

昭和63年度の金融および経済の動向

——内需主導の持続的景気拡大への展望——

〔要 旨〕

(内需主導の持続的景気拡大)

昭和63年度のわが国経済の特徴は、前年度半ば頃から本格的に始まった内需主導の景気拡大が一段と力強さを増す一方で、物価が総じて落ち着きを維持し、また対外不均衡是正の面でも、輸出入両面にわたる経済構造調整が引続き進展したことである。

これをまず、景気動向からみると、63年度のわが国経済は、外需が3年連続でマイナスの寄与となったものの、設備投資、個人消費の増大と企業収益、家計所得の好調とが相互に補完し合い、力強い拡大軌道をたどった。とくに設備投資は、40年代半以来の高い伸びを記録したが、こうした活発な設備投資は、高水準の稼働率や収益を背景に企業マインドが積極化するという循環的要因に加え、経済構造調整の進展、技術革新の急速な展開、経済の国際化、規制緩和等の潮流を背景に、企業が中長期的観点に立って積極的な経営姿勢を示したことの反映でもあった。他方、家計支出面をみると、住宅投資は、これまでの高水準の住宅着工に伴うストック調整、地価上昇に伴う貸家採算の低下等を背景に、首都圏を中心に調整傾向を強めたが、個人消費は、賃金・雇用の増加や所得税減税など所得環境の改善と、それらを背景とした家計の消費態度の前向き化から、設備投資と並ぶ景気拡大の牽引役を果たした。

一方、物価面の動きをみると、上記の景気拡大と、それに伴う製品・労働需給の逼迫傾向にもかかわらず、63年度中は総じて落ち着き圏内で推移した。こうした景気の急速な拡大と物価安定の両立は、過去の拡大局面では例をみないものであり、コストおよび需給の両面で、以下のような要因が寄与したことによりもたらされたものである。すなわち、まずコスト面では、①既往の円高や原油価格低下に伴い輸入原材料コストが下落し、また②ユニット・レーバ・コストも、生産数量の拡大に支えられて落ち着き傾向を続けた。さらに需給面でも、③円高やNIEs 諸国の供給能力の増加に伴い、割安化した製品輸入が趨勢的に増加し、これが直接・間接に国内価格抑制効果(いわゆる「輸入の安全弁」効果)を発揮したことに加え、④インフレ期待の鎮静を背景に企業の在庫投資態度が総じて慎重で

あったため、需給の過度の逼迫が回避されたことを挙げるができる。ただ、これらの要因には、かなり一過性の強いものもある点については、今後の物価動向を考えるうえで、十分の留意が必要である。

対外収支面をみると、ドル・ベースの貿易収支黒字は、61年末頃から63年央まで、輸出入数量調整の進展を背景に縮小傾向をたどった後、63年後半からは、輸出入数量面での調整が足踏み状態になっていることを反映して、黒字がやや拡大する傾向を示している。こうした最近の輸出入数量調整足踏みの背景を、まず輸出面からみると、円高の短期的な輸出数量抑制効果が一巡したことによる面もあるが、より基本的には、海外景気が堅調で、しかもそれが設備投資主導型であったため、わが国が特化しつつある資本財の輸出が著増したことによるものである。この間構造調整の面では、63年度の製造業の海外直接投資が61、62年度に続き大幅に増加するなど、着実に進展してはいるが、現段階ではそれがむしろ日本からの生産設備、部品の輸出(いわゆる「誘発輸出」)を増加させており、これも最近の黒字拡大傾向を助長している。一方、輸入数量は、63年後半来、原燃料・中間財を中心に伸びがやや鈍化している。しかしながら、消費財、資本財は、個人消費、設備投資の堅調に加え、開発輸入・逆輸入等、これまでの大幅な為替レート調整に伴う種々の構造変化の定着から、高水準の伸びを続けている。この点から考えて、やや長い目でみると、わが国の対外不均衡は着実に是正の方向にあるとみることができよう。

なお、最近のわが国経済の特色の一つとして、土地・株式等、資産価格の上昇により、多額のキャピタル・ゲインが発生していることを挙げるができる。とくに61～62年にかけての景気停滞局面においては、こうしたキャピタル・ゲインが企業行動を下支えしたほか、住宅投資の立上がりやその後の耐久消費財向け支出の増加の一因ともなつたとみられる。こうした資産価格の上昇は、経済の情報化・国際化を反映した都心部の地価上昇のように、実体的な土地の収益性の向上を反映した面もあるが、同時に、金融緩和による影響や投機的な取引の盛行による面も否定できない。また、金融機関の経営の観点からみても、資産の含み益の増大が、短期金利の低下と相まって、金融機関の融資姿勢の積極化やその結果としてのマネーサプライの増勢をもたらした面が強い。この点、現在の資産価格は多分に金融緩和の長期化を前提としたものとみられるだけに、今後の資産価格の動向が金融機関の収益や資産内容に与える影響については、十分警戒的にみておく必要がある。わが国では、すでに相当資産蓄積が進んでいるだけに、その

価格の変動の影響についてはマクロ経済政策運営のうえでも、また金融機関経営の健全性確保の観点からも、従来以上に配慮を要する状況となっている。

(金融の自由化・証券化・国際化の進展)

金融・資本市場の動向に目を転じると、63年度には為替相場が総じて落ち着いた動きを示す一方、長短金融市場金利はわが国景気の堅調、海外金利の上昇等を背景に、幾分上昇した。

すなわち、為替市場においては、63年度前半の米国の貿易赤字縮小傾向や、インフレ懸念に対処した米国連邦準備制度理事会の慎重な金融政策スタンス等を反映して、小幅ながらドル高・円安の方向に向かい、平成元年度入り後はさらにドル高・円安が進展した。

一方、短期金融市場金利は、景気の堅調さが一段と鮮明化するにつれ、市場における自律的な上昇圧力が強まり、幾分の上昇をみた。この間、63年夏場頃には、インターバンク市場金利とオープン市場金利との間で格差がかなり拡大し、手形市場残高が急減する局面もみられたが、11月初に短期金融市場の運営方式の見直しが行われた結果、両市場間の金利格差はほぼ解消した。また長期金融市場金利も、わが国景気の堅調、欧米各国の相次ぐ金利上げ措置等を反映して、若干の振れを伴いつつも、幾分の上昇をみている。また株式市場においては、62年10月央の株価急落地合いを受けて、63年初にかけては低迷気味であったが、その後徐々に底固さを取戻し、欧米市場において株価が急落前に記録した既往ピークを下回る状態で推移しているのとは対照的に、株価、売買金額とも既往ピークを更新するなど、活況を呈している。

この間、マネーサプライは、62年度中ほぼ一貫して前年比伸び率を高めたあと、63年度入り後は、増勢が幾分鈍化したが、なお10%台の前年比伸び率と高水準であり、長期にわたる金融緩和の下で、实体经济取引に用いられないマネーの「不活動残高」がすでに累増しているところへ、なお实体经济活動を上回るテンポで新規のマネーが供給され続けている。

金融・資本市場における構造変化、環境変化に目を転じると、63年度中も、自由化・証券化・国際化が一段と進展した。これを金融機関経営という観点から整理してみると、調達面では付利自由の大口定期預金の最低預入単位の引下げ等により、自由金利調達のウエイトが着実に上昇し、短期調達のウエイトも全般的に増大した。運用面では、有価証券運用のウエイトが高まるとともに、貸出については、大企業が転換社債・ワラント債を中心に内外資本市場調達への依存を強め

ていることを反映して、中小企業や個人向けのウエイトが一段と高まり、また都銀を中心として、相対的に高利回りの長期貸出の伸長が目立っている。さらに貸出金利については、スプレッド貸出の増加や市場金利をベースとする新短期プライム・レートの導入等により、市場金利との連関性が一段と強まる方向にある。なお金融業務の面でも、株価指数の先物取引をはじめ、新たな金融商品、金融取引が相次いで導入されている。

以上のような金融の自由化・証券化・国際化の進展は、金融機関に対し新たな収益機会をもたらしているが、同時に、金融機関経営を巡るリスクは従来以上に多様化し拡大している。とくに、最近の金融機関の収益が、長短ミスマッチの拡大や有価証券運用に支えられている面も強いことは見逃せないところである。この点、個別の金融機関経営はもとより、金融システム全体の安定を維持するためにも、個々の金融機関ないし金融市場参加者がリスクの存在を明確に認識し、自らリスクを適切に管理する体制を整備することがますます重要となっている。

(金融・資本市場、決済システム面での政策課題)

日本銀行は上記の金融環境の変化の下で、従来から市場参加者と協力して短期金融市場の整備・拡充に努めているが、昨年11月初には金利機能の一段の活用を通じて金融政策の有効性を確保していくとの見地から、最近における市場の取引ニーズなどをも踏まえて短期金融市場の運営方式の見直しを行った。前述のとおり、この見直しによりインターバンク市場金利とオープン市場金利の間の金利格差はほぼ解消し、日本銀行の金融調節スタンスが短期金融市場金利全体に円滑に波及するようになっている。今後、短期金融市場の一層の整備・拡充を図るとの観点からは、後述の決済システム面での改善と並んで、短期の国債市場の整備や、金融の自由化・国際化に即応した税制面の検討等が重要な課題となっている。

この間、効率的かつ安全で国際的にも整合性のとれた決済システムを構築することも、一段と重要な課題となっている。こうした認識の下、現在内外の市場参加者は決済システムの面でも様々な努力を積み重ねているが、昨年夏以降順次稼働を開始している「日銀ネット」も、そうした努力の一環である。日本銀行は民間銀行と協力するかたちでわが国の決済システムを支えているが、今後ともこうした面での努力を払っていく所存である。

(景気の現局面とマクロ経済運営面での当面の政策課題)

今回の景気拡大はすでに2年半以上を経過し、50年代以降では最長の景気拡大

となっているが、今後とも現在の内需主導の景気拡大を、バランスのとれたかたちで息長く持続させることが、マクロ経済政策上の大きな課題であることはいうまでもない。そうした観点から先行きの内需拡大の持続性を展望すると、前述のとおり企業は中長期的観点に立って積極的な経営姿勢を示しており、つれて設備投資意欲も旺盛であることからみて、内需拡大の勢いは相当強いとみてよからう。それだけに、息の長い持続的景気拡大を実現するためには、むしろ景気を行過ぎを未然に回避する努力が重要である。すなわち景気が行過ぎる場合には、①在庫投資や設備投資の急増とその後の反動というかたちで、調整局面を迎える可能性が高まること、また、②需給の過度の逼迫が物価の上昇をもたらし、それが短期的にみても個人消費等を抑制することに加え、やや長い目でみても、社会・経済体質の悪化や価格の資源配分機能の低下等を通じて、成長率の低下がもたらされることは、これまでの幾多の経験が示すとおりである。

そうした観点からわが国経済の現状をみると、内需主導の力強い景気拡大を反映して製品・労働需給ともすでにかかなりの引締まりをみている。この結果、物価面でも先行きコスト、需給両面から基調的な物価上昇圧力が高まっていく可能性が高い。すなわち、コスト面では、これまでの円高と原油安によるコスト効果が概ね出尽くした状況にあるため、今後は最近の海外市況の強調や為替相場の円安傾向が、むしろコストを押し上げる方向に作用する可能性が高く、賃金コストも非製造業を中心に上昇傾向にある。また需給面では、すでに製品・労働需給が引締まりの度を加えているなかで、海外各国の輸出価格上昇から内外価格差が次第に縮小傾向にあるため、「輸入の安全弁」効果の作用する余地も狭くなりつつある。

他方金融面では、上述のような景気・物価情勢の下で、長期にわたる緩和状態が続いており、内外諸情勢の変化でひとたびインフレ心理が高まるようなことがあれば、金融面から物価上昇を加速しやすい状況となっている。また、こうした金融緩和の影響もあって資産価格の上昇が続き、またこれらによる担保価値の上昇がさらに金融機関の融資姿勢積極化の一因ともなっていることも見逃せず、資産・所得分配の公正や金融機関経営の健全性を確保するといった観点からも、十分留意を要する点である。

以上のような状況の下で、当面の政策課題としては、まずミクロ政策面では民間活力、市場メカニズムの一段の活用を図ることが挙げられる。そうした観点からは、競争制限的な市場慣行や規制の緩和、見直しを一段と積極的に進めるとともに、「大きな政府」を回避する努力が引続き重要である。マクロの経済政策運

営面では景気を行過ぎを回避することを念頭に置きつつ、慎重な運営が必要である。まず財政政策については、表面的な財政収支の改善とは裏腹に、実態的な財政状況はいまだにかなり厳しいことに十分留意し、安易な財政支出が行われることのないよう、粘り強く財政再建の努力を続けることが不可欠である。

金融政策面では、物価の安定を確保しつつ内需中心の持続的成長を図るため、機動的かつ適切な対応が求められている。こうした観点から、日本銀行は、最近における国内景気、物価、為替相場等の動向並びにこれらの動きを反映して市場金利が上昇してきている状況を踏まえ、5月30日に公定歩合を0.75%引上げることと決定し、翌31日から実施することとした。日本銀行としては、本措置が、今後とも物価の安定を確保しつつ内需中心の持続的成長を図っていくことに資するものと考えており、また、これを通じてわが国の対外不均衡の是正と世界経済の健全な発展にも寄与するものと期待している。

〔目 次〕

- | | |
|-------------------------|--------------------------|
| 1. 物価安定下の内需拡大 | (2) 持続的経済成長のための条件 |
| (1) 内需主導の持続的景気拡大 | (3) 景気の現状と先行きの展望 |
| (2) 物価は総じて落ち着き圏内で推移 | 3. 金融・資本市場の動向 |
| (3) 対外不均衡是正は年度後半から足踏み傾向 | (1) 金融・為替市況およびマネーサプライの動向 |
| 2. 持続的経済成長への展望 | (2) 近年の金融環境の変化 |
| (1) 企業の経営姿勢の積極化 | (3) 変化する金融環境への対応 |

1. 物価安定下の内需拡大

(1) 内需主導の持続的景気拡大

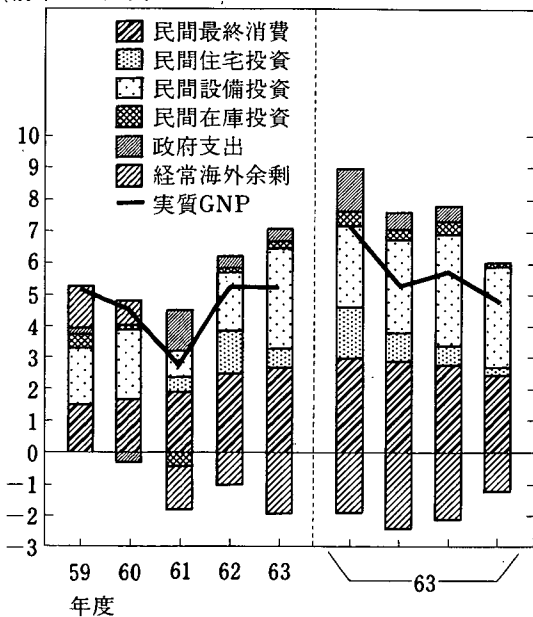
わが国経済は、昭和62年度半ば頃から本格的な内需主導の上昇局面に入ったが、

63年度においては一段と自律的な色彩を強めつつ、引続き力強い拡大過程をたどった。これをまず、実質GNPの動きに即してみると、年度初の4～6月期は、閏年要因でかさ上げされた1～3月期(前期比+2.4%)の反動などの特殊要因が重なったこともあって^(注1)、マイナス成長(前期比-0.8%)を記録したが、7～9月期以降は、サービス支出の一時的抑制(昭和天皇の病状悪化・崩御の影響によるいわゆる「自粛」)や消費税導入前の駆け込み需要に対応した生産前倒し等による振れを伴いつつも、内需主導の力強い拡大を続け、前年度に続く高い成長が実現された^(注2)(図表1)。

(図表1)

実質GNP成長率と需要項目別寄与度

(前年比・%)



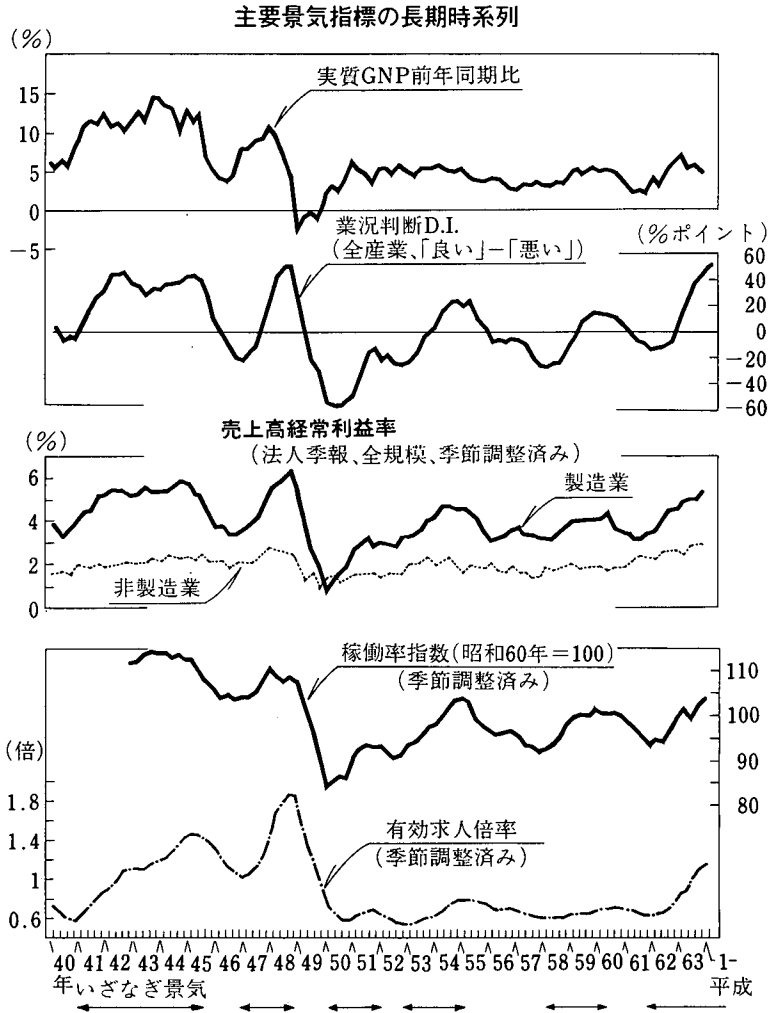
(注) 63年度の実質GNPおよび需要項目別内訳は、63年4～12月の前年比による。

(資料) 経済企画庁「国民経済計算」

(注1) 63年4～6月期のマイナス成長には、閏年要因の反動(前期比年率-2%程度)に加え、乗用車の対米輸出船積みパターンの変化による輸出の例年比下振れ、石油税引上げ(8月1日)を控えた原油・石油製品の駆け込み輸入増等の要因が、かなり影響したものとみられる。

そうしたなかで、企業収益は引続き増益基調をたどり、売上高経常利益率は製造業、非製造業ともに50年代のピークに匹敵する水準に達している。また企業マインドもこうした企業収益の好調を背景に一段と強硬化し、「日本銀行主要企業短期経済観測調査」(平成元年2月調査、以下「主要短観」)における業況判断D.I. (「良い」-「悪い」)は、「いざなぎ景気」時のピークと並ぶ水準に達した(図表2)。

(図表2)



- (注) 1. 非製造業は全産業から農林水産業、鉱業、製造業を除いたもの。
2. 「←→」部分は景気拡大期。

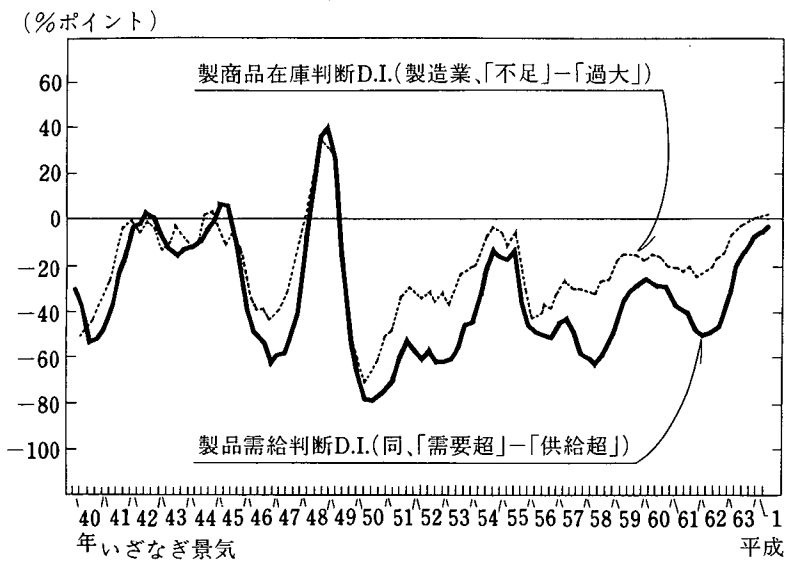
(資料) 経済企画庁「国民経済計算」、日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(平成元年2月)

大蔵省「法人企業統計季報」、通商産業省「鉱工業指数統計」、労働省「職業安定業務統計」

(注2) 計数の判明している暦年ベースで見ると、63年の実質GNP成長率は+5.7%と48年(+7.9%)以来の高い伸びとなった(62年+4.5%)。

(図表 3)

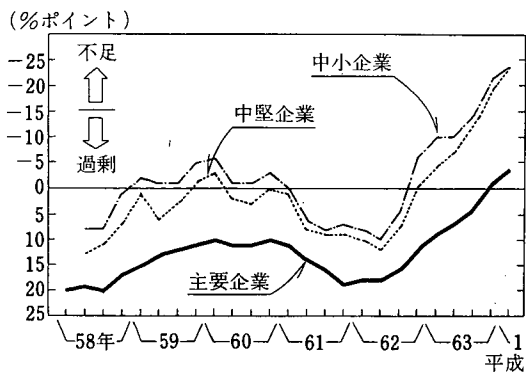
製品需給の動向



(資料) 日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(平成元年2月)

さらに、このように景気が急速に拡大する下で、製品・労働需給ともかなりの引締まりをみており、例えば「主要短観」における、製品需給判断D.I. (「需要超」-「供給超」)は、-2%と50年代のピークをつけており(図表3)、また、製造業の稼働率も、50年代のピーク水準にほぼ並んでいる(前掲図表2)。労働需給の面でも、「主要短観」によると、雇用判断D.I. (「不足」-「過剰」)は、63年入り後、中堅、中小企業を中心に不足超幅がかなり広がっており、これまで相対的に

