(第11表)。もっとも、このところ製造業稼働率が上昇傾向にあり、また労働需給も引締まってきているため、今後の物価動向については注意を怠れない状況にある。

(第11表)

米国の名目賃金(製造業、労働時間当たり)等の推移

(前年比・%)

	1970年	75年	78年	80年	83年	84年	85年	86年	87年		
									I Q	II Q	III Q
賃金上昇率	5.4	9.1	8.6	8.5	4.0	4.1	3.7	2.1	1.3	1.6	2.1
C P I 上昇率	5.9	9.1	7.6	13.5	3.2	4.3	3.6	1.9	2.2	3.8	4.2

(財政赤字は着実に縮小)

87年度の連邦財政赤字は $\Delta 1,480$ 億ドルと前年度( $\Delta 2,211$ 億ドル)比731億ドルの減少となった。もっともこうした87年度の大減は税制改革(87年初から89年度まで段階的に実施、長期的には税収中立ながら単年度ベースでみると税収は大きく振幅<税制改革に伴うベースラインからの税収の振れ、議会試算億ドル、



87年度+114→88年度△167→89年度△151→90年度+81→91年度+120>)から87年度に税収増に振れたことによるところが大であるため、財政赤字の基調的な動向を把握するためには単年度の振れを控除したベースでみておく必要がある。そこで87年度について、表面の計数から上記の税制改革そのものによる振れ(114億ドル)および同改革の措置の一つであるキャピタルゲイン課税強化を前に急増した民間部門による駆込み的資産売却に伴う増収(政府推定116億ドル)を控除すると△1,710億ドルとなり、実勢ベースでも前年度比約500億ドルの着実な減少となったことが看取できる。歳出入の動向をみると歳入は、上記特殊要因や景気回復に伴う税収増から大幅増(前年度比+11.1%)となった一方、歳出は均衡財政法の下での支出抑制効果等もあって低い伸び(同+1.2%)にとどまった。

こうした改善の後を受けた88年度の予算では、年度入り直前に成立した修正均衡財政法<sup>(注5)</sup>の規定により、収支見通しの如何にかかわらず、追加的に230億ドルの赤字削減策が必要となった。削減策の内容についての議会と大統領の間での協議は、同法による自動歳出カットの最終命令発動期日である11月20日を超えて続けられ(同命令は形式的に発効)、12月22日に至り漸く88年度予算関連法案が成立をみた。この結果、資産売却を含め88年度には334億ドル(なお89年度には458.5億ドル)の赤字削減が行われるところとなった。この赤字削減策により88年度の財政赤字は、議会予算局(CBO)の見通しを用いると、△1,465億ドルと87年度(△1,480億ドル)比横ばいとなるが、上述の税制改革要因(88年度は税収が167億ドル下振れ)を控除した実勢ベースで比較すると、88年度は△1,298億ドルと87年度(△1,710億ドル)に比べ減少すると推定される(第12表)。この結果、経済規模(名目GNP)対比でみた財政赤字の比率も、86年度の5.2%(ピーク)から88年度には3.1%に低下する見通しである。

(注5) 同法は、85年12月に成立した均衡財政法(旧法)の修正案として、同法が付帯されている国庫債務限度額引上げ法とともに成立したもの。主な内容は①旧法の定める赤字目標額を下記のとおり緩和し、収支均衡年限を旧法比2年間延長する(93年度まで)、②各年度につき財政赤字額が赤字目標額を上回ることが見込まれる場合には、大統領は強制赤字削減命令を発するとの条項を復活する。この際89～92年度については赤字目標額に対し100億ドルまでの上振れを許容する(この点、旧法に同じ)、③ただし88年度については赤字見通しの如何にかかわらず230億ドルの赤字削減策をとることとするほか、89年度については削減所要額を最大限360億ドルにとどめる、④各年度の予算削減を、国防費、非国防費50%ずつとする点は旧法に同じながら、国防費のうち人件費を削減対象から除外するかどうかにつき大統領に裁量権を付与している、等の諸点である。

赤字目標額	88年度	89	90	91	92	93
(億ドル)	△ 1,440	△ 1,360	△ 1,000	△ 640	△ 280	0

(第12表)

## 米国の財政赤字(表面および実勢)の推移

(億ドル、( )内は対名目GNP比率・%)

	86年度	87年度	88年度 [CBO見通し]
表 面 ベ ー ス	( 2,211 5.2)	( 1,480 3.3)	( 1,465 3.1)
実 勢 ベ ー ス	( 2,211 5.2)	( 1,710 3.8)	( 1,298 2.7)

## (家計部門の貯蓄超過の縮小)

このように87年の米国経済は財政赤字が大幅に削減されたにもかかわらず、名目貿易収支は捗々しい改善がみられなかった。こうした動きを経済全体の貯蓄投資バランスの観点からみると次のように整理できる(第13表)。

