

昭和62年度の金融および経済の動向

—構造調整の進展と持続的成長への展望—

〔目 次〕

- | | |
|---------------------|-----------------------|
| 1. 概 況 | |
| 2. 構造変化の下での景気拡大 | 3. 金融・資本市場の動向 |
| (1) 景気の急速な回復とその背景 | (1) 外国為替市場の動向 |
| (2) 落ち着きを維持した物価 | (2) 金融緩和の進展 |
| (3) 着実な進展をみた経済構造の調整 | (3) 金融自由化・国際化の進展と金融機関 |
| (4) 景気の現状と先行きの展望 | 経営 |

1. 概 況

(経済構造変化の下での景気拡大)

昭和62年度のわが国経済は、景気の調整局面から脱し、内需をリード役として力強い拡大過程に入った。そうしたなかで、物価は総じて安定基調を維持し、また経済構造の面でも、外需依存型から内需指向型への変化を遂げつつある。こうした62年度のわが国経済の展開は、円高のインパクトを強く反映したものであり、多くの点で従来の景気循環パターンとは様相を異にするものであった。

まず、景気動向からみると、輸出が停滞を続ける一方で、輸入は製品類を中心に急増を示し、このため外需は61年度に引続き景気にマイナスのインパクトを及ぼした。そうしたなかで、景気が反転し、拡大過程に入ったのは、①金融緩和や積極的な財政政策の効果に加え、②物価安定の支出拡大効果や構造転換のための設備投資など、円高のプラス面の影響によるところが大きい。しかし同時に③在庫・設備ストック調整の完了に伴う循環的な景気上昇力も勢いを増し、それが前記2要因と相互に作用しつつ、生産、所得、需要の間に前向きの拡大メカニズムを着実に作動させていった点を見逃せない。

すなわち、マクロ政策の面では、金融の緩和が維持されるなかで、財政政策面でも5月に決定された緊急経済対策に基づき、公共投資を中心とした財政支出の拡大および所得・住民税の減税などの措置がとられた。また、円高および原油価格の下落に伴う物価安定は、直接的に実質賃金を押し上げるとともに、低金利の維

持を可能とすることを通じて、家計支出や非製造業の設備投資の堅調をもたらした。さらに円高は、一方で輸出や輸出関連の設備投資を抑制したが、他方では国内における新規需要発掘等のための投資を促す効果をもった。このように、62年度中のわが国経済では、交易条件の改善に伴う実質所得の増加が、さまざまなルートを通じて有効需要として顕現化したが、その背景には旺盛な企業家精神に支えられた各経済主体の積極的な対応、およびそれを可能とした資本、労働のモビリティがあったことは、特記されるべきであろう。

もっとも、景気が反転したことの要因として見逃せないのは、在庫・設備ストックの調整が62年度前半までに一巡し、これを背景として生産が持直していったことであり、その意味で、従来型の循環パターンがやはり生きていたといえよう。すなわち、在庫については、60年前半から緩やかな調整局面に入り、さらに60年末から61年にかけては、急速な円高に伴う輸出の落込みや価格先安観の台頭から、メーカー在庫を中心に調整圧力が大きく高まったが、厳しい生産抑制の結果、素材業種においては62年初、また加工業種においても、62年央頃までには、ほぼ調整一巡をみた。

このように、在庫面からのマイナスのインパクトが後退する一方で、家計支出、非製造業設備投資の好調が持続したため、鉱工業生産は62年入り後は緩やかな上昇に転じ、とくに年後半以降は、財政政策効果の浸透もあって、急速に拡大のピッチを高めていった。

こうした状況から、製造業における設備ストックの調整も徐々に進展し、製造業設備投資は62年度後半以降、拡大局面に入っている。すなわち、生産の拡大は、稼働率の上昇および固定費負担軽減による企業収益の改善をもたらし、これに加えて円高に対応するための合理化投資や、新製品開発・新規分野進出のための投資ニーズも高まったことから、企業の投資態度は、62年度後半以降、製造業においても急速な盛上がりをみせていった。

この間、雇用情勢も62年度中、生産の拡大と歩調を併せて、急速な改善傾向をたどった。すなわち、雇用者数は、62年度前半にも非製造業での労働需要の堅調な増加に支えられて緩やかな伸びを示していたが、年度後半にはこれに製造業での増加も加わったため、増加テンポを一段と高めた。有効求人倍率も着実に上昇し、また失業率は、62年度末には、急速な円高が進行する以前の60年後半の水準にまで低下している。62年度における雇用の改善がこのように顕著であったのは、景気回復のピッチ自体がかなり急速であったことに加え、今回の景気回復

が、個人消費、住宅投資、さらには公共投資など、相対的に雇用創出効果の大きい国内需要の増大にリードされたものであったためである。こうした雇用情勢の改善は、家計所得の伸びを支える一方で、消費者マインドの改善にも寄与し、個人消費、住宅投資等をさらに盛上げたが、それがまた企業部門に対する需要の増大にもつながるというかたちで、わが国経済は力強い拡大過程に入っていた。

一方、物価面の動きをみると、62年の夏場から秋口にかけて、建設資材を中心に商品市況が相当のピッチで高騰し、国内卸売物価もかなり上昇したが、年末から63年初にかけては反落し、62年度中を通してみれば、経済拡大が加速するなかでも、総じて安定的な動きを続けた。

このように、景気拡大と物価の安定が両立したことの背景としては、第1に為替相場の円高化に伴い、円建て輸入価格が大幅な低下を続けたことを挙げうるが、それ以外にも幾つかの循環的ないし構造的要因が寄与している。

まず循環的な要因としては、景気上昇初期の特徴として、生産が雇用者数の増加を大きく上回って急回復した結果、労働生産性が顕著に上昇し、賃金上昇がマイルドであったことと相まって、労働コストを大幅に低下させたことを指摘できる。一方、構造的な物価安定要因としては、円高を契機とする最終製品・半製品輸入の増加により、輸入品と国内品との間の競合が強まっていること、さらには企業が不採算輸出を見直す一方で、内需指向を強めているため、国内における販売競争が激化している面があることも見逃せない。

この間、対外収支面では、年度全体のドル・ベース収支が久方ぶりに縮小したが、その程度は小幅にとどまった。しかし、マクロ的にみたわが国の経済構造は、大幅な円高を契機として内需指向型へと明確に変化を示しはじめ、これを背景に数量ベースでみた不均衡は着実に是正されていった。

これをまず輸入面からみると、輸入品の相対的な割安化を背景に、最終消費財の輸入代替がかなりのテンポで進展しており、また中間財についても、国内企業が輸入部品等を使用した生産体制に移行する動きが目立っている。この結果、わが国の輸入構造は、従来の極端な原燃料輸入型から、次第に中間財・最終財輸入型の水平分業の方向に変化しはじめている。また、輸出型産業においては、加工型業種を中心に、現地生産の強化に向けて、海外に対する投融資活動を活発化する動きが拡がるとともに、いわゆる内需シフト、すなわち国内市場を従来よりも重視する傾向も強まっており、これを反映して設備投資面でも、国内流通網の整備や、国内市場向け新製品開発のための投資の割合が上昇している。

このような内需指向型の企業行動、さらには産業構造の変化は、今後における対外収支不均衡の一層の是正に向けての展望を拓くものである。

(資本市場の動揺と金融自由化・国際化の進展)

金融・資本市場に目を転じると、62年度は、為替市場が次第に安定を取戻す一方で、資本市場ではかなり波乱のみられた年であった。すなわち、為替市場においては、円相場が総じて強含みの展開を示したが、62年2月の「ルーブル合意」等により確認された、主要国間の為替安定に向けての政策協調体制強化が市場の信認をうるに伴い、円相場は漸次落ち着きを取戻すに至った。もっとも、世界的な国際収支不均衡がいまだに極めて大幅であることもあって、市場の地合いはなお不安定な面を残している。

この間、短期金融市場においては、日本銀行が緩和基調の下で引続き弾力的な調節態度で臨んだことを反映して、市場金利は総じて低位安定的な推移をたどったが、債券市場、株式市場は大幅な変動に見舞われた。まず債券市場では、62年入り後、為替相場の円高化が進む下で、行過ぎた金利先安観に基づいた投機色が一段と強まった結果、4～5月には、長期債の流通利回りが短期市場金利に近い水準まで低下し、とくに指標銘柄については、緩和期としては異例の「長短逆転現象」を示現した。もっとも、年央から秋口にかけては、国内景況の改善や、マネーサプライの高い伸びと商品市況の上昇に伴うインフレ懸念の台頭、さらには米国金利の上昇などを背景に、金利先安観が払拭され、長期金利は急激に反転上昇した。その後の動向をみると、10月から63年初にかけて内外株価の急落等を背景として再び低下をみた後、2～3月以降は米国金利につられるかたちで上昇しているが、ひと頃よりは振幅が縮小をみている。

また株式市場は、債券市場以上に大幅な変動を経験した。すなわち株式市況は、年前半、活発な商いのなかで、ほぼ一本調子の急伸を示したあと、高値もみ合いとなったが、10月20日には、前日のニューヨーク株価の暴落を受けて既往最大の下落を記録し、その後は一転して不安定な相場展開を続けた。もっとも、わが国の株価の下落幅は、海外の主要株式市場と比べればかなりマイルドなものにとどまり、また63年に入ってから急速に持直し、4月から5月にかけては平均株価が既往最高値を更新するなど、際立った回復ぶりを示している。これは、わが国の場合、もともと企業の株式持合いなど、安定的な株式保有のウエイトが高いことに加え、実体経済面が良好なパフォーマンスを示していることなどによるものと考えられる。ただ、62年中の動きに比べればやや落ち着きを取戻して

いるものの、3月から4月にかけての連騰が示唆するように、時として市場の相場観が一方に振れがちな傾向がいまだにみられることも否定できず、今後株価が経済の実勢を反映するかたちで一層安定することが期待される。

この間、マネーサプライは、62年入り後、期を逐って伸び率を高め、その流通速度は急ピッチで低下した。このように、マネーサプライの伸びが加速した背景には、大口定期預金の規制緩和など金融自由化の進展により、实体经济との関係でみて、より多くの通貨が需要されるようになったことも寄与していると考えられる。ただ同時に、金利が現在のように歴史的にみて極めて低い水準にまで低下したことが、マネーサプライを押上げた面はやはり大きく、マネーサプライの伸びが、实体经济との対比においてかなり高めであることは間違いない。

上記のように、金融緩和が一段と浸透し、また金融の自由化・国際化が進展するなかで、金融機関経営を巡る環境も大きく変化している。すなわち、金融機関の調達面では、自由金利商品による調達のウエイトが目立って上昇している一方、資産面においては長期貸出比率が上昇している。こうした資産・負債間の期間構造の差、いわゆる「ミスマッチ」は、現在までのところ、金融緩和の進展もあって、金融機関収益の改善要因として働いているが、一方では潜在的な金利リスクが増大していることを意味しており、金融機関にとって、その管理が重要な課題となっている。

また、62年度における債券・株式市場の不安定な動きは、海外をも含めた金融システムの問題点を浮彫りにした。すなわち、国際的な資本移動が急速に活発化している下では、ある市場で生じた動揺が他の市場に直ちに伝播することが改めて確認され、同時に、各種市場間、および国際的な決済システムのあり方が、市場動揺時のリスクを増幅する可能性があることも指摘されるに至った。

こうしたなかで62年度には、国際決済銀行(B I S)の場における議論を通じて、自己資本比率規制の国際的統一化に向けての動きが進展し、12月に主要国当局間で、統一基準案について原則的な合意が成立した。この背景としては、①金融機関経営を巡る種々のリスクが高まる一方、業務の国際化が急速に進展するなかで、各国当局が協調して金融機関の自己資本の充実を促進していくことの必要性が強く認識されたこと、②また、国際金融業務に携わる金融機関間の競争条件の公平確保の観点からも、自己資本比率規制について、国際的なルールの一統化を望む声が強まったこと、が挙げられる。今後、わが国の金融機関としては、これまでのとかく業容拡大に偏りがちな傾向を改めていくことを迫られよう。ま

た、そうした動きは、マクロ的にみても、金融・資本市場全体に影響を及ぼす可能性をもつものであり、今後その具体的な現われ方を注目していく必要がある。

（景気の現局面と当面の政策課題）

わが国経済は、現在、物価安定が持続する下で、内需をリード役とする力強い拡大過程にある。またそうしたなかで、経済構造も着実により内需指向型のものに変化しつつあり、これを背景に對外収支の不均衡も、数量ベースのみならず、ドル・ベースでも緩やかに改善するなど、総じて好ましい状況にある。ただ、現在のドル・ベースの對外収支黒字幅が極めて大きいだけに、その是正にはなおかなりの時日を要するものとみられ、それだけに、内需を中心とした現在の景気拡大を息長く持続させることにより、こうした構造変化の動きをより一層定着させていくことが必要である。

先行き、内需拡大の持続性について展望すると、まず設備投資については、なお拡大に転じて間もないうえ、すでにみたように、投資内容としても直接生産能力の増大につながらない投資の割合が高まっていることや、最終需要の堅調さからみて、当面は調整圧力が強まるとは考えにくい。また、在庫についても、一部の建設資材などで、昨年秋における仮需の反動から荷もたれ感がみられるほかは、総じてなお低水準であり、この面から景気が反転後退に転ずる可能性は極めて低い。さらに、個人消費の好調についても、いわゆる「資産効果」によりある程度増幅されている面もあるものの、基本的には、物価安定の下で、生産の拡大、雇用の増加を背景とした実質所得の着実な拡大により裏打ちされたものであり、物価の上昇がないかぎり、かなり持続性の高いものと考えられる。

このように、現在の景気拡大は、長期にわたって持続する可能性を秘めたものであり、またわが国としては、大幅黒字国としての責務からも、それを実現することが求められている。ただ、こうした持続的拡大が実現するためには、幾つかの前提条件、政策課題がある。その第1は、何といても、物価の安定である。仮に物価が上昇に向かい、それが加速するようなことがあれば、現在の経済拡大の一つの柱である個人消費の好調等に直接水を差すばかりでなく、企業設備投資や住宅投資の高水準を支えている現在の極めて低い金利水準を維持することも不可能となろう。

そこで物価を巡る情勢を改めて整理すると、少なくとも当面に関しては、海外物価面等から大きなショックがないかぎり、安定した基調が崩れる可能性は低い。ただ一方で現在の物価安定は、先にみたように、内外価格差の残存や企業の

内需指向の強まりなど、ある程度構造的な要因にもよるが、過去の円高の効果浸透や、景気回復初期における労働コストの低下など、一過性、ないしは循環的な要素にも大きく支えられていることには留意する必要がある。この間、経済の拡大に伴い、製品・労働需給地合いの引締まり傾向は今後とも続くとみられ、またマネーサプライの高い伸びに示されるように、金融は極めて緩和した状況にある。さらに、輸入の物価抑制効果を左右する海外物価についても、かなりの素材品目について、世界的に需給がタイト化している。これらの点からみて、物価を巡る環境は、今後厳しさを増していくことが懸念される。

こうしたなかで、今後も物価安定を維持していくためには、一方で輸入の面からの安定効果を十分に発揮できるよう、輸入自由化に向けて一層の努力を払うとともに、国内においても、引続き競争制限的な諸慣行・規制の見直しを通じて、需要拡大に見合って供給が円滑に増大するような条件を確保していくことが求められる。また、経済の全般的な拡大テンポがかなり速いだけに、需要が特定部門等に集中し、「ボトルネック」が発生する危険性にも十分配慮する必要がある。この点、昨年夏場から秋口にかけては、~~一~~現在よりも全体の需給が緩和した状況の下で、物価がかなりの騰勢を示したという事実を忘れてはなるまい。したがってマクロ政策面でも、状況に応じて機敏な対応が求められており、金融政策については、長い目でみた物価安定を重視した運営態度が必要であろう。また財政政策については、仮にも歳入好調などを背景に、安易に支出拡大等が行われることのないよう、景気、物価動向を十分に見据えた運営が求められよう。この点、表面的な財政収支は改善しているものの、実態的な財政状況はいまだにかなり厳しいことには十分留意しておく必要がある。

第2の政策課題は、為替相場の安定である。仮に、為替相場が再び急速な円高・ドル安傾向をたどることがあれば、わが国でその短期的なデフレ効果から景気拡大にブレーキがかかる一方、米国ではインフレ圧力が増すことはいうまでもない。しかし、より大きな問題として、ドルに対する信認が後退する場合には、金融・資本市場に再び波乱が生じる可能性の強いことは、去年の経験の大きな教訓である。また逆に、相場が大幅な円安に振れる場合には、わが国にとって大きなインフレ圧力をもたらすばかりでなく、せっかく進展している経済構造変化の腰が折られることにもなりかねない。したがって、今後も「ルール合意」等に示されている、為替相場の安定に向けた主要国間の政策協調体制を維持・強化し、黒字国の内需拡大、赤字国の財政収支の改善を通じて対外不均衡の是正を

推進していく必要がある。

第3の政策課題は、金融システムの安定性確保である。すでにみたように、昨年の内外主要市場における同時的な株価急落は、金融システム、決済システムの安定性確保の重要性を改めて認識させるものであった。また、金融の自由化・国際化の進展下における、金融機関の資産・負債構成の急速な変化、さらには、自己資本比率規制の国際的な統一化は、金融機関にとって、リスク管理の強化や、量よりも質を重視した経営を迫るものである。いうまでもなく、金融システムの安定性は、円滑な経済活動にとって重要な前提条件であり、日本銀行としても内外の関係当局と密接に協力しつつ、その実現に向けて最大限の努力を払う所存である。また、逆にインフレなき安定成長を息長く持続させることが、金融システムの安定性を確保するための条件であることも疑いのないところであり、その意味でも長い目でみた物価安定に配慮した政策運営が求められている。

2. 構造変化の下での景気拡大

(1) 景気の急速な回復とその背景

62年度のわが国経済は、60年秋以降の大幅な円高を契機とした景気調整局面から脱し、内需の急速な回復を背景として本格的な拡大過程に入った。そうしたなかで、物価は安定基調を維持し、またわが国の過度に輸出に依存した経済構造は大きく変化を示しはじめている。

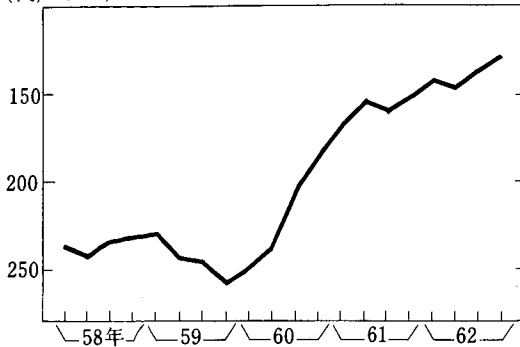
わが国経済が62年度において、このように総じて望ましい展開を遂げた基本的背景は、円高のデフレ効果が一巡するなかで、円高による交易条件の変化が、物価安定の支出拡大効果や内需向け設備投資促進効果を通じて有効需要に結びつき、それが景気の自律的な上昇力と相乗的に作用していったことである。