(図表 4)

労働需給の動向
(規模別雇用判断D.I. (全産業))

(注) 中堅・中小企業は全国短観ベース。

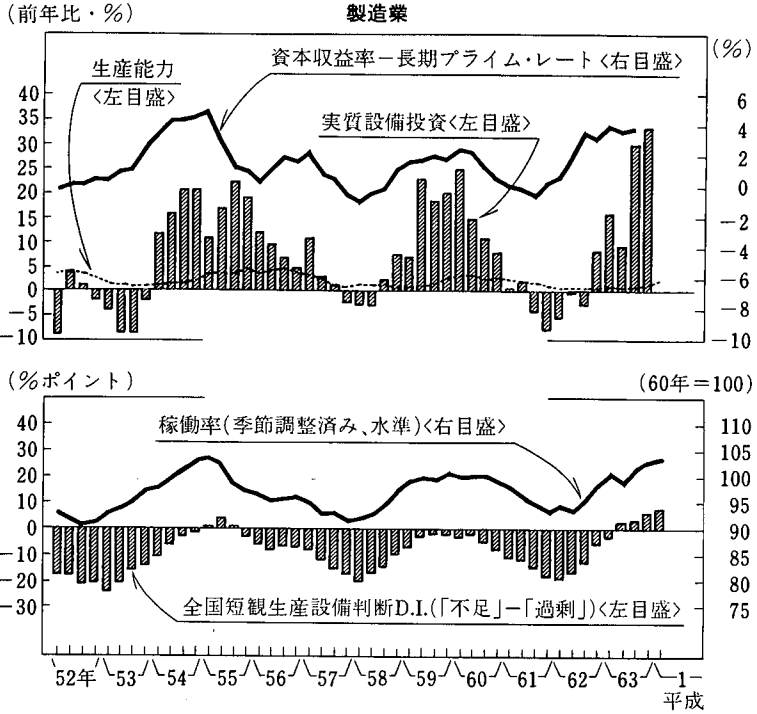
(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」(平成元年2月)

不足感の少なかった主要企業でも、63年11月調査以降は不足超となっている(図表4)。また有効求人倍率も、49年以来約15年ぶりの高水準になっている(前掲図表2)。

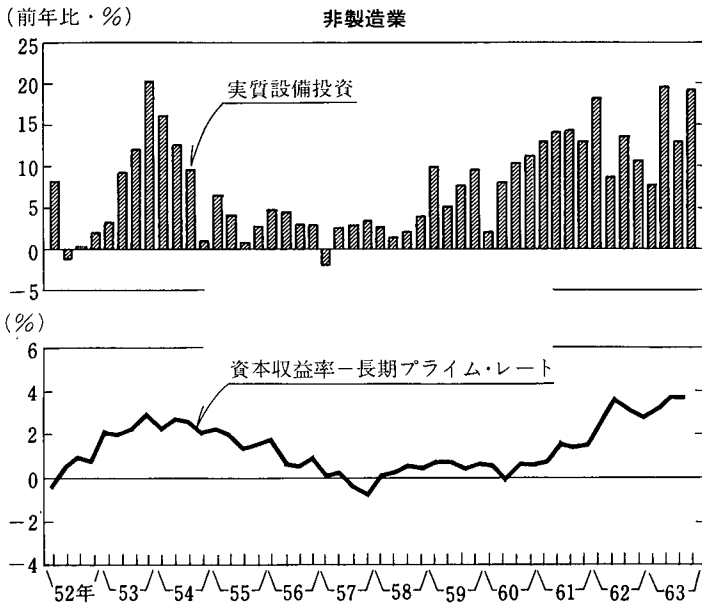
このように、今次景気拡大は拡大のテンポ、好況感の広がり、企業の収益水準、製品・労働需給の引締まり度合い等の点において、50年代以降で最高水準に達しているが、景気拡大期間の長さにおいても、63年度末には50年代以降

(図表 5)

設備投資の動向



(注) 63年10~12月の実質設備投資は法人企業統計季報ベース。



(注) 63年10~12月の実質設備投資は法人企業統計季報ベース。

(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」、日本銀行「企業短期経済観測調査」(平成元年2月)、経済企画庁「国民経済計算」、「民間企業資本ストック統計」、大蔵省「法人企業統計季報」

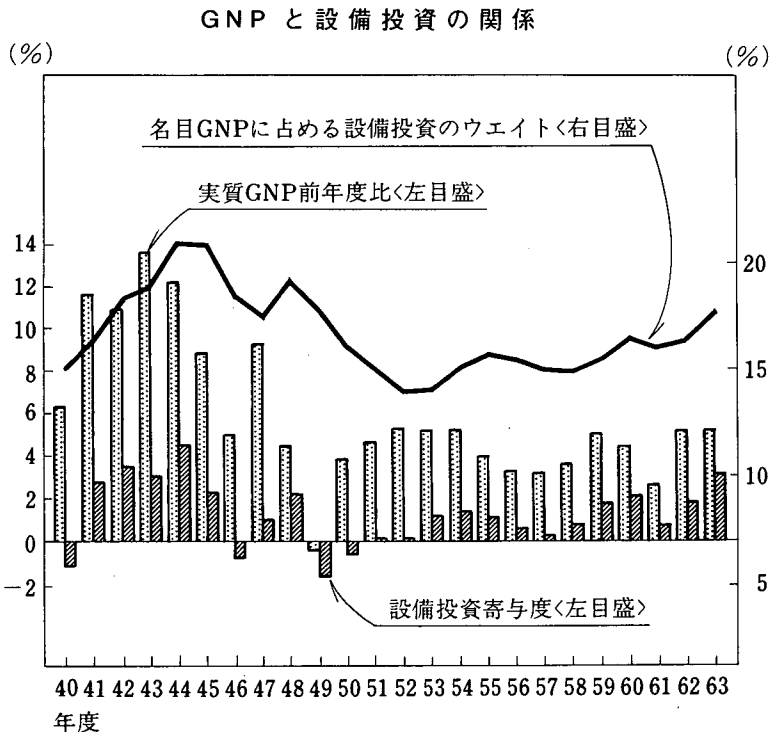
の景気拡大のなかで最長期間(28か月<52/10月~55/2月および58/2月~60/6月>)に並び、「いざなぎ景気」(57か月<40/10月~45/7月>)以来の大型景気に発展しつつある。これは、以下にみるように、家計部門と企業部門との間で、支出、生産、所得の前向きの好循環が力強く作動しているためであり、63年度は、そうした自律的拡大メカニズムが経済全体にわたって、全面的に展開された年であったといえる(注3)。

以下では、まず、こうした63年度の景気拡大の動きをやや詳しくみてみよう。

(設備投資の顕著な拡大)

需要面で63年度経済の最大の牽引役は、民間設備投資であった。すなわち、非製造業における設備投資が、60年度後半以降一貫して拡大基調を続ける一方で、製造業の設備投資も、60年末から62年前半にかけての調整局面を経て、62年末頃からは急速な拡大に転じ、63年度入り後はほぼ各業種一斉に急ピッチの増加を示

(図表6)



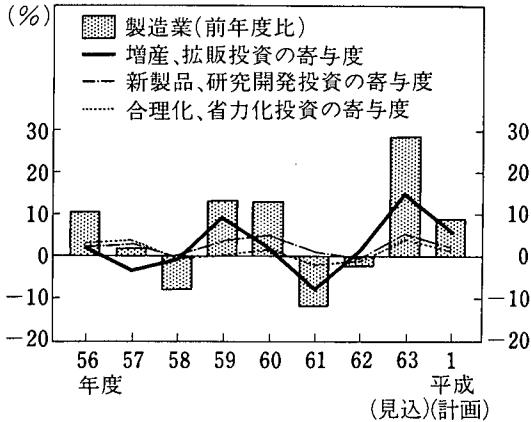
(注) 63年度は4~12月の前年比およびウェイト。

(資料) 経済企画庁「国民経済計算」

(注3) こうした内需の自律的拡大メカニズムについては、昭和62年9月号調査月報掲載論文「物価安定が支える内需の拡大」、同63年5月号掲載論文「昭和62年度の金融および経済の動向」参照。

(図表7)

目的別設備投資の寄与度



(資料) 日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(平成元年2月)

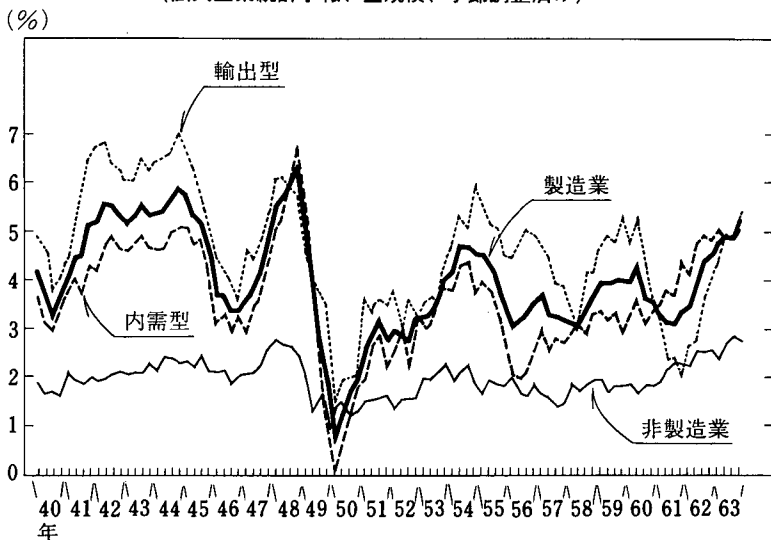
寄与度の上昇が著しく、「主要短観」によれば、63年度の製造業設備投資に占める増産、拡販投資のウエイトは、調査開始(55年)以来最高の33.1%となった(図表7)。

このような設備投資の急速な拡大の背景としては、まず内需の力強い拡大の下

した(図表5)。この結果、63年度(4~12月)の実質設備投資は、前年比+16.9%と44年度(+29.1%)以来の高い伸びとなり、対GNP寄与度も各需要項目中最大の+3.2%と、全体の成長率の約6割を占めるに至っている(図表6)。またGNPに占める設備投資(名目ベース)の比率も、17.6%と50年代で最高の水準に達している。さらに、設備投資の内容をみても、63年度はとくに増産、拡販投資の

(図表8)

売上高経常利益率の推移
(法人企業統計季報、全規模、季節調整済み)



- (注) 1. 非製造業は全産業から農林水産業、鉱業、製造業を除いたもの。
- 2. 輸出型は、製造業のうち、鉄鋼、一般機械、電気機械、輸送用機械、精密機械、造船の各業種。内需型は輸出型以外の製造業。

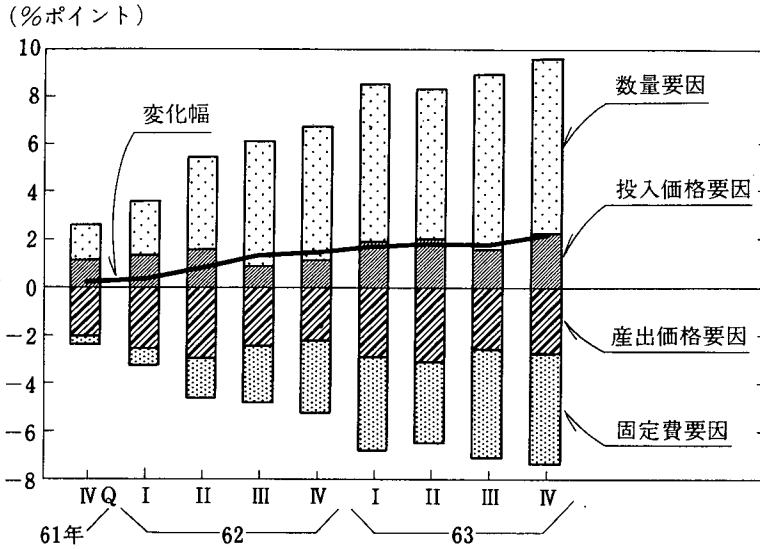
(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

で、稼働率の上昇(前掲図表5)と収益の好調から、企業マインドが積極化しているという循環的な要因を挙げうるが、それと同時に、経済の構造調整、技術革新、規制緩和、国際化の進展等の大きな潮流の中で、企業が中長期的な観点に立って、対応を積極化させていることも大きく寄与している。

このうち、企業の中長期的な観点からする対応については後にやや詳しくみる

(図表9)

売上高経常利益率の変化幅の要因分解
(61年第3四半期からの累積変化幅)
(法人企業統計季報、製造業、全規模)



(注) 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。

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

(売上高経常利益率変化幅) (投入価格要因) (産出価格要因) (数量要因) (三固定費要因)

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

(資料) 日本銀行「製造業部門別投入・産出物価指数」、
大蔵省「法人企業統計季報」

こととして、ここでは企業収益(法人企業統計季報ベース)の状況を見てみると、先にみたようにほとんどの業種で一段と増加し、売上高経常利益率は、製造業、非製造業を問わず、50年代以降で最高水準となった(図表8)。これを業種別にみると、61年頃からすでにかなり高い水準にあった内需型製造業や非製造業がさらに上昇し、とくに非製造業では既往ピークの水準(63年平均2.68%)に達した。また輸出型製造業も62年度に入って漸く停滞基調を脱した後、63年度には顕著な改善を示し、50年代以降の最高水準を記録した。このうち製造業の売上高経常利益率の動きを直近のボトムである61年第3四半期からの累積変化幅で要因分解してみると(図表9)、企業にとっての交易条件は、63年度中も幾分悪化している。それにもかかわらず、売上高経常利益率が一段と上昇したのは、賃金等の固定費の増加を上回る生産数量の急速な拡大によるものであり、したがって63年度の企業収益については、急ピッチな景気拡大の数量効果により、産出価格の引上げなしに顕著な改善が可能となったと整理することができる。

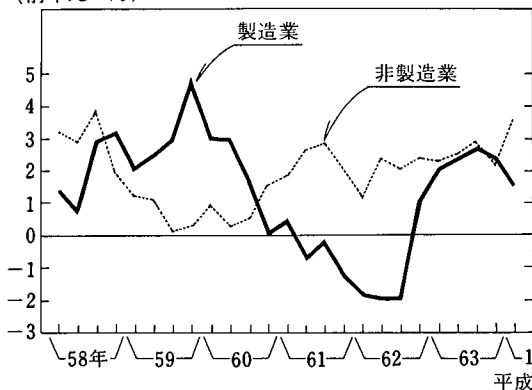
(家計支出の好調持続)

一方、家計支出面においては、住宅投資が高水準ながら頭打ち傾向を強めたものの、大宗を占める個人消費支出を中心に、全体としては好調を続けた。そこで、まずこうした家計支出の動きの背後にある所得面の動きを、中核をなす雇用者所得についてみてみると、雇用者数(労働力調査ベース)は63年度入り後、とくに製造業を中心に伸びを高め(図表10)(全産業、前年比、62年度下期+2.1%→63年度上期+2.7%→同下期+2.7%)、また、所定外労働時間も増加を続けた(前年比、62年度+6.8%→63年度+5.6%)。こうした雇用環境の改善は、他方で前述

(図表10)

雇用者数の推移

(前年比・%)

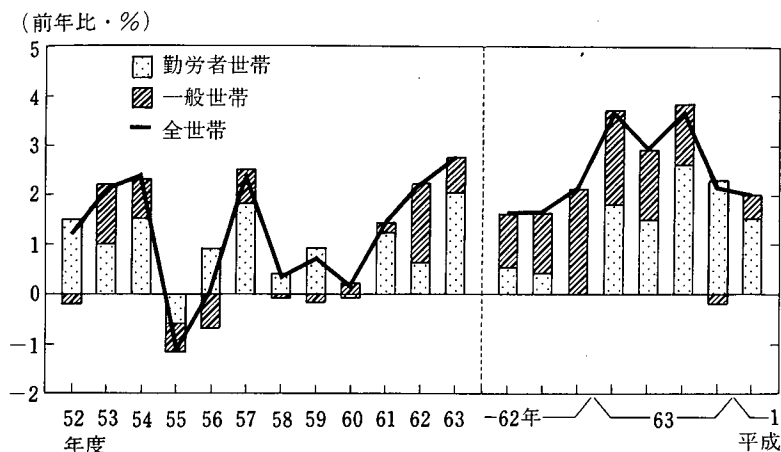


(資料) 総務庁「労働力調査」

の有効求人倍率に端的に示されるとおり、労働需給の引締めをもたらしており、これが企業収益の好調と相まって、ベアやボーナスの上昇というかたちで常用雇用者の賃金を上げるとともに、パートの賃金も上昇させている(注4)。さらにこうした雇用・賃金の増加に加え、所得税減税や物価安定も実質雇用者可処分所得の増加に寄与した。

(図表11)

実質消費支出の動向

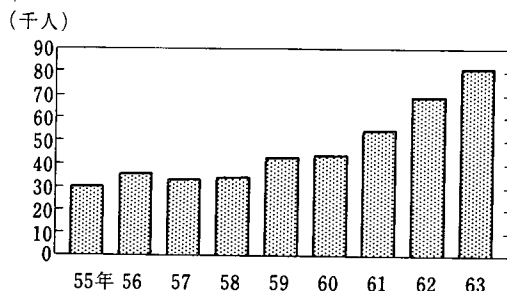


こうした所得環境の下、個人消費は63年度入り後、勤労者世帯を中心にかなり伸びを高めた(図表11)。消費支出の内訳をみると、年度前半には乗用車、家電製品等の耐久消費財関連への支出好調が目立ったほか、旅行等のサービス関係の支出も、いわゆる「自粛」要因による振れを伴いながらも、基調としては高水準で推移した。

一方、住宅投資は、61、62年度に景気の下支え、ないし牽引役となった後、63年度入り後は依然高水準ながらも伸び率は大幅に鈍化した。すなわち、総着工戸数の動きをみると(図表12)、これまでの高水準の住宅着工の後のストック調整に加え、持家系については自家取得能力が地価上昇に伴って低下したこと、貸家系

(注4) このような労働需給引締めのもとで、近年外国人労働者の増加が目立っている。

就労目的の外国人入国者数の推移

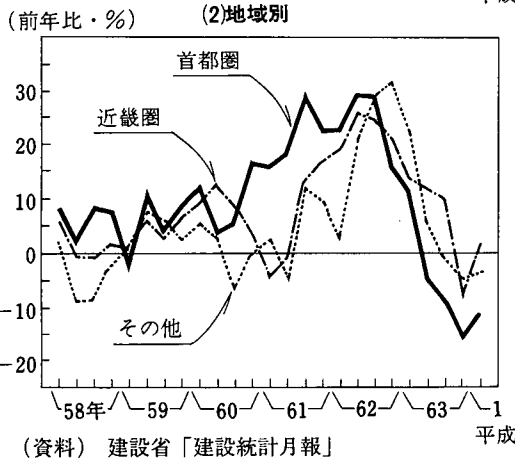
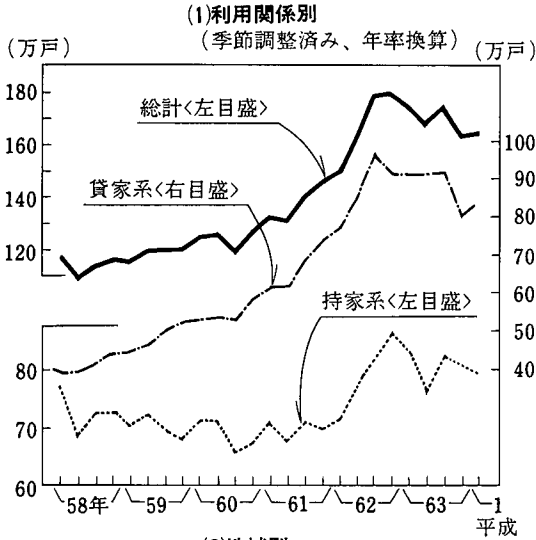


(注) 在留資格4-1-5(商用)、4-1-7(教授)、4-1-9(興行)、4-1-12(技術提供)、4-1-13(熟練労働)、4-1-16-3(就学・就職等)のうち就職、外国語教師、の合計を就労目的の入国と分類。

(資料) 法務省統計

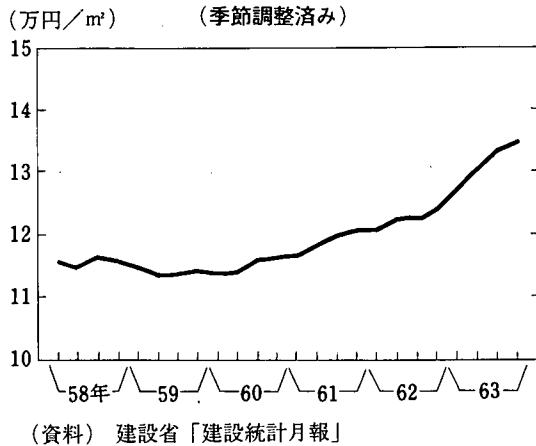
(図表12)

住宅着工戸数の推移



(図表13)

面積当たり実質工事費予定額の推移



については地価先高期待の後退に伴う家賃上昇期待の低下から貸家採算がやや低下していること、等を背景として緩やかな減少傾向をたどった。もっとも、GNPベースの住宅投資の伸びは、こうした住宅着工戸数の減少にもかかわらず、平均床面積や単位面積あたりの実質工事費が増加するなど、住宅の質的向上が進んでいる(図表13)ことから、比較的マイルドな低下にとどまっている。

(外需は引続きマイナス)

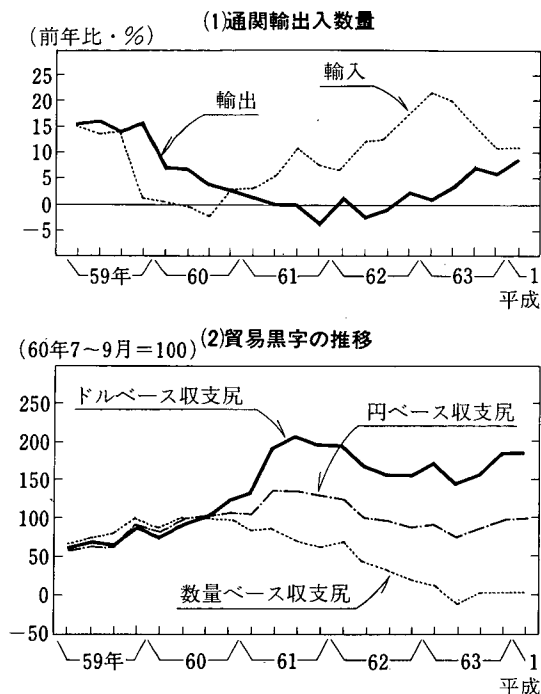
外需の動向をみると(図表14)、通関輸出数量は米国をはじめとする海外主要国の景気拡大や、本邦企業の現地生産の立上がり過程でのいわゆる「誘発輸出」(後述)の増加等を主因に、63年度入り後伸び率がやや高まっているが、輸入数量も消費財を中心にかなり高い伸びを続けたため、数量ベースの対外収支は緩やかな黒字減少傾向を続けた。この結果、GNPベースの外需は、旅行収支等の貿易外収支の赤字幅拡大も加わって、引続き大幅なマイナス寄与となった(63/4~12月、前掲図表1)。