まず最大の赤字部門である政府部門についてみると、連邦政府赤字が大きく削減された一方、州・地方政府の黒字幅が縮小してきているため、87年の政府部門全体の資金不足幅は前年に比べ450億ドル程度の減少となる見通しである。このように政府部門の赤字がかなり縮小したにもかかわらず、海外部門の赤字幅は100億ドル程度拡大した。これは国内民間部門のうち、法人部門が設備投資の回復から資金不足幅を若干拡大した(約200億ドル)ことのほか、家計部門の貯蓄率が一段と低下し同部門の純貯蓄額が300億ドル程度減少したことによるものである。ここで、81年以降における連邦財政赤字拡大と縮小の過程で各部門のポジションがどのように変化したのかをみると、まず政府部門の資金不足額は多少の振れを伴いながらも86年まで拡大の後、87年には82年並みにまで低下した。この間、家計部門の資金余剰(純貯蓄)は次第に減少し(81年1,742億ドル→87年561億ドル)、概ねこれに見合うかたちで海外部門の資金余剰(経常収支赤字)が拡大(△106億ドル→1,539億ドル)をみている。このことは、米国経済の貯蓄投資バランス改善に(第13表)

## 米 国 の 部 門 別 資 金 過 不 足 推 移

(億ドル)

	1981年	1982年	1983年	1984年	1985年	1986年	1987年 (推計)	前年比
家 計 部 門	1,742	1,970	1,320	1,439	1,066	861	561	Δ 300
法 人 部 門	Δ 1,153	Δ 1,117	Δ 492	Δ 675	Δ 739	Δ 615	Δ 815	Δ 200
政 府 部 門	Δ 297	Δ 1,108	Δ 1,286	Δ 1,050	Δ 1,329	Δ 1,478	Δ 1,028	+ 450
海 外 部 門	Δ 106	10	335	909	1,159	1,439	1,539	+ 100
金融部門、誤差脱漏	186	Δ 245	Δ 123	623	157	207	257	+ 50

は財政赤字の縮小もさることながら、それと並行して家計部門の貯蓄増大(消費抑制)が重要であることを示している。

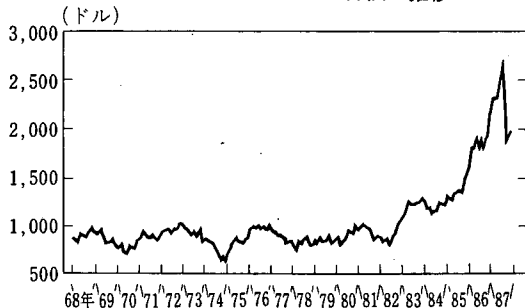
(弾力的な金融政策運営)

87年中の金融政策の動向をみると、連銀は、3月下旬以降インフレ懸念の強まりを未然に抑制し米ドル相場の安定を図る趣旨から準備供給の抑制、短期市場金利の高め誘導を行なうなど、引締め気味の政策スタンスに転じた。この政策スタンスは、その後8月11日にボルカー氏の後任に就任したグリンスパンF R B新議長にも引継がれ、9月4日には「潜在的インフレ圧力に効果的かつタイムリーに対処するため」(F R Bコメント)に3年5か月ぶりに公定歩合が上げられた(5.5%→6.0%)。しかしながら、連銀はその後10月半ばに株価が急落<sup>(注6)</sup>した状況に対処して、「現行の経済および金融システム堅持のためいつでも流動性を供給する用意がある」(10月20日)との声明を発表し、それ以降弾力的な市場調節を行っている。

こうした状況下、フェデラル・ファンド・レートは年初来10月まで概ね強含みに推移したが、その後反落した(月平均金利、1月6.43%→10月7.29%→11月6.69%)。また、長期金利も米ドル相場の不安定化、インフレ懸念の強まりを背景に上昇基調をたどり、10月半ばには一時長期国債30年物で10.22%まで上昇し、ほぼ2年ぶりの高水準となった。株価急落後は行き過ぎたインフレ懸念の後退等から一時8%台まで低下したものの、11月下旬から12月上旬にかけて米ドル安進行等を背景に9%台まで再び上昇、さらに12月中旬以降は石油価格の急落に伴って