すなわち、円高は、短期的には輸出数量の抑制や輸出企業の収益圧迫をもたらし、景気に対してマイナスのインパクトを与えるものの、それが累積的な下降を招来せず、また交易条件改善効果が素直に有効需要につながるかぎり、やや長い目では経済にプラスに働きうるものである。そして62年度は、まさに後者の効果が急速に顕現をみた年であった。まず、円高の物価安定効果は、直接的に実質所得の押上げ要因として寄与し、個人消費の堅調をもたらすとともに、金利の低下を通じて、企業および家計の投資に対してもプラスに作用した。さらに、円高による相対価格の変化は、非製造業部門の投入・産出コスト構造を有利化させ、上記のような個人消費の堅調と相まって、同部門の設備投資の盛上がりをもたらした。また、

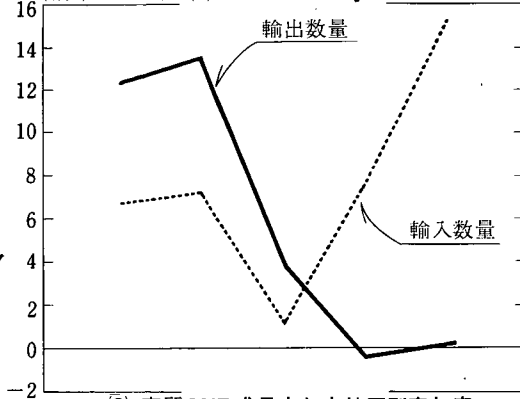
(図表 1)

実質GNP成長率の推移

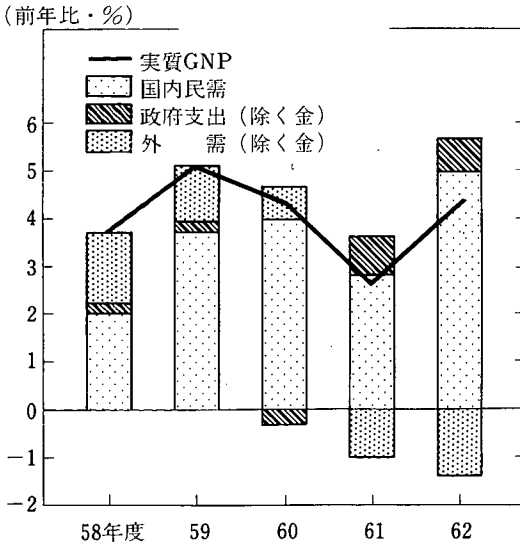
(円/ドル) (1) 為替レートの推移



(前年比・%) (2) 通関輸出入数量



(3) 実質GNP成長率と内外需別寄与度



(注) 1. 62年度の実質GNPおよび需要項目別内訳は、62年4～12月の前年比による。

2. 輸入数量、実質GNPの内外需別寄与度は、記念硬貨用金を除くベース(日本銀行調査統計局推計)。

円高により直接的な打撃を被った製造業部門も、円高の一次的なマイナス・インパクトが一巡するなかで、内需転換のための流通網整備や新製品開発など、新たな経済条件への対応を目的とした、前向きな設備投資を展開しはじめた。

もとより、こうした望ましい展開は円高により自動的にもたらされたものではなく、企業の積極的な経営姿勢や労働のモビリティなどにみられるわが国経済の弾力性が、円高に伴う大幅な相対価格体系の変化への対応を可能とし、交易条件の改善という円高のメリット面が十分に活かされることを可能としたといえよう。さらに、このように経済のダイナミズムが強力に発揮された背景には、マクロ政策運営が、企業マインドを維持し、内需の自律的な拡大を促進するうえで大きな役割を果たしてきたことも、見逃せないところである。

以下、こうした62年度のわが国経済の動きをやや詳しくみてみよう。

(停滞基調を続けた外需)

まず外需の動向をみると(図表1)、輸出数量は61年度に前年度

(資料) 経済企画庁「国民所得統計」
大蔵省「外国貿易概況」

比-0.6%と減少をみたあと、62年度にも同+0.1%と停滞基調を続けた。この間、世界経済が緩やかながらも拡大を続けるなかで、輸出が停滞を示したのは、60年以降の大幅かつ急激な円高のインパクトがなお尾を引き、62年中もドル建て輸出価格が引上げられたため、その輸出数量抑制効果が強く働いたことが基本的な理由である。また後述のように、内需の順調な回復を背景として、輸出企業が国内市場指向を強め、採算の大幅な悪化を甘受してまで輸出数量を確保しようとのインセンティブを後退させるといった、構造的な変化もかなり寄与している。一方、輸入数量は引続き高い伸びを示し(記念硬貨用金を除く<日本銀行調査統計局推計>ベース、前年度比、61年度+7.4%、62年度+16.0%)、なかでも、国内生産と直接的に競合する最終製品・中間製品の急増が目立った。こうした輸出停滞、製品類を中心とした輸入の増加の結果、外需は61年度に引続き経済全体の成長を大きく下押すかたちとなった。

(在庫調整の終了)

このように、外需面からのマイナス・インパクトが持続したにもかかわらず、景気が調整局面を脱し、拡大に向かった最も直接的な要因は、製造業における在庫、設備ストックの調整が終了し、拡大局面に入ったことである。

まず在庫投資の動きについて振り返ってみると(図表2)、メーカー製品在庫率は、すでに60年入り後上昇に転じていたところへ、円高の進展に伴う輸出の減退や価格先安観の強まりが加わった結果、在庫調整圧力は61年中急速に高まり、これを背景に企業は厳しい生産の抑制を余儀なくされた。しかし、今回の景気調整局面の特徴として、国内最終需要は比較的堅調を維持したこともあり、こうした生産抑制の結果、メーカー在庫の調整は61年後半以降順調に進展し、在庫率も急速に低下していった。この結果、61年末から62年初にかけて、まず素材部門の在庫調整が完了し、円高による需要後退の影響をより直接的に受けた加工部門においても、62年の半ばまでには調整がほぼ完了した。

(鉱工業生産は順調な拡大)

鉱工業生産は、このような在庫調整の進展等を反映して、61年末頃に下げ止まったあと、緩やかな持直しに転じ、とくに62年の後半以降は、設備投資の持直しや公共事業の拡大などを背景に、急ピッチの拡大を示している。

これをやや詳しくみると、鉱工業生産は62年1～3月から回復局面に入り、4～6月には輸出の落込みから伸び悩みを示したものの、7～9月以降は急速な拡大を続け(図表3)、62年度通期では前年度比+5.8%(61年度-0.2%)と、かな

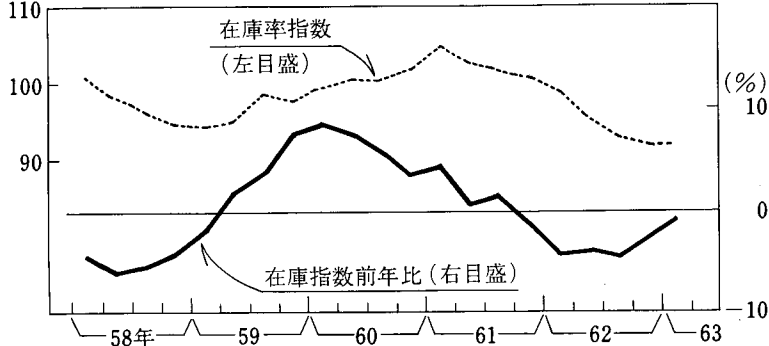
(図表2)

在庫投資の動向と在庫調整圧力

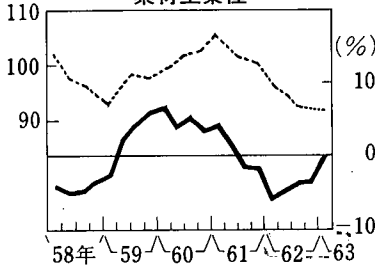
(1) 生産者製品在庫の動向

(60年=100)

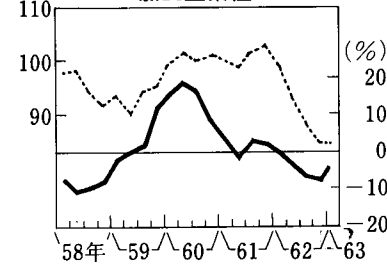
製造業全体



(60年=100) 素材型業種

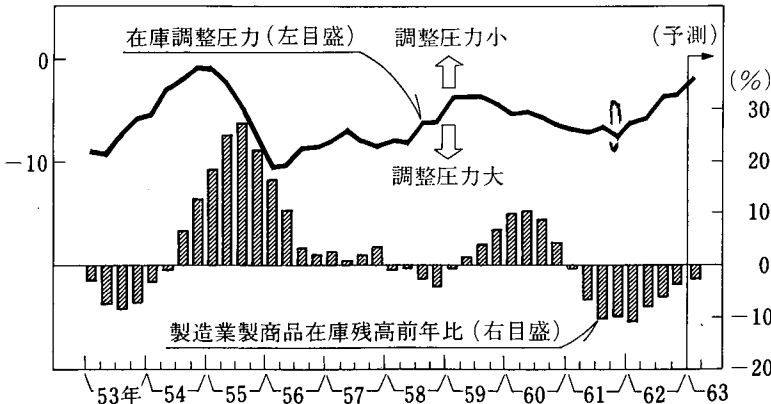


(60年=100) 加工型業種



(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」

(2) 在庫調整圧力の推移



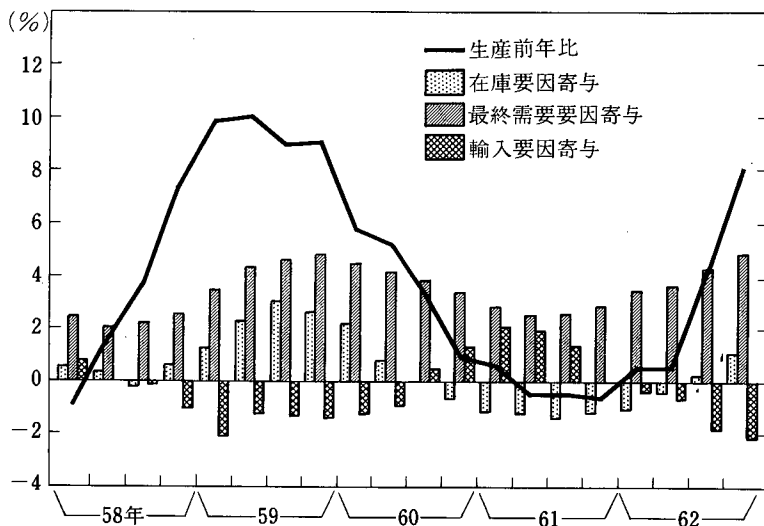
(注) 在庫調整圧力の算出方法については、<付注1>参照。

(資料) 日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(63年2月)

りの伸びを示した。ちなみにこうした生産立上がりの背景を関数推計により分析してみると、最終需要要因は61年第2四半期を底に傾向として徐々にプラス寄与を高めたものの、同年中是在庫調整圧力による生産下押し圧力がかなり強かった結果、生産は停滞が続けたが、62年度入り後は在庫調整圧力の後退が生産の伸びを高める方向に作用していることが明らかとなる。また、今回の景気回復局面で

(図表 3)

鋳工業生産前年比の要因分解



(注) 要因分解は以下の推計式による。

鋳工業生産総供給指数*

$$= -0.33 \times (1 \text{ 期前在庫調整圧力}^{**})$$

<-2.5>

$$+ 0.12 \times (\text{実質最終総需要}^{***} < \text{兆円} >)$$

<3.7>

$$+ 0.61 \times (1 \text{ 期前鋳工業生産総供給指数})$$

<5.2>

$$+ 3.89$$

[計測期間：55年第1四半期～62年第4四半期]

[$R^2 = 0.97$, D.W. = 0.79, <> 内 t 値]

* 鋳工業生産総供給指数は、鋳工業生産指数(60年=100)と

製品輸入指数(同)を両者の基準時名目額(鋳工業生産95.6兆円、

製品輸入<除く非貨幣用金>9.2兆円)でウェイトづけして作成。

** 試算方法については<付注1>参照。

*** GNP+輸入-在庫

(資料) 通商産業省「鋳工業指数統計」

経済企画庁「国民所得統計」

大蔵省「外国貿易概況」

は、円高に伴う製品輸入の増加が国内生産をかなり下押しているが、その一方で最終需要の増加や、在庫投資の反転を反映した生産拡大圧力がこれを大きく上回り、この結果生産の急拡大と製品輸入の急増が同時に進行したのが特徴的といえよう。

(設備投資の動向)

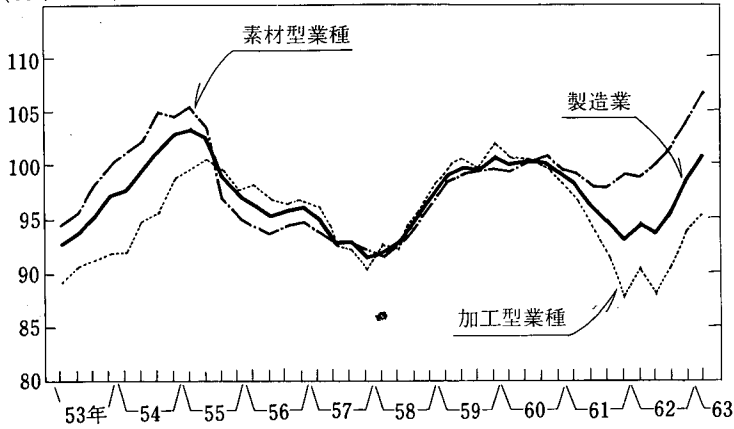
一方、製造業の設備ストックの調整も、在庫の調整に比べればやや遅れたものの、62年の半ばまでに概ね一巡し、設備投資は循環的にみて拡大局面に入っている(図表4)。すなわち製造業においては、60年度後半以降、輸出や鋳工業生産の

(図表 4)

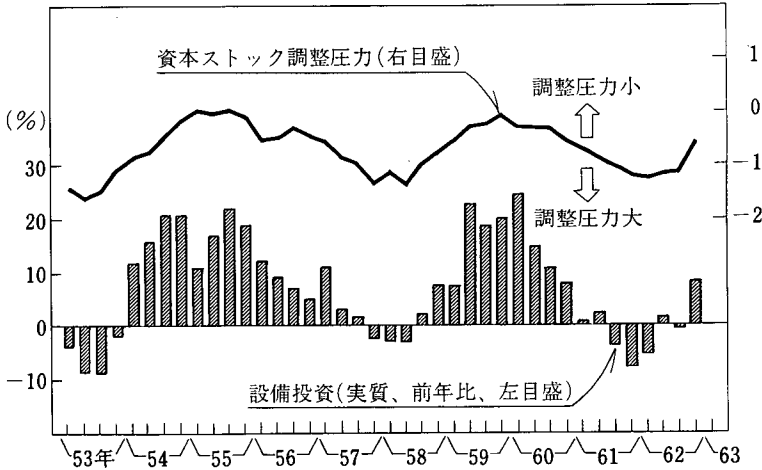
稼働率と資本ストック調整圧力

(60年=100)

(1) 稼働率指数の推移



(2) 資本ストック調整圧力と設備投資（製造業）



- (注) 1. 資本ストック調整圧力の試算方法については、＜付注 2＞参照。
 2. 設備投資(実質、前年比)は、62年第 4 四半期を除き GNP ベース (62年第 4 四半期は、大蔵省「法人企業統計季報」の名目値を設備投資デフレーターで実質化したもの)。

停滞、およびこれらを背景とした収益基調の悪化を反映して設備投資が厳しく抑制され、この結果、生産能力の伸びは大きく鈍化した(製造工業生産能力指数、前年比、61年 3 月 $+2.6\%$ → 62年 3 月 $+0.6\%$ → 62年 12 月 $+0.3\%$)。一方、鉱工業生産は、前述のとおり 62 年入り後は増加に転じ、とくに年後半以降は拡大テンポが急速に加速していった。このため、製造業の稼働率は 62 年に入ると上昇に転じ、今回の景気調整局面においては、もともと比較的小幅の低下にとどまっていたこともあって、62 年度末までにはすでに前回拡大期のピークを上回っている。さら

に、このような稼働率の上昇とほぼ並行して、企業収益も後述のとおり顕著な改善を示し、また新たな投資に対するニーズも強まったため、企業の設備投資態度は、業種間の格差を伴いつつも徐々に前向きに転じていった。

この間、非製造業の設備投資については、金融機関の機械化、企業のOA化、通信・情報ネットワークの高度化・広範化といった、いわゆる独立的投資要因が引続き根強く働いたほか、個人消費、公共事業といった、非製造業と関連の深い需要が好調に推移したこと、また設備投資採算についても改善傾向を続けたことなどから、60年度以降3年間にわたり、一貫して高い伸びを示している(実質、前年比、60年度+11.0%、61年度+9.8%、62年4～12月+11.8%)。

(顕著な改善を示した企業収益)

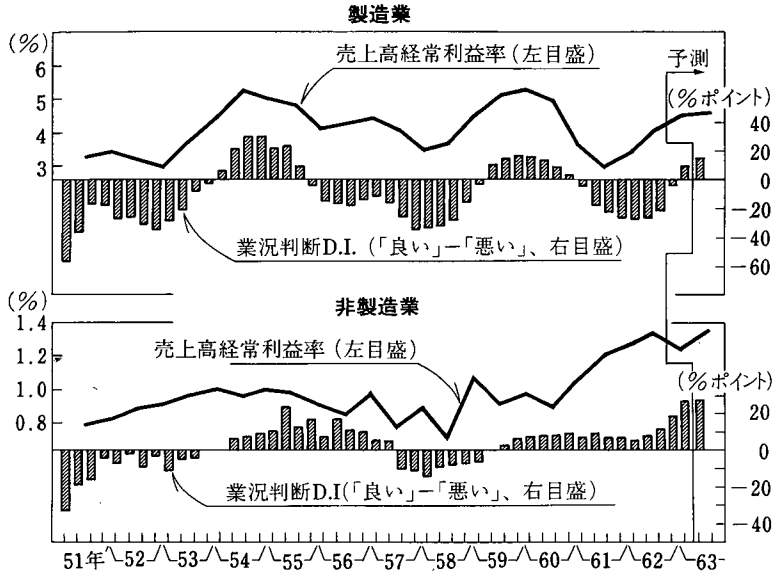
62年度中における景気の回復をもっとも端的に物語っているのが、企業収益の顕著な改善である(図表5)。

これをまず、非製造業からみると、売上高経常利益率は、前年度から歴史的にみてかなりの高水準にあったが、62年度には一層の上昇をみた。日本銀行「主要企業短期経済観測調査(以下「主要短観」)」により、企業の業況判断D.I.をみても、60年度以降一貫して「良い」超を続け、62年度にはさらに良好感を強めている。