(財政政策とその影響)

この間、財政政策面の動きをみると、昭和62年度に大型補正予算

(図表14)

輸出入等の動向



(注) 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」

気に対する寄与度は若干のマイナスとなった(前期比寄与度63/1～3月+0.6%→4～6月-0.2%→7～9月-0.2%→10～12月-0.1%)。現在の人手の逼迫ぶりや資材の需給動向からみて、このような工事の遅れは結果的には景気の行過ぎを抑える効果をもたらしたものと考えられ、仮に消化を急ぎ過ぎる場合には、資材価格、賃金の過度の上昇が懸念されるところである。

なお、こうした観点からは、今後の地方財政支出の動向に注目する必要がある。すなわち、地方財政予算は、従来から景気の好・不況に伴う税収の増減を反映して、年度途中においても比較的頻繁に補正予算が編成される結果、景気の振れを拡大する方向で変動する傾向を有しているようにみられ(図表15)、この点、平成元年度においては、地方財政についても景気の持続的拡大を図るとの観点から、中央財政と同様、慎重な運営が望まれる。

(キャピタル・ゲインの増加)

ところで、今次景気回復局面においては、株式・土地等の資産価格が顕著に上昇し、その結果発生した多額のキャピタル・ゲインが、家計や企業の行動にも

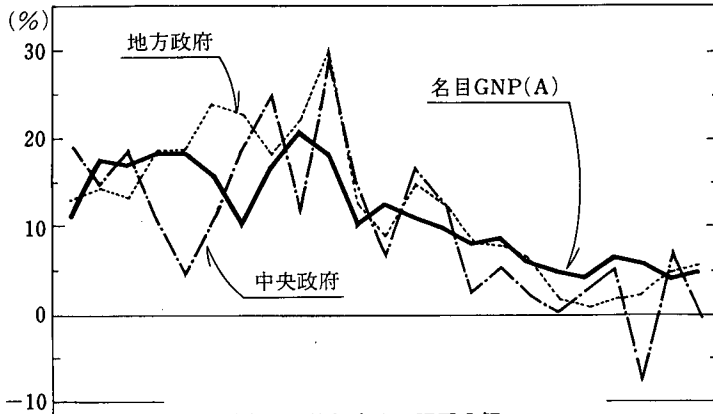
が組成されたあと、63年度も公共投資を中心に高水準の財政支出が続いた。すなわち、63年度の政府の公共事業関係費予算(含むNTT無利子融資制度の公共事業充当分)は、当初予算ベースで前年度比+19.7%と、54年度(+20.0%)以来9年ぶりの高い伸びとなり、緊急経済対策に基づいて大型の公共投資が追加された62年度補正後予算対比でも、ほぼ横ばいの高水準となった。

予算の執行面をみると、政府は景気面への配慮から自然体の発注姿勢で臨んだが、実際には公共工事の進捗は急拡大を示した民間設備投資との競合などから遅れ気味となり、結果として政府支出の景

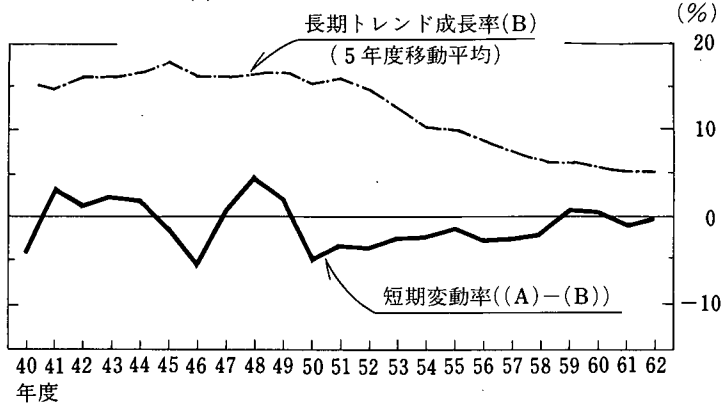
(図表15)

主体別公的支出の景気調整機能

(1)GNPと公的支出の推移(名目前年度比)



(2)GNP前年度比の要因分解



公的支出の景気変動との相関

$$[\text{名目GNP前年度比} = \text{長期トレンド成長率} + \text{短期変動率}]$$

$$[E_i = \alpha L + \beta C + K]$$

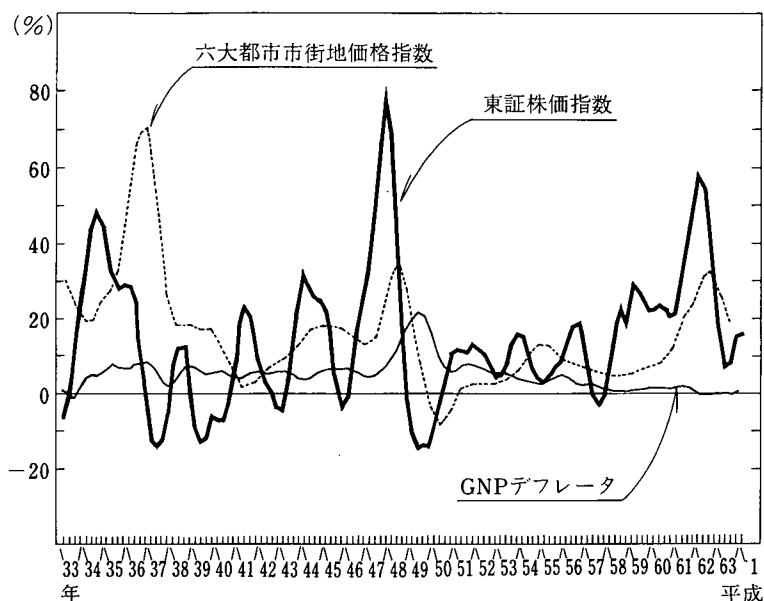
()内は t 値

E _i	L	C	K	\bar{R}^2
支出主体	長期トレンド成長率	短期変動率	定数項	決定係数
中央政府	1.42 (4.7)	- 0.12 (- 0.2)	- 7.63 (- 1.9)	0.52
地方政府	1.51 (7.9)	0.47 (1.5)	- 5.85 (- 2.3)	0.77

様々な影響をおよぼした。すなわち、まず近年の資産価格の動向を振り返ってみると(図表16)、株価はすでに58年頃から高い上昇率を示していたが、61年に入って一段と加速し、62年秋には一時急落したものの、その後は再び高い上昇率を示している(後述)。一方、地価については、60年後半以降、まず東京等の大都市中心部が上昇率を急速に高め、その後それが次第に近郊にも拡がり、さらに62年以降

(図表16)

株価、地価、GNPデフレータ上昇率の推移
(3期移動平均、前年比)



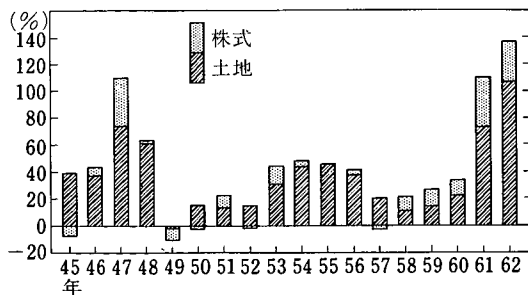
(資料) 日本不動産研究所「全国市街地価格指数」、東京証券取引所「東証月報」、
経済企画庁「国民経済計算」

は、地方都市の地価も徐々に上昇率を高めていった。もっとも最近では、東京都心部を中心とする首都圏の地価は一頃に比べ低下、ないし上昇率が鈍化しているのに対し、地方都市はなお相対的に上昇基調にあるなど、地域間で幾分上昇テンポに格差が生じている。

いま、こうした資産価格の上昇に伴い発生したキャピタル・ゲインの規模を推計するため、国民経済計算のストック統計の調整勘定をみると(図表17)、地価上昇に伴うキャピタル・ゲインは対名目GNP比率で、61、62年にそれぞれ約74%、

(図表17)

株式および土地のキャピタル・ゲインの推移
(対名目GNP比率)



(資料) 経済企画庁「国民経済計算」

108%に達しており、同様に株価上昇に伴うキャピタル・ゲインは、それぞれ37%、31%に達している。この結果両者を合わせたキャピタル・ゲインの規模は、61、62年ともに名目GNPを上回っている。なお、63年についても、かなりの規模のキャピタル・ゲインが発生したと考えられるが、地価・株価の

動向からみて、62年と比較すると幾分頭打ちとなったと考えられる。

資産価格の水準や上昇テンポに影響する要因は、土地やキャピタル・ゲインに対する税制等、制度的な側面を含め極めて多面的かつ複合的であるが、そうした制度面から派生するゆがみを除けば、資産の価格は基本的にその保有により得られる将来の収益の割引現在価値に一致する筋合いにある。このように理解すると、資産価格の上昇要因としては、①金利(割引率)の低下、②資産の期待収益ないし生産性の上昇、③上述の②に関する人々の錯覚、いわゆる投機的な「バブル」に大別できよう。このうち金利については、金融緩和の過程で相当低下しており、その資産価格押上げ効果はかなりのものがあったと考えられる^(注5)。第2に、期待収益の上昇についてみると、今回の地価上昇局面において、東京を中心とする都市中心部の地価が際立って上昇したことにも示されるとおり、わが国経済の国際化・情報化が都市中心部の土地の収益性を向上させ、それが地価の上昇を招いた面も大きいと思われる。他方、人々の錯覚や投機的な「バブル」の存在の有無については、厳密な論証は困難であり、また少なくとも一部地域の地価がピーク比かなり低下している点からみても、そうした「バブル」が一時期発生した可能性は大きい。ただ、資産価格は全体としては、過去2～3年間持続的に上昇しており、これをすべて「バブル」に帰することはできないと思われる。

次に、上述のようなキャピタル・ゲインの発生が実体経済活動におよぼした影響をみると、まず企業部門については、大幅な円高の影響等から収益が悪化した61年当時、多額のキャピタル・ゲインが収益の下支えに大きく寄与し、企業マインドの落込みを小幅にとどめたとみられる。また、資産の名目評価額の増大が、企業の担保力、ひいては資金調達力を大幅に向上させ、これが企業倒産の減少、事業転換の促進に寄与したという側面も無視できない。さらに、家計部門についても、とくに景気回復初期の局面において、地価、株価の上昇がいわゆる「一般

(注5) 金利低下の資産価格押上げ効果のおおよその目途をつけるために、每期一定の収益を生む資産の価格を一定の前提の下に試算してみると、59年末から63年末にかけての長期金利の低下(国債上場最長期物利回り、59年末6.650%→63年末4.590%)は、資産価格を約31%押しあげたとの結果が一応得られる。

<試算の方法>

$$\text{資産価格} = \frac{R}{i + \rho}$$

R (資産1単位当りの収益)

i (安全資産の長期の割引率) …それぞれの時点の10年物長期国債の上場最長期物利回り。

ρ (リスク・プレミアム) ……年率2%と仮定。

世帯」の個人消費や、住宅投資を相当程度押上げたものとみられる。ただ、キャピタル・ゲインには、こうしたプラスの効果のほかに、相対的に株式・土地保有の多い高所得層に有利に働くというかたちで、資産、所得分配に対して逆進的に働いた面も否定できない。また、金融機関の経営の観点からみても、資産の含み益の増大が、短期金利の低下と相まって、金融機関の融資姿勢の積極化やその結果としてのマネーサプライの増勢をもたらした面が強い。この点、現在の資産価格は多分に金融緩和の長期化を前提としたものとみられるだけに、今後の資産価格の動向が金融機関の収益や資産内容に与える影響については、十分警戒的にみておく必要がある。いずれにせよ、近年資産の蓄積が進み、資産ストックのフローの所得に対する割合が上昇してきているだけに、その価格変動の影響についてはマクロ経済政策運営のうえでも、また金融機関経営の健全性確保の観点からも、従来以上に配慮を要する状況となっている。

(2) 物価は総じて落ち着き圏内で推移

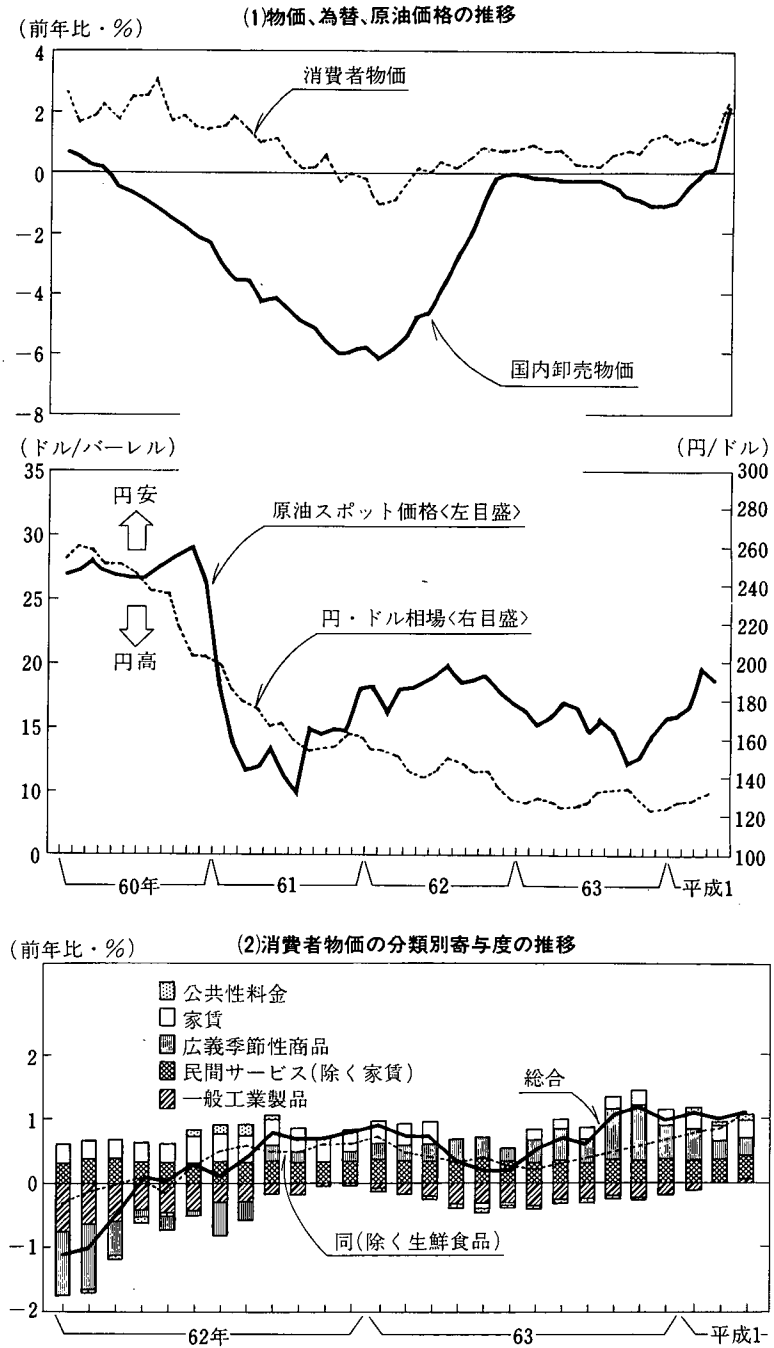
63年度中の物価動向をみると、景気の急速な拡大と、それに伴う需給の引締まりにもかかわらず、卸売物価、消費者物価とも総じてみれば落ち着き圏内で推移した(図表18)。ただ、消費者物価については、年度央から徐々にではあるが上昇率が高まってきており、そうした傾向が平成元年度に入っても続いている。また卸売物価も、年度間平均ベースでみると、60～63年度と過去4年間前年比マイナスを続けたが、本年初頃からは緩やかではあるが、上昇基調に転じている。

これをまず、卸売物価からみると、60年以降の円高やその後の原油価格の低下等を反映して、62年央までかなり急速に低下したあと、62年の夏から秋にかけては建設資材等を中心に一時騰勢を示したが、その後は再び落ち着きを取戻し、63年度に入っても、年度末にかけて為替の円安化や原油価格の上昇から輸入物価はかなりの上昇を示したものの、国内卸売物価は総じて安定圏内で推移した(前年比、62年度平均 -1.7% →63年度平均 -0.5%)。このように、景気の急速な拡大と卸売物価の安定が両立し得た背景を探ってみると、①既往の円高と原油価格の低下に伴い輸入原材料コストが低下したこと、②生産数量の高い伸びに支えられてユニット・レーバー・コストが低下したこと(図表19)、③製品輸入の浸透により国内価格が直接・間接に抑制されたこと(いわゆる「輸入の安全弁」効果)、④インフレ期待の鎮静を背景として、企業が慎重な在庫投資態度に終始したこと等を挙げることができる(注6)。

しかし、これまで卸売物価の落ち着きを支えてきた上述の要因は、いずれも

(図表18)

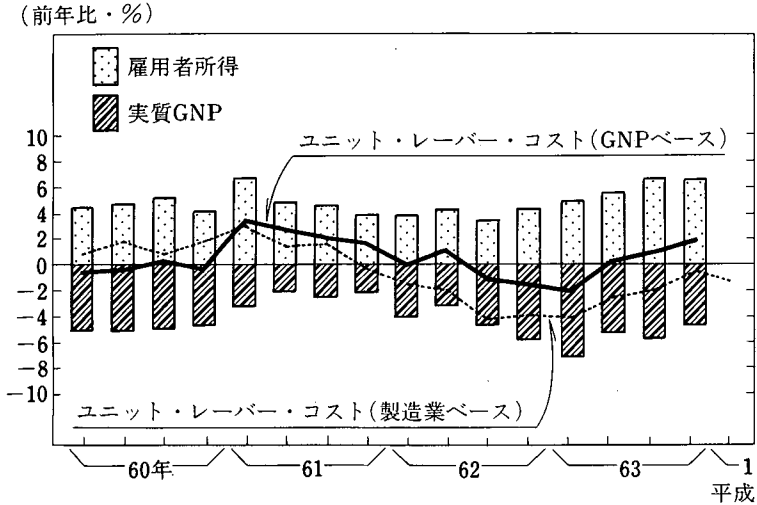
物 価 等 の 推 移



(資料) 日本銀行「卸売物価指数」、総務庁「消費者物価指数」等

(注6) 最近の物価動向およびその背景については平成元年2月号調査月報掲載論文「最近の物価動向について」参照。

(図表19)
 ユニット・レーバー・コスト(GNPベース)の要因分解



(資料) 経済企画庁「国民経済計算」、総務庁「労働力調査」、
 通商産業省「鉱工業指数統計」、労働省「毎月勤労統計調査」

徐々にではあるが後退しつつあり、全体として基調的な物価上昇圧力が高まる方向にあることには十分留意する必要がある。すなわちまずコスト面では、これまでの大幅な円高と原油安によるコスト引下げ効果が概ね出尽くした状況にあるため、今後、最近の海外商品市況の強調や為替相場の円安傾向が続けば、これがむしろコストを押し上げる方向に寄与する可能性が高くなっている。また、ユニット・レーバー・コストも、製造業では平成元年1～3月期まで10四半期連続で前年比マイナスが続いているものの、非製造業では上昇傾向にあり、全体としては63年第2四半期以降前年比上昇率を徐々に高めている^(注7)。さらに需給面でも、内外価格差はなお大きいとはいえ、海外各国の輸出価格上昇から次第に縮小傾向にあるため、「輸入の安全弁」効果の作用する余地が狭くなりつつある。

一方、消費者物価は、卸売物価の安定等を背景に、総じてみれば概ね安定圏内の動きを続けた(前掲図表18)が、最近では輸入コスト低下効果の後退や、名目賃金の上昇傾向を背景としたサービス価格の上昇等から、幾分上昇傾向にあり、生鮮食品を除く消費者物価(東京)の前年比上昇率は、63年8月の+0.6%をボトムに本年3月には+1.7%にまで高まった。その後4月には消費税導入に伴い前年

(注7) こうした非製造業におけるユニット・レーバー・コストの上昇の結果、卸売物価には反映されない企業間で取引される各種サービス*の価格は上昇傾向を続けている。

*例えば、不動産賃貸料、設計監理報酬、ソフトウェア開発費。

比+2.8%に上昇した後、5月も+3.2%と上昇率を高めている。消費者物価は、国民の経済厚生に直接かかわるものであるだけに、今後その動向には一層の注視が必要である(注8)。

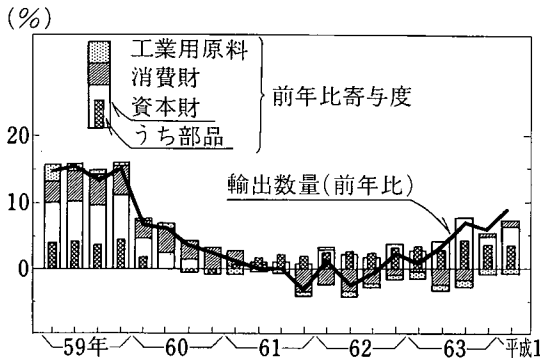
(3) 対外不均衡是正は年度後半から足踏み傾向

次に、対外収支の動向をみると、円高を起点とするわが国の貿易構造の調整は着実に進展しているが、ドル・ベースの貿易収支黒字は、61年末頃から63年央まで縮小傾向をたどった後、63年後半頃からは拡大に転じている。こうしたドル・ベースの貿易黒字拡大の背景を、価格要因と数量要因とに分けてみると、価格要因は輸出価格の上昇を主因に、一貫して黒字拡大方向に寄与している一方、数量要因は63年下期には、小幅とはいえ黒字拡大方向に転じており、ごく最近期においては、輸出入数量の調整自体が足踏みしていることがわかる。

そこで、最近の輸出入数量の動向をやや詳しくみると、まず輸出は62年頃からやや持ち直し、63年央以降は資本財を中心に増勢を強めつつある(図表20)。こうした最近の輸出数量の増勢は、円高の短期的な輸出数量抑制効果の一巡という面もあるが、より基本的には海外景気が堅調で、しかもそれが設備投資主導型の同

