

世界経済の回顧と展望

〔要 旨〕

(89年中の世界経済の動向)

89年の世界経済は、景気拡大に伴う物価上昇圧力の高まりや、対外不均衡の是正という問題を抱えてスタートした。すなわち、88年から89年初にかけて設備投資を中心とする前向きの所得循環が世界同時的な景気の盛上りをリードし、世界経済は予想を上回る力強い成長を示した。その結果、主要国において稼働率の上昇と労働需給のタイト化が進み、物価上昇圧力が高まったが、各国当局の金融引締めにより、89年半ばからは米国を中心に成長テンポが緩やかに鈍化し、これまでのところ主要国においてはインフレの昂進といった事態は回避し得ている。

また、対外不均衡については、全体としては88年に引続き着実な改善傾向が続いている。

為替市場をみると、円の対ドルレートは、89年は総じてドル強含みの展開をたどった。一方、英ポンドを除く欧州通貨は、西ドイツマルクに引張られるかたちで、秋以降強含みに転じている。株式市場については、89年10月には米国での急落を発端とする一時的な乱高下はみられたものの、総じて安定した推移が続いている。

この間、88年から89年にかけて主要国においては、需給環境やインフレ期待の差異に基づく物価上昇圧力の違いが顕現化したが、各国はそれぞれの経済状況に応じ、政策対応を行った。

一方、共産圏諸国では、政治、経済面において激しい動きがみられた。ソ連・東欧圏では、80年代に入って経済成長率の鈍化、消費財等の不足、インフレの加速など、経済不振の度合いが強まってきたが、東西関係の緊張緩和やソ連におけるペレストロイカ(改革)推進が引き金となって、89年には東欧諸国で政治経済改革が急速な進展をみせた。これに対し、中国では、民主化要求運動が武力をもって鎮圧され、また経済面では、88年秋以降実施されている経済調整策の影響から、停滞感が強まりつつある。

(国際金融・資本市場における最近の動き)

国際金融・資本市場でも、多くの分野で新たな展開がみられた。なかでも、①金融のグローバル化の進展、②欧米におけるM&A、LBOの盛行、③米国の

貯蓄金融機関の経営危機、④ECの通貨統合を巡る動き、⑤アジア諸国の金融制度改革、⑥累積債務問題に関する新しい戦略の進展などが、大きな特徴点として挙げられよう。

経済活動がますます国際化するなかで、「金融のグローバル化」が着実に進展している。具体的には、金融市場のグローバル化、取引システムのグローバル化、各国金融資産の代替性の拡大、決済システムのグローバル化といった動きが目立っている。こうした金融のグローバル化は、金融の効率性を高める一方で、金融機関や市場に対する規制の標準化、金融機関の平等な競争条件の確保などの実現に向けて各国の中央銀行等の間における協調を一層重要なものにしていく。

欧米におけるM&A(企業の合併、買収)の動向をみると、89年に入ってからLBOが盛上がりを見せたが、9月のジャンク・ボンド価格の急落や10月の買収関連株を中心とする株価急落以降、やや一服となっている。こうしたなかで、LBOについては、企業・経済の活性化に寄与する反面、買収に関与する企業の負債比率上昇が、当該企業のみならず金融資本市場全体の不安定化につながらないかなど、その功罪についての議論が活発化している。

米国においては、貯蓄金融機関の経営問題がクローズアップされた。貯蓄金融機関の経営は、石油価格の下落や農業不況といった経済環境の変化に加え、経営の不十分な管理や放漫化などから、80年代後半になって急速に悪化してきたが、ブッシュ政権は8月「金融機関改革救済執行法」を成立させ、業界再編に向けて具体的な取組みを始めている。しかし、今後とも多くの問題が残されており、米国経済をみるうえでの大きな不確定要素となっている。

欧州においては、92年のEC統合に向けての動きが活発化している。89年4月には「経済・通貨同盟に関する報告書」(いわゆる「ドロール委員会報告」)で経済・通貨統合に向けての具体的なアプローチについて提案がなされ、90年7月以降はその第1段階がスタートすることになっている。しかしながら、単一通貨制度の是非や欧州中央銀行の性格などの点につき、各国の考え方には差異があり、今後最終的な結論に至るまでにはなおかなりの時間を要するものとみられている。