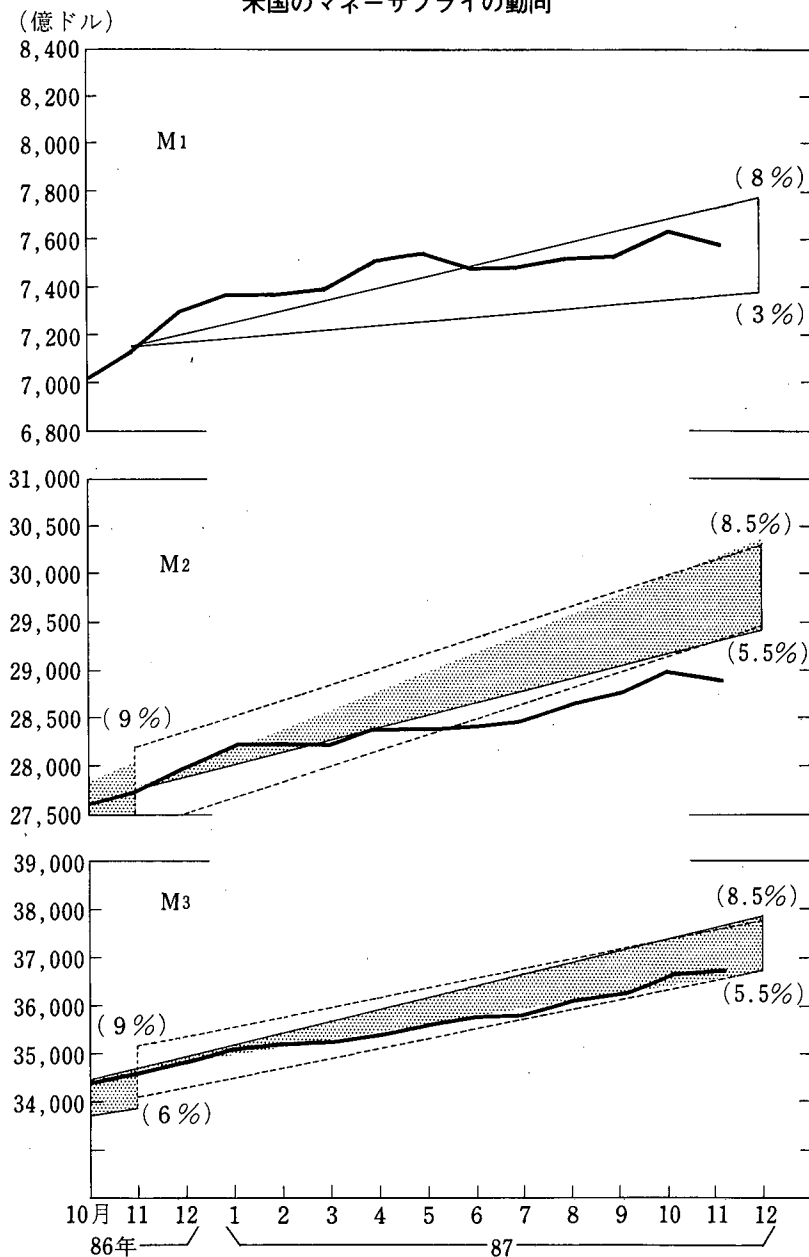
(注6) ダウ工業株価の推移をみると、60年代～70年代は600～1,000ドルの間の変動にとどまっていたが、82年以降の景気回復から拡大の過程で81年末～83年末にかけて875ドルから1,259ドル(年率19.9%)へと上昇し、その後84年中足踏みしたあと85年～86年央にかけて1,211ドルから1,892ドル(同34.6%)、さらに昨秋以降は一段と上げ足を速め86/9月末1,767ドルから87/9月末2,596ドル(ピーク8/25日2,722ドル)まで上昇(同46.9%)。とくに本年夏場までの1年間の上昇は、世界的な金融緩和の中で金利が歴史的にも低水準となったことが大きく寄与した。今回の株価の急落は現象的にはこうした金融緩和に伴って発生した「バブル」の崩壊ととらえることもできるが、その背後には米国が双子の赤字に対して有効な対応策を打出せないのではないかと不安感が市場に醸成され、それが金利先高観につながり株価暴落を引き起こした面があると考えられる。

〈ダウ工業株30種平均株価の推移〉



(第7図)

## 米国のマネーサプライの動向



(注) シャドーはFRB設定の年間目標値(コーン・ターゲット)。点線は同パラレル・ターゲット。

8%台に下落するなど小幅な変動を繰返している。

この間、マネーサプライ(第7図)は、総じてみればM<sub>2</sub>、M<sub>3</sub>ともに年間目標値の下限ないしそれを幾分下回る水準で推移した。

## (最近の米国金融界の動向)

このほか最近の米国金融界における注目すべき動向は、小規模銀行の倒産が引

続き高水準ではあるが最悪期を脱しつつあること、大手銀行の収益が悪化したこと、および銀行法改正に向けての動きが本格化したことの3点である。まず87年の銀行倒産数は、178件(12月11日現在)と大恐慌以来の高水準となった86年の138件をさらに上回った。内容的には、エネルギー、農業向け融資に絡む小口多発型であったことは昨年と同様であるが、87年入り後は原油価格が反騰、農産物価格の持直しから次第に環境は好転し、「銀行倒産多発は最悪期を脱したのではないか」(米国連邦預金保険公社<FDIC>)とみられている。第2に、マネーセンター行を中心とする大手銀行の収益が軒並み赤字に転落した(主要10行純益計86/I~III Q +29億ドル→87/I~III Q △70億ドル)ことであるが、この背景には、ブラジルの一方的利払い停止宣言(2月20日)に端を発した累積債務問題の再燃に対応し、87年第2四半期に大幅な貸倒引当金の積増しを余儀なくされたことが大きく響いている。こうした事態に対処し、人員削減や部門再編成などのリストラクチャリングを進める動きが広範化している。