一方、製造業では、61年度上期に収益が底を打ったあと、同下期には緩やかな回復にとどまったが、62年度に入ってから急速に改善している(「主要短観」製造業<石油精製業を除く>売上高経常利益率、61年度下期3.34%→62年度上期4.08%→同下期<63年2月時点予測>4.48%)。こうした62年度における製造業の収益改善の背景をやや詳しくみると、最も重要な要因は、産出数量の増大が内、需型・輸出型ともに大きな増益要因となったことにある。これは、いうまでもなく、内需が極めて順調な拡大を続けるなかで、内需型業種はもちろん、輸出型業種でも「内需シフト」努力の奏効などから、売上高が順調に回復したことによるものである。また、輸出型業種において、円高のドル建て価格への転嫁の進展から、交易条件要因(産出価格要因・投入価格要因)の利益率押下げ効果が、61年度に比べ大きく縮小したことも、製造業における利益率の回復に貢献した。この間、人件費コストは、賃金上昇率の落ち着きや雇用調整の進展等から極めて落ち着いた推移をたどり、金融費用も金利の低下を主因に減少を続けたため、(固定費要因)も引続き収益を押し上げる要因となった。また今次円高局面における企業の合理化努力を反映して、投入原単位(産出数量/投入数量)も改善傾向にあり、企業収

(図表5) 企業収益の動向

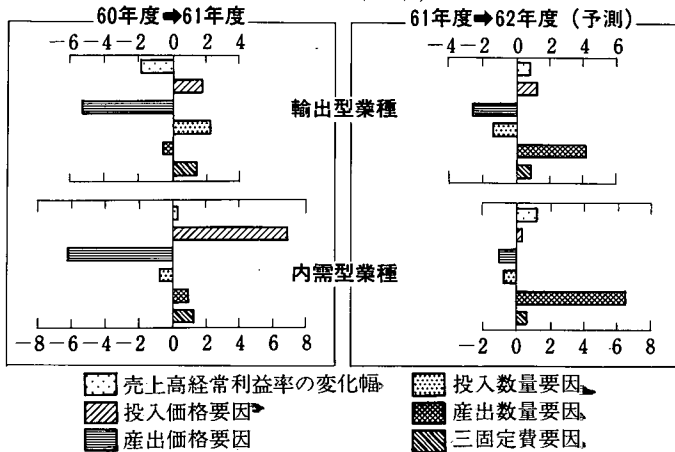
(1) 売上高経常利益率と景況感の推移



- (注) 1. 主要企業短期経済観測調査(63年2月)による。
2. 製造業の売上高経常利益率は、石油精製を除くベース。

(2) 売上高経常利益率の変動要因分解

(単位: %ポイント)



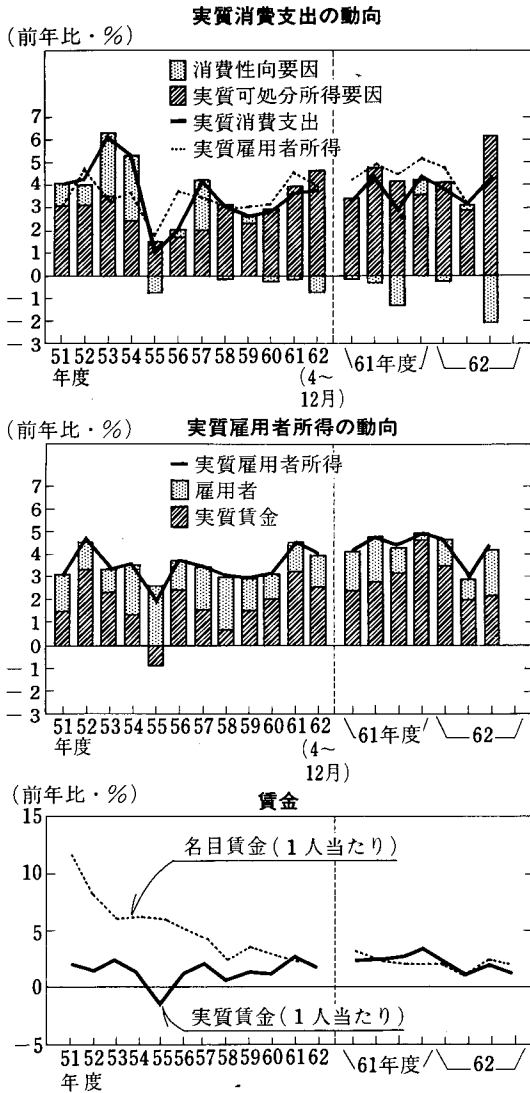
- (注) 1. 内需型業種は、石油精製を除くベース。
2. 62年度は、日本銀行「主要短観」(63年2月)による予測。
3. 要因分解の計算式については〈付注3〉参照。

(資料) 日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(63年2月)、
「製造業部門別投入・産出物価指数」等

益の持直しに寄与している。

なお、62年度における企業収益の回復度合いを際立たせているいま一つの理由として、在庫評価要因の動きが挙げられる。すなわち、61年度には、為替相場の

(図表6) 個人消費の動向



(注) 実質消費の要因分解は以下の式による。

$$\frac{C}{P_c} = \frac{Y_d}{P_c} \times \frac{C}{Y_d}$$

(実質消費支出) (実質可処分所得) (消費性向)

C: 名目民間最終消費支出
Yd: 名目可処分所得
Pc: 民間最終消費デフレータ

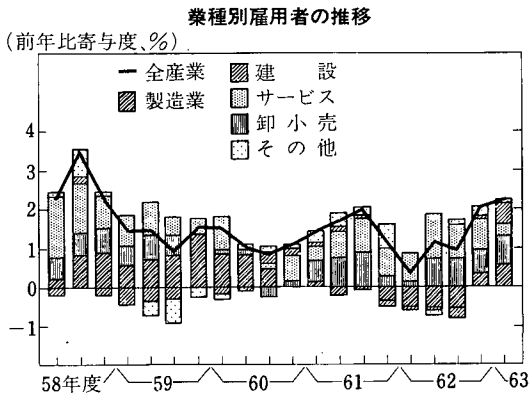
(資料) 経済企画庁「国民所得統計」
総務庁「労働力調査」
労働省「毎月勤労統計」

大幅な円高が進展する以前から保有されていた製品・原材料在庫について、円高を反映した価格の低下から、かなりの評価損が発生していたが、62年度においてはこうした要因が徐々に剥落し、前期比でみれば利益率をむしろ押上げる要因として寄与している^(注1)。

こうした、収益基調の改善を反映して、製造業においても企業マインドは着実に好転していった。すなわち、製造業の業況判断D.I.(日本銀行「主要短観」)は、62年央以降、急速な改善を示し、63年2月には+11%と、為替相場が急速な円高に転じた直後の60年11月(+3%)以来のプラスとなった。またこれを業種別にみると、内需型業種は62年度下期から急速な改善を示し、最近ではかなりの「良い」超となっている(62年2月-11%→63年2月+28%)。一方、輸出型業種でも、全体としての不振感はなお残っているものの、内需型業種同様、62年度下期にかけて急速に持直している(同、-53%→-11%)。このように、今回景気調整局面を大きく特徴づけた貿易財部門と非貿易財部門の間の

(注1) 在庫評価要因は、図表5では産出・投入価格要因に含まれているが、その要因を取り出してみると、62年度における製造業(除く石油精製)の売上高経常利益率を前年度比でみて0.66%ポイント押上げているとの試算(61年度は同-0.68%ポイント押下げ)。

(図表7) 雇用の動向



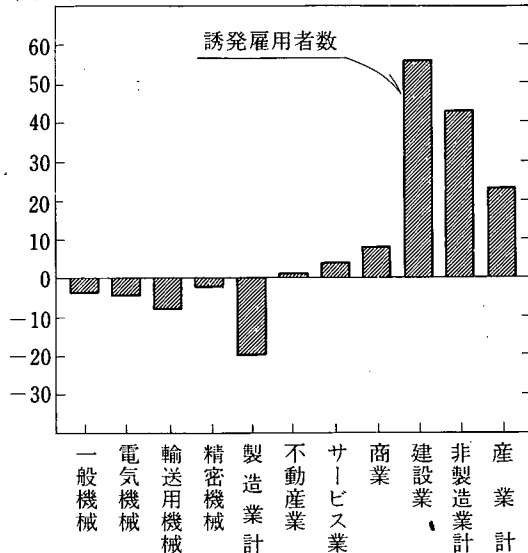
(資料) 総務庁「労働力調査」

製造業雇用者の推移

(60年度=100とした指数)

	61年度		62年度	
	上期	下期	上期	下期
製造業全体	101.4	100.7	99.5	99.7
内需型	101.2	101.3	101.4	101.7
輸出型	101.6	100.1	97.6	97.6

(資料) 労働省「毎月勤労統計」

(図表8) 内需主導型景気拡大による雇用誘発効果*
(万人) (輸出主導型拡大パターンとの差)

(注) 今回景気拡大局面(61年7～12月→62年7～12月)における雇用誘発効果と、仮に経済が前回拡大局面(58年～59年)と同様の輸出主導のパターンで成長した場合の雇用誘発効果を、それぞれ総務庁「産業連関表(55年)」により試算し、両者の差を業種毎に示したもの。

二面性も、かなり後退している。

(家計支出の好調持続)

一方、個人消費や住宅投資など家計支出は、61年度においても堅調を持続していたが、62年度中は先にみた在庫調整の進展と生産の拡大と相互に作用しつつ、好調の度を加えていった。

家計支出が、景気調整局面においても堅調を維持したことの背景としては、円高が時を同じくして発生した原油価格の低下と相まって、国内物価安定を実現し、これが実質所得の着実な改善に結びつくとともに、金利の低下を可能とした点を挙げることができる(図表6、なお調査月報62年9月号掲載論文「物価安定が支える内需の拡大」参照)。そして、62年度、とくに年度後半においては、61年度にみられはじめた家計部門と非製造業部門の間の前向きの所得循環が、徐々に製造業をも含めた企業部門全体との間の所得循環へと拡大していった。

これを、まず雇用面の動きからみると(図表7)、雇用者数(労働力調査ベース)は、62年度入り後、とくに下期にかけて伸びを高めた(前年比、61年度下期+0.7%→62年度上期+1.0%→同下期+2.1%)。これは、62年度上期までは、

卸・小売、サービス等非製造業での雇用が伸びた一方、製造業では前年比マイナスとなっていたのに対し、下期入り後は、製造業においても、生産の立上がりに伴い、内需型業種を中心に雇用が増加し、同時に公共事業の増加や住宅投資、非製造業投資の盛行を反映して、建設業における雇用が目立って増加したことによるものである。また、この間に所定外労働時間数も、製造業を中心に大きく伸びを高めており(所定外時間数前年度比、61年度-3.7%→62年度+6.8%)、実質雇用者所得は、62年度ベア率の低下にもかかわらず、年度後半にかけて急速な上昇をみた。

なお、こうした雇用環境の改善は、労働需給を反映する指標である有効求人倍率に端的に表われており、同倍率は62年度入り後急速な上昇を示し(61年度下期0.61倍→62年度上期0.69倍→同下期0.84倍)、年度末には14年ぶりの高水準に達している。また完全失業率も、62年5月の3.10%をピークに低下傾向にある(61年度下期2.87%→62年度上期2.88%→同下期2.68%)。こうした労働市場のタイト化は、前回の景気回復局面をかなり上回るピッチで進行しており、消費者マインドを支えるうえでも大きな役割を果たしたと考えられる。これは、62年度に入ってから景気立上がり自体が急速であったことに加え、今回の回復が個人消費、住宅投資、公共投資など、比較的労働集約的な産業に対する需要効果の大きい国内需要の拡大に主導されたものであるため、需要増1単位当たりの雇用誘発効果が、前回外需主導型の場合に比べ、かなり大きかったことも影響している(図表8)。この間、個人業主所得は非製造業の収益好調や、後述のような住宅・公共投資の増大を反映した建設需要の好調を背景として、雇用者所得を上回る増加を示したものとみられるが、これも62年度における消費好調の大きな要因として指摘できよう。

なお、62年度後半における個人消費の盛上がりには、後述の所得税減税の効果や、株式・債券等の既存資産価格が上昇し、物価の安定と相まって実質金融資産残高を押し上げたことも寄与したものとみられる。ただ、後者に関しては、実質金融資産残高の増加であっても、株式のように価格変動リスクの大きい資産の消費に与える影響は、預金等価格変動リスクの小さい資産に比べればはるかに小さく(図表9)、これを勘案すれば、その個人消費拡大効果はそれほど大きかったとは考え難い。マクロ面でみた家計貯蓄率がむしろ上昇をみたことや、個人消費が株価が軟調に推移した62年秋から63年初にかけてもむしろ堅調の度を増したことも、こうした見方を裏づけるものである。

一方、住宅投資についてみると、金利の低下や資材価格の安定を反映した貸家

(図表 9)

実質民間最終消費支出と実質金融資産残高との時差相関

前年比の時差相関係数(計測期間：42年第1四半期～62年第4四半期)

	実質金融資産残高 うちリスク・アセット	実質金融資産残高 うち その他金融資産	実質金融資産残高 合 計
実質民間最終消費支出との 時 差 相 関 係 数 (〈 〉 内はラグ*)	0.25 〈 - 2 〉	0.86 〈 0 〉	0.70 〈 0 〉

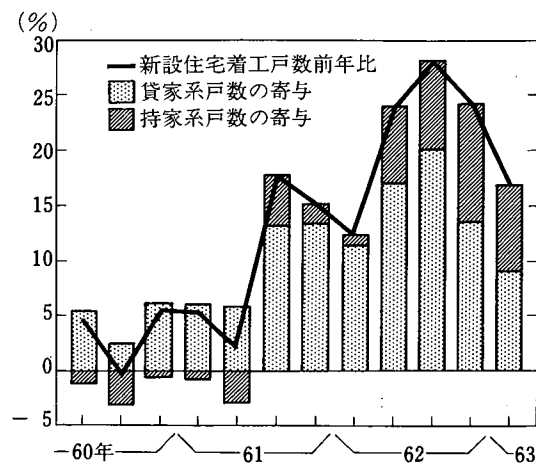
(注) 1. リスク・アセットは個人保有の株式、株式投資信託、金銭信託以外の金銭の信託の合計。

2. 62年第4四半期の実質金融資産残高は日本銀行調査統計局推計。

* マイナスは実質金融資産残高の変化が先行していることを示す。

(図表10)

新設住宅着工戸数前年比の推移



(資料) 建設省「建築着工統計」

採算の向上を背景に、貸家建設が61年度急増のあと、62年度に入っても盛行を続け(図表10)、また、持家建設も、金利の一段低下や、前述のような実質所得の着実な増加などに支えられ、急速に盛上がりを見せていった。この結果、62年度中の新設住宅着工戸数は173万戸(60年度125万戸、61年度140万戸)と、48年度(176万戸)以来の高水準となるなど、住宅投資は同年度における経済拡大の大きな牽引力としての役割を果たした。

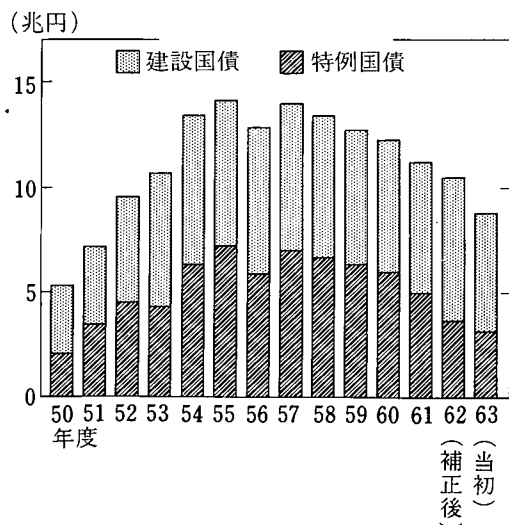
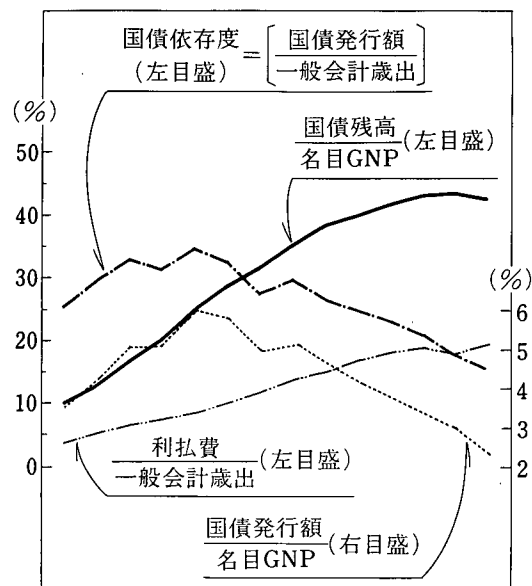
(財政政策とその影響)

この間、マクロ政策面でも、物価の安定を維持しつつ、内需拡大と対外不均衡の是正を図るという62年2月の「ルール合意」の趣旨に沿って、金融・財政両面から積極的な対応策がとられ、こうした景気の自立的上昇を大きく支援した。

財政政策については、従来は「財政再建」が優先されてきたが、62年度には、極めて積極的な運営が行われた。すなわち、政府は5月の「緊急経済対策」に基づき、公共事業の施行促進を図る(上期契約率目標を過去最高の80.1%に設定)とともに、総額5兆円に及ぶ公共投資等の追加、および所得税等の減税(所得税減税15,400億円、住民税減税5,000億円)^(注2)を決定した。また、公共投資の追加にあたっては、N T T株式の売却収入を活用して、社会資本を整備・充実するための

(図表11)

財政再建の進捗状況



無利子融資制度が新たに創設された。

こうした拡張的財政政策により、実質GNP伸び率に対する政府支出の寄与度は、62年央から上昇しており、とくに公共投資(公的総固定資本形成)の寄与度は、52～53年の大型財政出動以来の高い水準となっている(前年比寄与度、61暦年+0.3%、62暦年+0.6%)。また、こうした財政支出拡大の直接効果に加え、間接効果および減税の効果を加えた「緊急経済対策」全体の効果を日本銀行調査統計局計量モデルにより試算してみると、62年度の実質GNPを1%程度押上げており、とくに年度後半の経済拡大テンポの加速に対しては大きな寄与をしたとの結果となっている。

(財政再建の進展度合い)

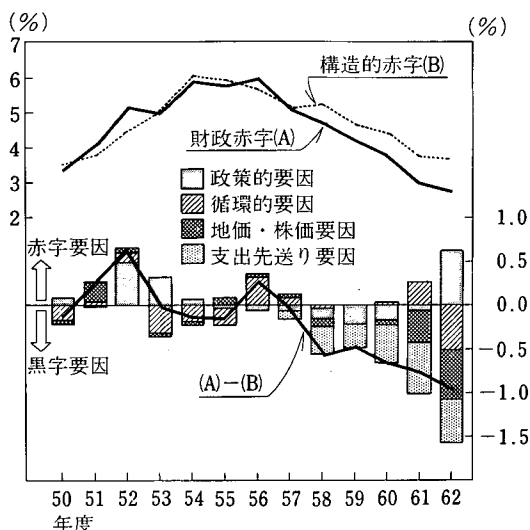
62年度中は、財政政策が上記のように積極的に運営された一方で、財政再建もかなりの進展を見た。

まずフロー面の指標をみると、55年度以降低下傾向にあった国債依存度は62年度18.1%(補正後)、国債発行額の対名目GNP比率も3.0%(補正後<名目GNPは政府経済見通し>)と、いずれも50年度以降の最低水準となっている。またこうしたフロー面の改善を反映して、ストック面でも国債残高の対名目GNP比率および利払費比率は、ともに依然高水準ではあるものの、このところ悪化傾向に