この間、これまで総じて規制色の濃い金融システムを維持してきたアジア諸国では、各国の経済発展に応じて、金融・資本市場の整備や規制緩和、外国銀行に対する市場開放などの金融制度改革を進める動きが目立っている。

累積債務問題については、89年3月のブレイディ米財務長官の演説を契機に、

新規融資の補完として債務削減を加えた新債務戦略が提唱され、すでにメキシコ、フィリピン等が同戦略の適用を受けるなど、新たな展開がみられた。

(90年経済の展望と課題)

90年の世界経済を展望すると、成長率は、これまでの金融当局による引締め政策の効果などから、米国を中心に幾分低下するものの、大幅な景気後退は避けられるものと思われる。一方、物価については、賃金コストの上昇が続くとみられることなどから、なお懸念材料として残されている。また、対外不均衡については、米国の貿易赤字、ECの域内不均衡とも改善が期待されるものの、そのテンポは緩やかなものにとどまろう。なお、ソ連、東欧情勢の進展は、今後の世界経済をみていくうえでも、引続き注目していく必要がある。

80年代のディスインフレ下における経済の持続的成長という成果を今後とも継続していくためには、各国が自国経済について物価動向に配慮した慎重な政策運営に努めることが大切である。また、経済の構造調整、累積債務問題の解決、金融のグローバル化への対応などの課題につき関係各国間において意志疎通を緊密化することを通じて政策協調を強化していくことが必要であろう。

〔目 次〕

- | | |
|-----------------------------|------------------------|
| 1. 89年中の世界経済の動向 | 5. 金融・資本市場を巡る最近の動き |
| 2. 先進主要国の物価動向と政策対応 | (1) 金融のグローバル化の進展とその問題点 |
| 3. 各国の対外不均衡と構造調整 | (2) 89年中におけるM&A、LBOの動向 |
| (1) 米国の対外不均衡是正 | (3) 中小金融機関の経営を巡る問題 |
| (2) 日米間の不均衡是正 | (4) EC通貨統合を巡る動き |
| (3) EC域内における不均衡の拡大 | (5) アジア諸国の金融制度改革 |
| (4) NIEs・ASEAN地域の貿易・投資構造の変化 | (6) 累積債務問題解決に向けての動き |
| 4. 共産圏諸国の動向 | 6. 展望と課題 |

1. 89年中の世界経済の動向

(世界景気の順調な拡大と米国等での緩やかな減速)

89年の主要国経済をみると、88年に大幅な盛上がりを見せた設備投資が好調を継続したほか、欧州諸国や日本では、家計所得の伸びを背景に個人消費や住宅投資も堅調に推移した。この間、米国の景気拡大テンポは、88年春以降漸次強化されてきた金融引締め効果が浸透するに伴い、緩やかに鈍化してきている。この結果、OECD加盟国を全体としてみた成長率は、88年よりは幾分低下したものとみられるが、それでもなお3%を超える高めの成長が見込まれており、世界経済は82年をボトムに7年にわたる持続的な拡大を達成した(図表1)。

まず米国では、輸出が87年後半以降好調を継続するなかで、88年には設備投資が本格的な立上がりを見せたため、稼働率の上昇と労働需給の逼迫を招き、88年中央以降、物価上昇圧力が強まった。こうした物価上昇圧力に対処するため、88年春から89年中央にかけて、連邦準備制度は金融引締めを徐々に強化してきたが、89年入り後その効果が浸透するに伴い、家計部門の需要を中心に、内需の伸びが徐々にスローダウンした(図表2)。米国経済の最近の動きを企業部門と家計部門別にみると、企業部門のうち景気の牽引役である輸出は、増勢こそ鈍化しているものの、主要輸出相手国である日本、欧州の景気拡大を背景に、高い伸びを続けている。また、設備投資についても、伸びが次第に鈍化しているとはいえ、拡大傾向を持続している。一方、家計部門をみると、金融引締めの影響に加え、耐久消費財(とくに自動車)や住宅がストック・サイクルの面でも調整時期にあったこ

(図表1)

主要国の実質GNP成長率

(前年比、%)