第3に、しかし最も重要な意味をもつのは、銀行法改正に向けての動きである。まず2月には、プロクシマイヤ上院銀行委員長(民主党)が銀行の業務拡大を認める銀行法改正案<sup>(注7)</sup>を議会に提出した。本法案の審議は難航の末、結局、貯蓄貸付組合の救済機関である連邦貯蓄貸付保険公社(FSLIC)の資金難という差し迫った問題の解決を優先すること、そして懸案の業際問題については、88年3月まで証券、銀行の相互乗入れを停止させ、それまでに新たな銀行法を成立させることで妥協が成立し、暫定的な銀行法が8月に発効した<sup>(注8)</sup>。その後11月にはプロクシマイヤ委員長およびガーン上院議員が銀行と証券の業務分離を規定したグラス・スティーガル法の抜本的な見直しを内容とする法案を提出したのに絡めて、グリンスパンFRB議長も連邦準備制度としての基本方針を明らかにした(12月1日の議会証言)。いずれも、その基本的考え方は、銀行持株会社の子会社に証券業務を認めることを骨子としており、両業務の利益相反等のデメリットを

(注7) プロクシマイヤ当初案(2月17日上院提出)は、①1983年7月1日以降設立されたノンバンクバンクの禁止、②銀行持株会社に対する子会社を通じたCP、レベニュー債、モーゲージ担保証券の引受けおよびミューチュアル・ファンドの設立・運営の認可、を骨子とするもの。証券サイドから業際問題の処理について銀行寄りとの批判が強く出された経緯。

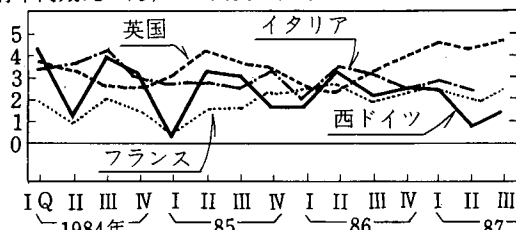
(注8) 新銀行法(「1987年競争力平衡銀行法」、8月10日成立)の主内容は、①1987年3月6日以降に設立されたノンバンクバンクの禁止、②1987年3月6日以降1988年3月1日までの連邦銀行監督当局による銀行の新規業務進出の禁止<モトラリウム条項>、③FSLICの基金強化(108.25億ドルの新規借入れ権限の付与)である。

(第8図)

## 欧州主要国の主要経済指標

(前年同期比・%)

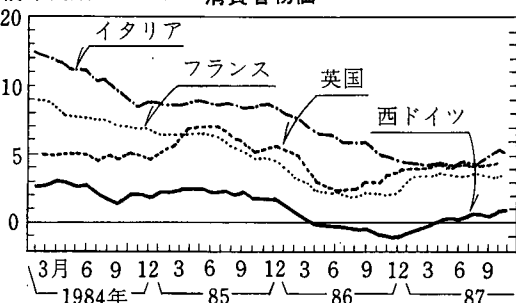
実質成長率



(注) 西ドイツは実質GNP、他の3か国は実質GDP (いずれも季節調整済み)。

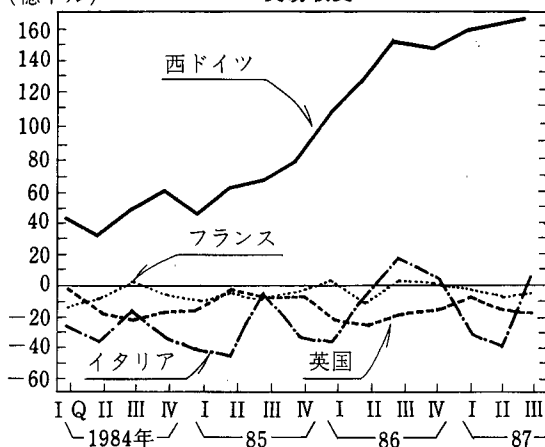
(前年同期比・%)

消費者物価



(億ドル)

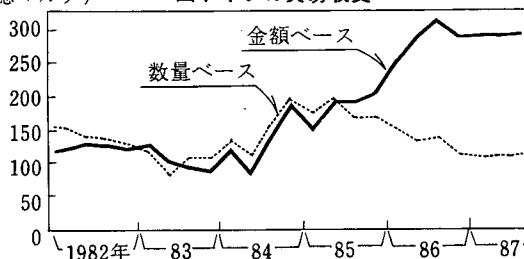
貿易収支



(注) ドル建換算には、IMFのInternational Financial Statisticsの期中平均レートを使用。

(億マルク)

西ドイツの貿易収支



(資料) プンデスバンク「Statistische Beihefte」

回避するため銀行による関係証券会社への融資禁止規定等を盛り込んでいる。

上記と並行してFRBは、銀行業務の国際化、証券化等に対応して銀行のリスク管理を強化する必要があるとの立場から、自己資本比率規制について国際的統一基準を設けるべきとの提案を行い、その一環としてまず年初に米英間で合意を成立させた。その後、BISにおいて日本や欧州主要国を含めたベースで基準作成作業が進められた結果、12月にはG10諸国の国際業務を営む銀行を対象とした国際的統一基準(オフバランス取引を含む連結ベースで算出されたリスク・アセット・レシオ<sup>(注9)</sup>につき基準を設定)に関する合意が公表された。

## (2) 欧州主要国

(景気は力強さに欠ける展開)