(注2) 所得税は62年度中の減税額(62年1月所得分より遡及実施)、住民税は63年度中の減税額(63年6月所得分より適用)。

(図表12)

財政赤字の要因分解〔一般会計ベース〕
(対名目GNP比率)



(注) (1) 財政赤字は、国債発行額に決算剰余金発生に伴う調整(当該年度剰余金を控除する一方、前年度剰余金からの繰入れ分を加算)を加えた実勢ベース。

(2) 政策的要因=(名目GNPと等率の伸びを示した場合の公共事業-現実の公共事業)+政策的減税(52、53、56年度の戻し税および62年度の所得税減税)

(3) 循環的要因=現実の税収(税制改正前)*-平均的成長の下で達成されたであろう税収**

* 申告所得税、有価証券取引税、相続税を除く国税(62年度は、日本銀行調査統計局推計)。

** 50年代の実質GNPのトレンドにデフレーターを乗じることにより名目GNPの基調を求め、これを下式に代入して算出。

$$\ln(\text{税収(申告、有取、相続税を除く)}) = 1.41 \times \ln(\text{名目GNP}) - 5.21$$

$$\langle 60.33 \rangle \quad \langle -17.90 \rangle$$

$$\left[\begin{array}{l} \text{計測期間: 50年度} \sim \text{62年度} \\ R^2 = 0.99, D.W. = 1.87 \langle \rangle \text{内} t \text{値} \end{array} \right]$$

(4) 地価・株価要因=現実の申告、有取、相続税の税収(税制改正前)-3税の平均的税収弾性値(41~60年度1.5)で達成されたであろう税収

(5) 支出先送り要因は、年金国庫負担の繰延べ等(日本銀行調査統計局推計)。

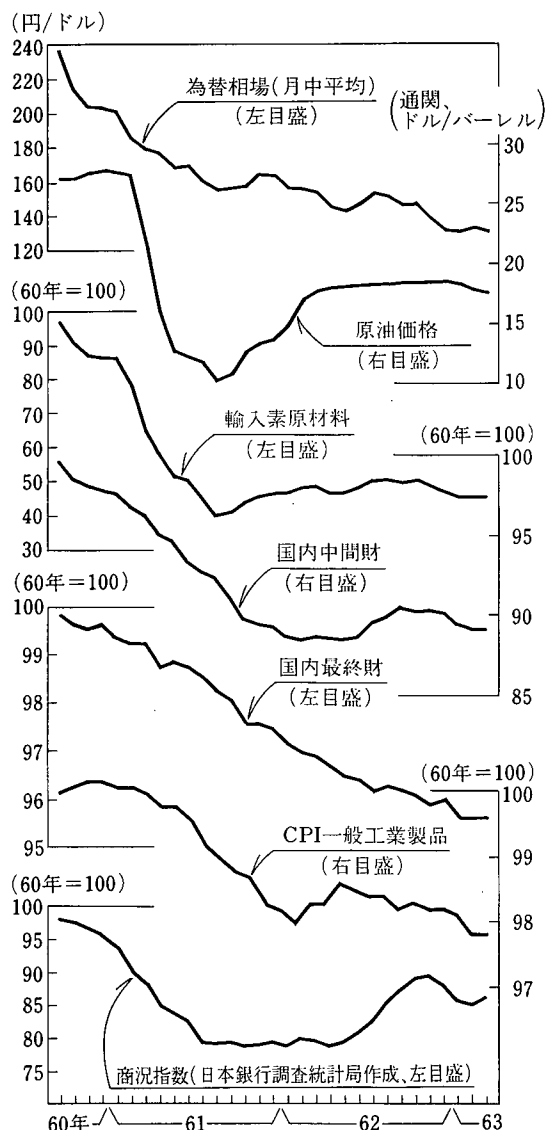
(6) 構造的赤字=(1)-(2)-(3)-(4)-(5)

歯止めがかかりつつある(図表11)。

このように、50年代末以降漸次進展してきた財政再建は、少なくとも表面的には62年度中、さらに進捗したが、その背景を一定の前提の下に、やや詳しく分析してみると、①61年度までの公共投資の抑制という政策的要因はたしかに赤字縮小方向に寄与してきたが、62年度には緊急経済対策の実施等により、その効果がほぼ相殺され尽くしたこと、②年金国庫負担の繰延べ等一般会計の支出先送り(隠れた赤字)要因の寄与が引続き大きいこと、③62年度については、株式、土地等既存資産取引の活発化や価格急騰に伴う有価証券取引税、申告所得税等の好伸や、景気急回復に伴う法人税収の大幅増加など、一時的ないし循環的要因に大きく支えられたものであること、等が明らかとなる(図表12)。

そこで、上記諸要因を除いて「構造的赤字」を計算してみると、かなり改善してきてはいるものの、表面ベースの顕著な改善ほどではないことがわかる。またいうまでもなく、株価・地価急騰に伴う税収増効果が長期にわたって持続するとは考えにくく、さらに支出先送り要因については、やや長い目でみてむしろ一般会計支出の増加

(図表13)
為替相場、原油価格変動の物価への影響



地域別にみた経済動向にも十分配慮することが望まれるところである。

(金融緩和の経済拡大効果)

金融政策は、62年度中引続き緩和基調で運営された。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が、その結果、わが国の公定歩合は60年末の5.0%から2.5%まで大きく低下し、歴史的、国

要因となることをも勘案すれば、中・長期的にみた財政収支バランスは引続き厳しい状況にあると理解すべきであろう(注3)。もとより、財政支出を持続的に拡大することによって、長期的な成長パスの引上げを図ることは不可能なのであり、とくに景気が力強い拡大局面にある現在は、景気循環安定化のためにも、当面の財政政策の運営は基本的に慎重なスタンスで臨み、むしろ一段と財政赤字の縮小を図ることを通じて、その自由度を拡大しておくことが期待される。

なお、財政政策の運営に関しては、財政赤字の縮小が、債券市場における需給地合いの緩和を通じて、現在の低い金利水準を支える要因として寄与しうることにも留意すべきであろう。また、支出内容の決定にあたっては、特定部門への集中がボトルネックの発生につながることを避けるとともに、経済構造の円滑な転換を推進するとの観点から、経済部門あるいは

(注3) NTT株式売却収入による無利子融資制度も、いずれ財源を失う筋合いにあるため、この面からも財政収支面の制約が再び強まるものとみておく必要がある。

(図表14)

賃金コスト(製造業ベース)の動向

—景気拡大1年目と2年目の対比—

(前年比・%)

	前々回		前回		今回	(参考)*
	52/10 ～12月 →53/10 ～12月	53/10 ～12月 →54/10 ～12月	58/1 ～3月 →59/1 ～3月	59/1 ～3月 →60/1 ～3月	61/10 ～12月 →62/10 ～12月	62/4 ～6月 →63/1 ～3月
鉱工業生産 (60年=100) (A)	7.5	7.8	9.9	5.5	7.8	14.9
雇 用 者 数 (B)	— 1.4	2.1	2.1	3.0	1.1	3.6
労働生産性 (C)=(A)/(B)	9.1	5.6	7.7	2.4	6.6	11.0
名 目 賃 金 (D)	5.7	5.6	3.3	2.8	3.0	3.2
賃金コスト (E)=(D)/(C)	— 3.1	0.0	— 4.1	0.3	— 3.4	— 7.0

*季節調整済み、年率。

(資料) 総務庁「労働力調査」、労働省「毎月勤労統計」、
通商産業省「鉱工業指数統計」

際的にみても極めて低い水準となった。

金融・資本市場の動向は後にやや詳しくみるが、金融緩和による金利の低下は、企業や家計の投資・消費活動を刺激することによって、内需の自律的拡大を促進したばかりでなく、内外金利差を拡大させる方向にも働いた。こうした金融緩和の直接・間接の効果は、為替相場安定に向けた各国の市場介入とも相まって、円高・ドル安の進行を比較的マイルドなものにとどめ、その面からも景気の順調な回復に寄与する一要因となった。

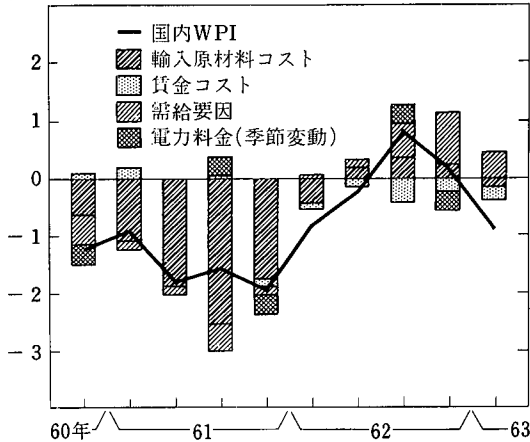
(2) 落ち着きを維持した物価

この間、物価動向をみると、62年7～9月期には建設資材を中心に一時的に騰勢を示したものの、全体としては経済が急速な拡大過程に入るなかでも、安定した動きを続けている。すなわち、国内卸売物価は、61年度を通して下落を続けたあと、62年7～9月には前期比+0.8%とかなりの上昇に転じたが、その後再び落ち着きを取戻し(10～12月同+0.2%、63年1～3月同-0.9%)、消費者物価も、61年度に続き、62年度も横ばい圏内の動きとなった(前年度比、61年度0.0%、62年度+0.5%)。

62年度における物価安定は、前年度に引続き為替相場の円高化に負うところが大きい(図表13)。すなわち、為替相場の円高傾向持続により(円/ドル直物中心

(図表15) 国内WPIの要因分解

(前期比・%)



(注) 要因分解は以下の式による。

国内WPI (前期比)

$$\begin{aligned}
 &= 0.12 \times \frac{3}{8.4} (\text{輸入原材料} \langle \text{前期比} \rangle) \\
 &+ 0.24 \times \frac{1}{2.7} (\text{製造業ユニット・レーバー・コスト} \langle \text{前期比} \rangle) \\
 &+ 0.06 \times (\text{需給判断D.I.} \langle \text{前期差} \rangle) \\
 &+ 0.34 \times (\text{電力料金季節変動ダミー}) \\
 &+ 3.15 \times (\text{石油ショックダミー})
 \end{aligned}$$

[計測期間: 52年第2四半期~63年第1四半期]
 $R^2 = 0.87$ D.W. = 0.96 () 内 t 値

(資料) 労働省「毎月勤労統計」
 総務庁「労働力調査」
 通商産業省「鉱工業生産動向」
 日本銀行「主要企業短期経済観測調査」
 (63年2月)

相場、61年度159.83円／ドル→62年度138.33円／ドル)、原油価格の反騰にもかかわらず(輸入通関単価<CIFベース>、61年度13.8ドル／バーレル→62年度18.2ドル／バーレル)、円ベースの輸入物価は引続き落ち着いた推移となり(前年度比、61年度-37.3%→62年度-0.3%)、これが前年度の下落のラグを伴った効果と相まって、投入コストの引下げに大きく寄与している。

しかし、景気が急速な上昇を示すなかで、物価安定傾向が持続したことの背景としては、為替円高化に伴う投入コストの低下のほかにも、幾つかの要因が作用したと考えられる。

まず、循環的な要因としては、景気回復初年度の特徴として、生産が急速なテンポで拡大する一方、雇用の増加はこれに対し若干のラグを伴うため、製造業を中心

として賃金コストが低下する傾向を指摘できる。こうした傾向は、従来にもみられたものであるが、とくに62年度中はこれが顕著に現われ、物価安定にプラスに作用してきた(図表14)。

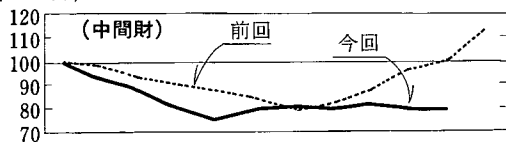
しかしながら、62年度下期入り後の物価の推移は、上記のような要因を考慮してもなお非常に安定したものであり、従来の関数による予測値との乖離からもうかがえるように、円高に伴う日本経済の構造的変化が、物価面にも影響を及ぼしているといった可能性も否定できない(図表15)。

そうした変化の一つとして挙げられるのは、国内品と輸入品の価格競合の強まりである。すなわち、これまでの大幅な円高によって、内外価格差は最終財、中

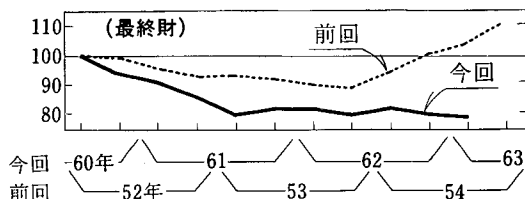
(図表16)

輸入増加の物価安定効果

(60年=100) (1) 内外相対価格の推移



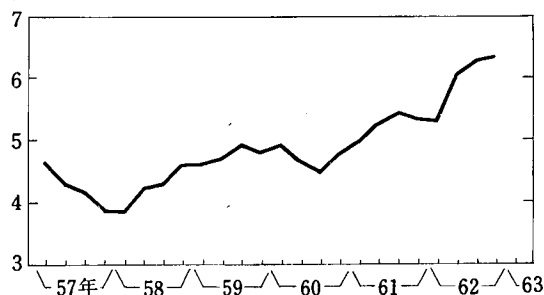
(60年=100)



(注) 内外相対価格=輸入物価(円ベース)/国内物価

(資料) 日本銀行「卸売物価指数」

(2) 製品輸入浸透度の推移



(注) 製品輸入浸透度=製品輸入/(鉱工業国内向け出荷+製品輸入)。ただし、国内向け出荷は付加価値ベースでないため(いわばグロスベース)、浸透度のレベル自体については幅をもってみる必要がある。製品輸入は記念硬貨用金を除くベース(日本銀行調査統計局推計)。

(資料) 大蔵省「外国貿易概況」

通商産業省「鉱工業指数統計」

(3) 内外価格差の物価安定効果

——国内最終財価格関数の計測——

(()内はt値)

計測期間	中間財からの波及	ユニット・レーバークスト	内外相対価格	R ² D.W.
52/2Q ~62/4Q	0.21 (7.8)	0.32 (4.2)	0.55 (1.2)	0.89 1.4
55/2Q ~62/4Q	0.22 (7.8)	0.20 (2.4)	1.59 (2.6)	0.89 1.4

間財ともに52~53年の円高局面以上に拡大し(図表16(1))、それが最終財、中間財といった製品類を中心とした輸入数量の急増につながっている(図表16(2))。こうした大幅な内外価格差の存在とそれに伴う輸入の増大は、競合する国内品の価格上昇抑制を通じて、国内物価に対しより強い価格安定効果をもつようになったと考えられる。ちなみに、国内最終財価格を中間財からのコスト波及、賃金コストおよび内外価格差によって説明する関数を、52年第2四半期~62年第4四半期と55年第2四半期~62年第4四半期の二つの期間について推計すると、最近期には内外価格差要因の物価に与える影響度合いが大きくなっているとの結果となる(図表16(3))。

さらに、とくに輸出型製造業では、輸出採算の悪化と内需の好調とを眺め、企業が内需指向を強めているが、これが価格政策にお

(注) 1. 国内最終財価格を下式により計測期間を変えて推計したもの。

(国内最終財価格)

= a · (中間財からの波及要因)

+ b · (ユニット・レーバークスト要因)

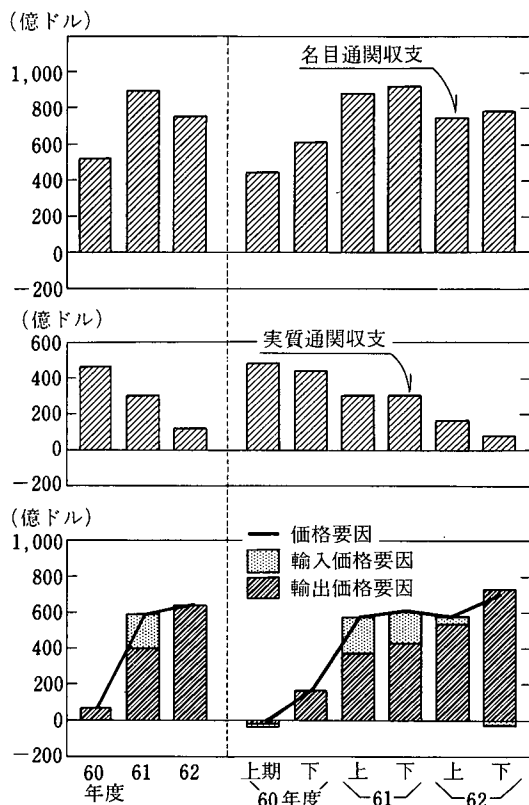
+ c · (内外相対価格要因)

2. 内外相対価格要因としては、(輸入最終財価格指数/国内最終財価格指数)を採用。

(資料) 日本銀行「卸売物価指数」
経済企画庁「国民所得統計」

(図表17)

通関貿易収支の要因分解



- (注) 1. 実質通関収支は、輸出入金額を輸出入価格指数(60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. 半期は、季節調整済み年率。

(資料) 大蔵省「外国貿易概況」

いても、より国内価格を抑制する方向に変化させてきているようにうかがわれる。

なお、62年7～9月期に一時的に物価がかなりの騰勢を示したのは、海外市況の上昇を反映した面もあったが、より基本的には、木材・木製品、鉄鋼など建設関連を中心に、流通、ユーザー筋の在庫手当が積極化し、これが景気上昇に伴う需給引締まりを拍車したためと考えられる。また、とくに木材や一部鋼材などでは、わが国の輸入増加が海外市況の上昇をもたらす一因となったことも否定できない。

一方、その後、物価が再び落着き傾向を取戻したことの最も重要な要因は、いうまでもなく円高が62年10月以降さらに一段と進展したことである。すなわち、追加的な円高の進行は、直接的に輸入コ

ストを低下させたばかりでなく、多くの品目について進展をみつつあった値上げ交渉の腰を折ることを通じて、国内物価に対し大きな抑制効果をもった。さらに、鉄鋼など、とくに需給逼迫が目立った個別の品目について、関係当局の増産指導などもあって、生産が順調に拡大したことの寄与も見逃せない。

(3) 着実な進展をみた経済構造の調整

62年度には、対外収支の黒字幅が緩やかながら縮小に向かうとともに、経済構造の面でも、これまでの急速な円高を原動力として、より内需指向型の構造に向けて着実な変化が進むなど、長期的な対外不均衡是正の観点からも好ましい動きが表面化しはじめた。

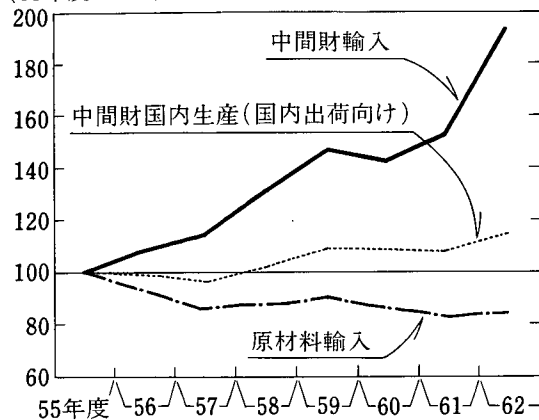
まず、対外収支の動向を振り返ってみると(図表17)、大幅円高を背景に、数量ベ

(図表18)