(図表20)

財別輸出数量の推移



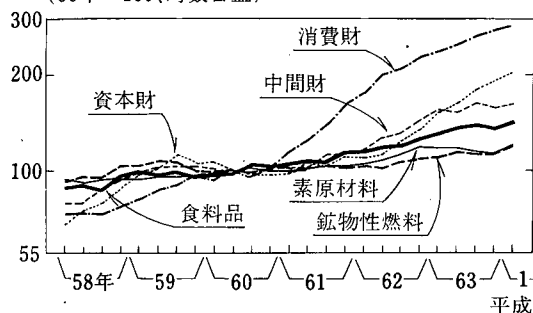
- (注) 1. 財別輸出数量は、財別輸出金額を財別輸出価格指数(60年基準)でデフレート。
 2. 財別輸出価格指数は各財の品目構成を基に日本銀行調査統計局で推計。
 3. 部品は、通関輸出(資本財)のうち「部分品および付属品」等部品とみられるものを集計。

(資料) 大蔵省「外国貿易概況」「日本貿易月表」

時拡大であるため、わが国の主力輸出品である資本財の輸出増加が招来されているという事情がある。この間、63年度の製造業の海外直接投資は、61、62年度に続き大幅に増加するなど、輸出部門の構造調整は着実に進展しているが、現段階ではそれがむしろわが国からの生産設備や部品輸出を増加させる(いわゆる「誘発輸出」)方向に作用している。一方、輸入数量をみると、61～63年初まで極めて高い伸びを示したあと、63年後半には、原燃料・中間財を中心に

(注8) なお、近年経済のサービス化の進展や、地価の上昇と関係の深い家賃の上昇等を背景に、卸売物価の消費者物価に対する先行性は低下気味である。この点については、平成元年2月号調査月報掲載論文「最近の物価動向について」参照。

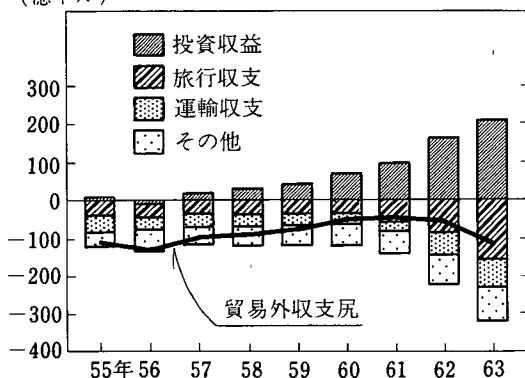
(図表21)
財別輸入数量の動向
(60年=100, 対数目盛)



- (注) 1. 資本財は航空機を除くベース。
2. 中間財は、金属、化学、繊維品の合計。
3. 財別輸入数量は、財別輸入金額を財別輸入価格指数(60年基準)でデフレート。

(資料) 大蔵省「外国貿易概況」

(図表22)
貿易外収支の推移
(億ドル)



(資料) 日本銀行「国際収支統計月報」

他方、貿易外取引の動向をみると、全体として受取、支払とも規模が拡大する(対貿易取引金額比、受取、60年26.2%→63年43.0%、支払、同42.9%→74.7%)なかで旅行収支、運輸収支の赤字増大が目立っており、貿易外収支全体としても、62年以降赤字拡大傾向が強まっている(図表22)。この結果、経常収支黒字額の対名目G N P比率は、緩やかながら低下傾向を続けている(61年度4.5%→62年度3.3%→63/4~12月2.6%)。

この間、日米間の貿易不均衡は、ごく最近はやや拡大気味ながら、両国におけ

高水準ながら伸びがやや鈍化している(前掲図表14、図表21)。もっとも消費財、資本財については、個人消費、設備投資の堅調に加え、開発輸入・逆輸入等これまでの大幅な為替レート調整に伴う構造調整の進展から、高水準の伸びが続いている。

こうした輸出入の動向を前提に先行きを展望すると、輸出については、今後現地生産の拡大、現地法人の現地調達比率上昇を背景に、前述の過渡的な黒字増幅要因が徐々に剥落の方向に向かうと考えられ、海外景気が減速の方向に向かう限り、輸出数量の増勢テンポは鈍化に向かうと予想される。一方、輸入については、わが国経済が輸入の増えやすい体質に変化しつつあり、また今後とも内需中心の景気拡大基調が見込まれるだけに、消費財を中心にかなり高い伸びを維持する公算が高い(注9)。

(注9) 今後の輸出入および対外不均衡是正の見通しについては、平成元年4月号調査月報掲載論文「わが国の対外不均衡の現状と今後の展望」参照。

る構造調整の進展を背景に、先行きについては再び是正の方向をたどると期待される。ただし、その重要な前提は、米国において内需の適度な減速が図られることであり、財政赤字圧縮を通じた支出削減策の実施が強く期待されることである。

2. 持続的経済成長への展望

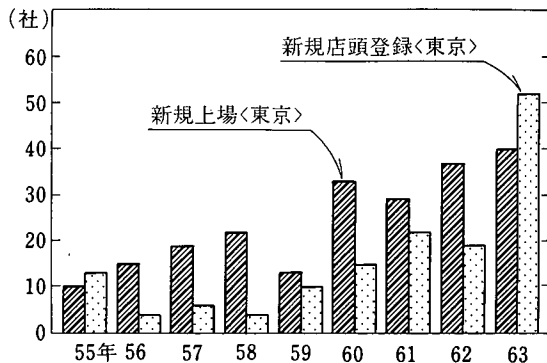
61年11月から始まった今回の景気上昇局面はすでに2年半を経過し、50年代以降では最長の景気拡大となっているが、現在の景気拡大基調を息長く持続することは、それ自体望ましいだけでなく、対外不均衡を是正するためにも、現下最大のマクロ政策課題であるといっても過言ではない。そこで、以下では過去最長の拡大を示した「いざなぎ景気」の際の経験も踏まえつつ、内需主導型景気拡大の持続のための条件を検討してみよう。

(1) 企業の経営姿勢の積極化

「いざなぎ景気」は、旺盛な設備投資拡大に支えられた景気拡大であったが、今回の景気拡大においても、先行きの内需拡大の持続性を展望する際の最大のポイントは、設備投資の動向であり、さらにはそれに大きく影響する企業の経営姿勢にあるといえる。そうした観点から注目を要するのは、この2～3年、企業が中長期的な観点に立って、環境変化に対し様々な対応を積極的に行っていることである。そうした企業の対応の積極化は、設備投資の高い伸び自体に端的に示されているが、このほか例えば、①海外現地生産を含め企業の投融資が著しく増加していること（「主要企業経営分析」対象企業の60～62年度の投融資伸び率

(図表23)

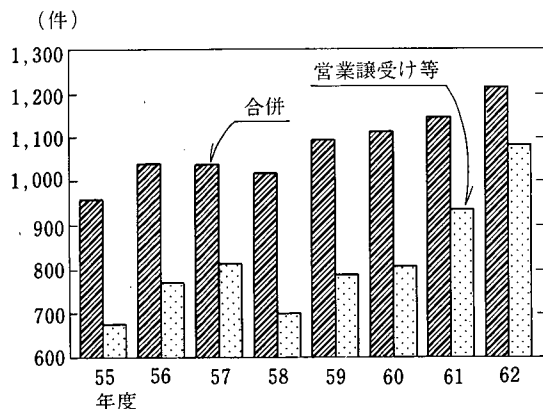
新規上場および新規店頭登録企業数



(資料) 東京証券取引所「東証要覧」、日本証券業協会「証券業報」

+17.3%、同期間中の総資産伸び率+10.7%)、②新規事業分野への進出が増加していること（「主要企業経営分析」において新規事業分野売上高の算出可能企業162社ベース、新規事業分野売上高の割合60年度30.7%→62年度33.9%）、③新設子会社、新規上場、店頭登録企業数や合併・営業譲渡件数も増加していること、などからもうかがわれる（図表23、24）。

(図表24)
合併および営業譲受け等届出受理件数



(資料) 公正取引委員会「公正取引委員会年次報告」

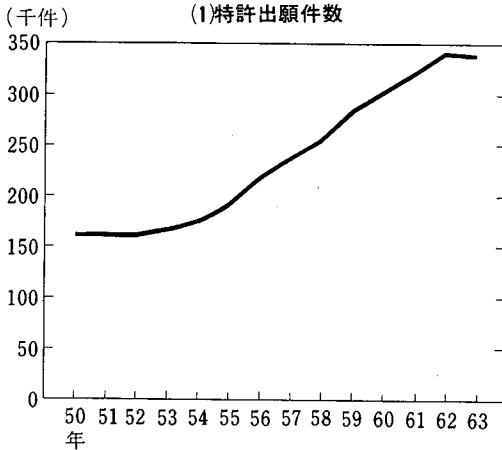
最近の企業行動の積極化には様々な要因が絡み合っているが、まず第1の要因は内外相対価格の変化を契機とする様々な構造調整の進展が挙げられる。その最も顕著な動きは円高に誘発された構造調整であるが、このほか都市部を中心とする土地の有効利用・高度利用の動きも、地価の相対的上昇を契機とする資源の再配分、ないし構造調整の動きとして理解でき

よう。こうした相対価格の変化を契機として、資源配分の変化や構造調整の動きが活発化し、これが景気拡大を支える大きな要因となっている点は、「いざなぎ景気」時に、賃金の相対的上昇の下で労働節約的な設備投資が活発化し、これが当時の長期にわたる景気拡大を支えたのと同じ側面を有しているといえる。

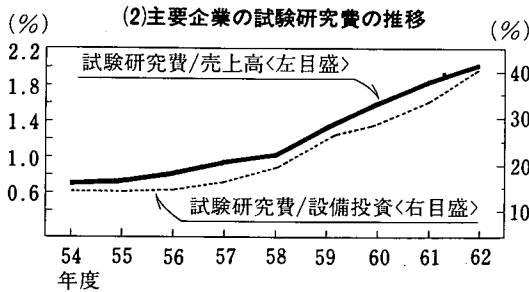
第2の要因は技術革新の急速な展開であるが、この点も「いざなぎ景気」の時と同様である。技術革新が活発に行われるような状況の下では、企業は内外市場における競争企業との対抗上、基礎的な研究開発やそれを応用した新製品・新事業の開発を含め、常に積極的な研究開発努力を怠れないが、そうした流れは特許出願件数(図表25)や試験研究費の増加傾向(同図)等にも端的に示されている。最近の技術革新の中でもとくに情報技術関連の進歩はめざましいが、これはV A N(付加価値通信網)等の新しいビジネス分野の急成長をもたらし、経済全体に対し大きな刺激効果を及ぼしている。ちなみに、情報サービス産業の売上げや従業員数をみると、このところ年率2割程度のかかなり高い伸びを示している(同図)。また今回は、こうした技術革新の成果が具体的に経済成長という果実となって実現するうえで、規制緩和の果たした役割も大きいと考えられるが、そうした規制緩和自体、やや大きな流れでみれば、技術革新の結果であるという側面も強い。例えば、後で詳しくみるとおり、コンピュータや通信技術の著しい発達、新たな金融商品・取引を可能にするとともに、金融取引のコスト低下を通じて、金融の自由化・国際化をもたらしているが、これが世界的規模で既存の規制の枠組みの変化をもたらしている。同様の変化は運輸、通信等広範な業種において生じているが、そうした内外の規制緩和が競争の促進や新しい投資機会の拡大等を通じ

(図表25)

技術革新の急速な展開



(資料) 特許庁「特許庁年報」



(資料) 日本銀行「主要企業経営分析」

(3)情報サービス産業の動向

	従業員数 (千人)		売上高 (億円)	
		前年比・%		前年比・%
55年	93	2.8	6,698	12.3
56	106	13.5	8,057	20.3
57	113	7.1	9,119	13.2
58	128	12.8	10,953	20.2
59	153	19.9	13,860	26.5
60	162	5.6	15,618	12.7
61	199	22.5	19,159	22.7
62	241	21.5	22,993	20.0

(資料) 通商産業省「特定サービス産業実態調査報告書、情報サービス業編」

企業の需要見通しを、経済企画庁の「企業行動に関するアンケート調査報告書」でみると、まず自身の属する業界の当該年度の需要伸び率見通しは、61、62年度と製造業を中心に大きく落ち込んだ後、63年度、平成元年度には急速に回復

て、企業活動、ひいては経済全体の活性化に結び付いている^(注10)という側面は無視できない。

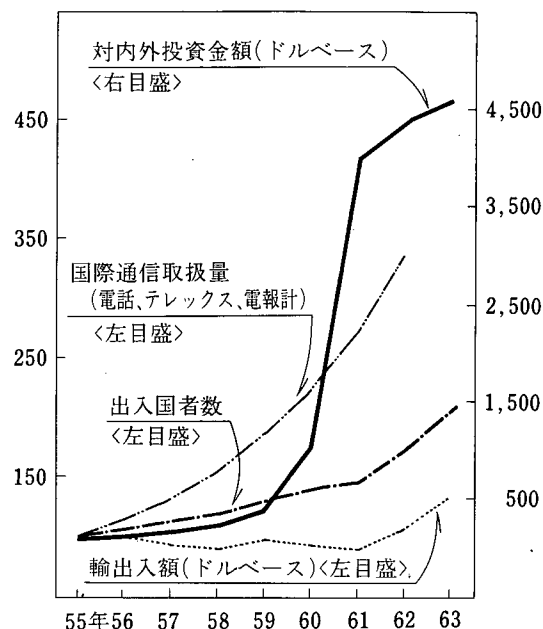
第3の要因は国際化の進展である。図表26は、ヒト(出入国者数)、モノ(貿易量)、カネ(対内外投資金額)、情報(国際通信取扱量)について、わが国と外国との交流状況を示したものであるが、これからも明らかなおお、近年国際化の進展は著しい。この結果、内外市場で海外企業と本邦企業との競争が活発化しているが、そうした動きが様々なかたちで内外の企業活動を刺激しているものと考えられる。また、近年為替レートの変化に伴う内外相対価格の変化、貿易摩擦の回避、さらには1992年のEC域内経済統合への対応等を背景に、世界的規模で直接投資が活発化しているが、そうした要因も前述のとおり資本財に比較優位を有するわが国の景気拡大を支えている。

第4の要因は以上のような状況の下で、企業の中期的な期待成長率自体が幾分高まってきていることである(図表27)。すなわち、企業

(注10) 金融業における自由化・規制緩和については後述。

(図表26)

国際化の進展



(注) 1. 計数はすべて昭和55年=100とした指数。

2. 国際通信取扱量のみ年度ベース。

(資料) 大蔵省「外国貿易概況」、法務省「出入国管理統計」、国際電信電話株式会社「有価証券報告書」、日本銀行「国際収支統計月報」

している。また、こうした見通しの業種間のちらばり度合いを変動係数(標準偏差/平均)でみると、62年度に急速に拡大したあと、63年度、平成元年度と、むしろプラザ合意以前より小さくなっており(全業種、62年度1.74→63年度0.43→元年度0.31)、各業界満遍なく需要見通しが上昇していることがわかる。一方、調査時点以降3年間の実質G N P成長率に関する見通しをみても、やはり61、62年度と落ち込んだ後、63年度、平成元年度と回復し、直近で4%弱とほぼプラザ合意以前の水準に回復してきている。

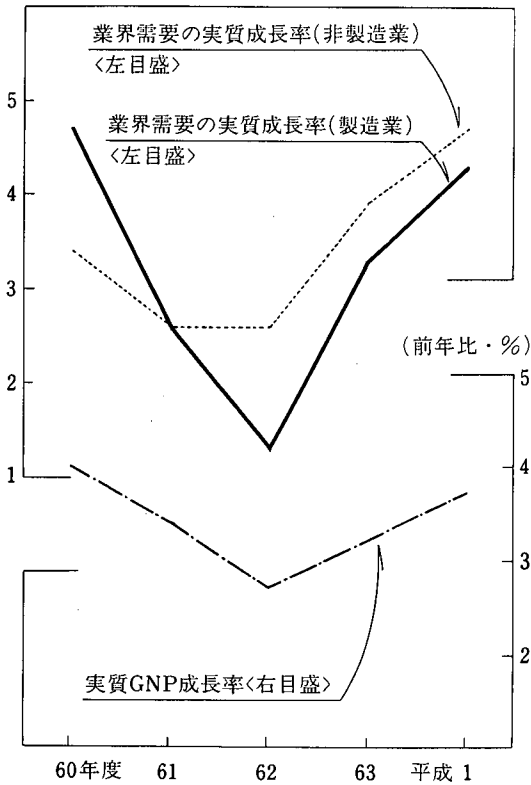
このように現在、企業の経営姿勢、設備投資意欲は極めて旺盛

であり、当面は以下のような理由から、設備投資が循環的に自律的な調整局面を迎える可能性は小さいものと思われる。すなわち、①製造業においては、これまでの高水準の設備投資にもかかわらず、生産能力の伸びは低く、稼働率も目先高水準を続けるとみられ(前掲図表5)、②非製造業においても、情報通信関連、リゾート都市開発等広範な業種で投資が継続的に行われる見通しにある。また、③設備の平均経過年数(ヴィンテージ)は近年むしろ上昇気味であり(図表28)、④設備投資の対資本ストック比率も、従来からのトレンドに比べてとくに上昇しているとはみられない(同図)。ちなみに、平成元年度の設備投資計画を「主要短観」(2月調査)からうかがうと、増産・拡販投資を中心に当初計画としては引き続き積極的であり(製造業前年度比+9.1%、63年度当初計画同+7.0%)、企業の設備投資マインドの根強さを示している。

(2) 持続的経済成長のための条件

上述のとおり、企業の経営姿勢が積極化し、設備投資意欲も旺盛な状況下、わが国経済が内需主導の拡大を息長く続ける可能性は十分に高いと考えられるが、

(図表27) 期待成長率の推移
(前年比・%)



- (注) 1. 業界需要の成長率は、前年度に予測した当該年度の見通し。
2. GNPの成長率は、前年度に予測した当該年度以降3年間平均の見通し。
3. 調査時点は、それぞれ昭和59年1月、60年1月、61年2月、62年1月、63年1月、平成元年1月。

(資料) 経済企画庁「企業行動に関するアンケート調査報告書」

これが現実のものとなるためには、以下のような条件が満たされる必要がある。

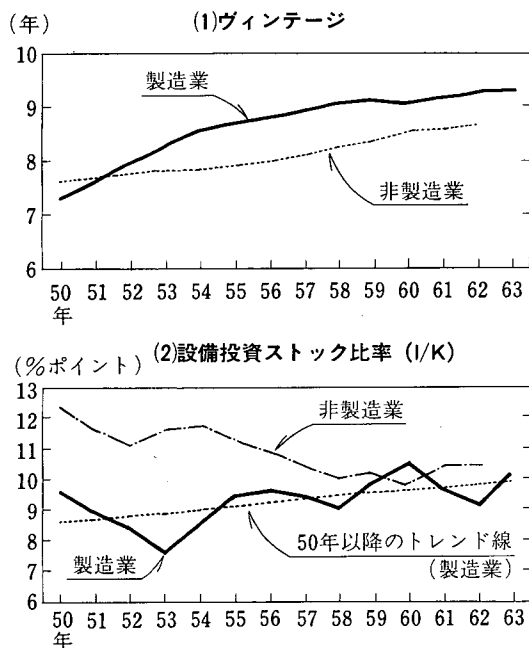
(物価安定の重要性)

第1の条件はいうまでもなく、物価安定の確保である。この点、過去の経験を振り返ってみると、わが国経済は内在的な成長力が強いだけに、景気の拡大テンポが行過ぎ、物価安定の基盤が崩れることを契機に景気拡大が短命に終わった例は多く、逆に物価の安定が確保される場合には、息の長い景気拡大が実現してきた。例えば、「いざなぎ景気」の際には、内需の腰が極めて強くその面から常に物価上昇圧力をかかえていたが、42年後半から43年初にかけて国際収支悪化懸念を主因に金融引締めが実施された結果、需給の過度の逼迫と物価の大幅上昇を回避しえたことが、その後の景気を息の長いものとしたとみられる(前掲図表3)。

また、「いざなぎ景気」が最終的に

下降に向かっていったプロセスをみると、まず卸売物価がジリジリと上昇し、それにつられるかたちで消費者物価の上昇率も加速していったが、それは、設備投資や在庫投資が急速に盛上がり、需給が急速に引締まったことと裏腹であった(「主要短観」製品需給判断D.I.における「需要超」-「供給超」、44/8月-5%→44/11月-1%→45/2月+7%)。もとより、景気が下降に向かった直接のきっかけは、物価の上昇に対処した金融の引締めであるが、この間の総需要の拡大テンポは明らかに行過ぎであり、早晚反動を避けられない状態にあったことを見逃してはなるまい。

(図表28)
 ヴィンテージおよび設備投資ストック比率



(注) 非製造業はNTT、JRを含まないベース(日本銀行調査統計局試算)。製造業の63年の計数は、63/1~3Qベース。

(資料) 経済企画庁「国民経済計算」「民間企業資本ストック統計」

このように、景気の持続的拡大を図るうえで物価安定の確保は極めて重要であるが、やや長い目で見た場合にも、物価上昇は社会・経済体質の悪化や、価格の資源配分機能の低下等を通じて、成長率の低下をもたらすものである。ちなみに、わが国を含む主要7か国について消費者物価上昇率と経済成長率の関係をみると、中長期的には、インフレと経済成長との間にはトレード・オフの関係(右下がりのフィリップス曲線)は存在せず、むしろどちらかと言えば、高インフレには低成長が対応していることがわかる(図表29)。世界経済に占めるわが国の規模が格段に大きくなった今日(図表30)、世界全体の物価安定や、その下で持

続的経済成長を達成する観点からも、わが国が物価安定を維持することの重要性は一段と増大している。

(市場メカニズムの活用)

第2の条件は、市場メカニズムの一段の活用である。やや長い目で見た場合、経済成長の源泉は、労働・資本等の生産要素の増加と、これらに体化される技術革新の成果に求めることができるが、高い経済成長を実現するうえでは、労働・資本等の生産要素を含め、生産資源が最も効率的なかたちで利用されることが不可欠の条件である。そうした生産資源の効率的配分を達成するうえで、市場メカニズムの果たす役割は極めて大きい。近年主要国いずれにおいても「大きな政府」を回避し、民間活力の利用を図る努力が続けられ、また計画経済の諸国においても、市場メカニズムを活用する方向で様々な動きがみられるが、こうした動きはまさに持続的成長を達成するうえで、市場メカニズムの活用が極めて重要であるとの認識に基づくものであろう。