87年中の欧州経済の動向をみると(第8図)、国によってバラツキはあるが、全般的に力強さを欠き、EC全体の経済成長率は前年を下回った(85年+2.5%→86年+2.6%→87年+2.25%<87年はOECD見通し>)。これは、欧州通貨高(対米ドル、NICs通貨)の進行から外需がマイナスとなり引続き全体の成長率を引下げる要因として

作用したうえ、86年に原油価格の下落等交易条件の大幅改善を背景に伸長した内需が87年は交易条件の改善が僅少にとどまったため、総じて伸びを鈍化させたことによるものである。

国別の事情をみると、まず西ドイツでは、第1四半期に寒波を映じた建設投資の落込みが響きマイナス成長を余儀なくされたほか、その後も建設投資が低調に推移したこと、輸出がマルク高の定着に伴い緩やかな伸びにとどまったこと、個人消費も減税効果の剝落や物価水準の訂正等から前年に比べ幾分鈍化したこと等から、成長率は低下した。またフランスでは、賃金収入の伸び悩み、年金負担率の引上げ等から個人消費が大幅に減速したうえ、輸出や住宅投資が伸び悩んだため、景気は低迷した。一方、景気回復期がすでに7年目に入っている英国では、賃金収入増、雇用増から実質可処分所得が順調に増加したため個人消費が好調を持続したほか、設備稼働率の急上昇等を映じて民間設備投資も回復をみたため、景気は引続き拡大した。また、84年以降比較的高めの成長を続けていたイタリアも、外需が主要輸出相手国の西ドイツ、フランスの不振から低調であったほか、設備投資も低い伸びにとどまったものの、個人消費が引続き好調を続けたため、景気は拡大をみた。

上述のように、欧州経済では欧州通貨高によるデフレ・インパクトが尾を引く中で、内需の伸びが英国、イタリアの個人消費を除けば総じて低いものにとどまっており、活力を欠いた状況にある。こうした欧州諸国の緩慢な調整は、日本経済が自国通貨高という同様の条件の下で急速に内需へのシフトを進めデフレ・インパクトを吸収しつつあることと際立った対照をみせている。これには、欧州では、西ドイツに代表されるような人口成長率の低さ、住宅ストックの充実といったいわば環境的要因の影響もあるが、一方で硬直的な労使関係や国際競争力を欠いた産業への政府の補助金政策など経済活力を阻害する制度、慣行の存在が、経済の望ましい構造調整の足かせとなっていることも重要な要因と考えられる。ちなみに、欧州における経済構造調整のテンポを日本、米国と比較してみると(第14表)、80年代入り後日米両国では急速な産業構造の変化が生じているのに対し、欧州では小幅な変化にとどまっている点が明確にみてとれる。

$$\text{(注9) リスク・アセット・レシオ} = \frac{\text{自己資本}}{\text{リスクウエイトによる加重総資産}}$$

ここで自己資本とは、資本金と公表準備金の総額に一定限度までの貸倒引当金、有価証券含み益、劣後債等の金額を加えたもの。分母の加重総資産には、オフバランス取引を含む。

(第14表)

## 主要国の構造変化係数(製造業)

(％ポイント)

	1970～75年	1976～80年	1981年以降*
米 国	1.2	1.7	4.3
西 ド イ ツ	2.8	1.6	1.5
フ ラ ン ス	3.1	1.7	1.7
イ タ リ ア	2.1	2.5	2.1
日 本	5.8	6.0	6.5

(注) 構造変化係数とは、製造業の代表的な9業種の実質総生産に占めるシェア変化を絶対値で表わしたうえで合計したもの。当係数が大きいほど、産業構造の変化が大きいことを表わす。

\*米国は86年、西ドイツは83年、その他は84年まで。

(資料) OECD「National Accounts」ほか

## (物価は小反発の後、安定圏内で推移)

このような景気状況の下、欧州諸国の物価は年初から年央にかけて原油等一次産品価格が反騰したこと等を映じて上昇率が高まったが、年央以降は原油価格の落ち着きや為替相場の上昇から概ね安定した上昇率で推移した。

すなわち、西ドイツの生計費指数は86年4月から87年3月にかけて前年水準を下回る基調が続いたあと、4月以降は前年比プラスに転じたが、夏場以降は極めて落ち着いた推移をたどった。フランスの消費者物価も、年初にサービス・食料品部門に残存していた価格統制を撤廃したことや、4月の公共料金引上げ等の特殊要因もあって上昇率を高めたが、年央以降は安定した伸びに戻った。また、英国(小売物価)、イタリア(生計費指数)では、年前半内需の好調等を背景に上昇率が高まったが、年央以降は原油価格の軟化、自国通貨の強調を映じて、上昇テンポは緩やかなものとなった。

## (国際収支の不均衡が継続)

国際収支面をみると、数量ベースでは西ドイツの貿易黒字の小幅縮小やフランス、英国、イタリアの赤字幅の拡大からEC全体の貿易黒字は86年に続き縮小したが、名目の米ドルベースでは逆Jカーブ効果の影響もあってEC全体の貿易黒字幅は86年並みの高水準を続けた。