	1985年	86年	87年	88年	89年 (見込み)	90年 (見通し)
米 国	3.4	2.8	3.7	4.4	3.0	2.3
日 本	4.9	2.5	4.5	5.7	4.8	4.5
E C	2.4	2.5	2.7	3.7	3.6	2.9
うち 西ドイツ	1.9	2.3	1.7	3.6	4.3	3.2
フ ラ ン ス	1.9	2.3	1.9	3.4	3.4	3.1
英 国	3.5	3.2	4.7	4.2	2.3	1.3
O E C D 計	3.4	2.7	3.5	4.4	3.6	2.9
アジアNIEs	5.2	11.8	12.3	10.0	6.5	n.a.
うち 韓 国	7.0	12.9	12.8	12.2	6.5	6.5
台 湾	5.6	12.6	11.9	7.8	7.2	n.a.
A S E A N 4 か 国	0.9	4.2	5.9	7.9	7.2	n.a.

- (注) 1. 英国、フランスはGDP。
 2. 米国、日本、EC諸国およびOECD計はOECD「世界経済見通し(89/12月)」。
 アジアNIEs、ASEAN 4か国(タイ、マレーシア、フィリピン、インドネシア)は各国公的機関見通し。

(図表2)

米国の実質GNP

(前期比年率、%)

	1987年	88年	89/1Q	2Q	3Q	
実 質 G N P	3.7	4.4	3.7	2.5	3.0	
寄 与 度	個 人 消 費	1.8	2.2	1.3	1.2	3.6
	寄 住 宅 投 資	0.0	0.0	Δ0.2	Δ0.6	Δ0.4
	設 備 投 資	0.5	1.0	0.8	1.0	0.6
	輸 出	1.4	2.1	1.8	1.7	0.5
度	内 需	3.3	3.3	1.8	2.1	3.6
	外 需	0.4	1.1	1.9	0.4	Δ0.6

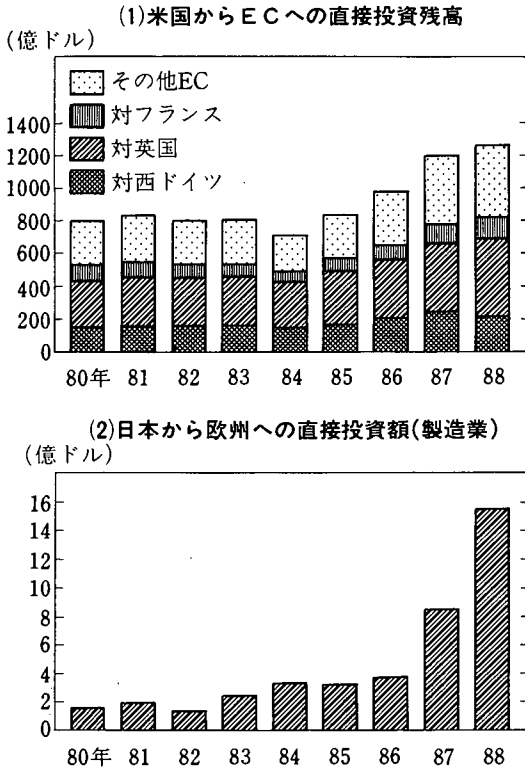
(資料) 米国商務省「Survey of Current Business」

と等から、個人消費が徐々に減速傾向を強めたうえ、住宅投資も低調に推移した。このため、製造業稼働率が89年1月をピークに徐々に低下しているほか、製造業生産や雇用者の伸びも緩やかに減速している。

一方、欧州をみると、西ドイツ、フランス、イタリアでは設備投資を中心に景気は引続き力強い拡大傾向にある。とくにEC経済の約4分の1を占める西ドイツでは、設備投資と輸出を両輪として、景気は89年を通して加速傾向を維持した。また、フランス、イタリアも内需中心に好調を持続しており、EC全体の

(図表3)

対EC向け直接投資の動向



(注) 日本は年度ベース。

(資料) 大蔵省「対外直接投資届出実績」、
米国商務省「Survey of Current Business」

の間でも、統合後のEC市場において期待される規模の利益を享受するため前もって設備能力の増強を図っておこうとの思惑や、競争激化に備えた企業体質改善の必要性に対する認識が高まっていること、などの構造要因も影響しているものと思われる。