国内生産から輸入品への代替の動き

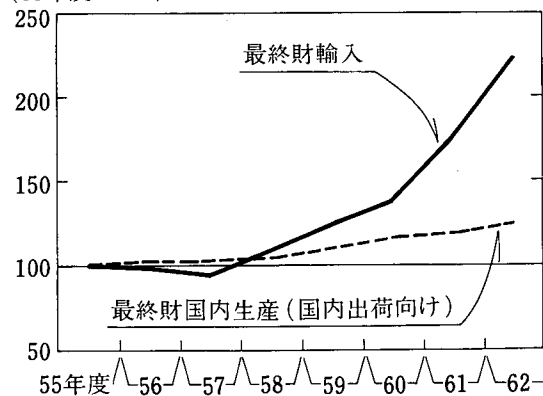
(1) 原材料輸入から中間財輸入への代替の動き

(55年度=100)



(2) 最終財の輸入と国内生産の動き

(55年度=100)



(資料) 大蔵省「外国貿易概況」
通商産業省「通産統計」

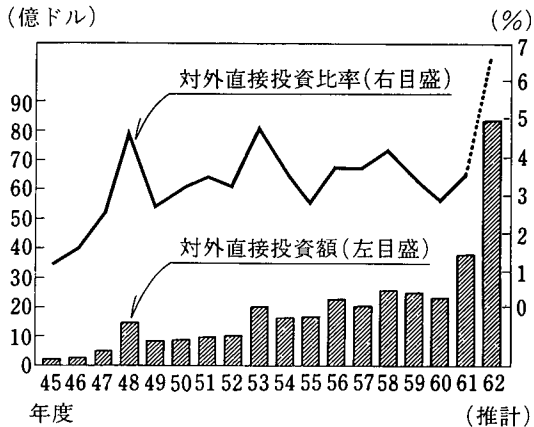
ースの調整は61年度に引続き着実に進行した。この間、ドル・ベースでみた黒字は、61年度まではいわゆる「逆」カーブ効果」や原油価格の低下から、むしろ拡大をみていたが、62年度に入ってから、水準としてはなお非常に大きいものの、ようやく改善の方向へ動き出し、62年度全体としてみれば、貿易収支、経常収支ともに、前年度をわずかながら下回った。これは、上記の数量収支の改善に加え、輸入価格が原油等国际原料品市況の反転上昇から、これまでとは様変わりにドル・ベースの収支改善の方向に寄与したことなどによるものである。なお、輸出価格は、引続き名目収支押上げの方向に寄与しているものの、62年度中は、その程度がやや頭打ちになってきている。いうまでもなく、名目収支の動向は、企業の価格設定姿勢や、国際商品市況、円相場

の動向等に左右されるものであり、短期的にはかなり変動しうるものである。しかし、その基本的趨勢を決定づけるのは、やはり数量収支の動きであり、この点に関しては、以下にみる構造調整の進展もあって、これまでの改善傾向はより定着する方向にあると考えられる。

こうした見方ができるのは、円高が、さまざまなルートを通じて産業・貿易構造を変えつつあるからである(調査月報63年3月号掲載論文「日本、米国の対外収支調整過程について」参照)。まず第1に、輸入品の相対的な割安化の結果、国内生産品の輸入代替が進展し、とくに消費財について輸入による代替が進行したほか、中間財についても、国内企業が廉価な輸入品を使った生産体制への移行

(図表19)

対外直接投資（製造業）の動向



- (注) 1. 対外直接投資額は許可・届出ベース(製造業)。
 2. 対外直接投資比率(製造業)
 $\text{対外直接投資比率} = \frac{\text{対外直接投資額}}{\text{国内設備投資額(GNPベース)}}$
 3. 62年度の計数は、日本銀行調査統計局推計。

(資料) 大蔵省「対外直接投資届出実績」
 経済企画庁「民間企業資本ストック統計」

を進める動きが目立っている。

こうした動きをやや詳しくみると(図表18)、まず中間財については、62年度に入って輸入が急増している一方で、国内出荷向けの国内生産は非常に緩やかな増加にとどまっており、輸入による代替がかなりのテンポで進行したことを示している。また最終財についても、輸入が61、62年度とも大幅に増加しているのに対し、国内出荷向けの国内生産は緩やかな増加にとどまっており、この間原材料輸入は総じて停滞気味に推移している。こうした動きは、大幅な円高を契機に、原材料を輸入す

る一方、中間財、最終財は国内で生産するという従来の経済構造が、割安な外国産中間財・最終財を直接輸入する方向へ変化しはじめていることを示唆しており、貿易パターンがより水平分業的にシフトしているものと評価できよう。

一方、輸出面では、円高によって輸出採算の大幅な悪化に直面したわが国の輸出企業は、海外現地生産の拡大や国内市場へのシフトにより、懸命な対応努力を払ってきた。

まず、わが国製造業の海外直接投資動向を許可・届出統計(フロー・ベース)からみると(図表19)、61年度に北米向けを中心に38億ドルと増勢を強めた後、62年度には電気機械、一般機械、輸送機械等輸出型産業を中心にさらにほぼ倍増となる見通しとなっている。また日本銀行「主要短観」(63年2月)をみても、製造業の62年度の海外投融資計画額は、国内設備投資計画額の約14%に達しており、その主力はやはり加工を中心とする輸出型業種である。こうした動きは、今回の円高で国内生産が相対的に不利化した輸出企業が、貿易財の国内生産を代替すべく、海外に生産拠点を展開していることの現われと考えることができる。

このように生産設備を海外へシフトさせる動きが積極化している結果、国内における設備投資の内容については、円高の下でも競争力を維持している高付加価

値品の生産や、新製品のための研究・開発、さらには、国内における流通経路の確立などいわゆる国内シフトの投資支出も増加傾向にある。

また、このような個別企業の円高対応努力は、マクロ的にみれば、労働、資本といった生産要素が、円高によって競争力を失った産業分野から他の分野へ移動していくという、資源配分の変化にはかならない。そして、そうした資源のシフトは、貿易財部門のなかにおいて、より付加価値の高い部門に向かう動きと、貿易財部門そのものから非貿易財部門に向かう動きの双方とも、かなり判然とするに至っている。

すなわち、まず資本面について、国内民間設備投資の業種別構成比の変化を見ると、60年度以降輸出型製造業のシェアが傾向的に低下している(60年度20.5%→62年度上期16.7%)のに対し、内需型製造業では62年度上期に逆にシェア・アップしている(同、17.9%→18.8%)。またこの間に、非製造業のウエイトは徐々に上昇しており、資本が製造業のなかでは内需型へ、全体では非製造業へと緩やかにシフトしている姿がみてとれる。

また、雇用面でも、全産業雇用者に占める製造業雇用者比率は、もともと下方トレンドをもってはいたが、円高の進行した60年度以降低下テンポが急速に高まっており(60年度28.6%→62年度27.4%)、労働資源面でもシフトが進行していることを示している。

これらミクロ・マクロ両面に表われた構造変化は、今後とも長期にわたりわが国の対外不均衡を是正する方向に作用すると期待されるが、その効果がすでにどの程度顕現化しているかについて、輸出入数量関数を用いて一応の目途をつけてみると、輸入面での構造変化を主因に、61年度には40億ドル、さらに62年度には180億ドルと、かなりの貿易黒字縮小効果を及ぼしているとの試算結果が得られる^(注4)。もちろん、こうした試算については、かなり幅をもって評価する必要があることはいうまでもないが、わが国の経済構造の調整が、これまで考察してきたような種々の経路を通じて、着実に進展しつつあることは間違いのないものといえよう。

(4) 景気の現状と先行きの展望

今後のわが国経済を展望すると、現在の経済拡大は、基本的には生産、企業収

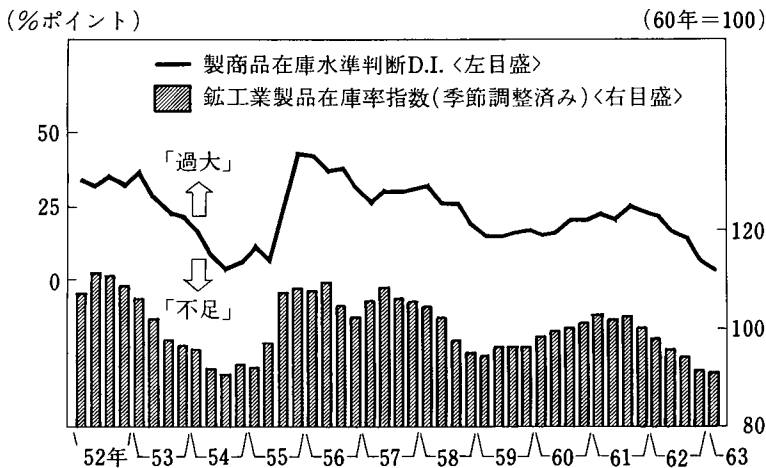
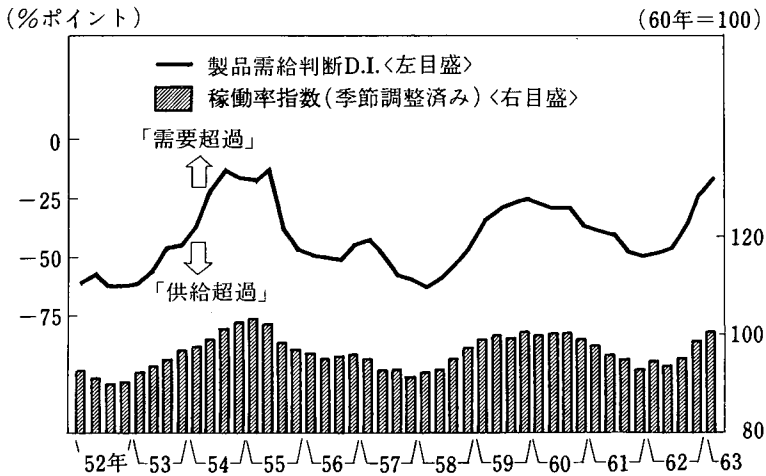
(注4) この試算結果は、調査月報63年3月号掲載論文「日本、米国の対外収支調整過程について」に示したものと若干異なるが、これは主として輸出入数量指数の遡及改訂、季節調整替えによるものである。

益・家計所得と国内民間最終需要の間における前向きの循環に基づく自律的なものであるだけに、海外経済や為替・資本市場面で大きな攪乱が生ぜず、物価の安定が維持されるかぎり、かなりの持続性をもつものと考えられる。そうした意味で、現在のわが国経済の望ましい姿がどこまで維持されるかに関しての最大のポイントは、いかに物価の上昇を回避できるかにかかっている。

先行きの物価動向を考える場合、まず現在の物価安定を支えている要因の持続性が問題となる。この点、経済構造の変化を背景とした、内外品の競合の高まりや企業の国内市場指向といった要因については、今後ともある程度持続性を期待できよう。ただ、これまでの物価安定の大きな背景は、やはり大幅な円高と原油価

(図表20)

物 価 を 取 巻 く 環 境



(資料) 日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(63年2月)
 通商産業省「鉱工業指数統計」

格の低下による輸入コストの下落であり、これらは今後為替レートが安定すれば、海外原料品市況が一段と引緩まないうえ、引続き物価安定に寄与していくことは期待できない。また、これまでみられた労働コストの大幅低下も、基本的に景気拡大の初期に特有の循環的な要因であって、その効果は次第に減衰に向かう。したがって今後は、経済の拡大を反映した製品・労働需給の引締まりが、これまでよりも素直に価格面に影響を及ぼす可能性が高いとみておくべきである(図表20)。

また、対外収支面については、以上の分析にみられたような経済構造変化が進展していることから、数量ベースでは引続き着実な改善を示していくとみられるが、ドル・ベース収支の黒字幅については、当初のギャップが極めて大きかったうえ、今後も円高調整値上げが進展するとみられるだけに、縮小テンポは緩やかなものにとどまろう。こうした状況下、今後とも物価安定と内需中心の成長持続を両立させ、わが国経済の構造変化を一層推進していくことが求められるが、そのためには、為替レートの安定を通じて内外経済における不確実性を減じ、こうした変化の方向を定着させることが必要である。また同時に、引続き残存輸入制限の撤廃ないし緩和等に努めるとともに、国内においても競争制限的な諸慣行・規制の見直しを通じて、これまでの円高のメリットをさらに経済に浸透させる努力が肝要といえよう。

金融政策については、景気が力強い拡大局面にあるだけに、基本的には物価の安定を重視した政策運営を行うことが、現在の内需の拡大を持続させ、国際協調にも資するものと考えられる。日本銀行としては、こうした基本的な考え方の下で、物価情勢や為替市場の動向等を十分注視しつつ、当面は現在の金融の基調を維持していく方針である。

3. 金融・資本市場の動向

62年度のわが国金融・資本市場の動向をみると、為替相場は、やや落ち着きを取戻したが、債券・株式市場は、時として激しい値動きを示すなど、大きな変動に見舞われた。また、こうした資本市場の動揺の過程で、各国市場間の連動性が一段と強まったことや、投資家のキャピタル・ゲイン指向の高まりなどの不安定要因も露呈されるに至った。

この間、マネーサプライは、62年度を通じて増勢を加速し、最近も高い伸びを続けている。この背景の一つには、金融自由化の影響もあるが、この点を割引いても、最近のマネーサプライの伸び率が実体経済の成長に比べ高めであることは

否定できない。また、金融自由化・国際化の進展に伴い、わが国の短期金融市場の規模は著しく拡大しているが、こうしたなかで、金融機関経営面においても、資産・負債のミスマッチに伴うリスク増大等の問題がクローズアップされている。

このように、62年度の金融・資本市場においては、金融緩和が一段と浸透するなかで、金融システムに内在するリスクが改めて浮彫りにされ、マクロ政策面のみならず、金融機関経営およびその監督・指導の面でも大きな問題が投げかけられた年であった。

(1) 外国為替市場の動向

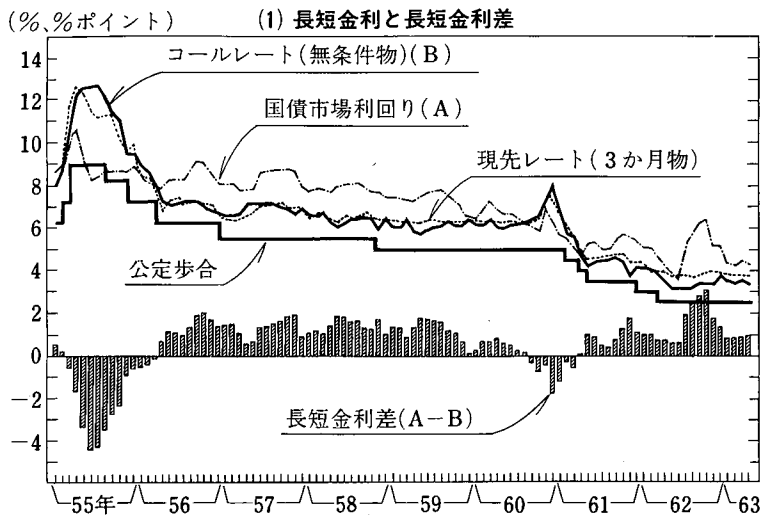
外国為替市場においては、60年9月の「プラザ合意」を契機として、急速に円高・ドル安が進行していたが、62年2月の「ルーブル合意」以降は、為替相場安定に向けての国際的な政策協調体制が強化され、それが市場の信認をうるに従い、円相場は総じて次第に安定を取戻すに至った。

すなわち、円の対米ドル相場の動向をみると、62年春先から秋口までは、「ルーブル合意」で示された主要国の政策協調姿勢が市場で強く意識された結果、140～150円を中心とした比較的狭いレンジでの動きにとどまっていた。しかし、10月の世界的な株価の急落後年末にかけては、米国が抱える「双子の赤字」（大幅な貿易赤字と財政赤字の併存）の改善が捗々しく進まないなかで、米国当局者の発言がドル安を容認するものと受け止められたことなどから、円相場は急テンポで上昇した。こうした状況の下、主要7か国の大蔵大臣・中央銀行総裁は、12月23日、為替相場の過度の変動やこれ以上のドル下落は世界経済の発展にとって逆効果であることを改めて確認するとともに、市場介入等により為替相場の安定を図る旨の共同声明を発表した。その後こうした国際協調体制の維持に対する各国の強い姿勢が、具体的な行動によって示されるにつれ、円相場は再び安定を取戻し、この結果、62年度中の円高率（終値平均）は+15.6%と、前年度中のそれ（+38.3%）をかなり下回るものとなった。この間、わが国通貨当局は、為替安定を目標に各国との緊密な連絡・協調の下で、必要に応じ適宜市場介入を実施した。

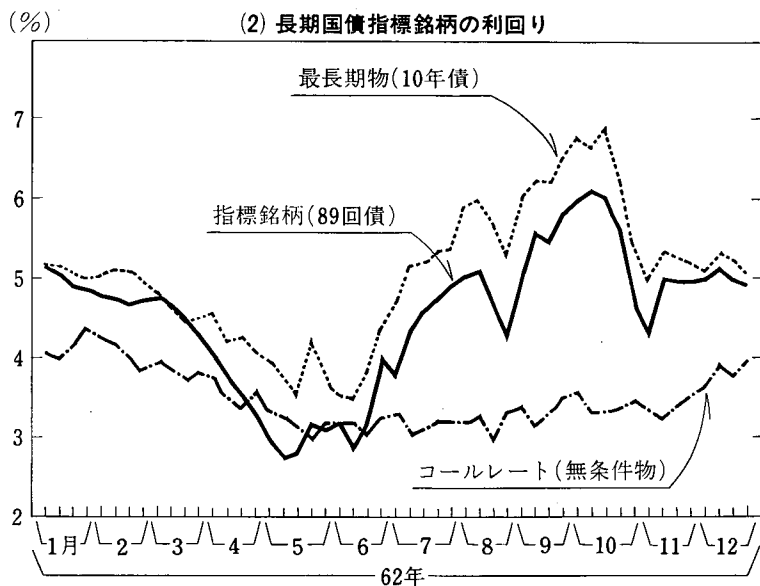
このように、「ルーブル合意」等で示された主要国間の協調体制は、為替相場の安定に大きく寄与したと評価できるが、後述のように金融・経済の国際化に伴い、各国市場間の相互依存関係が一段と強まっているだけに、世界経済の持続的拡大を図るためには、こうした協調体制を維持しつつ、各国が「ファンダメンタルズ」を改善することが、これまでも増して重要となっている。

(図表21)

長短市場金利の推移



(注) 各月の月中平均値。国債市場利回りは、最長期物(10年債)店頭指標気配。



(注) 各月の週末値。89回債は、62年11月まで指標銘柄。

(2) 金融緩和の進展

(短期金利の低下と長期金利の変動)