(図表29)

消費者物価上昇率と経済成長率の関係

(単位：当該期間の年率・%)

		(1961～65年)	66～70年	71～75年	76～80年	81～85年	86～88年
日本	物価上昇率	5.9	5.5	11.4	6.6	2.8	0.5
	成長率	9.3	11.6	4.3	5.0	4.0	4.2
米国	物価上昇率	1.3	4.3	6.8	8.9	5.5	3.2
	成長率	4.6	3.0	2.2	3.4	2.6	3.4
西ドイツ	物価上昇率	2.8	2.4	6.1	4.1	3.9	0.4
	成長率	4.8	4.2	2.1	3.4	1.2	2.5
フランス	物価上昇率	3.7	4.4	8.8	10.4	9.6	2.9
	成長率	5.9	5.4	3.5	3.1	1.5	(注1) 2.2
英国	物価上昇率	3.5	4.5	13.0	14.4	7.2	4.2
	成長率	3.2	2.5	2.1	1.7	1.9	3.4
イタリア	物価上昇率	4.8	2.5	11.4	16.6	14.1	5.2
	成長率	5.2	6.2	2.4	3.8	1.7	3.1
スイス	物価上昇率	3.2	3.5	7.7	2.3	4.3	1.3
	成長率	5.2	4.2	0.8	1.7	1.4	2.6
単純平均	物価上昇率	3.6	3.9	9.3	9.0	6.8	2.5
	成長率	5.5	5.3	2.5	3.2	2.0	3.1

(注) 1. 1986～87年の年率。

2. シャドー部分は、物価上昇率が前期に比べ低下(上昇)するとともに、経済成長率が前期に比べ上昇(低下)する時期、すなわち右下がりのフィリップス曲線が存在しない時期を示している。1961～65年が1956～60年との比較でどのような関係にあったかは示していない。

(資料) 各国統計

(図表30)

OECD 内における各国 GDP のウエイト

(%)

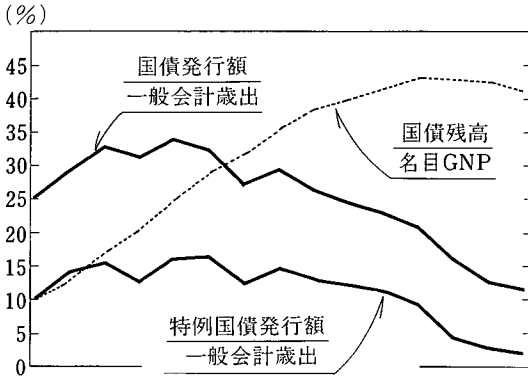
	1980年	85年	86年	87年	88年
日本	13.6	15.1	18.2	19.0	20.5
米国	34.6	45.2	39.0	35.9	34.5
西ドイツ	10.5	7.1	8.3	9.0	8.7

(資料) OECD 「Main Economic Indicators」

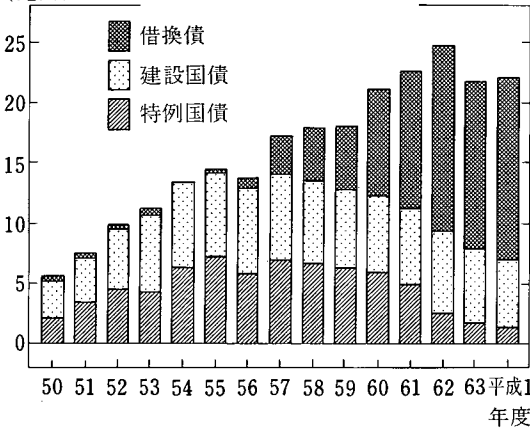
そこで、まず「大きな政府」回避の観点から、公的当局の財政収支改善の状況、すなわち財政再建の進捗状況を見てみると(図表31)、国債発行額は特例国債を中心に順調に減少し、昭和63年度の特例国債

の発行予定額(補正後)は、1.8兆円とピーク発行実績時(昭和55年度)の25%にまで縮小した。この結果、国債依存度、とりわけ特例国債への発行依存度は、

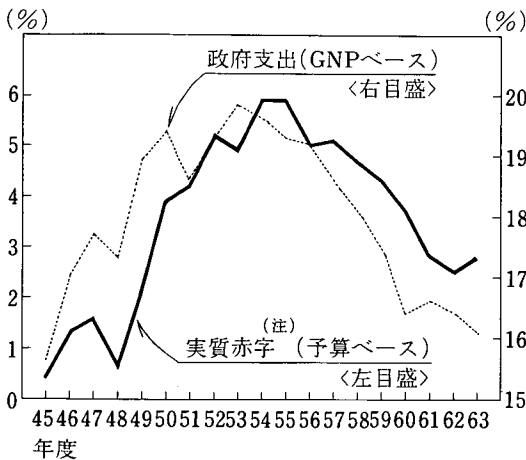
(図表31) 財政再建の進捗状況
(1) 国債関連指標の推移



(2) 普通国債発行額の推移



(図表32) 財政規模の推移(対名目GNP比)



(注) 実質赤字 = 前年度剰余金受入 + 国債発行額 - 歳計剰余金

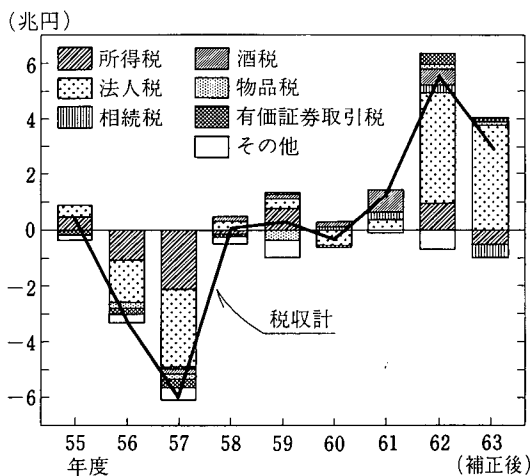
昭和50年代央をピークにはほぼ一貫して低下し、平成元年度もその傾向を持続する見通しである(国債依存度、昭和54年度34.7%→63年度12.9% <補正後>→平成元年度11.8% <当初予算>、特例国債発行額 / 一般会計歳出、同16.6%→2.9%→2.2%)。これを国債発行額を指標とする一般会計の表面的な財政赤字だけでなく、実質的な財政赤字(前年度剰余金受入 + 国債発行額 - 歳計剰余金)の対GNP比率でも、昭和63年度には3.0%と、55年度(5.9%)比2.9%ポイントの低下を示し、国債大量発行前の49年度以前の水準にまで近づきつつある(図表32)。

こうした状況下、「平成2年度における特例国債依存からの脱却」という中央政府に関する財政再建の目標については、計画どおり達成される公算が高くなってきているが、以下の諸点を勘案すると、手放しの楽観は許されず、今後とも地道な財政再建努力が望まれる。第1に財政再建の内容である。近年の財政再建の内容をみるため、特例国債発行額がピークに達した55年度の歳出内容と63年度のそれとを比較してみると、補助金支出が地方公共団体に対する補助率カット等を反映して目立って低

下(対名目GNP比、55年度5.8%→63年度3.9%)したほか、公共工事等の政策的財政支出も抑制された(同4.2%→3.7%)。また、いわゆる「硬直的支出」のうち、国債費については国債発行残高の増大に伴って増加したものの、人件費については節減努力が続けられた。この結果、GNPベースでも、63年度の政府支出の対GNP比率は16.1%(政府経済見通し)と40年代のボトム(昭和44年度、15.4%)よりは高いが、ピーク時(昭和53年度19.8%)よりはかなり低下している。このように、昭和55年度以降の財政再建過程においては、合理化等による支出面の切詰め努力がかなり寄与し、同時に、補助率の引下げによる負担の移転などもかなり寄与していることも事実である。さらに、支出削減の各所で、制度的には本来一般会計が当該年度に支出すべきであるにもかかわらず、将来的に支出を繰延べた57年度以降の「特例的歳出削減措置」等、「隠れた後年度負担」もかなり寄与している。

第2に、現在の財政収支好転が、景気の急速な拡大や土地・株式等の資産価格の上昇や、これら資産の取引規模拡大に伴う予想外の税収好調に支えられているところが大きいことである(図表33)。ちなみに、国、地方を合わせた税収の資産価格に伴う増収分を、有価証券取引税、相続税、不動産取得税および固定資産税等について、大雑把に試算^(注11)してみると、61~63年度の3年度合計で、約7.5

(図表33) 税収「決算一当初予算」の主要税目別動向



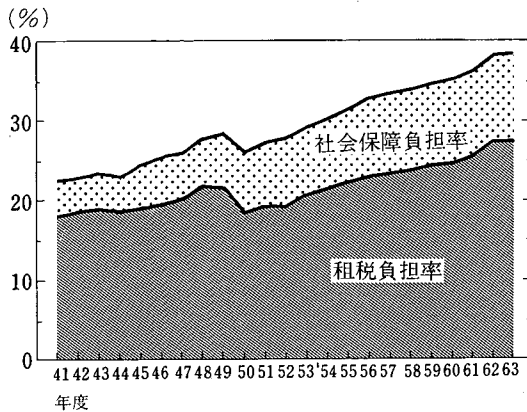
兆円強に達するとの結果が得られる。しかし、こうした資産取引要因に基づく税収が今後とも持続すると期待することができないのはいうまでもない。

第3に上述の財政再建は主として財政収支にかかわるものであるが、経済の持続的拡大や、そのための民間活力、市場メカニズムの活用という観点から重要なことは、財政収支自体ではなく、「政府の規模」であろう。「政府の規

(注11) 上記試算にあたっては、決算額(63年度は決算見込み<日本銀行推計>)から、各税目(有価証券取引税、譲渡所得税、相続税、固定資産税、不動産取得税)の税収弾性値(対名目GNP比、40~59年度平均)により試算した理論値を差引いた分を、資産価格上昇に伴う増収分とみなした。

(図表34)

租税・社会保障負担率
(対国民所得比)の推移



模」を測ることは極めて難しいが、近年、財政収支が好転している一方で、国民の租税・社会保障負担率は昭和40年代以降では、41年度(22.4%)をボトムに63年度は38.5%(実績見込み)と傾向的に上昇しており(図表34)、それだけに、「大きな政府」を招来しやすい状況となっていると言えよう。したがって、過去の決定によりもたらされた構造的赤字財政要因が今後さら

に膨張することを回避したうえで、「隠れた後年度負担」等については計画的な解消方策を打ち出し、とりわけ、現在のような税収の好調時には、税収増をこれらの問題の解消へ向けていくことが望まれる。

また、民間活力の重視、市場メカニズムの活用という観点からは、単に財政収支の改善を図るだけでなく、競争制限的な各種の慣行・規制の緩和を積極的に推進することが最も重要である。そうした慣行・規制の緩和、見直しは、内外価格差の解消を通じて当面の対外不均衡是正や物価水準の押下げに寄与するばかりでなく、何よりも、わが国経済の活力を維持していくうえで極めて重要である。この点、本年初に閣議で「平成元年度に講ずべき措置を中心とする行政改革の実施方針について」が決定されているが、これに盛り込まれている内容を着実に実施していくことが望まれる。

(3) 景気の現状と先行きの展望

わが国経済は、平成元年度入り後も、前年度と同様設備投資、個人消費を両輪とし、企業収益・家計所得の好調と表裏一体をなす、内需主導の力強い景気拡大を続けており、年度後半にかけての経済の姿を展望しても、こうした内需の腰の強さから見て、物価安定が確保される限り早期に景気が減速する可能性は小さいとみられる。

他方、対外収支の面でも、やや長い目でみて対外不均衡の是正に資する構造調整自体は今後とも着実に進展するとみられることから、わが国が内需中心の拡大を続け、また米国経済が適度にスローダウンする限り、黒字は縮小傾向をたどると考えられる。

このような日本経済にとって望ましいシナリオが実現するかどうかは、物価の安定が確保されるかどうかにかかっている。この点、当面の物価を巡る環境を整理すると、コスト、需給両面から基調的な物価上昇圧力が高まっていく可能性が高い。コスト面では、これまでの大幅な円高と原油安によるコスト引下げ効果が概ね出尽くした状況にあるため、今後は、最近の海外商品市況の強調や為替相場の円安傾向が続けば、これがむしろコストを押し上げる方向に寄与する可能性が高くなっている。また、ユニット・レーバー・コストも、非製造業を中心に上昇傾向にあり、今後もこの傾向は続くとみられる。需給面では、なお大きな内外の製品価格差があるとはいえ、最近の海外各国の輸出価格上昇や円安傾向から、次第に「輸入の安全弁」効果の作用する余地が狭くなりつつある。先行きを展望しても、活発な設備投資に伴い、生産能力の伸びは次第に高まるとみられるものの、内需の力強い拡大持続が展望されることから、当面、製品需給、労働需給の引き締め傾向が続くとみられる。

このように、物価を巡る情勢が次第に厳しさを増しているなかで、金融政策面では、早目に対応し今後とも物価安定の基盤を確保していくことが不可欠である。こうした認識に立ち、日本銀行は前述のような国内景気、物価、為替相場等の動向並びにこれらの動きを反映して市場金利が上昇してきている状況の下で、本年5月30日公定歩合を0.75%引上げ年3.25%とすることを決定し、翌31日から実施した。日本銀行としては、今回の措置が、今後とも物価の安定を確保しつつ内需中心の持続的成長を図っていくことに資するものと考えており、また、これを通じてわが国の対外不均衡の是正と世界経済の健全な発展にも寄与するものと期待している。

3. 金融・資本市場の動向

(1) 金融・為替市況およびマネーサプライの動向

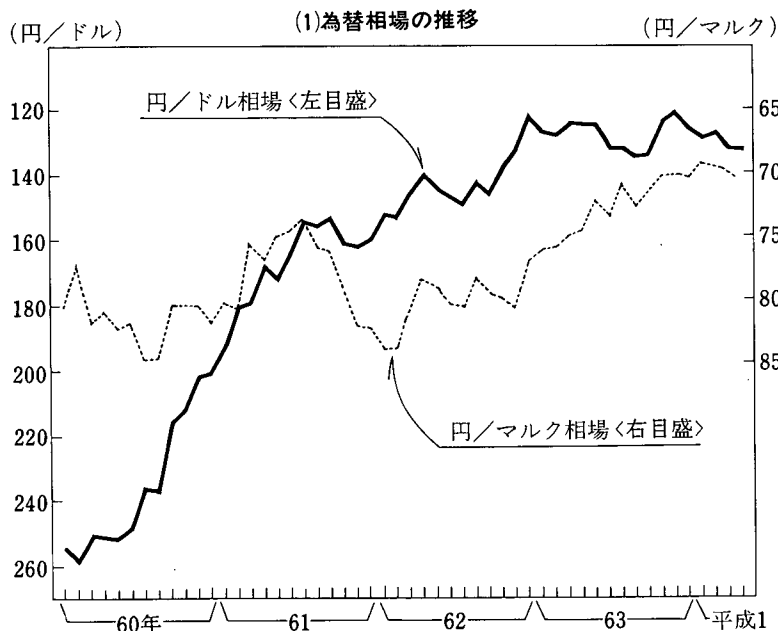
(為替相場の推移)

63年度のわが国金融・資本市場の動向をまず外国為替市場からみると、円相場は昭和62年2月の「ルーズベルト合意」を契機として、それまでの急速な円高・ドル安から次第に安定を取戻す方向に向かったが、63年度も、国際的な政策協調が堅持され主要国間の対外不均衡が徐々に是正に向かうなかで、総じて安定的に推移した(図表35)。

すなわち、円の対米ドル相場(東京外国為替市場、直物相場終値)は、63年初以降120円/ドル台を中心とした相場展開を示した後、米ドルの全般的な強含み傾

(図表35)

為替市場の動向



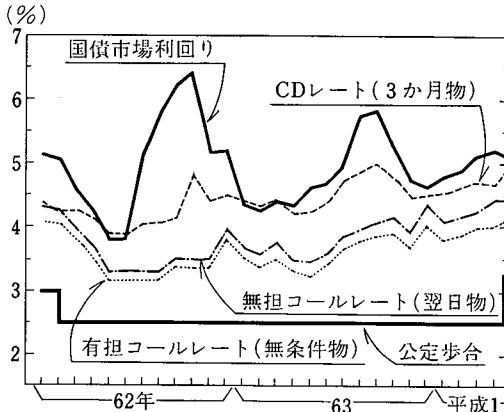
向を背景に、6月下旬頃から徐々に軟化し、9月初には一時137円/ドル近くまで円安化した。こうしたドル高・円安は、米国の貿易赤字がそれ以前の子予想に比べ縮小傾向をたどったことに加え、米国連邦準備制度理事会が、インフレ懸念に対処して引締め気味の金融政策スタンスを強め、それに伴い米国金利が上昇したことなどを背景としたものであった。その後、10月中旬以降は、米国の貿易収支の改善テンポに足踏み傾向がみられ始めたことを契機に、一時こうしたドル高・円安傾向は修正されたが、12月後半以降は米国金利の続騰等を背景に円相場は再び弱含み、年度末の相場は-6.1%(IMF方式)と、小幅ではあるが4年ぶりの円安となった(60年度+39.5%、61年度+23.3%、62年度+17.0%)。その後、平成元年度入り後の為替市場の動きをみると、ドル高・円安がさらに進展した。

(長短金融市場金利の動向)

昭和63年度中の長短金融市場金利の動向をみると(図表36)、まず、短期金融市場金利は、景気が堅調の度合を一段と鮮明化する一方で、マネーサプライが高水準の伸びを持続(後述)する状況下、基本的に強含みの推移をたどった。すなわち、短期金融市場金利は、夏場頃から欧米各国の相次ぐ金利引上げ措置、ドル高・円安の進展、国際商品市況の強含み等を背景に、オープン市場レートを中心に上昇し、秋口にかけて為替相場の円高化や原油市況の軟化などを背景に、一時

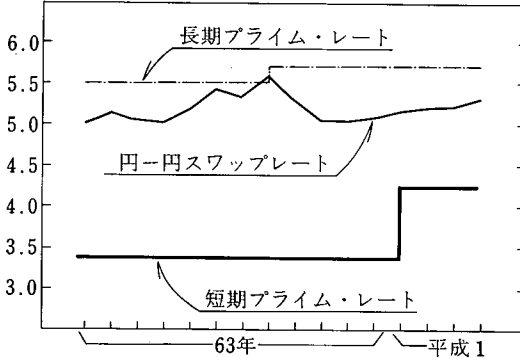
(図表36)

公定歩合と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)の店頭指標気配。

(参考) 長短貸出金利等の推移



(注) 1. 円-円スワップレートは5年物固定金利払い、月末値。
2. 短期プライム・レートは、63年中は短期貸出標準金利、それ以降は新短期プライム・レート。

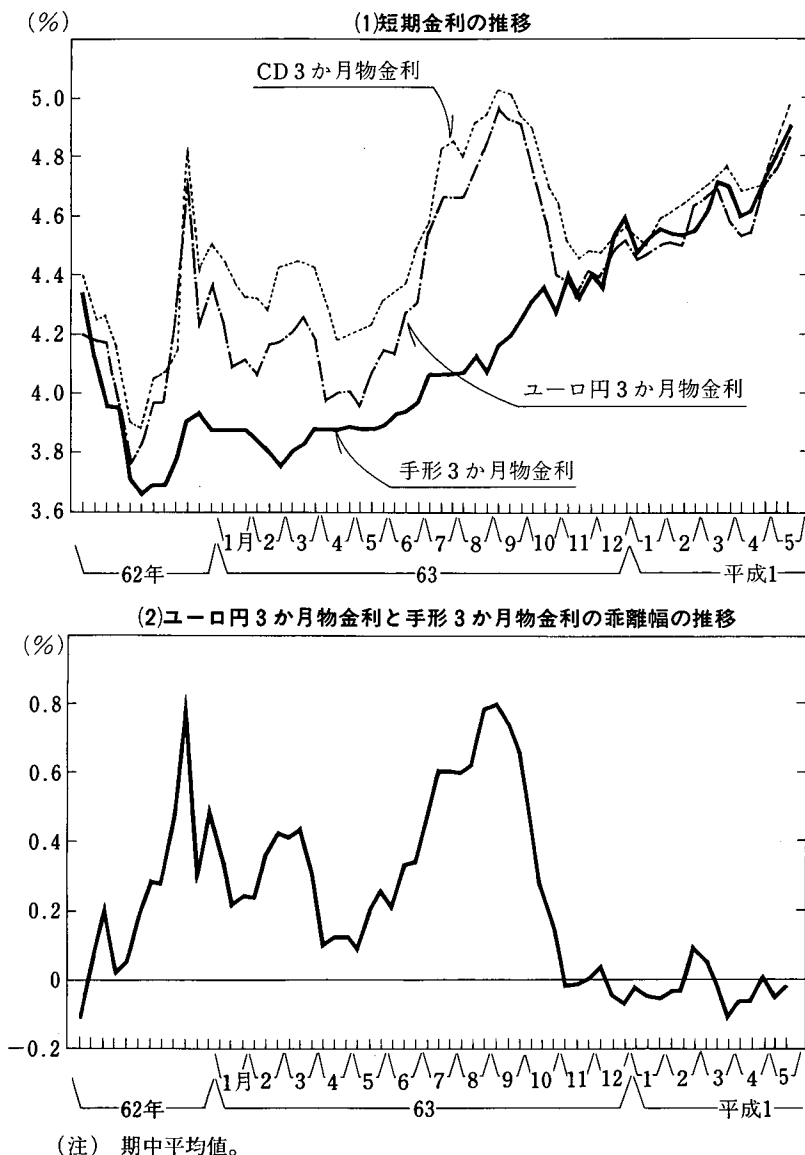
低下する場面もみられたものの、年末以降は、米国、西ドイツ等海外金利の一段の強含みや、原油市況の反発もあって、再び上昇に転じた。この結果、平成元年3月中の有担コール・レート(無条件物)は、4.01%(月中平均)と、前年3月に比べ0.49%ポイント上昇し、同じく無担コール・レート(翌日物)も4.25%と、0.48%ポイントの上昇を示した。短期金融市場金利は、平成元年度入り後も、上昇傾向をたどっている(有担コール4月中4.05%→5月上中旬中4.12%、無担コール同4.42%→同4.46%)。この間、63年夏場にかけては、インターバンク市場の金利とそれ以外のオープン市場の金利との乖離がかなり拡大した(図表37)。これは、インターバンク市場金利が日本銀行の政策スタンスを反映して比較的緩やかな上昇