まず西ドイツについてみると、実質貿易収支は年間合計では小幅の黒字幅縮小をみた。もっとも、これは前年86年中の一貫した縮小によるところが大きく、87年中の動きをみると、年前半は概ね横ばい、後半には緩やかながら拡大した。このように87年中実質黒字幅が縮小をみなかったのは、2月のルール合意から10月上旬にかけての為替相場の落ち着きを映じ、相対比価のマイナス要因が減衰し、



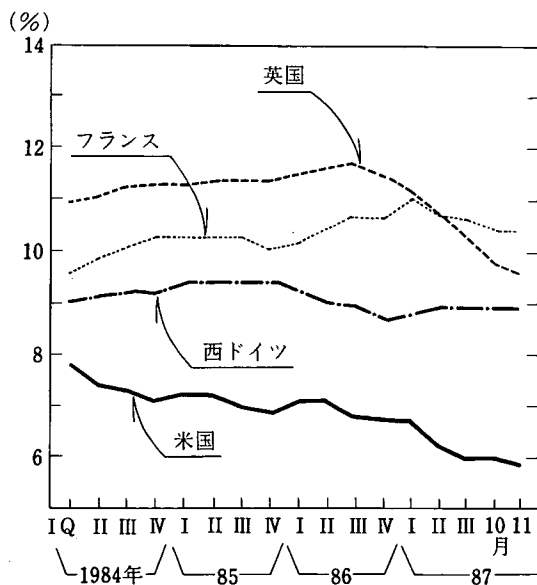
輸出が予想以上に増大したことによるところが大きい。地域別には85年来の為替調整の効果から米国向けが順調に減少している一方で、EC域内の英国、イタリア、スペイン、ポルトガル向けが増加した。一方フランスは、輸出の主力であった工業製品の収支が国際競争力低下に伴うシェアダウンから3月以降赤字化したことや、エネルギー収支が再び悪化したことなどから、赤字基調に転じた。また、英国では、輸出は比較的順調に拡大したものの、旺盛な内需に国内生産が十分に対応できない状況が続いたため急速に輸入が増加し、前年並みの大幅赤字となった。さらにイタリアについても、内需の好調を映じて消費財中心に輸入拡大基調が続いたため、赤字幅は前年を上回った。

(失業率は英国で顕著な低下)

欧州経済にとって最大の課題である雇用情勢をみると、西ドイツ、フランス、イタリアで悪化の一方、英国では著しい改善がみられた(第9図)。西ドイツでは生産活動が盛上がり欠けたことから雇用者数の増加テンポが鈍化し、昨年改善をみた失業率も年後半にかけて緩やかながら悪化した。また、フランス、イタリアでも生産活動の停滞を映じて、失業率は引続き上昇した。一方、英国では、生産の急速な拡大および政府の雇用対策の相乗効果により、前年央以降一貫した改善歩調をたどり、11月の失業率は9.5%と81年第2四半期以来の10%台割れとなった。

(第9図)

欧米主要国の失業率の推移



この間、建設業等一部には熟練工の不足がみられるに至ったほか、サービス産業でも労働需給が引締め気味に推移し、賃金改訂が高めに振れるなどの問題も生じた。

(金融政策は機動的に運営)

86年中における欧州諸国の経済政策運営をみると、まず財政政策面では、各国とも財政再建の枠組みの中で中長期的に経済の活性化を目指すという、これまでの慎重なスタンスを堅持しており、この基本路線を逸脱しない範囲内である程度弾力的な政策運営が図られ

(第15表)

## 公 共 部 門 の 財 政 収 支 尻 (△は赤字)

(対名目GN(D)P比、%)

	1981年	1982年	1983年	1984年	1985年	1986年	1987年
西 ド イ ツ	△ 3.7	△ 3.3	△ 2.4	△ 1.9	△ 1.1	△ 1.2	△ 1.5
フ ラ ン ス	△ 1.8	△ 2.7	△ 3.1	△ 2.9	△ 2.6	△ 2.9	△ 2.7
英 国	△ 2.8	△ 2.3	△ 3.6	△ 3.9	△ 2.7	△ 2.9	△ 2.7
イ タ リ ア	△ 11.9	△ 12.6	△ 11.7	△ 13.0	△ 14.0	△ 12.6	△ 12.6