すでにみた一連の公定歩合の引下げ、およびそれを踏まえた日本銀行の短期金融市場での金融調節を反映して、金融緩和は62年度中も一段と進展した。

まず、短期金融市場金利の動向をみると、景気の回復や季節的な資金需給の引締まりから、一時的に上昇する局面もみられたが、ならしてみれば緩やかな低下

傾向をたどり、63年3月中のコールレート(無条件物)は3.52%と、前年3月に比べ0.33%ポイント、また61年1月の公定歩合引下げ前に比べると3.23%ポイントの低下を示した(図表21(1))。オープン市場金利も、基本的にはこれと平行の動きを示したが、時としてはインターバンク市場金利との間の乖離が広がる局面もみられた。これは、インターバンク金利が、日本銀行の緩和的な金融調節スタンスを反映して低下傾向をたどる一方で、オープン市場では、景気の先行きに対する市場参加者の見方が改善するに伴い、金利下げ止まり圧力がかったことによるものである。またこれに加えて、大口定期預金の自由化進展を背景として、金融機関の預金競争が過熱し、オープン市場金利を押上げる方向に作用したことも、こうした乖離を増幅した一因であった。

一方、長期金利はかなり激しい変動を示した。すなわち、長期債の流通利回りは、61年後半以降、急落を示し、62年4～5月には短期金利にかなり接近する水準にまで低下したあと、秋口にかけては急上昇を示した。その後、内外株式市況の急落などを受けて再び低下したが、63年2～3月以降は米国金利につられるかたちで緩やかに上昇している。

こうした62年度中の長期金利の動向は、短期金利が比較的安定しているなかで大幅な変動を示したという点で、極めて特徴的であった。また5月央にかけての金利急低下局面では、指標銘柄の利回りが際立って低下し、短期金利をも下回る、いわゆる「長短逆転現象」がみられた(図表21(2))が、このような長短金利差の縮小・逆転が緩和期に生じたことも、かなり異例の事態といえよう。そこで、以下では長期金利について、①国内短期金利要因(現先3か月物レート)、②米国金利要因(米国10年物国債利回り)、③為替要因(円・ドル為替レート)、④インフレ要因(商品市況上昇率)、⑤債券短期売買要因(債券売買高)、によって説明する関数を計測することにより、若干の検討を行ってみた(図表22)^(注5)。

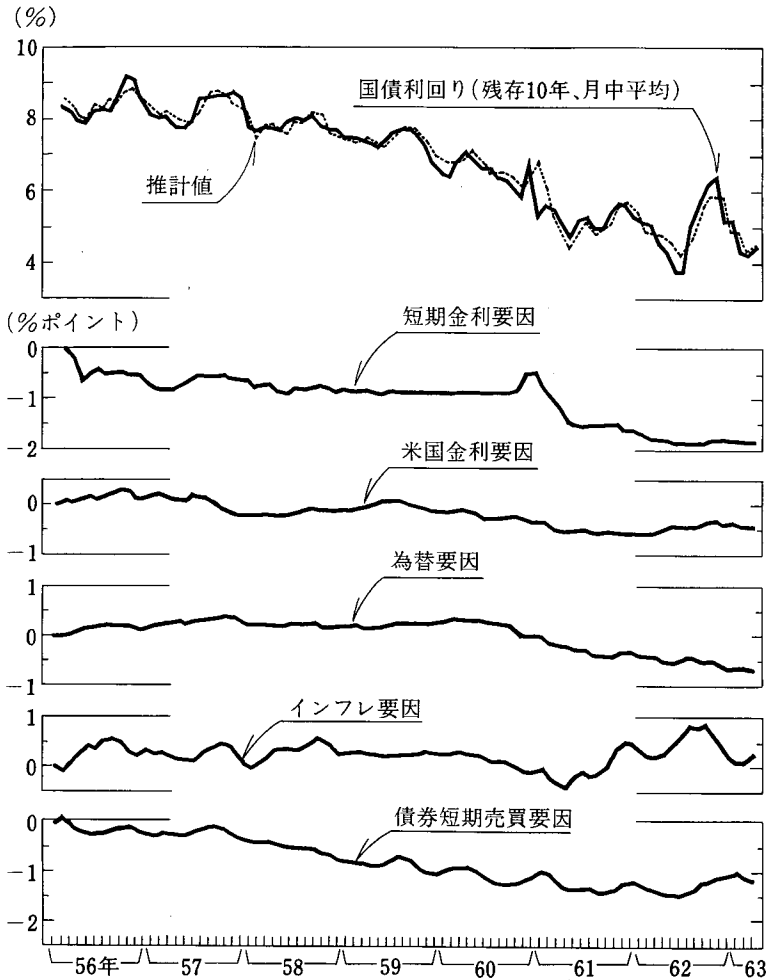
(注5) なお、このほか、債券の需給要因として、国債発行残高の最広義流動性に対する比率を加えた下式の関数を計測してみると、関数全体の安定性にはやや問題が残るものの、需給要因は一応有意であり、最近の財政収支の改善も、長期金利の低下要因として寄与していることを示唆している(ちなみに、需給要因は60年10月から62年11月にかけて、長期金利を0.38%ポイント押下げたとの試算結果)。

$$\begin{aligned}
 \text{国債利回り} &= 0.202 \times (\text{現先3か月物レート}) + 0.072 \times (\text{米国10年物国債利回り}) \\
 &\quad \langle 2.2 \rangle \qquad \qquad \qquad \langle 1.9 \rangle \\
 &\quad + 1.306 \times \ln(\text{円・ドル為替レート}) + 0.092 \times (\text{日経商品指数2か月前比上昇率}) \\
 &\quad \langle 2.3 \rangle \qquad \qquad \qquad \langle 4.3 \rangle \\
 &\quad - 0.748 \times \ln\left(\frac{\sum \text{債券売買高}}{0}\right) + 21.089 \times (\text{国債発行残高/最広義流動性}) + 2.28 \\
 &\quad \langle -6.0 \rangle \qquad \qquad \qquad \langle 1.7 \rangle
 \end{aligned}$$

[計測期間：56年1月～63年3月、 $\bar{R}^2 = 0.93$ 、D.W. = 0.89]

(図表22)

長期金利変動の要因分解



(注) 1. 要因分解は以下の推計式による。

$$\begin{aligned}
 \text{国債利回り} &= 0.395 \times (\text{現先3か月物レート}) + 0.102 \times (\text{米国10年物国債利回り}) \\
 &\quad \langle 3.2 \rangle \qquad \qquad \qquad \langle 1.8 \rangle \\
 &\quad + 1.436 \times \ln(\text{円・ドル為替レート}) + 0.072 \times (\text{日経商品指数3か月前比上昇率}) \\
 &\quad \langle 3.9 \rangle \qquad \qquad \qquad \langle 3.6 \rangle \\
 &\quad - 0.377 \times \ln\left(\sum_{i=0}^2 \text{債券売買高}_{i-1}\right) \\
 &\quad \langle -3.7 \rangle
 \end{aligned}$$

[計測期間：56年1月～63年3月、コ克蘭・オーカット法を使用 ($\rho = 0.67$)]
 $\bar{R}^2 = 0.962$, S.E. = 0.28%, $\langle \rangle$ 内 t 値

2. 寄与度は56年1月を基準とした変化幅。

これによれば、60年以降、62年春頃までの金利低下は、短期金利要因、為替要因、短期売買要因によるものであり、米国金利要因はほとんど動きを説明していない。この間において為替要因の説明力が高く、米国金利要因の説明力が低いのは、「プラザ合意」以降、急速な円高が進展する状況の下で、わが国投資家が内

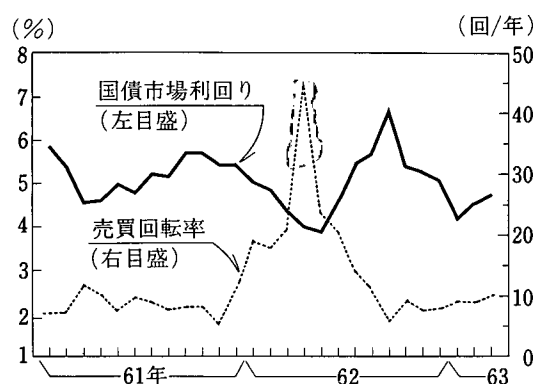
外債券に対する投資態度を決定する際には、金利差よりも為替相場の先行き見通しの方がより重要な要因となり、それが内外債券相場の裁定を通じて国内金利に影響を与えるようになったためと思われる。さらに、円高の進展は、国内短期金利の低下期待を醸成することを通じて、長期金利を低下させる要因として働いたと考えられる。

また、この期間には、キャピタル・ゲイン狙いの債券短期売買の盛行も、長期金利の低下を拍車する要因として寄与した。債券短期売買の盛行は、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を背景にもたらされた面も強く、その結果市場が厚みを増し、「流動性プレミアム」が縮小したことも、長期金利低下の一因であったと考えられる。ただ、とくに62年4～5月に長期債の短期売買が一段と活発化し、これを反映して債券の売買回転率が急上昇をみた(図表23)ことの最も重要な要因は、市場に投機的な期待が高まったことであろう。この点、62年5月央には、国債の最長期物利回りが3%台前半にまで低下し、とりわけ指標銘柄の利回りは公定歩合の水準にまで接近したことが注目される。

金利の期間構造については、十分な厚みを備えた市場では投資家が「合理的」

(図表23)

長期国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)

$$= \frac{\text{月中売買額(片道ベース)}^*}{\text{前月末残高}} \times 12$$

* 月中売買額(片道ベース)

= 東証出来高 + 東京・店頭売買高 / 2

(資料) 公社債引受協会「公社債月報」

であれば、長期金利は現在から将来にわたる予想短期金利の平均値に一致するというのが標準的な理論であるが、それに従えば、上記のような長短金利の逆転は、市場参加者が短期金利が先行き低下し、長期にわたってそうした水準を続けるとの期待をもっていたことを意味する。しかし、当時における国際商品市況の上昇や財政スタンスの積極化などを考慮すれば、平均的な市場参加者がこのような見方をしていたとは考えにくく、したがって、市場の期待形成は短期的な値上がり益を重視する一方、やや長い目でみた保有リス

クを軽視するという意味で、極めて近視眼的であったといえよう。とくに、当時の指標銘柄である89回債については、4～8日という長期の連騰が再三にわたりみられたが、これは、市況上伸という情報自体が翌日の市況上昇を招いたという点で、いわゆる「バンドワゴン効果」が働き、投機が自己増殖的に拡大したことを示唆している。ちなみに長期国債の短期保有の収益性およびリスクについて、事後的なパフォーマンスを試算してみると(図表24)、投資期間によってはキャピタル・ゲインにより高い収益を挙げることが可能だった一方、収益率の分散すなわちリスクは極めて大きいものであったことがわかり、この期間、投資家の態度が「ハイリスク・ハイリターン」指向に大きく傾いていたことを物語っている(注6)。

一方、6月以降10月央にかけての長期金利の反転上昇は、国内景気上昇の明確化や円相場の落ち着きに加え、マネーサプライ伸び率の加速や商品市況の上昇に伴うインフレ懸念の台頭、さらには米国金利の上昇を背景として、市場の金利観が急

(図表24)

長期国債の収益率とその標準偏差

(%)

	収 益 率			収益率の標準偏差		
	89回債	90回債	コール レート	89回債	90回債	コール レート
62/1～3月	32.50	32.10	3.99	31.95	35.49	0.20
4～6月	4.25	-11.85	3.28	105.86	99.86	0.21
7～9月	-56.87	-48.88	3.25	123.10	96.89	0.15
10～12月	31.30	39.35	3.52	104.60	87.74	0.24
89回債 62年初～ボトム (5/13)	48.95	40.22	3.85	43.14	50.07	0.29
89回債～89回債 ボトム～ピーク (10/6)	-53.24	-51.30	3.20	114.64	93.76	0.14
89回債 62年初～ピーク (10/6)	-7.38	-10.23	3.50	103.16	89.60	0.39

(注) 1. 長期国債(89回債、90回債)の収益率は、1週間運用した場合のキャピタルゲイン・ロス率(単利、年率換算)の期中平均値。コールレートは、無条件物。

2. 89回債のボトム・ピークは利回りベース、()内は運用終期の月日。

(注6)このほか、従来の決済が、毎月10日、20日、末日に集中し、約定から決済までの期間が最長20日となる方式を採っていたため、資金負担を伴わずに繰り返し売買を行うことが可能であったことも、ディーリングの過度の活発化、投機化を招いた一つの要因と考えられる。この点については8月以降、約定から決済までの期間を原則として10営業日以内に短縮する一方、決済日を月6回に増やす方式に変更された。

速に修正されたことによるものである。そしてこうした相場水準の訂正は、債券先物取引に伴って大幅な欠損を生じたケースが顕現化したこともあって、極めて急激なかたちで行われた^(注7)。なお、10月央以降は、内外株価の急落やドル相場下落を契機に金利先高観が急速に後退したため、金利は再び低下に転じたが、その後63年に入って、2～3月以降は、米国金利が市場の予想を上回る景気の堅調、さらにはインフレ警戒感の台頭などから上昇するのにつられるかたちで、緩やかな上昇傾向を示している。

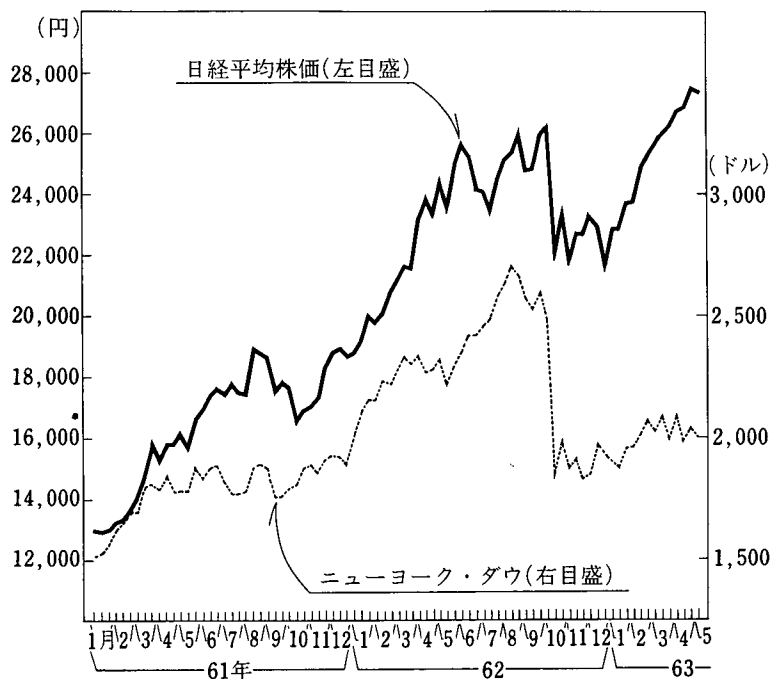
(株式市場の動向)

株式市況は、6月央まで活発な商いのなかで急伸し、秋口にかけては高値もみ合い商状となったが、10月19日のニューヨーク株価大暴落を契機に、翌20日には既往最大の暴落を記録し、その後62年一杯は不安定な相場展開を示した(図表25)。

こうした株価の大暴落は、ニューヨーク、東京にとどまらず、欧州各地にも波及し、各国市場の連動性が高まっていることを改めて示すものであった。世界的な株価急落の契機となったニューヨーク株価下落の原因については、為替相場安

(図表25)

株 式 市 況 の 推 移



(注) 旬末値。

(注7) このほか前記(注6)に示した決済期間の短縮化なども影響したものと思われる。

定に向けた国際協調体制に対する市場の信認が一時的に揺らいだことや、相場低下時のリスク圧縮を目的としたプログラム売買が下落幅を増幅した点などが指摘されているが、基本的には米国の貿易赤字と財政赤字という「双子の赤字」の改善が捗々しくない点にあったといえる。また、わが国固有の要因としては、金融が極めて長期にわたり緩和状況が続けてきたことが、投資家の過度のキャピタル・ゲイン指向を強め、株価の振幅度合いの大きさを助長した面も否めない^(注8)。さらに、暴落前の10月央にかけては、平均株価が連日、既往ピークを更新したが、このことは株式市場においても債券市場と同様、バンドワゴン効果により相場が行過ぎ、海外株価の急落を引き金としてこれが急反転したという事情もあったことを示唆するものである。

もっとも、10月中のわが国株価の低下幅は、米国、英国等海外主要市場における株価の下落幅に比べれば、比較的マイルドなものにとどまっており、またその後の動向をみても、63年入り後は急速に持直し、4月から5月にかけて平均株価が既往最高値を更新するなど、わが国株式市況の回復ぶりが際立っている。

ちなみに、10月の株価大暴落当日の下落率をみると、ニューヨーク株価の-22.6%に対し、わが国(東証株価指数)は-14.6%とかなり小幅である。また63年4月末の株式相場を10月の急落直前の水準と比較すると、ニューヨーク株価がなお-9.5%であるのに対し、わが国の株価は+4.5%と、かなり対照的な回復ぶりを示している。

こうしたわが国株式市況の相対的な強さの要因としては、わが国の場合、株式のかなりの部分が機関投資家の安定的な投資に組込まれていたり、関連企業間の株式持合いというかたちで保有されていること、また最近については、ドル相場の落ち着き等が好感されるなかで、景気の本格回復に伴い、わが国企業の業績好転を改めて見直す動きが出ていることなどが挙げられる。またこのほかにも、わが国市場における値幅制限制度が、狼狽売りに限度を画したことも評価することができよう。ただ、最近の株価再騰局面においては、昨年に比べれば幾分落ち着いているとはいえ、63年2月央から3月初にかけての十数日間連騰にみられるように、依然として相場観が一方に振れる場面のあることも事実であり、今後とも株価が経済の実態に即して合理的に形成されることが期待される。

今回の株価暴落は、グローバルな観点で金融システムの安定性を確保することの重要性を改めて認識させる出来事であった。すなわち、今回の教訓を整理すれ

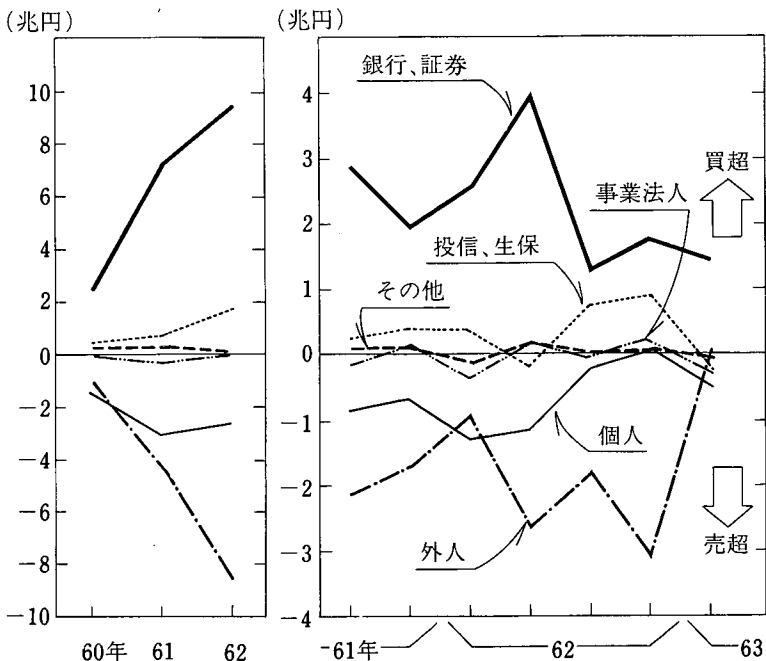
(注8) 調査月報63年2月号掲載論文「最近のマネーサプライ動向について」を参照。