にとどまった一方、オープン市場金利には景気拡大、海外金利の上昇に伴う自律的な金利上昇圧力がそのまま反映されたことによるものであった。これに対し、日本銀行は後述のとおり11月初に短期金融市場の運営方式を見直したが、この結果、その後は両市場間の金利格差はほぼ解消し、日本銀行の金融調節スタンスが短期金融市場金利全体に円滑に波及するようになっている。

一方、長期金融市場金利の動向をみると(前掲図表36)、短期金融市場金利と同様、63年春から夏にかけて上昇した後、9~11月にかけては一時低下したが、その後は再び緩やかながら上昇を示しており、平成元年3月中の長期債利回りは5.15%(月中平均)と前年比で0.72%ポイントの上昇を示している(同4月中5.22%→5月上中旬中5.14%)。

(図表37)

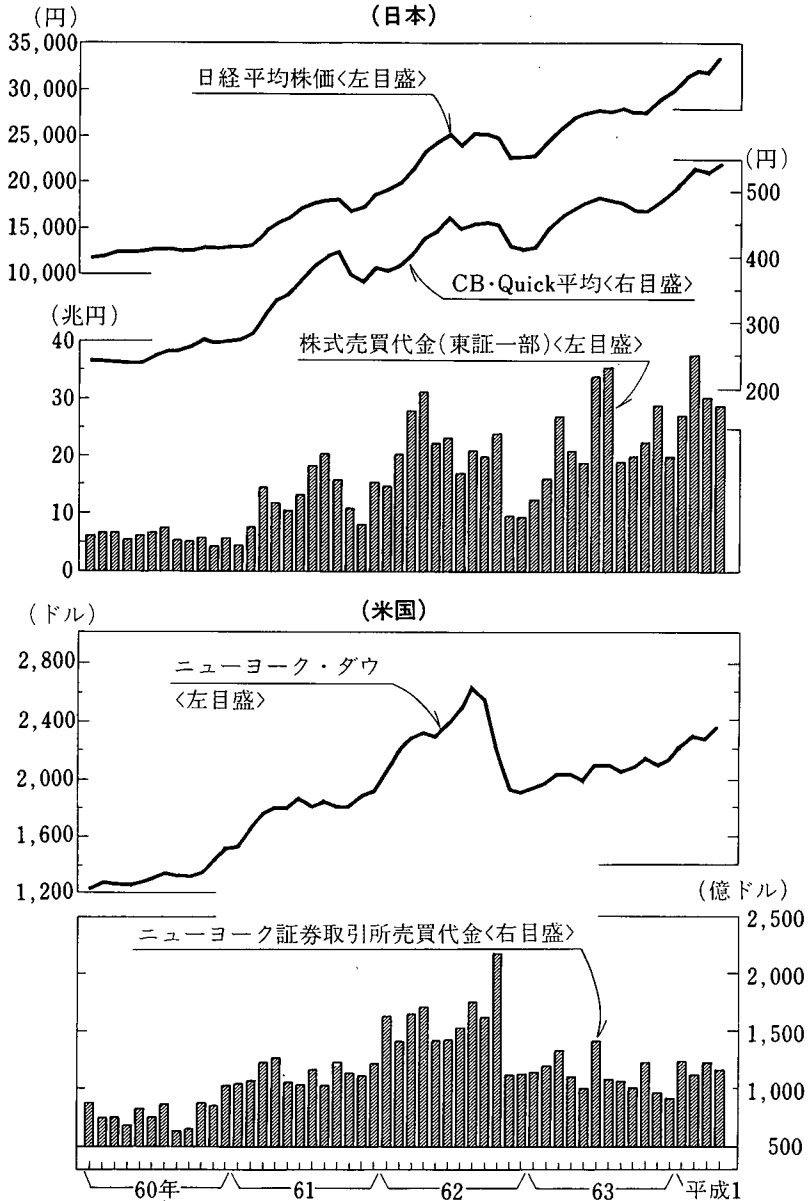
短期金利の裁定状況



このように、長期金融市場金利が上昇基調に転じたことを主因に、長期債デューリングは著増した62年度に比較すると減少し、63年度中の長期国債売買高(東証出来高+東京・店頭売買高/2)は1,442兆円(前年比-25.1%)と、国債大量発行の開始以来はじめて前年水準を下回るに至った。もっとも、長期金融市場金利は上昇基調に転じたとはいえ、上昇幅は比較的緩やかであり、短期金融市場金利とのスプレッド幅も景気堅調にもかかわらず拡大していない^(注12)。これは基本的にインフレ心理が総じて鎮静していることを反映しているものである。

(図表38)

株式、転換社債市場の動向



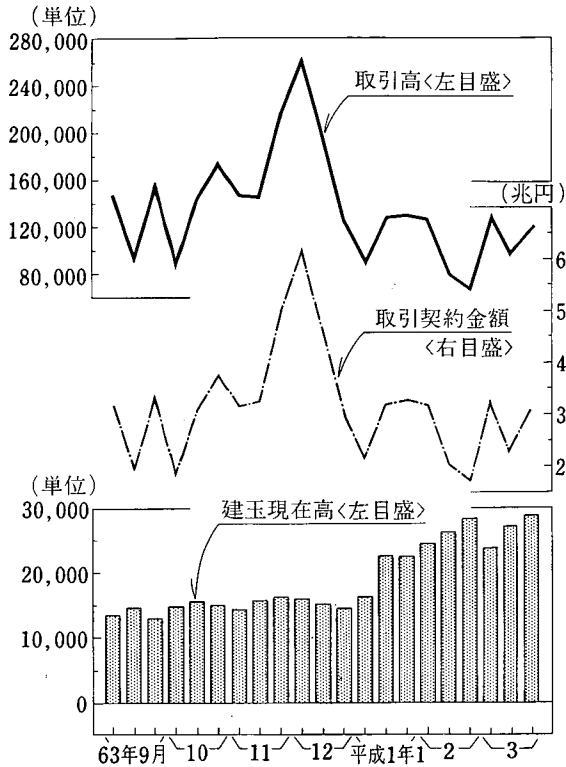
(株価の動向)

昭和63年度中のわが国株式市場は、株価、売買金額とも既往ピークを更新するなど、活況を呈し、欧米市場において株価が62年10月央の株価急落前に記録した既往ピークを下回る状態で推移し、売買金額も盛上がりには欠けたまま推移

(注12) 長期債利回りと無担コール・レート(翌日物)の金利格差…63/4月0.84%→1/4月0.80%

(図表39)

TOPIX 先物取引



(資料) 東京証券取引所「東証統計月報」

しているのとは対照的な姿となった^(注13)(図表38)。すなわち、株式市況は、63年初まで62年秋の株価急落地合いを引継ぎ低迷気味であったが、金融緩和の持続および国内景気の堅調とそれに伴う企業業績の好調等を背景に、2月頃から次第に底固さを取戻し、すでに4月には急落前の高値(日経平均株価26,646円<昭和62年10月14日>)を回復した。その後株価は、一時的な膠着商状を挟みつつも、根強い先高期待から概して強調裡に推移し、直近の平成元年5月時点では、株価急落前に記録したピークを約3割、前年同期を約2割上回る水準となっている^(注14)。

この間、9月3日から、東京証券

取引所では東証株価指数(TOPIX)を、大阪証券取引所では日経平均株価指数を対象にした先物取引が開始された^(注15)。導入後の状況を見ると、両先物取引の取引合計金額が、全国の8証券取引所における株式現物売買代金に比肩しうる規模に達する局面もみられるなど、取引は総じて活発に行われている(図表39)。なお、相

(注13) 主要国の株価の動向

主要国の株価の動向

	62/10月 以前のピーク A	62/10月 以降のボトム B	最近時 (1.5.15) C	C/A(%)	C/B(%)
日本	26,646円 (62.10.14)	21,036円 (62.11.11)	33,716円	+ 26.5	+ 60.3
米国	2,722.42ドル (62. 8.25)	1,738.74ドル (62.10.19)	2,463.89ドル	Δ 9.5	+ 41.7
西ドイツ	753.88 (61. 4.17)	396.39 (63. 1.29)	567.60	Δ 24.7	+ 43.2

※ 日本…日経平均、米国…ダウ工業株30種平均、西ドイツ…FAZ指数

(注14) 東証(1、2部計)の上場株式時価総額は円高の影響もあって、62年にはニューヨーク証券取引所の時価総額を上回るに至ったが、63年にはさらにその差が拡大している(東証477兆円、ニューヨーク証券取引所309兆円<年末為替相場終値で換算>)。

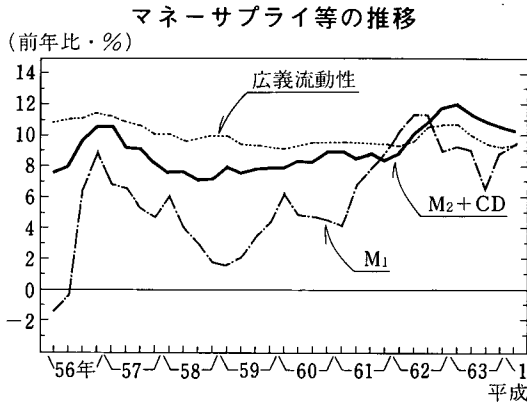
場の動きについては、先物取引の開始に伴い先物決済価格の基準となる当日の現物相場が一時的に急上昇するといった場面もみられたが、総じてみれば、現物価格と先物価格は概ね裁定のとれた水準で変動しており、これまでのところ順調な成長をとげていると言えよう。

(マネーサプライの動向)

金融の量的側面に目を転じると、マネーサプライ(M₂+C D)は62年度中ほぼ一貫して前年比伸び率を高めたあと、63年度入り後は増勢が幾分鈍化したが、伸び率の水準としては依然10%以上の高い伸びが続いている(図表40)。

こうしたマネーサプライの動向の背景をまず、通貨需要面からみると、63年度は前述のとおり金利がジリ高傾向をたどったことから、マネー保有の機会費用が上昇し、それがマネーサプライの伸び率を押下げる方向に作用した(図表41)。他方、株式・土地等既存資産の取引に伴う要因は、62年度中マネーサプライの伸び率を押上げる方向に作用した後、63年央まではマネーサプライの伸びを押下げる方向に寄与したが、その後は株式売買の活況から幾分プラス方向に寄与している。次に通貨供給面をみると、インパクトローンを含めた金融機関の対民間向け

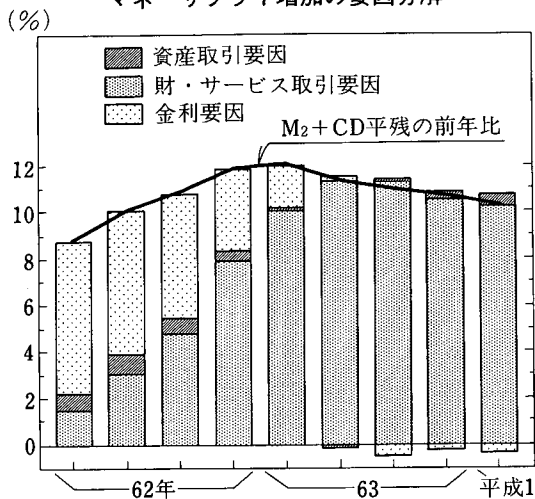
(図表40)



貸出の寄与が緩やかに低下してきたことが63年度中マネーサプライの増勢が鈍化したことの要因となっている。なお、63年度中は大口定期預金との利鞘稼得を狙ったC P発行が増加したが、これは貸出の寄与度が低下するなかで、マネーサプライの伸び率を高める方向に作用した。

(注15) なお、株式市場の整備という面では、株式市場が拡大し、個人投資家の裾野が広がるなかで、従来以上に投資家保護や取引の公正を確保するといった要請が高まった。こうした状況下、流通市場においては改正証券取引法によりディスクロージャー制度の改善やインサイダー取引規制の強化が盛込まれることとなった。とくにインサイダー取引規制については、内部者やインサイダー情報の定義の明確化、インサイダー情報に基づく有価証券売買に対する刑事罰の適用、役員・主要株主に対する自社株売買に関する報告の義務付け等が規定された。また、株式公開制度に関する証取審答申に沿って、株式公開時における取引の公正さに対する改善策も実施される運びとなった。これにより、公開株の一部を入札に付してその結果を参考に残りの株式の価格を決定する方式、店頭公開前の増資および株式移動制限期間の延長、第三者割当増資に対する規制等が設けられた。

(図表41) 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(月次ベース)。

M₂+CD平残

$$= 1.469 \times \sum_0^{11} w_1 t \times (\text{名目総需要})_{-t} < 100.3 >$$

$$+ 0.230 \times \sum_0^6 w_2 t \times (\text{株式売買代金})_{-t} < 3.4 >$$

$$- 13.039 \times \sum_0^{11} w_3 t \times (\text{金融債流通利回り})_{-t} - 136.509 < -25.8 >$$

$\langle R^2 = 0.999 \quad D.W. = 1.31 \quad S.E. = 1.08 \text{兆円} \rangle$

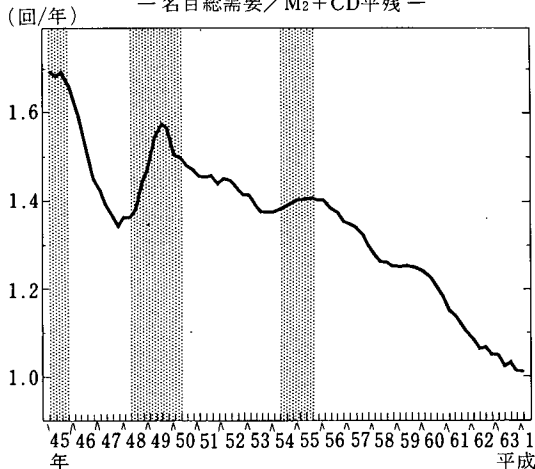
計測期間：61/1月～直近月)

*名目総需要は四半期計数を月次に按分して使用。

(図表42)

マネーの流通速度

—名目総需要/M₂+CD平残—



(注) シャドー部分は金融引締め期を示す。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」

この間、マネーサプライよりも広範な金融資産を含む「広義流動性^(注16)」の動向をみても、62年中はほぼ一貫して増勢傾向を示していたが、63年入り後はマネーサプライと同様、伸び率が幾分鈍化している。

もっとも、平成元年度入り後のマネーサプライの動向をみると、需要面では、景気拡大テンポが強く、また資産取引に伴う通貨需要も再び増加傾向にある一方、供給面でも金融機関の貸出伸長意欲が高まっていることなどから、今後はマネーサプライの伸び率低下は必ずしも期待し難い状況にある。

次に、マネーサプライの水準を实体经济活動との関連で評価してみると、流通速度(名目総需要/M₂+CD平残)は63年7～9月に名目総需要の著伸から一時的に上昇したが、その後は再び緩やかな低下傾向を続けている(図表42)。これは、長期にわたる金融緩和の下で、实体经济取引に用いられていないという意味での「不活動残高」がすでに累増しているところへ、さらに实体经济活動を上回るテンポで新規のマネーが供給され続けていることを示すものである。こうした金融の量的な緩和は、とくに企業部門において顕著

であり、主要短観によれば、全産業の手元流動性比率は昭和47年に記録した既往最高水準を昨年6月に上回ったあとも引続いて上昇するなど、極めて高水準の状態が続いている。このような状況は、前述のとおり物価を巡る環境が一段と厳しさを増しているなかで続いているだけに、今後とも十分警戒的にみていく必要がある。また、金融機関の資産の内容の健全性を確保し、金融・資本市場の不安定化を回避するという観点からも、金融緩和の行過ぎは未然に防止するとの姿勢が必要であろう。

(2) 近年の金融環境の変化

(自由化の進展)

金融・資本市場における近年の構造変化、環境変化の動きは一言で言えば、自由化、証券化、国際化の進展であり、そうした変化の下で金融市場の参加者は、それへの対応を着実に図っている。

まず金融の自由化は、63年度においても一段と進展した。これを預金金利の自由化からみると、60年10月に最低預入金額10億円でスタートした付利自由の大口定期預金は、その後累次にわたって最低預入単位の引下げが図られ、63年度以降も、5,000万円(63/4月)、3,000万円(63/11月)、2,000万円(1/4月)へと引下げられ、本年秋には1,000万円への引下げが予定されている。一方、小口預金金利の自由化については、63年12月に官民共通による小口MMCの導入の方針が決定され、本年6月からは最低預入単位300万円でスタートすることになった。

このような預金金利自由化の進展に伴い、金融構造にも様々な変化が生じている(図表43)。すなわち、一般法人預金では、預金者が金利自由化のメリットを享受するため、預金のロットを大型化させており(一般定期預金に占める3億円以上の預金のウエイト、60年度末25.7%→61年度末30.8%→62年度末40.0%→63/9月末46.1%)、また、個人の定期性預金をみても、市場金利連動型預金(MMC)のウエイトが上昇傾向を続けている(60年度末1.0%→61年度末2.7%→62年度末8.9%→63/12月末13.5%)。さらに預金の期間構成という面でも、従来ウエイトの極めて小さかった期間6か月未満の一般定期預金が、このところ一般法人、個人とも大口定期預金主体にウエイトを高めている(同一般法人：8.1%→18.2%→31.9%→43.3%、個人：1.9%→2.3%→3.7%→6.5%)。これらの動きの結果、

(注16) 広義流動性は、国内の「民間非金融機関」が保有する以下の金融資産と定義される。

広義流動性 = $M_3(M_2 + \text{郵便局、農・漁協、信組、労金の預貯金} + \text{信託元本} < \text{金銭信託、貸付信託} >) + CD + \text{金融債} + \text{国債(含む政府短期証券)} + \text{ネット売現先} + \text{投信} + \text{外債}$

(図表43)

定期預金の期間別、規模別残高構成比の推移

(1) 期間別残高構成比

(%)

		一 般 定 期				新型期日 指定期	市場金利 連動型預金
		計	1か月以上 3か月未満	3か月以上 6か月未満	6か月以上 1年未満		
一般 法人	59年度末	100.0	0.0	4.3	6.5	89.2	0.0
	60 〳	93.3	0.0	8.1	5.7	79.6	6.7
	61 〳	91.1	0.0	18.2	6.3	66.6	8.9
	62 〳	90.3	14.8	17.1	6.4	52.0	9.7
	63/12月末	90.2	18.0	25.3	6.2	40.6	9.8
個 人	59年度末	51.3	0.0	2.5	3.1	45.7	48.7
	60 〳	47.4	0.0	1.9	2.6	42.8	51.6
	61 〳	46.4	0.0	2.3	2.8	41.4	50.9
	62 〳	44.9	1.3	2.4	2.5	38.6	46.2
	63/12月末	42.5	3.1	3.4	2.8	33.2	44.0

(2) 規模別残高構成比

(%)

		300万円未満	300万円以上 1000万円未満	1000万円以上 3000万円未満	3000万円以上 5000万円未満	5000万円以上 1億円未満	1億円以上 3億円未満	3億円以上
		一般 法人	59年度末	7.5	12.4	20.8	8.9	12.6
	60 〳	6.5	10.9	18.3	7.8	13.0	17.9	25.7
	61 〳	5.8	9.6	15.8	7.5	11.2	19.3	30.8
	62 〳	4.6	7.5	13.8	6.2	14.1	13.8	40.0
	63/9月末	4.1	6.6	13.1	7.5	10.2	12.5	46.1
個 人	59年度末	78.3	15.1	4.4	0.8	0.7	0.5	0.2
	60 〳	76.7	15.4	4.6	0.9	1.3	0.8	0.3
	61 〳	74.6	15.1	4.7	1.6	1.7	1.5	0.8
	62 〳	69.3	13.9	8.4	1.9	2.0	2.8	1.6
	63/9月末	66.0	13.0	11.4	2.0	2.7	3.0	1.9

(資料) 日本銀行「経済統計年報」

金融機関の預金に占める自由金利預金の割合は一段と上昇しており、すでに都銀では約5割に達している(図表44)。

このような金融機関の資金調達面の変化に対応して、貸出金利の設定方式も急速に変化しつつある。すなわち、短期貸出の面では、近年外貨建やユーロ円建のインパクトローンの形をとって、スプレッド貸出が急速に増加しているが、このところ国内円貸出の面でもスプレッド貸出が緩やかに増加している。なお、長期貸出の面でも、近年スワップ取引の拡大等を背景に、円・円スワップの金利など、市場金利との関連が強まる方向にある。これらの動きの結果、短期プライム・レートをベースとする貸出が、都銀の総貸出(国内店の円貸出・外貨建インパクトローン、ユーロ円建インパクトローン)に占める割合は現在4割程度(短期円貸出

(図表44)

自由金利調達の推移

(%)

		59年度末	60年度末	61年度末	62年度末	63/12月末
自由金利 預金比率	都 銀	9.8	13.9	23.6	37.1	47.4
	地 銀	4.8	8.1	12.8	21.3	29.6
	第二地銀協加盟行	4.4	6.9	14.8	20.5	27.4
	信 金	0.6	1.6	3.5	8.8	15.4
	4 業 態 計	6.1	9.4	16.3	26.5	35.4
自由金利 調達比率	都 銀	22.9	28.1	36.1	46.0	54.2
	地 銀	7.9	11.8	16.3	24.7	33.6
	第二地銀協加盟行	6.4	9.6	17.7	23.4	30.8
	信 金	1.5	2.8	5.4	10.1	16.6
	4 業 態 計	13.5	17.8	24.4	33.1	41.2

- (注) 1. 自由金利預金比率=(外貨預金+非居住者円預金+MMC+大口定期預金)/預金
 2. 自由金利調達比率=(コールマネー+売渡手形+借入金(除く日銀借入金)+外貨預金+非居住者円預金+MMC+大口定期預金+CD)/調達勘定計

全体の9割程度)にまで減少している。こうした状況下、金融機関は本年1月以降、短期プライム・レートについて従来の公定歩合の変更時に合わせてレート水準の変更を行う設定方式に代え、資金の総合的な調達コストをベースに、その他金融環境等を判断して変更を行う市場連動型の設定方式を導入することを発表した。