(注) 87年はOECD見込み。

(資料) OECD「OECD Economic Outlook, June 1987」

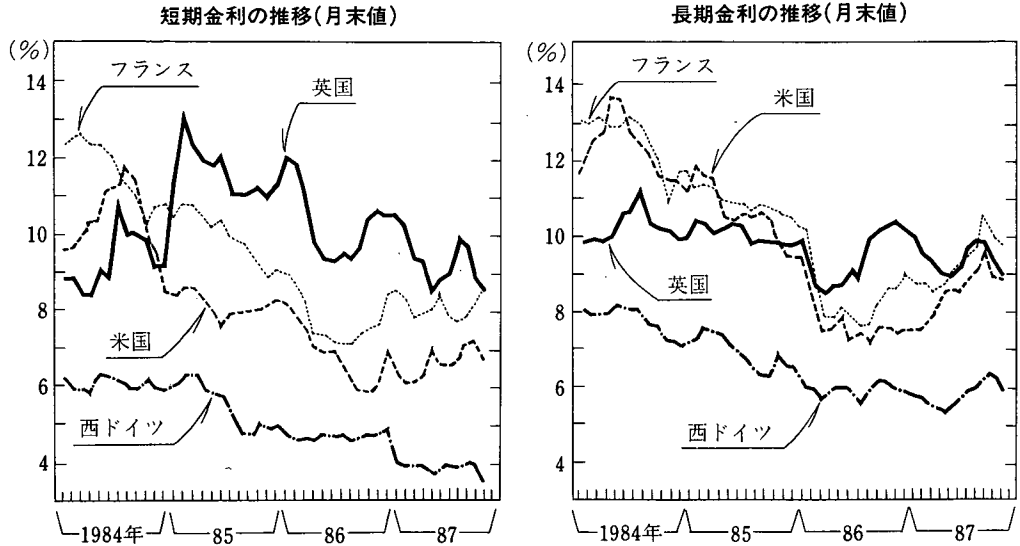
た(第15表)。もっともイタリアについては、87年度予算案自体は緊縮型の内容であったものの、春以降の政局混迷等を背景に公務員賃金改訂交渉が86～88年平均で+7～8%の上昇率(政府目標+4%以下)となるなど有名無実化しており、財政赤字削減計画の軌道修正を余儀なくされた。この間、西ドイツは12月初に景気見通しの悪化に対処するとの趣旨に基づき、復興金融公庫による低利融資制度(88～90年の3年間に210億マルク)の創設、連邦郵便の投資額増額(88年度、15億マルク追加)等を骨子とする景気対策パッケージを決定した。

一方、金融政策面では、各国とも年央までは緩和方向の政策運営が行われたが、夏場以降、内需が予想以上に拡大した英国、イタリアでマネーサプライの増嵩、銀行の対民間信用残高の大幅増加、消費者物価の強含みといった状況に対処して、引締め策が採られたほか、西ドイツでも市場金利の上昇が容認された。しかしながら、10月19日の株価急落以降は、各国とも市場心理の不安感増大に対処するために再び緩和気味の政策運営に転じた。その後、11月には為替相場がドル安に傾くに伴いEMS内でも西ドイツ・マルク高、フランス・フラン安方向に緊張が高まったため、西ドイツが金利を下げると同時にフランスが金利の引上げを実施した。さらに12月初にかけてドル安が一段と進んだため、為替相場の安定を主眼として、欧州主要国は一斉に公定歩合を下げた(この結果、西ドイツの公定歩合は2.5%と史上最低となった。なお欧米主要国の長短金利の動向については第10図参照)。

この間金融制度面の動きをみると、86年10月の英国ビッグ・バン(証券市場改革)に続き、各国で自国の金融・資本市場の国際化、自由化を目的とする制度改革が実施された。すなわち、フランスでは従来からその閉鎖性、後進性について批判の強かったフランス証券取引所の改革に踏切り、公認仲買人の資本開放、取引独占権の撤廃を骨子とする取引所改革法案を発表したほか、国債市場に米国流の

(第10図)

## 欧米主要国の長短金利



(注) 米国…フェデラル・ファンド・レート(期中平均)、西ドイツ…コール(3か月物)レート、英国…T B(3か月物)入札レート、フランス…コール(3か月物)レート。  
 (注) 米国…国債30年、西ドイツ…国債6年、英国…コンソリド債(2.5%物)、フランス…国債7年以上物。

プライマリー・ディーラー制度を導入することや、パリ証券取引所に株式オプション取引を導入することを決定した。また、イタリアも商業銀行業務に関する自由化措置を発表したほか、イタリア証券取引所改革案の発表、為替管理の緩和等を相次いで行った。こうした措置はE Cの憲法ともいべきローマ条約を改正した単一欧州議定書(Single European Act)が7月1日に発効したことに歩調を合わせたものであり、92年に予定される欧州統合に向けての前進措置と位置付けることが可能である。なお、自由化の進んでいる西ドイツでも、金融・資本市場の国際競争力が低下することに対して危機感が強まっており、証券取引所に上場基準を緩めた「第2部市場」が創設されたほか、金融先物市場を創設しようとする機運が高まっている。

## (3) アジア諸国

87年のアジア諸国の経済動向をみると、NICs(韓国、台湾、香港、シンガポール)が86年に引続き高成長を遂げたほか、これまで景気が低迷していたASEAN(タイ、フィリピン、マレーシア、インドネシア)も本年に入り急速に回復に向かったことから、アジア諸国(8か国)全体としては86年を上回る経済成長を達成した(アジア諸国<8か国>の実質経済成長率、86年+7.6%→87年見込み+8.8%、第16表)。

(第16表)

## アジア諸国の成長率

(前年比・%)

	1984年	1985年	1986年	1987年 (見通し)
アジア NICs 4 か国	9.3	3.8	11.0	11.1
韓国	8.4	5.4	12.5	12.0
台湾	10.5	5.1	11.6	10.6
ASEAN 4 か国	5.0	1.1	2.8	4.5
アジア 8 か国	7.3	2.6	7.6	8.8