ば、第1に指摘しうるのは、内外各市場間の連動性が一段と強まり、ある主要市場での動向が、世界全体の金融システムに影響を及ぼすようになってきていることである。この背後には、コンピュータ・通信技術の発達に伴う金融技術革新の進展という要因があるが、これを基礎とした各市場間の資金移動の活発化、大量化は、国内市場はもちろん、各国市場を実質上統合することにより、グローバルなマーケットを出現させている。ちなみにわが国の対外株式投資の取得超幅(月平均)は、60年中0.8億ドル、61年中5.4億ドル、62年1～10月中15.9億ドルと著しい拡大をみせた後、10月の株価大暴落を契機にその規模が大きく縮小し(11月中7.8億ドル、12月中1.8億ドル)、その後の海外株価動向にもかなりの影響を及ぼしたとみられる。一方、わが国の株価暴落の過程においても、外人の処分超幅が大きく膨らみ、その相場への影響は無視しえないものであった(図表26)。

第2は、株価の下落の影響が単に株式市場のみならず、金融システム全体に波及するリスクの生じたことである。すなわち、わが国では、金融緩和の浸透を背景に、事業法人のみならず、中小金融機関等も、特定金銭信託やファンド・トラスト(金外信)を通じて株式投資を積極化させていたが、株価の大幅な下落に伴

(図表26)

主体別株式売買状況

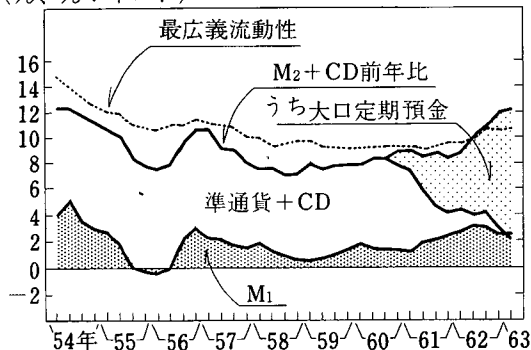
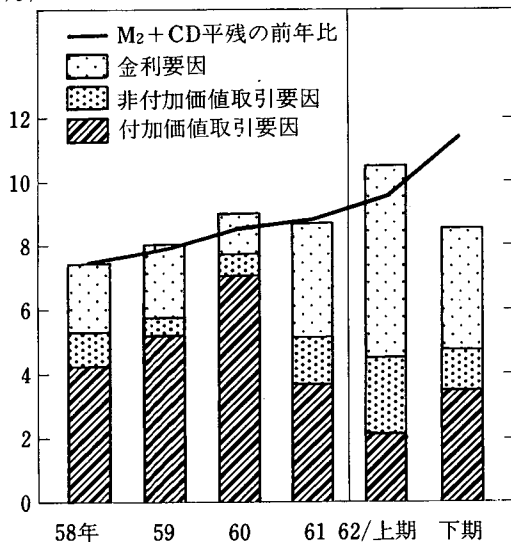


(注) 東証総合証券ベース、売買ネット額。

(資料) 東京証券取引所「東証統計月報」

(図表27)

マネーサプライの動向

(1) マネーサプライの推移と構成通貨別寄与度
(%, %ポイント)(2) マネーサプライ増加の要因分解
(%)

(注) 要因分解に用いた推計式は以下のとおり。

 $\ln(M_2 + CD \text{ 平残} \langle \text{季節調整済み} \rangle)$

$$= 1.164 \times \sum_0^7 W_t \times \ln(\text{名目総需要}) - 1$$

$$- 0.037 \times \sum_0^3 (\text{金融債流通利回り}) - 1/4$$

$$+ 0.027 \times \sum_0^2 \ln(\text{株式売買代金}) - 1/3$$

t	0	1	2	3	4	5	6	7
Wt	0.222	0.194	0.167	0.139	0.111	0.083	0.056	0.028

[計測期間：57年第1四半期～62年第4四半期]
 $\bar{R}^2 = 0.997$, D.W. = 0.70, $\langle \rangle$ t 値

い、これら金融機関は、少なくとも一時的にはかなりの保有株式含み損を抱えることとなった。

第3に、とくに海外においては、各市場間の決済ルールの不統一(例えば、株式先物取引やオプション取引における証拠金の受払いのラグ等)が金融システムを不安定化させた点が指摘されている。金融システムの安定性を確保するためには、決済システムの効率性、安定性維持が重要であり、こうしたルールの内容、相互の斉合性についても、改めて検討が必要となろう。

(マネーサプライの動向と問題点)

金融の量的側面に目を転ずると、マネーサプライ($M_2 + CD$)は、62年中ほぼ一貫して増勢を加速したあと、本年入り後も高い伸びを持続している(図表27)。このように最近急増したマネーサプライの内容を通貨種類別に眺めると、期によって若干の振れはみられるものの、総じてみれば M_1 (現金通貨+預金通貨)、準通貨+ CD がともに $M_2 + CD$ 全体を押上げている。また、そのなかでもとくに付利自由の大口定期預金の伸びが目立っているが、より広範な金融資産を含む流動性指標として、「最広義流動性」(注9)を試算

し、その動向をみても、ここ一両年はほぼ一貫した増勢傾向を示しており、そうした点からみて、マネーサプライの高い伸びは、単なる金融資産間のシフトによるものではなく、その背景に流動性全般に対する需要および供給の伸びの高まりがあることを示している。

そこで、こうしたマネーサプライ増加を通貨需要関数によって要因分解してみると、その背景として、①金利低下に伴う通貨保有機会費用の低下(金利要因)、②株式・債券等既存資産取引の増大(非付加価値取引要因)、③景気拡大を映じた実体取引の高まり(付加価値取引要因)、を指摘することが可能である。しかし、図表27(2)に示すとおり、ごく最近では通貨に対する需要が幾分不安定化しており、これらの要因だけでは62年中のマネーサプライの伸びの高まりを十分説明できない。

この点、最近のマネーサプライの高い伸びが、通貨種類別にみた場合、大口定期預金やMMCなど、自由金利預金の急増によるものであることを考え併せると、金融自由化の進展が通貨需要を上方シフトさせている可能性が高い。ちなみに、前記通貨需要関数につき、推計期間を1年ずつずらしながら計測してみると、通貨需要の所得弾性値に大きな変化はみられないが、最近金利弾性値の上昇が目立っているほか、予測誤差がかなり拡大しており(図表28)、これは、マネーサプライと実体経済との関係が、少なくとも過渡的な現象として、従来とは若干異なっている可能性を示唆するものである。

ただ金利弾性値が趨勢的に高まっていることからすれば、金利マインドの高まりや金利が歴史的な低水準にまで低下したことのマネーサプライ押上げ効果は、従来想定されていた以上に大きかった可能性も強い。それをも勘案すれば、通貨需要関数がやや不安定化したといっても、その程度は、現在のマネーサプライの伸びや、その名目総需要の伸びとの乖離幅に比べて大きいとはいえず、マネーサプライの水準評価を不可能にするほどではないとの判断が可能と思われる。

次に、マネーサプライの伸びを実体経済との関連で評価するため、流通速度(名目総需要/マネーサプライ)をみると、緩和の長期化を反映して一貫して低下しており、今次金融緩和期に入ってから累積低下幅は、前回はもとより、前々回緩和期をも上回っている(図表29)。また流通速度の動きを部門別にみると、個人部門では、ほぼ従来からのトレンドに沿った緩やかな低下を続ける一方、法人

(注9) 最広義流動性 = $M_2 + CD$ + 郵便貯金 + 農協・漁協・信組・労金の預貯金 + 信託元本 + 現先 + 金融債 + 国債 + 投資信託 + 外債。

(図表28)

通貨需要関数の安定性

(所得・金利弾性値の変化と予測誤差率)

計測期間	所得弾性値(α)	金利弾性値(β)	外挿予測	
			予測期間	平均予測誤差率
50/I ~ 55/IV	0.982	- 0.005	56/I ~ IV	1.5
51/I ~ 56/IV	0.981	- 0.007	57/I ~ IV	3.0
52/I ~ 57/IV	1.114	- 0.010	58/I ~ IV	2.6
53/I ~ 58/IV	1.143	- 0.016	59/I ~ IV	1.9
54/I ~ 59/IV	1.136	- 0.019	60/I ~ IV	0.5
55/I ~ 60/IV	1.146	- 0.023	61/I ~ IV	1.0
56/I ~ 61/IV	1.149	- 0.028	62/I ~ IV	1.6
57/I ~ 62/IV	1.164	- 0.037	—	—

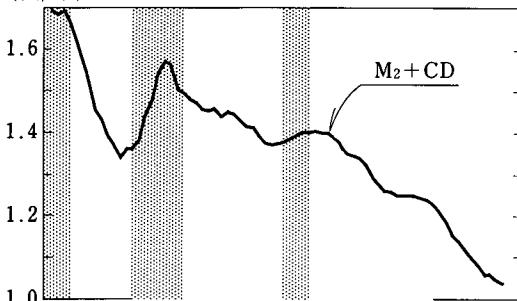
(注) 1. 推計に用いた式は次のとおり。

$$\ln(M_2 + CD \text{ 平残(季節調整済み)}) = \alpha \times \sum_0^7 W_t \times \ln(\text{名目総需要})_{-t} \\ + \beta \times \sum_0^3 (\text{金融債流通利回り})_{-t} / 4 \\ + \gamma \times \sum_0^2 \ln(\text{株式売買代金})_{-t} / 3 + \delta$$

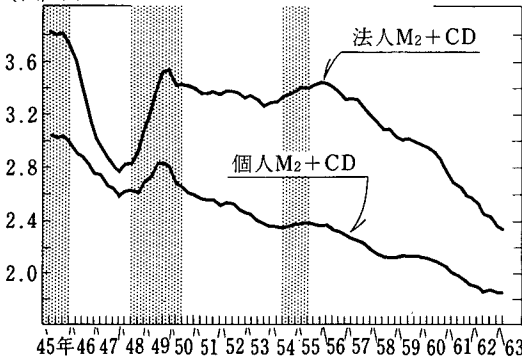
2. 予測誤差率は、 $|\text{推計値} - \text{実績値}| / \text{実績値}$ 。なお、予測値については計測期間の終期における推計値と実績値の差を調整。

(図表29) マネーの流通速度
(名目総需要 / $M_2 + CD$ 平残)

(回/年)



(回/年)



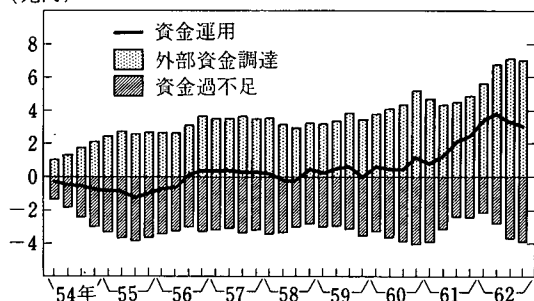
(注) シャドー部分は金融引締め期。

部門では50年代半ばまで横ばいで推移したあと、50年代後半以降はほぼ一貫して低下しており、とくに60年以降、低下ピッチが加速している。

流通速度の低下は、実体取引に用いられないという意味で、マネーの「不活動残高」の累積を意味するが、法人部門の場合、①内部留保の一部がマネーに振向けられたというよりは、資金調達と両建ての「財テク」のかたちでマネーが積み増されていること(図表30)、②法人の資産保有動機は、個人の場合(老後に対する備え等)に比べ、長期的展望に基づく度合いが小さいこと、などを勘案すれば、

(図表30)
企業における資金需要、調達・運用の推移
 (全産業、全規模<フローベース>)

(兆円)



- (注) 1. 外部資金調達=金融機関借入金(短期、長期)+社債
 2. 資金過不足=内部留保+減価償却+資本金増加分-設備投資-在庫投資-与信超
 3. 資金運用=外部資金調達+資金過不足
 (資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

インフレ期待が高まるような場合には、現在「不活動」なマネーであっても容易に取引のためのマネーに転化し、在庫積み増し等のかたちで急速に支出増につながる可能性が高いと考えられる。また仮にそうした実体面の取引に転用されない場合でも、過度な「財テク」が助長される場合には、金融・資本市場の安定性の見地から問題なしとしない。したがって、物価の安定を基盤とした持続的な内需拡大を図り、金融・資本市場の健全性を確保するとの観点から

は、マネーサプライはやはり重要な指標なのである。また、マネーサプライは基本的には金融機関の与信をその源泉とするものであり、日本銀行がかねてより金融機関に対し、節度ある融資姿勢を要請してきたのも、以上のような考え方に基づくものである。日本銀行としては、今後ともマネーサプライの伸び率や流通速度の動向を十分注視しながら、適切な金融政策の運営に努めることが肝要と考えている(注10)。

(3) 金融自由化・国際化の進展と金融機関経営

(金融自由化・国際化の進展)

金融自由化・国際化は、62年度においても一段と進展をみた(付表参照)。すなわち、大口定期預金は最低預入限度が3億円から1億円(62/4月)、次いで、5,000万円(63/4月)へと小口化され、期間も3か月～2年が1か月～2年(62/10月)に緩和された。これにともない大口定期預金の残高は63年3月末で51.0兆円と、この1年間で2.5倍もの増加をみている。この間、CDも最低発行単位が1億円から5,000万円に、期間も1か月～1年が2週間～2年に緩和された(いずれも63/4月)。また、62年11月にはCP市場が、期間1か月～6か月、額面1億円以上等の条件の下で創設されたが、系統金融機関等インターバンク市場の出

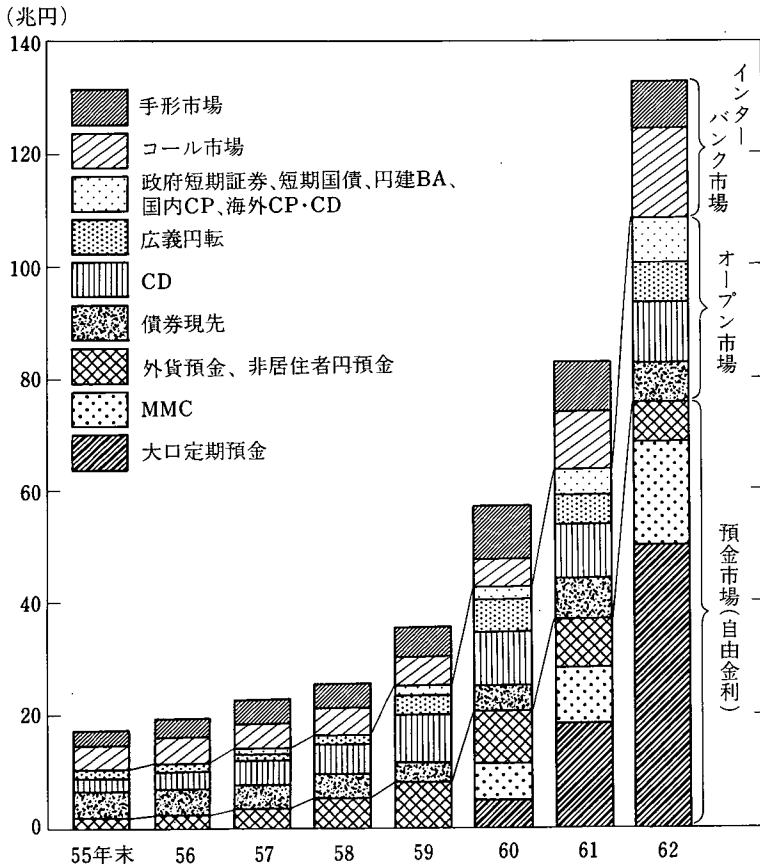
(注10) 最近のマネーサプライ動向のやや詳しい評価については、調査月報63年2月号掲載論文「最近のマネーサプライ動向について」を参照。

し手筋の保有増を背景に、発行レートが手形レートに鞆寄せされるかたちで低下したこともあって、急速に発行量が増加し、63年3月末残高は2.7兆円に達した。これらを背景に、この1年間、わが国短期金融市場の規模は、預金市場およびオープン市場を中心に著しい拡大を示している(図表31)。

このように、自由金利商品の残高が急拡大したのは、前述した法人の「財テク」指向を一因とするものであるが、金融機関がそうした商品を用いて積極的に資金調達を行ったことの結果でもある。すなわち、金融緩和が浸透している状況の下で、大口定期預金等自由金利商品が多様化されたため、金融機関は、限界コストをさほど高めることなく、資金調達規模の拡大を図ることが可能となった。このため、金融機関の業容拡大意欲は従来の金融緩和期以上に高まり、それがマネーサプライの高い伸びをもたらす要因の一つとなった。

(図表31)

短期金融市場規模の推移



- (注) 1. 政府短期証券は、平残ベース。
 2. 広義円転=直物持高(狭義円転)+本支店円勘定

オープン市場が拡大した状況の下でも、日本銀行の短期金融市場コントロールは、基本的には、①インターバンク市場金利を操作し、②そこで成立する金利が速やかに他の市場へ波及する金利裁定メカニズムにより確保される筋合いにある。ただ前述のように、オープン市場金利が一時的にはせよ、その市場固有の要因によってインターバンク金利から乖離することはありうることであり、そうした事態に対処するためにも、また日本銀行の市場調節スタンスを迅速かつ広範に伝えるとの観点からも、中核的なオープン市場の育成とオペレーション手段の多様化の推進が求められている^(注11)。

(金融機関の資金調達・運用面での変化)

金融自由化の進展は、金融機関経営に対しても極めて大きなインパクトをもたらしている。すなわち、金融機関のバランス・シートをみると、大口定期預金の導入・規制緩和など金利自由化を反映して、調達面では市場性資金(自由金利)調達比率が大幅に上昇をみている一方、運用面においては、これに伴う調達コストアップへの対処もあって、長期貸出比率が上昇している(図表32)。長期貸出のなかには変動金利のものも少なくないが、最近の長期貸出増加に寄与している期間2～3年物には、固定金利のものが多くみられ、こうした最近における金融機関の資産・負債の期間構造および市場性資金調達比率の変化は、ともに資金調達コストの市場金利連動性を、運用面に比べ、相対的に強める方向に働いている(図表33)。

この点に関し、金融機関の利鞘と資金運用利回り・調達利率との関係に着目してみると(図表34)、従来、総資金利鞘は概ね市場金利と正の相関を示し、金利上昇期に拡大し、金利低下期に縮小するパターンとなっていたが、61年上期以降はむしろ逆の傾向を示し、市場金利の低下にもかかわらず利鞘は逆に拡大してい

(図表32)

長期貸出比率の推移

(%)

		58年度末	59年度末	60年度末	61年度末	62年度末
都・地・相	銀	40.8	40.7	43.1	47.5	53.0
都	銀	38.5	39.2	41.7	47.1	54.2
地	銀	41.2	39.5	41.4	44.6	48.5
相	銀	47.9	49.0	51.9	55.8	58.7

(注11) 日本銀行は、56年5月に政府短期証券(FB)の市中売却を、また61年3月には短資会社向け貸出を利用した、いわゆるCDオペを開始したが、62年12月には債券現先オペを実施した。