従来の短期プライム・レートに基づく貸出取引においては、預金・為替取引、長短借入比率等を勘案した実効金利の動きが重視されていたが、その市場金利に対する感応度は必ずしも高くない面もあった。また、実効金利ベース取引では預金と貸出が併存することになるため、金融機関の資産規模が拡大し、その分だけ金融機関の自己資本比率が低下していた。新しい短期プライム・レートは、こうした問題の是正に資するものである。なお、日本銀行は従来から日々の金融調節により、金融機関の資金調達コストに影響を与えているが、今回の短期プライム・レート決定方式により、金融機関の貸出金利が金融機関の資金調達コストの水準および変動を十分に反映されるかたちで設定されるようになれば、個々の金融機関の健全性確保に資するだけでなく、金融政策の有効性の維持・向上にも寄与するものと考えられる。上述のような預金・貸出面の動きと併行して、国債市場でも自由化が進展している。すなわち、本年4月から10年物利付国債の発行方式は、引受額全体のうち4割を価格競争入札の対象とし、残り6割は入札の募入

平均価格により引受シ団が固定シェアに基づき引受ける方式に移行した^(注17)。この結果、昭和53年度に中期利付国債(3年物)の公募入札が開始されて以来、公募入札の範囲は次第に拡大し^(注18)、今やわが国で発行される国債のうち、公募入札が採用されていないものは割引国債(5年物)と政府短期証券(FB)だけとなった。

さらに、金融業務の面でも、近年様々な業務が展開されているが、海外での国債ワラント発行(63/3月)、国内での株価先物取引(63/9月)、国債店頭オプション取引(1/4月)等に加え、本年6月には円/ドル通貨、ユーロ円預金金利、ユーロダラー預金金利の先物取引や株式のオプション取引が国内で開始される予定である^(注19)。

(証券化の進展)

大企業を中心とする資本市場調達は、63年度中も一段と高まりをみせた(図表45)。まず、国内資本市場をみると、起債による調達額は転換社債(63年度中の国内社債発行額に占める割合87.1%)を中心に、既往ピークの前年度を3割方上回

(図表45)

わが国企業の内外資本市場等を通ずる資金調達状況

(発行ベース、海外市場は実勢レートで換算、単位・億円)

	資本市場	国内			海外		国内C P	総計
		うち増資	公募C B	うちワラント債				
61年度	95,410	51,309	5,805	34,680	44,101	19,932	—	95,410
62 "	137,314	81,619	19,495	50,550	55,695	34,390	26,373	163,687
63 "	196,339	124,950	44,614	69,975	71,389	49,798	62,517	258,856
63/1~3月	25,834	15,603	4,195	7,795	10,231	6,344	9,391	35,225
4~6	33,528	21,087	2,917	14,450	12,441	9,581	25,518	59,046
7~9	71,882	48,832	16,024	31,415	23,050	15,151	7,039	78,921
10~12	37,292	26,420	10,394	12,770	10,872	5,749	33,929	71,221
平成1/1~3	53,637	28,611	15,279	11,340	25,026	19,317	-3,969	49,668

(注) 国内C Pは発行末残純増ベース。

(資料) 公社債引受協会「公社債月報」等

(注17) なお、日本銀行は、従来満期到来の保有国債について現金償還の権利を留保しつつ乗換を行っていたが、平成元年度については乗換を停止することとした。

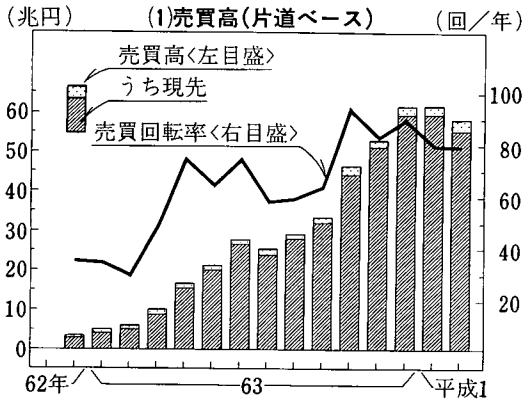
(注18) 国債の公募入札発行の推移をみると、3年物利付国債(53/6月)、2年物利付国債(54/6月)、4年物利付国債(55/6月)、割引短期国債(61/2月)、20年物長期利付国債(62/9月)と順次拡大している。

(注19) 業務面では、民間金融機関や証券会社だけでなく、近年郵貯、厚生・国民年金等公的部門が金融市場での運用を増加させるとともに、運用形態を多様化させている。ちなみに、郵貯および厚生・国民年金資金による自主運用は、62年度に開始され、その後年々規模を拡大している(昭和62年度3.35兆円→63年度4.27兆円→平成元年度5.93兆円)。

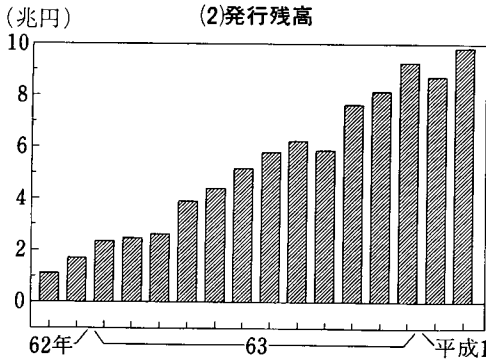
る増加を示した。また、63年度中は増資(有償増資)も、金融機関を中心に前年度比2.3倍の活況を呈し、これを含めた国内資本市場での総資金調達額は12.5兆円と、前年度を5割方上回る高水準となった。この間、わが国企業の海外資本市場での調達も引続き活発に行われた(前年度比、61年度24.5%→62年度26.3%→63年度28.2%)が、なかでも新株引受権付社債(ワラント債)が4割強の伸びを示し、海外市場での社債発行の7割近くを占めるに至っている^(注20)(62年度61.7%→63年度69.8%)。以上の結果、63年度のわが国企業の内外資本市場での調達総額は19.6兆円(うち起債による調達額15.2兆円)と既往ピークの前年度をさらに4割方上回り(前年度比+43.0%)、内容的には転換社債、ワラント債、増資等エクイティ関連の割合が一段と上昇した(内外資本市場調達に占めるエクイティ関連の比

(図表46)

国内C P市場残高の推移



(注) 売買回転率(年率) = $\frac{\text{月中売買額}}{\text{前月末残高}} \times 12$



率：61年度69.5%→62年度83.9%→63年度89.2%、社債発行額に占めるエクイティ関連の比率：同67.5%→81.3%→86.0%)。なお、こうした転換社債発行市場の拡大や株式市況の活況を映じて、転換社債の株式転換もこのところ急拡大している(国内転換社債の株式転換額<東京証券取引所上場銘柄ベース>50年代平均0.1兆円→60年0.5兆円→61年0.5兆円→62年2.0兆円→63年2.6兆円)。

このように、エクイティ関連の調達増加には、いうまでもなく、わが国株式市場が好調に推移していることが大きく寄与しているが、銀行が自己資本比率規制への対応からエクイティ調達を活発化させていることも挙げられる(後述)。

一方、企業の新たな短期資金調達

(注20) 海外で起債されたワラント債の実際のキャッシュ・フローは、為替スワップや金利スワップ等を利用することにより変化しており、ユーロ市場では発行当初から上記のスワップ等の利用を前提としたいわゆる仕組み債が増加した。また、本邦企業の海外起債の過半は最終的には国内に還流しているとみられる。

の場として昭和62年11月に創設された国内C P市場(図表46)は、当初の大方の予想を上回るテンポで拡大しており、本年3月末の発行残高は9.1兆円と、インターバンク手形市場(日本銀行の手形買オペ分を除く)の7割強の規模に達した。また、C P流通市場の動向をみると、市場発足当初は専ら発行取扱いディーラーの売切りを主体とする市場構造であったが、その後は現先取引を中心に流通市場での取引が活発に行われるようになり、最近時(平成元年3月)の売買高は月中80.0兆円(片道ベース)と発行残高(9.1兆円)の約9倍(3日程度で1回転)にも達している(注21)。このようなC P市場の拡大には、勿論企業の短期資金調達手段の多様化ニーズも反映しているが、同時に、C P発行代り金を大口定期預金に運用することで利鞘を稼得できる局面が少なからず存在したという、一時的な市場のゆがみもかなり影響しているものとみられる(注22)。

こうした状況下、昨年12月には国内C P市場の見直し(付表1参照)が行われたが、今後とも健全な市場を育成していくために関係者が努力を続けていくことが望まれる(注23)。この間、日本銀行は機動的な金融調節を確保するとの観点から、本年5月にC Pオペを導入した(注24)。

このように、企業の資金調達面では、大企業を中心に、社債、株式やC P等への依存度が上昇する一方、銀行借入への依存度は大きく低下しているが(注25)、こうした状況下、金融機関は従来以上に中小企業や個人向けの貸出を増加させている(図表47)。

さらに、以上のような証券化の進展を背景に、近年銀行と証券会社の業務分野

(注21) 海外のC P市場では通常当初購入者が満期まで保有することが多い。

(注22) C P発行代り金による大口定期預金との鞘抜きが可能であったのは、金融機関サイドでの預金競争に加え、ディーラーが目先金利が上昇しないとの見通しを前提に売現先を積極的に活用し、これによって低い引受けレートをオファーするという事情も影響していたようにうかがわれる。

(注23) 例えば、C Pは通常受取人欄白地のまま売買されるが、C P流通市場の拡大に伴い、デリバリー・リスクの問題が大きくなっている。現在、市場参加者はデリバリー・リスク回避のため、現先取引では預り証を用いるケースが多く、投資家の権利保全等の面で問題も多いと言われている。

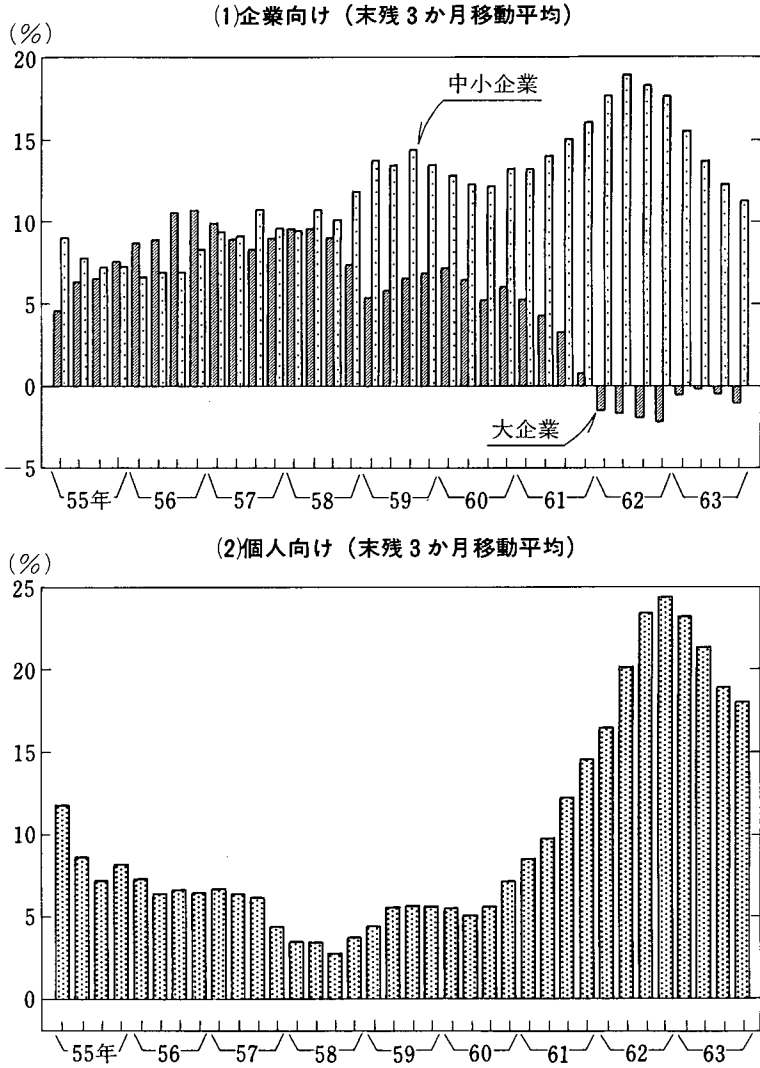
(注24) 買入対象は買入先(短資会社)の裏書があるC P本券で、満期日が日本銀行買入れの日より3か月以内に到来するもの。

(注25) 全国銀行の貸出先構成比(%)

	50年度末	55年度末	60年度末	63/12月末
大企業	42.0	35.2	30.0	23.3
中堅企業	19.2	13.1	13.0	11.7
中小企業	28.0	36.8	43.0	48.8
個人	8.2	11.7	9.8	12.6
その他	2.6	3.2	4.2	3.6

(図表47)

企業向けおよび個人向け貸出前年比の推移



規制のあり方を巡って議論が高まっているが、そうした業務分野規制の見直しにあたっては、利用者の利便性、国際性、信用秩序の維持といった視点に加え、金融政策の有効性確保という視点も極めて重要であることはいうまでもない。

(3) 変化する金融環境への対応

上記の自由化、証券化、国際化といった金融環境の変化の下で、金融・資本市場の参加者や日本銀行も新たな対応を迫られている。そうした対応のうち、以下では短期金融市場の運営方式の見直し、金融機関のリスク管理、望ましい決済システムの構築という3点を取上げることとした。

(短期金融市場の運営方式の見直し)

わが国の国内短期金融市場は、金融の自由化、国際化を背景に、一段とその規模を拡大させている。いま、コール、手形市場を「国内インターバンク市場」と、債券現先、CD、FB、TB、円建BA、国内CPを「国内オープン市場」と定義すると、両者を合わせた国内短期金融市場の残高は、63年度末には72.8兆円(前年比+23.2%)と大幅に拡大している(うち国内オープン市場残高同39.0兆円、+20.9%)。これに、さらにユーロ円預金や東京オフショア市場における円建預け金の取引をも加えると、短期金融市場の規模は99.7兆円(前年比+25.5%)と一層大きなものとなる(図表48)。

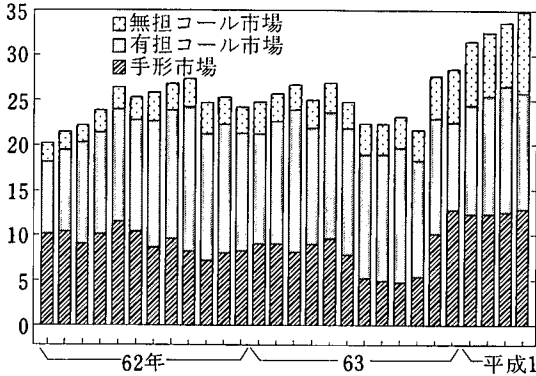
短期金融市場は、金融機関、証券会社、機関投資家、事業会社、非居住者、国等、様々な経済主体の資金の調達・運用の場として重要な役割を果たしているが、日本銀行にとっても金融・経済全体の動向を反映する「鏡」として、また金融調節の「場」として、重要な機能を担っている。こうした認識の下、日本銀行はかねてより短期金融市場の整備・拡充に努めてきたが、昨年11月には、金利機能の一段の活用を通じて金融政策の有効性を確保していくとの見地から、最近における市場の取引ニーズなどをも踏まえて、市場関係者と協力して短期金融市場の運営方式の見直しを行った。具体的には、各市場間の一層活発かつ円滑な裁定取引を促すため、①手形市場における期間1か月未満の資金取引の導入と、②無担コール市場における期間1か月以上の資金取引の導入を推進することとした^(注26)。また、これと同時に、日本銀行は機動的かつよりきめ細かな金融調節手段を拡充するため、新たに期間1か月未満の手形買オペを実施することとした。

こうしたインターバンク市場運営方式見直しの結果、一頃拡大の目立ったインターバンク市場金利とオープン市場金利の間の金利格差はほぼ解消し、また従来以上にビビッドに市場地合いを反映したレート形成が可能となるなど、日本銀行の金融調節のスタンスが短期金融市場金利全体に円滑に波及するようになっている。また、インターバンク市場の規模も、上記市場運営方式の見直しに加え、コール、手形取引における金利刻み幅の縮小(1/16%→1/32%)等に伴い、取引が一段と活発化した結果、急速に拡大している^(注27)(月末残高、63/10月21.8兆円→1/4月35.0兆円)。これに対し、円転取入れ残高は減少し(同8.2兆円→4.9兆円)、また、CD発行残高もインターバンク市場の調達残高の増加等から、頭

(注26) インターバンク市場では上述の措置と併行して、一連の運営方式の見直しが行われたが、それらの措置の内容については付表1参照。

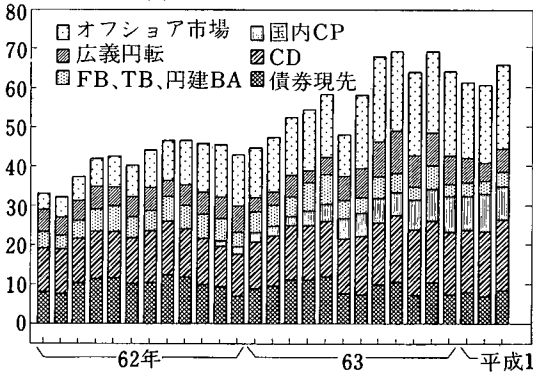
(図表48) 短期金融市場規模の推移

(兆円) (1) インターバンク市場残高の推移



- (注) 1. 月末残高。
2. 手形市場残高は、日本銀行オペ分を除くプロパー分。

(兆円) (2) オープン市場残高の推移



- (注) 広義円転=直物持高(狭義円転)+本店円勘定

打ち傾向となっている(同16.7兆円→16.4兆円)。

今後のわが国短期金融市場の整備という面では、以下の3点がとくに重要な課題となっている。

第1の課題は、厚みのある短期の国債市場の整備である。わが国の短期金融市場の規模を名目GNPに対する比率で見ると、今や米国のそれに近づきつつあるが^(注28)、米国との最大の違いは短期の国債の市場残高が少なく(短期金融市場残高の5～10%程度)、また月々かなりの振れを示していることである(図表49)。そうした厚みのある短期の国債市場は、国内の市場参加者だけでなく、非居住者からみても必要なものであろう。例えば、わが国の経済規模の拡大に伴い、海外でも円資金の調達・運用、ヘッジ等のニーズが増大して

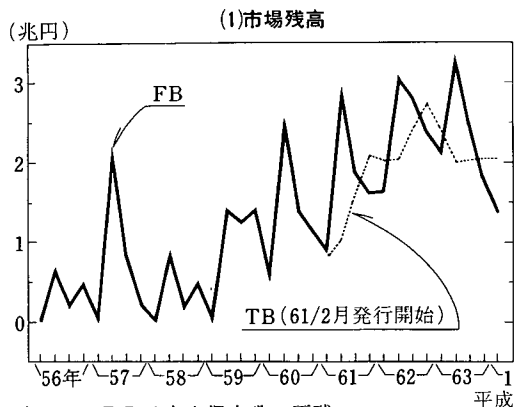
いるが、その際、安全・確実な短期の国債市場の存在は不可欠である。すでに平成元年度においては、短期国債の発行増額(63年度2.4兆円→元年度4.1兆円)が予定されているが、今後とも厚みのある短期の国債市場を整備する方向での努力が望まれる。日本銀行はかねてより短期の国債は信用度、均一性等の観点からみ

(注27) 63/11～1/4月のインターバンク市場の変化を有担市場(有担コール市場、手形市場)と無担市場(無担コール市場)別に見ると、無担市場残高がほぼ毎月既往最高水準を更新する急増ぶりを示している(63/10月末3.5兆円→1/4月末9.1兆円)ほか、有担市場でも既往最高水準(62年9月末27.6兆円)に迫る水準にまで回復している(63/10月末18.4兆円→1/4月末25.9兆円)。

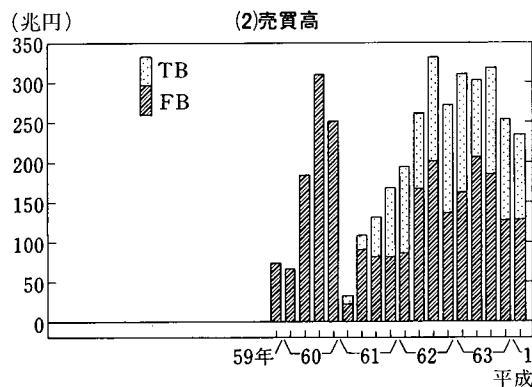
(注28) 米国の短期金融市場として、通例に従いフェデラルファンド・RPs(63年末、32.6兆円)、TB(51.7兆円)、CD・大口定期預金(51.8兆円<一口10万ドル以上>)、CP(56.9兆円)、BA(8.3兆円)の各市場の金額を合計すると、201.3兆円(対名目GNP比率33%)とわが国の国内短期金融市場の規模(64.3兆円、対名目GNP比率18%)をなお上回るが、わが国におけるRPs市場として、CD現先、CP現先等を加え、さらに米国のCD・大口定期預金のうち、大口定期預金相当分(統計は存在しない)を控除すると、日米の格差はほぼ解消するとみられる。

(図表49)

F B、T B 市場の規模



- (注) 1. F B は市中保有分の平残。
2. T B は月末残高の3か月平均。



- (注) 店頭市場の3か月間の売りと買いの合計(現先を含む)。

ある(後述)。

(金融機関のリスク管理)

金融の自由化、証券化、国際化は、金融機関に対し新たな収益機会をもたらしているが、同時に、金融機関経営を巡るリスクは従来以上に多様化し、拡大している。そこで、まず金融機関経営の観点から金融機関の収益動向をみると、経常利益は都銀を中心に昭和60年度以降増加傾向にあり、利鞘の面でも、自由金利調達ウエイトの上昇にもかかわらず、国内部門の総資金利鞘は昭和60年度を境にそれまでの低下テンポが鈍化してきており、都銀ではむしろ上昇に転じている(図表50)。

て、金融調節の手段としてふさわしいと判断しているが、今後短期の国債市場が厚みを増していけば、金融調節面でもさらにこれを活用することが考えられる(注29)。

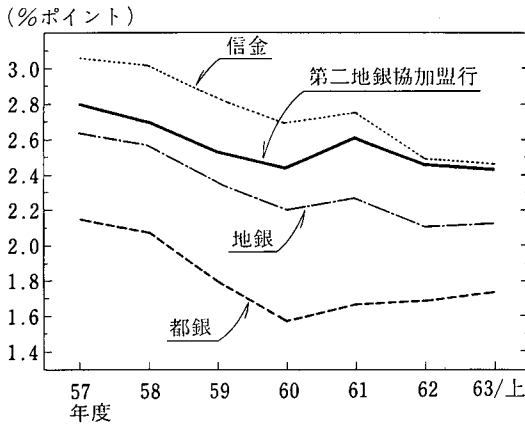
第2の課題は税制面の検討である。短期金融市場に限らず、税制のあり方が金融取引に影響するところは大きい。こうした金融取引にかかる税制が金融の自由化、国際化の進展との関係で改善を要するケースがないかどうか、検討が望まれる。