(注) 各国のGDPウェイトによる加重平均。

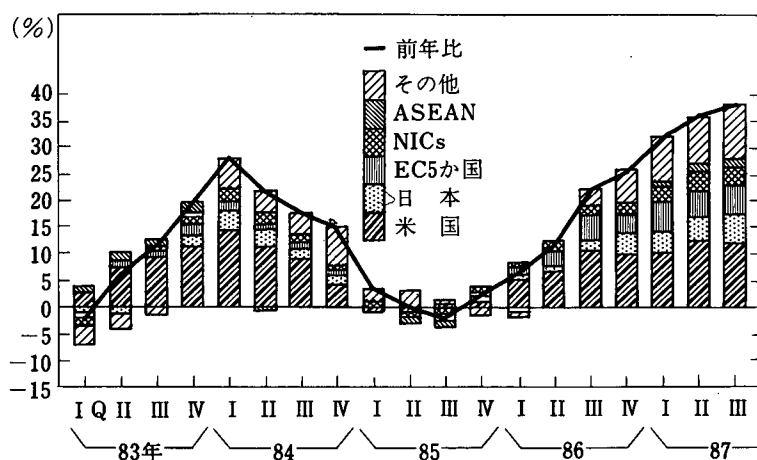
(資料) 各国統計、87年については各国公的機関見通し。

(NICs は二けた成長を継続)

まず NICs をみると、為替レートの上昇が相対的に小幅なものにとどまった(85年9月以降87年11月までの各国通貨の対米ドル上昇率、韓国ウォン+11.2%、新台湾元+37.6%、日本円+79.7%)ことから、輸出は87年中も高水準の伸びを続けた。また、これを地域別にみると、米国向けの伸びが高水準ながら頭うちとなる一方、日本、EC、NICs 相互間等米国以外の地域向けの伸びが目立っており、輸出仕向け先の分散が図られている(第11図)。こうした輸出の増加は、生産の拡大等を通じて内需にも波及しており、設備投資が高い伸びを続けたほか、個人消費も堅調に推移した。この結果、87年の経済成長率は86年(+11%)に続く二けた成長となったとみられる。

(第11図)

## アジア NICs の輸出動向



一方貿易収支は、輸出の好調を主因に前年を大幅に上回る黒字(NICs 4 か国合計の貿易黒字、87/1～9月163億ドル<前年同期103億ドル>)を計上し、とくに台湾、韓国では対米黒字幅が大幅に拡大した(対米貿易収支87/1～10月、台湾167億ドル<前年同期130億ドル>、韓国84億ドル<同59億ドル>)。

#### (対米貿易摩擦の激化)

こうした NICs の対米黒字の拡大に伴い、米国から NICs に対し為替の追加切上げを含む黒字削減策を求める圧力が強まっている。このため台湾、韓国では、①輸出自主規制品目の拡大や輸出先分散による対米輸出の抑制、②輸入先転換(日本→欧米)の推進や米国製品買付ミッションの派遣等による米国からの輸入拡大、③関税引下げ、輸入規制緩和等による国内市場の開放、④自国通貨の対米ドルレートの小幅上昇容認、等の対応を進めているが、これまでのところ対米黒字が減少するまでには至っていない。こうした状況下、両国では、88年から新たな関税引下げ(台湾では自動車、化学製品等3,575品目、韓国では工作機械、消費財等326品目)を実施し、一層の国内市場開放を進めている。また台湾の一部民間企業では、為替レートの上昇に伴う採算の悪化から、ASEAN 等対米ドルレートの安定している国への直接投資を増加させており、アジア諸国の間にも構造調整の動きが広がり始めている。

このような台湾、韓国における対米貿易摩擦の激化という問題をやや長期的な視点からみると、対外面から両国に対し、経済成長に関する従来からの基本戦略(内外市場を分断し輸出をてこに成長)の見直しを促すものと位置付けることが可能である。80年代後半入り後、両国の輸出依存度が一段と高まった(実質輸出対 GNP 比率、台湾80年51%→86年68%→87/1～6月74%、韓国80年34%→86年42%→87/1～6月50%)一方、国内面では労働分配率の低下や生活基盤整備の立遅れ等が生じているため、今後長い目でみて輸出に過度に依存しない自律的な経済への移行および国民生活水準の向上を並行的に進めていくことが重要な課題となっている。

#### (ASEAN は景気回復へ)

一方 ASEAN では、輸出は86年央以降回復に向い、87年入り後は一次産品市況の持直しに加え、NICs と同様為替レート of 有利化に伴う価格競争力の向上から繊維製品、電気・電子部品等工業製品が急増している。また内需も、こうした輸出増加の波及効果や日本をはじめとする先進諸国および NICs からの直接投資増加に伴って、設備投資を中心に持直しに向かっている。この間貿易収支は、イン

---

ドネシア、マレーシア(産油国)では、原油市況の回復を主因に貿易黒字幅が拡大したのに対し、タイ、フィリピン(原油輸入国)では、原油輸入価格の上昇に加え、中間財、資本財等の輸入増加から赤字幅が拡大した。