(図表33)

金融機関の資産・負債構成

(1) 都・地銀における資産・負債構成の変化

()内は構成比・%

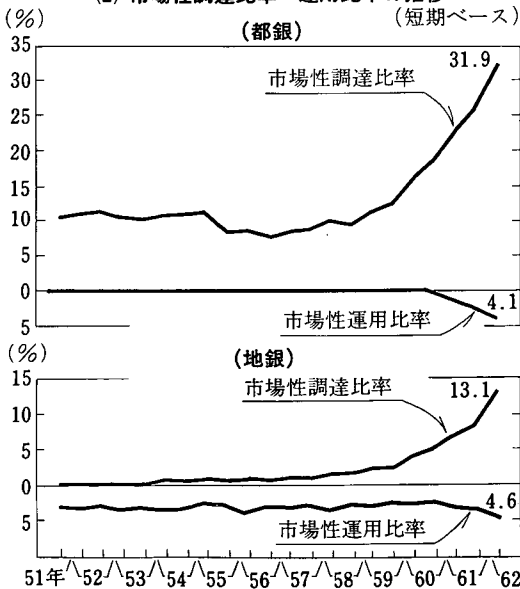
(61年3月末残高) (62年3月末残高) (62年9月末残高)

長期 資産 (44.4)	長期 負債 (38.5)	長期 資産 (46.9)	長期 負債 (37.9)	長期 資産 (48.7)	長期 負債 (38.9)
短期 資産 (55.6)	短期 負債 (56.4)	短期 資産 (53.1)	短期 負債 (55.6)	短期 資産 (51.3)	短期 負債 (54.0)
その他(5.1)		その他(6.5)		その他(7.1)	

- (注) 1. 長期資産＝有価証券＋貸出金(長期)等
短期資産＝預け金＋コールローン＋買入手形＋貸出金(短期)等
長期負債＝定期預金(長期)＋金融債等
短期負債＝預金(短期)＋CD＋コールマネー＋売渡手形等
2. 貸出金(長期)、定期預金(長期)は、各々の期間別満期(1年以上)をもとに日本銀行調査統計局で推計。

(資料) 日本銀行「資金循環勘定」、「全国銀行銀行勘定期別貸出残高」、「全国銀行期間別定期預金残高」等。

(2) 市場性調達比率・運用比率の推移



る^(注12)。これは、61年上期以降の金利低下局面にあって、調達利率が運用利回りの低下幅を上回って低下したことを意味するものであり、その要因としては、金融機関の運用面における利鞘拡大努力もある程度寄与しているとみられるが、基本的には、上記のような資産・負債の期間構造、市場性資金調達比率の変化の結果、負債側の金利(調達コスト)が、運用側に比べ、市場金利の変動をより敏感に反映するようになったためと考えられる。

こうした資産・負債構造の変化は、現在までのところは金融機関収益の改善要因として寄与しているが、その一方では、長い目で見た場合、金融機関経営における金利リスク、さらには流動性リスクが増大していると考えられる。とくに、金利リスクについては、資金調達面で市場性調達比率が急上昇をみている状況下、金利の予期せざる変動に伴う収益ないし資産価値の分散は増大しており、収益や資産内容の悪化を招く可能性は

(注) 市場性調達比率

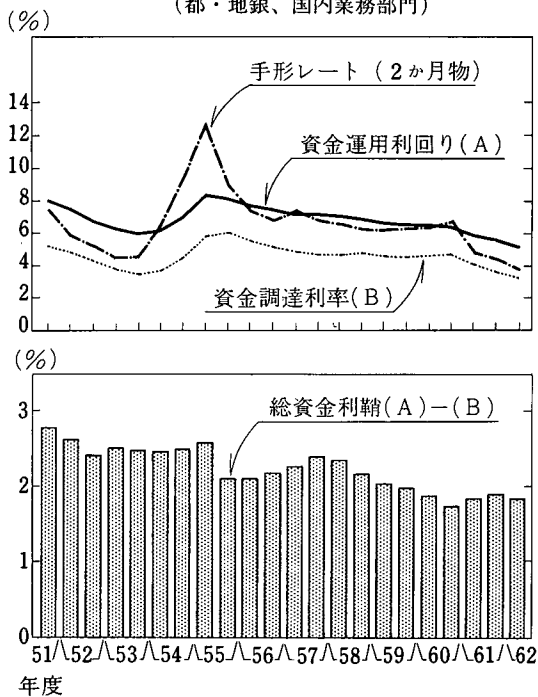
$$= (\text{コールマネー} + \text{売渡手形} + \text{CD} + \text{大口定期} + \text{MMC} + \text{円転}) / \text{調達計}$$

市場性運用比率

$$= (\text{コールローン} + \text{買入手形} + \text{スプレッド貸出}) / \text{運用計}$$

(図表34)

資金運用利回り・調達利率と利鞘の推移
(都・地銀、国内業務部門)



潜在的には相当高まっている。今後、金融機関経営にとっては、こうしたリスクを十分に認識したうえで、資産・負債管理を行うことが、一段と重要な要素となっていく。

(自己資本比率規制とその影響)

一方、金融自由化・国際化の進展は、銀行監督の面にも大きな影響を与えており、62年末には自己資本比率についての国際的統一基準案が公表されるなど^(注13)、この問題が一段とクローズ・アップされている。

自己資本比率の国際的統一化を求める動きの背景については、次

の2点に集約できよう。第1は、金融機関を巡るリスクが増大かつ多様化している状況下、そのリスクに対する抵抗力を高めるためには、金融機関の自己資本を充実させる必要があることである。この場合、金融機関が海外支店・現地法人網を拡充し、またスワップ、オプション取引等のオフバランス業務を含めた国際業務を積極化している状況の下では、各国当局による個別の監督・指導のみでは必ずしも十分ではなく、このため関係当局の国際協調によって、自己資本の充実を促進していくことが望ましいとの気運がグローバルに高まった。第2は、国際業務に携わる金融機関の競争条件の公平(level playing field)確保という観点から、金融機関行動に対し制約を課す効果を有する自己資本比率規制についても、国際的に共通のフレーム・ワークを形成する必要があるとの認識が高まったことである。

(注12) 金利低下局面における利鞘拡大現象は、56年下期から57年下期にかけてもみられたが、これは55年下期以降の金利低下局面の当初、運用利回りが調達利率を上回って低下したあと、金利低下が一服するにつれ、運用利回りの低下がマイルドになった反面、調達利率が定期預金の低利乗換え等から、運用利回りに遅れて大幅に低下したためであり、最近の動きとは意味が異なっている。

(注13) 国際決済銀行(B I S)銀行規制監督委員会(通称クック委員会)、「自己資本の測定と基準に関する国際的統一化への提言」(62年12月)。

こうした統一的な自己資本比率規制の制定に伴い、金融機関は、総資産のコントロール、自己資本の充実という対応を迫られることとなり、今後はこれまでと全く業容拡大に偏りがちな傾向を改めていくものと思われる。わが国の金融機関としては、当面、増資等による自己資本の充実に加え、ROA(総資産収益率)を向上させるため、スプレッド貸出の増加や低利鞘貸出の抑制、貸出債権の流動化等の対応を図っていくことが予想される。

また、そうした動きは金融・資本市場全体にも何がしかの影響を与える可能性があり、こうした点については、十分注目する必要がある。しかし、金融機関の自己資本比率規制は国際的な金融システムの安定性確保等の観点から導入されるものであることを踏まえれば、国際金融市場における役割を高めているわが国の金融機関にとって避けて通れない課題といえよう。したがって、金融機関がこれに適応していく過程で生ずる影響については、その度合いを見守りつつ、早期に適切な対応策を見いだしていくとともに、金融制度や慣行等の面で、事情の許すかぎり、金融機関が自己資本比率の改善を図りやすい環境を整備していく必要がある。日本銀行としても、中央銀行の立場からこうした課題に取り組む所存である。

(金融システムの安定性と国際協調)

以上みたように、62年度中の金融情勢は、金融緩和の浸透と金融自由化・国際化が進展するなかで、激しい振幅を示し、また金融機関経営の健全性維持が重要な課題となっている。さらに、主要国間の対外不均衡を背景とした海外の金融・資本市場の動揺が、直ちにわが国に波及したのも62年度の特徴であり、金融・資本市場の安定に向けて各国が政策協調を行うことの必要性がより一層明確にされた。

この間、金融技術革新の進展、とくにコンピュータ・ネットワークの拡大もあって、金融取引の規模が飛躍的に増大し、決済システムが大きく変化していることの影響を無視することはできない(図表35)。すなわち、金融取引の活発化は金融機関にとり、決済サービスの提供という大きなビジネス・チャンスをもたらしているが、その反面では、決済額の激増に伴い、金融機関相互間の未決済残高が膨張し、ある金融機関の決済不能が相手方の決済不能を招き、これが次々と他の金融機関に伝播していくという、いわゆるシステム・リスクも潜在的に拡大している。こうしたシステム・リスクを軽減するためには、今後さまざまな角度から検討を深める必要があるが、一つの方向として、未決済残高の累積に歯止めをかけ

(図表35)

金融取引高・決済額の規模

年	株式売買代金		公社債売買高		手形交換・内為決済額		外為出来高	
	兆円	名目 GNP比	兆円	名目 GNP比	兆円	名目 GNP比	億ドル	50年対比
45	12	0.2	8	0.1	349	4.8	—	—
50	19	0.1	53	0.4	848	5.7	734	1.0
55	42	0.2	281	1.2	1,743	7.3	5,792	7.9
60	95	0.3	2,389	7.5	3,367	10.6	14,355	19.6
61	193	0.6	4,723	14.3	3,682	11.1	25,567	34.8
62	296	0.9	9,438	27.4	5,196	15.1	37,758	51.4

(注) 1. 株式売買代金は、全国証券取引所の金額。

2. 公社債売買高は、東京店頭市場売買高に全国証券取引所の出来高(先物を含む、往復)を加えた金額。

3. 外為出来高は、円・ドルの直物および先物・スワップの合計。

(資料) 東京証券取引所「証券統計年報」、全国銀行協会連合会「金融」等

るために、取引・決済上の工夫を凝らしていくことが重要である。具体的には、①同じ当事者間で重複した債権・債務関係が生じた場合には、決済日を待たずにその都度取引自体をネット・アウトして新たな債権・債務に置きかえていくこと(いわゆるオブリゲーション・ネッティング)や、②いったん行われた支払が後になって取消されるといった事態を回避するため、決済のファイナリティ(支払完了性)の維持・向上を図る、等の対応が考えられよう。日本銀行は、ファイナリティを有する決済手段である銀行券あるいは日本銀行預け金を提供するというその本来的な立場から、わが国の決済システムには深く関与しており、今後とも関係当局や金融機関と協力しつつ、システムの効率性、安定性の向上に努めていく所存である。

いうまでもなく、こうした金融システムないし決済システムの問題は、ひとりわが国のみにとどまるものではない。仮にこうしたシステム・リスクや金融機関経営を巡るリスクが顕現化すれば、金融システムの動揺はグローバルな規模で拡がりうるものであり、中央銀行の「最後の貸手」(lender of last resort)としての機能や、銀行監督、自己資本比率規制といったセーフティ・ネットも、各国別々のシステムでは必ずしも十分に対応しきれない面がでている。こうした状況下、金融システムを安定的に維持していくためには、各国間における監督・規制等の面での国際協調が一段と重要性を増しており、先にみた自己資本比率規制の国際的な統一に向けての動きも、まさにそうした動きの一環にはかならない。

さらに、金融システムの安定を維持していくためには、マクロ経済の安定が大

前提であることが強調されなければならない。すなわち、内外の経験からも明らかなように、金融システムの動揺は、いずれもインフレや大幅な対外不均衡といった実体経済の不安定要因ないしはマクロ政策の不斉合に起因している。その意味で、少なくともマクロ経済面の変動から金融システムの不安定化がもたらされることのないよう、国際的な政策協調の枠組みのなかで通貨価値の安定を図り、インフレなき安定成長を維持することが、何よりも重要な基本的課題といえよう。

<付注1> 製造業の在庫調整圧力の試算方法について

製造業における在庫調整圧力を示す製商品在庫水準判断D.I.は、製商品在庫率と密接な関係があるが、企業の判断がある程度過去の自らの判断にも影響されることを勘案して、製商品在庫水準判断D.I.を以下のとおり定式化。ただし、製商品在庫率については、企業の合理化努力を反映して傾向的に低下していることを考慮してトレンドを除去した。

(製商品在庫水準判断D.I.)

$$= 3.64 \times (\text{製商品在庫率} - \text{トレンド}^*)$$

<3.7>

$$+ 0.61 \times (1 \text{ 期前のD.I.}) + 8.92$$

<5.8>

* 55年第1四半期～62年第4四半期の線型トレンド

$$\left[\begin{array}{l} \text{計測期間：55年第1四半期～62年第4四半期} \\ R^2 = 0.73, D.W. = 1.54, \langle \rangle \text{内} t \text{ 値} \end{array} \right]$$

(資料) 日本銀行「主要企業短期経済観測調査」

上式において、当期の在庫水準判断D.I.=0、すなわち製造業にとって全く過不足感がない状態を実現する在庫率を「最適在庫率」と考え、これと実際の在庫率との差を「在庫調整圧力」と定義。

<付注2> 製造業の資本ストック調整圧力の試算方法について

企業が設備投資を決定するに際し、現有生産設備の過不足に関する判断が重要な決定要因の一つとなるが、その場合、①設備投資額の既存資本ストックに対する比率(以下I/K比率)と、②生産水準の変化、を考慮すると仮定し、以下の定式化により生産設備判断D.I.を推計。

$$(\text{生産設備判断D.I.}) = -13.42 \times (I/K \text{ 比率})$$

<-3.5>

$$- 0.91 \times (\text{鉱工業生産前年比}) + 43.70$$

<-5.6>

$$\left[\begin{array}{l} \text{計測期間：52年第1四半期～62年第4四半期} \\ R^2 = 0.92, \text{コクラン・オーカット法を使用、} \langle \rangle \text{内} t \text{ 値} \end{array} \right]$$

(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

経済企画庁「民間企業資本ストック統計」

通商産業省「鉱工業指数統計」

上式において、需要要因(鉱工業生産前年比)を実績どおりとした場合に、生産設備判断D.I.=0、すなわち企業にとって設備過剰感のない状態を実現するようなI/K比率を、「最適I/K比率」と考え、これと実際のI/K比率との差を「資本ストック調整圧力」と定義。

<付注3> 製造業売上高経常利益率の変動要因分解方法について

要因分解は以下の計算式による。

$$\begin{aligned}
 \pi &= S - VC - FC \\
 \therefore \frac{\pi}{S} &= 1 - \frac{VC}{S} - \frac{FC}{S} \\
 &= 1 - \frac{p \cdot q}{P \cdot Q} - \frac{FC}{P \cdot Q} \\
 \therefore d\left(\frac{\pi}{S}\right) &= -p \cdot \frac{VC}{S} + \left(\frac{VC}{S} + \frac{FC}{S}\right) \cdot \dot{p} - q \cdot \frac{VC}{S} + \left(\frac{VC}{S} + \frac{FC}{S}\right) \cdot \dot{Q} - FC \frac{FC}{S}
 \end{aligned}$$

$\left(\begin{smallmatrix} \text{投入} \\ \text{価格} \\ \text{要因} \end{smallmatrix}\right)$

$\left(\begin{smallmatrix} \text{産出} \\ \text{価格} \\ \text{要因} \end{smallmatrix}\right)$

$\left(\begin{smallmatrix} \text{投入} \\ \text{数量} \\ \text{要因} \end{smallmatrix}\right)$

$\left(\begin{smallmatrix} \text{産出} \\ \text{数量} \\ \text{要因} \end{smallmatrix}\right)$

$\left(\begin{smallmatrix} \text{三固} \\ \text{定費} \\ \text{要因} \end{smallmatrix}\right)$

ここで

π : 経常利益

p : 投入価格

S : 売上高

P : 産出価格

VC : 変動費

q : 投入数量

FC : 固定費

Q : 産出数量

↑

昭和60年以降の金融・資本

		国内における規制緩和・市場整備等		
		金 利	市場の整備・創設	業 務 分 野
短期金融市場	預金・オープン市場	M M C 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) C D の発行条件緩和 (上記の概要については)(注1)を参照)	円建 B A 市場の創設(60/6月) 政府短期証券(F B)現先オペ開始(61/1月) 短期国債(T B)発行(61/2月) C D オペ開始(61/3月) 円建 B A 市場の売買対象拡大(62/5月) T B、F B の最低取引単位引下げ[1億円→5千万円](62/8月) C P 市場の創設(62/11月) 債券現先オペ開始(62/12月)	証券会社の C D 流通取扱い認可(60/6月) 証券会社の円建 B A の流通取扱い認可(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 } { 2～6日物 無担 62/7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引枠拡大(60/11月)
長期金融・資本市場	債券市場		債券格付機関の発足(60/4月) 国内 S B に15年債導入(60/8月) 債券先物市場の創設(60/10月) 満期一括償還制度の拡充(60/10月) B・B・東証手数料引下げ(60/10月、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) 無担保債の発行基準緩和(62/3月) 社債のプロポーザル導入方式導入(62/5月) 社債格付制度の本格導入(62/7月) 20年物国債の公募入札方式への移行(62/9月) 債券・C B 売買委託手数料引下げ(62/10月) 10年物国債の引受額入札方式導入(62/11月)	銀行の海外 C B 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) " 10→撤廃(62/8月) 投資勘定100→40日(61/4月) " 40→10日(62/8月) 銀行の国内 C B 発行容認(62/4月)
	株式市場		株式売買委託手数料引下げ(60/4月、61/11月、62/10月) 大阪証券取引所、株式先物市場創設(62/6月) 金融機関の株式信用取引認可(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) 投資顧問業者に対する投資一任業務認可(62/6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) 郵便局、生保の国債窓販開始(63/4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、その他の場合は60/4月から取扱い開始)			
	最低発行金 額	発行期間	発 行 枠	金 利	最低預入 金 額	期 間	預 入 枠
60/ 3月	↓	↓	↓	C D 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 C D -0.75% 1年超 C D -0.5%	2,000万円	1か月～2年	300% (外銀の枠 は撤廃)
62/10月	↓	↓	当分の間 撤廃	↓	1,000万円	↓	撤廃
63/ 4月	5,000万円	2週間～2年	↓	↓	↓	↓	↓

*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
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)) 非居住者の国内C P発行解禁 (63/1月)	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 (60/4月、61/4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 (60/4月、61/4月、62/5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) 居住者ユーロ円債の4年債発行解禁 (62/6月)
邦銀海外支店の海外C P取扱解禁 (62/2月) 海外金融先物取引の解禁 (62/5月) 海外現物オプション取引の解禁 (63/3月)	非居住者向け中長期ユーロ円貸付の自由化 (60/4月) 非居住者ユーロ円C Pの発行解禁 (62/11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)		
最低預入 金	期	間
10億円	3か月～2年	
5億円		
3億円		
1億円		
	1か月～2年	
5,000万円		

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)
	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
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)
	(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)