第3の課題は決済の面でのインフラストラクチャーの整備である。前述のとおり、短期金融市場の残高は急速に拡大しているが、取引高の拡大も著しい。こうした大量の取引を効率的かつ安全に決済するためには、資金決済、現物受渡しの両面で、決済面でのインフラストラクチャーの整備は不可欠の課題で

(注29) 現在、日本銀行は引受けたF Bの対市中売却やその買戻しという形で、F Bを金融調節に利用している。

(図表50)

総資金利鞘(国内部門)の推移



では3業態とも5～6割の水準に達している(3業態計:60年度末43.1%→63年度末58.9%)。これに対し、資金調達では、前述のとおり短期化が顕著であり、60年以降の金利低下局面において利鞘拡大、収益向上が実現しえたのは、こうした長期貸出の増加、資金調達の短期化による面が強い。ただ同時に、長短のミスマッチの拡大に伴い、潜在的な金利リスクが増大していることは見逃せないところである。

第2は、前述のとおり、金融機関が大企業向け貸出の不振をカバーするかたちで、比較的利鞘の大きい中小企業向けおよび個人向け貸出の拡大に積極的に取り組んだことである。これに加え、特金等を含む有価証券運用も、これまでの金利低下等に支えられて、結果的に収益を拡大する方向に作用してきた。ちなみに、前述の3業態の有価証券運用の残高は、預金の2割程度に過ぎないが、収益面では各業態ともこのところ全体の3～5割と大きく寄与している。

このように、金融機関収益は近年総じて好調裡に推移しているが、同時に長短のミスマッチに伴う金利リスクの管理、中小企業・個人向け貸出の増加に伴う信用リスクの管理、有価証券運用の増加に伴う価格変動リスクの管理等、リスクを適切に管理することが一段と重要な課題となっている。さらに、近年の資産価格の上昇が金融機関の収益や資産内容に与える影響については、十分警戒的にみておく必要があることはすでにみたとおりである。こうした状況下、金融機関のリスクに対する対応力の向上や国際業務に携わる内外の金融機関の競争条件の公平確保という観点から、63年7月に「自己資本の測定と基準に関する国際的統一化^(注30)」(付表2参照)がB I S中央銀行総裁会議において了承され、これに基づ

このような、利鞘の縮小テンポ鈍化、ないし回復の背景は、第1に、長期にわたる金融緩和の下で、金融機関が相対的に高利回りの長期貸出の伸長に注力していることである。ちなみに、最近の長期貸出比率(国内店円貸出残高ベース)をみると、60年度以降、長・信銀ではほぼ横ばいで推移しているのに対し、都銀、地銀、第二地銀協加盟銀行では概ね1～2割方上昇しており、63年度末

(図表51)

最近の全国上場企業および金融機関の増資額

(単位・億円、%)

	有 債 増 資		国内C B ・ ワラント		海外C B ・ ワラント		合 計	
		うち 金融機関		うち 金融機関		うち 金融機関		うち 金融機関
60年	7,086	1,337 (18.9)	19,140	—	17,078	1,546 (9.1)	43,304	2,883 (6.7)
61年	4,956	589 (11.9)	28,595	—	24,329	1,223 (5.0)	57,880	1,812 (3.1)
62年	19,113	12,296 (64.3)	52,560	—	40,586	5,268 (13.0)	112,259	17,564 (15.6)
63年	34,575	18,961 (54.8)	66,400	13,650 (20.6)	45,573	2,074 (4.6)	146,548	34,685 (23.7)

(注) 1. 金融機関は、都・長銀、信託計。

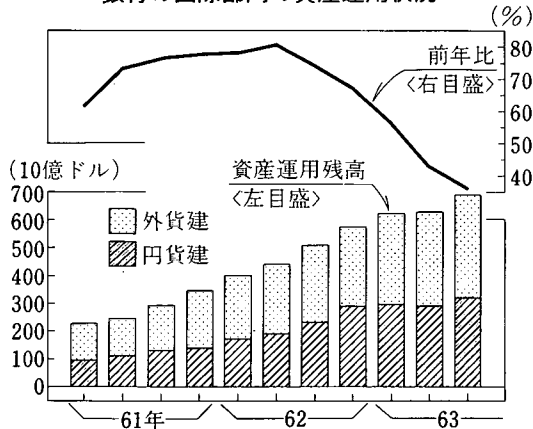
2. ()内は金融機関のウエイト。

(資料) 公社債引受協会「公社債月報」等

いて、昭和62年度末より新たな自己資本比率規制が適用されることとなった。今般新たに適用されることとなった自己資本比率規制では、①リスクアセットに対する自己資本の比率を一定の水準以上に維持すること(平成4年度末以降8.0%、ただし平成2年度末に目標率7.25%の経過措置を設定)、②分母となるリスクアセットには、先物、スワップ、オプション等の金利・外国為替関連の取引をはじめとするオフバランス取引を取込むこと、③適用基準として、銀行本体のみではなく、銀行の子会社をも含めた連結

(図表52)

銀行の国際部門の資産運用状況(注)



(注) 本邦所在銀行の対外資産。

(資料) BIS「International Banking and Financial Market Developments During the Fourth Quarter of 1988」

ベースで規制することなどが、特徴として挙げられる。こうした自己資本比率規制の導入を展望し、金融機関はここ一兩年増資や国内転換社債の発行等により自己資本の充実を図っている(図表51)。また、総資産運用の面でも、国際部門の資産拡大テンポはなお高水準とはいえ、伸び率がこのところ幾分鈍化している(図表52)。

以上のような自己資本比率規制は

(注30) 銀行に対する自己資本比率規制とは別に、証券会社に対する新たな自己資本規制の導入も検討されている。

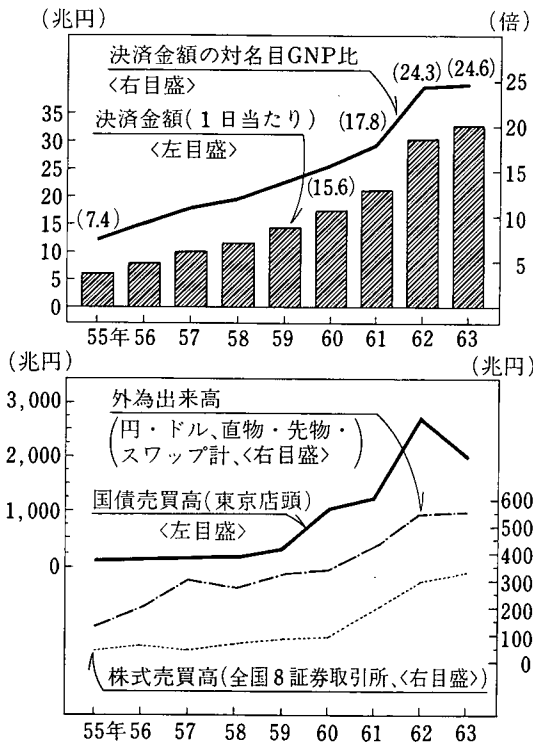
金融機関経営の安定性を確保するうえで有用であるが、金融機関経営にかかるリスクへの対処は、まず金融機関自身がリスクの存在を明確に認識し、自らリスクを適切に管理する体制を整備することが最も基本的な対応の方向であることは言うまでもない。こうした観点から、日本銀行は金融機関や証券会社等、取引先との日常的な接触や定期的な考査等を通じて、取引先の経営の実情を常に正確に把握するとともに、リスク管理体制の強化を要請している。

(決済システム面の課題)

世界的な金融・資本市場の自由化、証券化、国際化の進展は、わが国を含め各国の決済システムにも大きな影響を与えている。すなわち、金融・資本市場における取引の増加から、資金決済、証券決済とも、近年、件数や金額が著しく拡大している(図表53)。また、金融市場における国際化の進展を反映して、①海外の

(図表53)

金融市場取引高と決済金額の推移



(注) 決済金額は、手形交換制度、全銀システム、外為円決済制度の合計。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」、
 全国銀行協会連合会「金融」「手形交換統計年報」、
 東京証券取引所「東証統計月報」、
 経済企画庁「国民所得統計」

銀行と本邦所在銀行の間での決済の件数や金額の増加、②わが国の円資金決済における在日外銀のウエイト上昇等の形で、決済システムの面でも、国際化が着実に進展している。

このような状況の変化の下で、財・サービスの取引や金融取引を支える決済システムというインフラストラクチャーの面でも以下の諸点が大きな課題となっている。第1の課題は効率性の向上である。決済件数が著しく増加する状況の下では、旧来のペーパー・ベースによる決済方式(小切手や手形等現物を物理的に搬送)では大量の決済を安価に処理することは次第に困難になってくるだけでなく、事務処理に時間を要するため、迅速な決済という点でも支障をきたしてくることになる。第2の課題は、決済に伴うリスクを極力軽減し安全性を高めることである。

とくに決済金額の飛躍的な増大に伴い、決済不履行に伴う連鎖的な波及の危険、いわゆるシステム・リスクへの対応が重要な課題となっているが、主要国では金融市場取引の急拡大に伴い低下した決済のファイナリティー(finality)水準を、維持・回復する方向で努力が払われている。第3の課題は国際的な整合性の確保である。海外主要国がいずれも自国の金融市場のインフラストラクチャーの整備に積極的に取り組んでいる下で、わが国が効率性・安全性を高める方向で海外主要国と統合的な決済システムを構築することが一段と重要になってきていることは言うまでもなからう。

こうしたなかで、日本銀行の取引先の金融機関等と日本銀行とをオンラインで結ぶ「日銀ネット」が、63年8月以降順次稼働を開始^(注31)したが、これは決済のペーパーレス化、エレクトロニクス化を図ることを通じて、わが国決済システムの効率性、安全性、国際性の向上に資することを目的としたものである。こうした決済のエレクトロニクス化と並んで、金融市場取引の約定・決済の期間短縮、同日資金決済(same-day fund settlement)、資金・証券の同時決済の実現^(注32)なども、効率的かつ安全で、国際的にも整合性のとれた決済システムを構築するうえで重要である。今後市場関係者の努力によりこうした面で内外の決済システムが改善されていけば、その便益は決済サービス提供の直接的な担い手だけでなく、これを利用して決済を行なう内外の市場参加者全員、ひいては国民全体におよぶものである^(注33)。

日本銀行は、従来よりファイナリティーのある決済手段である銀行券および日銀当座預金という決済手段を提供し、また流動性不足時には「最後の貸手」として機能することによって、民間銀行と協力するかたちでわが国の決済システムを支えているが、今後とも中央銀行としてこの面で努力を続ける方針である。

(注31)「日銀ネット」の稼働により、これまで大量の日銀小切手の物理的搬送により処理されていた日銀当座預金の振替は、エレクトロニック・ベースで処理することが可能となった。さらに本年3月には海外での円資金取引等の決済を行う外為円決済制度が旧来のペーパー・ベースによる処理から、「日銀ネット」を利用したエレクトロニック・ベースでの処理に移行した。

(注32)本年3月、主要国の著名な民間金融関係者等をメンバーとするG-30(Group of Thirty)が民間金融機関、証券会社の実務家による検討を踏まえ、証券決済に関する報告書を公表したが、そこでも、毎営業日決済と3営業日以内の決済の重要性、同日資金決済への移行、資金・証券の同時決済の早期実現等が提言されている。

(注33)わが国決済システムの現状と課題の詳細については、日銀レポート(No. 1)「金融の自由化・国際化の下でのわが国決済システムの動向」参照。

(付表1)

近年の短期金融市場

担保付コール市場	<ul style="list-style-type: none"> ・60/8月 2、3週間物の新設 ・63/11月 6日物までに限定 ・1/1月 レートの刻み幅を0.0625%から0.03125%に変更
無担保コール市場	<ul style="list-style-type: none"> ・60/7月 市場創設(翌日物、7日物) ・60/9月 2、3週間物の新設 ・62/7月 2～6日物の新設 ・63/11月 1～6か月物の新設 ・1/1月 レートの刻み幅を0.0625%から0.03125%に変更 ・1/4月 7か月～1年物の新設 ・1/4月 媒介手数料の引下げ(出し手・取り手双方から1/32%→1/50%)
手形市場	<ul style="list-style-type: none"> ・60/6月 5、6か月物の新設 ・63/11月 1週間物まで短期化、期間1か月未満の手形買オペ開始 ・1/1月 レートの刻み幅を0.0625%から0.03125%に変更 ・1/4月 7か月～1年物の新設
円転、オフショア市場	<ul style="list-style-type: none"> ・59/6月 円転規制の撤廃 ・61/12月 オフショア市場(JOM)の発足

(注) C D、大口定期預金およびMMCの自由化の推移

	C		D	大口定期預金	
	最低発行金額	発行期間	発行枠*	最低預入金額	期間
60/3月	59/1月以降 3億円	54/5月以降 3～6か月	60/1月以降 自己資本の95%	/	/
60/4月	1億円	1～6か月	自己資本の100%		
60/10月			150%	10億円	3か月～2年
61/4月			200%	5億円	
61/9月			250%	3億円	
62/4月			300% 外銀の枠は撤廃	1億円	
62/10月			当分の間撤廃		1か月～2年
63/4月	5,000万円	2週間～2年		5,000万円	
63/11月				3,000万円	
1/4月				2,000万円	
1/6月					
1/10月 (予定)				1,000万円	

* 60年7月以降、MMC(CD)未消化枠の25%以内で相互流用可能。

に お け る 主 要 事 項

C P 市 場	<ul style="list-style-type: none"> ・ 62/11月 市場発足 ・ 63/1月 非居住者の国内C P 発行解禁 ・ 63/12月 商品性の見直し(発行適格基準の緩和、バックアップライン設定不要基準の見直し等) ・ 1/5月 C P オペ開始
B A 市 場	<ul style="list-style-type: none"> ・ 60/6月 市場発足 ・ 61/4月 証券会社の円建B A の流通取扱い認可 ・ 62/5月 取引単位(1億円以上→5千万円以上)、期間の弾力化(船積後6か月以内→1年以内) ・ 62/10月 印紙税の定額(200円)課税実施(それまでは階級税率)
C D 市 場	<ul style="list-style-type: none"> ・ 60/6月 証券会社のC D の流通取扱い認可 ・ 61/3月 単資会社向け貸出を利用したいいわゆるC D オペ開始 ・ 適時(注) 取引単位、期間の弾力化のほか、自己資本基準による発行枠の拡大・撤廃
債 券 現 先 市 場	<ul style="list-style-type: none"> ・ 62/12月 債券現先オペ開始
政 府 短 期 証 券、 短 期 国 債 市 場	<ul style="list-style-type: none"> ・ 56/5月 日本銀行による政府短期証券の市中売却開始 ・ 61/1月 政府短期証券の売却方式を現先方式に変更 ・ 61/2月 短期国債の発行開始(償還差益に対しては源泉課税を適用(政府短期証券についても61/1月から源泉徴収扱いに変更)) ・ 62/8月 政府短期証券、短期国債の取引単位引下げ(1億円→5千万円)

M M C [相互・信金等は60/3月から、 その他は60/4月から取扱い開始]				小 口 M M C		
金 利	最低預入金額	期 間	預入枠*	金 利	最低預入金額	期 間
CDレート -0.75%	5,000万円	1～6か月	自己資本 の75%	/	/	/
1年以下 CD-0.75%	2,000万円	1か月 ～2年	300% 外銀の枠 は撤廃			
1年超 CD-0.5%						
	1,000万円		撤 廃			
				6か月、CD-1.25%	300万円	6か月 ～1年
				1年、CD-0.75%		
				3か月、CD-1.75%		3か月 ～3年
				(6か月、CD-1.25%)		
				(1年、CD-0.75%)		
				2年、CD-0.5%		
				3年、国債クーポン -0.7%		

(付表2)

自己資本比率にかか

1. 基本的フレームワーク

対 象	G-10諸国(含むスイス)およびルクセンブルグ(12か国)の国際業務を営む銀行
算 定 式	リスク・アセット・レシオ = $\frac{\text{自 己 資 本}}{\text{リスク・アセット総額(オンバランス+オフバランス)}} \geq 8\%$ (連結ベース)

2. 自己資本の定義

定 義 式	自己資本 = (Tier 1 - 控除 A) + Tier 2 - 控除 B
Tier 1 「コアとなる 自己資本」	①普通株式 ②非累積配当型優先株式 ③公表準備金 ▼ 無制限算入
Tier 2 「その他の 自己資本」	①非公表準備金 ②再評価準備金 ・ 営業用不動産再評価準備金 ・ 有価証券含み益(45%算入) ③貸倒引当金 (資産評価損や特定しえない潜在損失を反映する金額を含んでいる場合、リスク・アセットの1.25%ポイント以下、特例で2.0%ポイント以下*) ④負債性資本調達手段 ・ 累積配当型優先株式、永久劣後債、転換義務付証書等 ⑤期限付劣後債 (Tier 1の50%が限度、残存期間5年以内の場合毎年20%ずつ引き算) ▼ Tier 1と同額まで算入
控 除	A 営業権相当額 B ・ 非連結金融子会社への出資(総資産からも控除) ・ 資本持ち合い分(各国裁量、控除しなければ100%リスク・ウエイトの資産として扱う)

*自己資本の中にひもつきでない引当金を算入するための統合的な方法に関し、合意が成立しない場合。

3. リスク・アセット

(1) オンバランス資産

算 定 方 法	リスク・アセット = 資産額 × 資産カテゴリー別リスク・ウエイト
---------	-----------------------------------

リスク・ウエイト	資 産 カ テ ゴ リ ー
0%	①現金、②中央政府、中銀向け原地通貨建債権、③OECD諸国*の中央政府、中銀向けその他債権、④現金もしくはOECD諸国の中央政府債券によって担保されるか、あるいは、OECD諸国の中央政府によって保証された債権
0、10、20ないしは50% (各国裁量)	①中央政府以外の自国公共部門向け債権、および同部門により保証された貸付
20%	①国際開発銀行(世銀、米州開銀、アジア開銀、アフリカ開銀、欧州投資銀行。なお他のG-10諸国出資銀行は各国裁量)向け債権およびこれらの銀行の発行債券によって担保された債権 ②OECD諸国の銀行向け債権、およびOECD諸国の銀行によって保証された貸付 ③残存期間1年以内のOECD諸国以外の銀行向け債権および残存期間1年以内のOECD諸国以外の銀行によって保証された貸付 ④自国を除くOECD諸国の中央政府以外の公共部門向け債権、および同部門によって保証された貸付 ⑤取立未済手形
50%	賃貸されているか、もしくは、債務者が現在または将来居住する住宅に対し設定された抵当権により完全に保全された貸付
100%	①民間部門向け債権、②残存期間1年超のOECD諸国以外の銀行向け債権、③OECD諸国以外の中央政府向け債権、④公共部門所有の事業会社向け債権、⑤営業用土地・建物・動産およびその他の固定資産、⑥不動産投資およびその他の投資、⑦他の銀行の発行した資本調達手段(自己資本から控除されていない場合)、⑧その他すべての資産

*OECD諸国 = OECD加盟国およびIMFにおけるGAB締結国(OECD加盟国およびサウジアラビア(25か国))。

国際的統一化の概要

(2) オフバランス資産(オフレーション・ネットイングを容認(ネットイング後の計数をリスク・アセット算定に使用))

算定方法	リスク・アセット＝信用リスク相当額(取引額×掛目)×上記資産カテゴリー別リスク・ウエイト
掛目	取 引 手 段
0%	原契約期間1年以下あるいはいつでも無条件で取消し可能なコミットメント
20%	短期かつ流動性の高い貿易関連偶発債務(荷為替信用状等)
50%	①取引にかかる偶発債務の一部、②N I FおよびR U F、③原契約期間1年超のコミットメント(正式のスタンドバイ契約とクレジットライン)
100%	①直接的な信用供与代替取引(債務保証、手形引受等)、②買戻条件付売却および求償権付資産売却、③確実な実行を伴うコミットメントである先物資産購入、先渡し預金および部分払込株式または債権

算定方法	リスク・アセット＝信用リスク相当額×上記資産カテゴリー別リスク・ウエイト(上限50%)				
金利・外為関連取引	カレント・エクスポージャー方式*	信用リスク相当額＝ 再構築コスト + 想定元本×掛目 (時価評価により算出) (ポテンシャル・エクスポージャー)			
		掛目	残存期間	金 利	外 為
			1年未満	0%	1.0%
		1年以上	0.5%	5.0%	
	オリジナル・エクスポージャー方式*	信用リスク相当額＝想定元本×掛目			
		掛目	期 間**	金 利	外 為
		1年未満	0.5%	2.0%	
		1年以上2年未満	1.0%	5.0%	
	追加1年ごと	1.0%	3.0%		

* 外為関連取引のうち取引所取引および原契約期間14日以内の取引は対象から除外。

**金利関連は各国裁量で原契約期間・残存期間のいずれを採用しても可。外為関連は原契約期間。

4. 経過措置

年	目標基準比率(うち Tier 1)	Tier 2 項目から Tier 1 への算入限度	Tier 2 への算入限度		営業権相当額の Tier 1 からの控除
			貸倒引当金	期限付劣後債	
当初	1987年末時点のレベル	Tier 1 の25%	無制限	無制限	裁 量
90年末	7.25%(3.6%)*	Tier 1 の10%	リスク・アセットの1.5%	無制限	裁 量
92年末	8.0%(4.0%)	なし	同1.25%	Tier 1 の50%	控 除

* 「Tier 2 項目から算入された Tier 1」を除くベースでは最低約3.25%。

5. わが国の規制の主な特徴点

対象金融機関	海外営業拠点(海外支店または銀行法第9条に規定する海外現地法人)を有する銀行
目標比率	当初…昭和62年度末のレベル、平成2年度末以降…7.25%、平成4年度末以降…8%
その他の自己資本への算入	1. 有証含み益の45%相当額の算入 2. 貸倒引当金の算入(ただし平成2年度末以降リスク・アセットの1.5%、平成4年度末以降同1.25%を限度) 3. 期限付劣後債および期限付優先株の算入(ただし平成2年度末以降基本的項目の50%を限度)
控除項目	他の金融機関の資本調達手段の自己資本からの控除については、意図的な持合いが行われている場合に限り控除
資産項目のリスクウエイト	わが国地方公共団体および政府関係機関向け債権と同部門により保証された債権…10%
金利・外為関連のオフバランス取引	信用リスク相当額の算出はカレント・エクスポージャー方式を採用(ただし、相当規模の取引を行っていない銀行またはカレント・エクスポージャー方式による算出の体制が整っていない銀行ではオリジナル・エクスポージャー方式を採用しうる)