この間、個人消費も総じて堅調な推移をたどったが、金融引締めの影響から伸

89年実質成長率は88年並みの高成長となることが見込まれている。

こうしたなか、英国では、89年春以降金融引締めの影響から消費が徐々に後退してきており、景気拡大テンポも鈍化した。

このように89年の欧州経済を特徴づけた設備投資拡大には、①80年代前半における設備投資の伸び悩みから、設備の老朽化や設備能力の不足が目立ったこともあって、各国で稼働率が引続き上昇ないし高水準にあること、②企業収益が総じて好調を維持していること、といった循環的要因に加え、③域外国からの直接投資が、EC統合による経済活性化^(注1)への期待や、保護主義的な動きの高まり^(注2)に対する懸念から、増大していること(図表3)、④域内企業

(注1) EC統合による経済活性化について、EC委員会では、①各種障壁の除去に伴うコストの低減、②均質な市場の実現による規模の利益の享受、③競争促進による効率化と経済体質の改善・強化、④以上のようなコスト低減、効率化に伴う物価の安定ないし下落、⑤国際競争力の強化と雇用の改善、等を指摘している。なおEC統合の詳細は、調査月報89年1月号掲載論文「1992年EC域内市場統合を巡る動きについて」を参照。

(注2) 近年、フランス、イタリアは、EC域内での自動車生産にかかる現地部品調達比率の引上げを要求しているほか、半導体についても、89年初EC当局は、前工程を含む一貫生産品以外はEC域内製品と認めない、との方針を打ち出している。

び率は鈍化する方向にあり、とくに英国では高金利政策の効果が89年春以降顕現化してきている。また、西ドイツでは、賃金上昇が時短との組み合わせから低めに抑えられているため、実質所得の伸びが緩やかなものにとどまったことや、89年初に個別物品税が引上げられたこと等から、景気全般の力強さの割りには個人消費は緩やかな伸びにとどまっている。

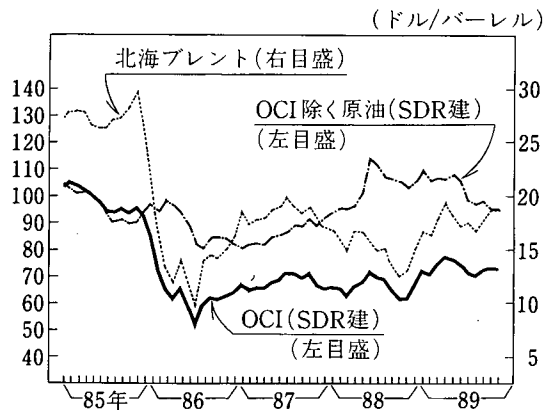
日本でも、89年上期には消費税導入(89年4月)前の駆け込み需要の反動から成長テンポが一時的に鈍化する局面もみられたが、その後は設備投資、個人消費等国内民間需要の増大と、企業収益、家計所得の好調が相互に影響し合うかたちで、拡大基調に復している。

この間、アジアNIEsでは、内需が個人消費、設備投資を軸に引続き拡大基調をたどったものの、これまで成長の牽引力となってきた輸出は、為替レート切上げ(韓国、台湾)や賃金上昇に伴う競争力低下を背景に、89年入り後急速に増勢が鈍化している。このため実質成長率は、86年以降二桁台の高い伸びを続けたあと、89年は6%程度に減速する見込みとなっている。一方、ASEAN諸国(タイ、マレーシア、フィリピン、インドネシア)については、輸出、個人消費が好調に推移しているうえ、海外からの直接投資の受入拡大を反映して設備投資も力強い拡大を続けており、89年は7%強の成長が続く見込みである。

(需給のタイト化に伴う物価上昇圧力
の高まり) (図表4)

世界経済がこのように拡大を続けるなかで、88年央以降徐々に物価上昇圧力が高まったが、これに対し、欧米では88年春以降金融が徐々に引締められ、また日本でも89年5月、10月および12月には公定歩合を上げるなど、各国の政策当局は早め早めの政策運営で対処した。この結果、89年に入り米国や英国等で経済がスローダウンしはじめたほか、日本、西ドイツ等においても景気の過熱には至っておらず、主要国は物価上昇の大

国際商品市況および原油価格の動向



(注) OCI(国際商品指数)は、銅、アルミニウム、羊毛、綿花、天然ゴム、北米材、小麦、大豆、とうもろこし、砂糖、コーヒー、金、原油(北海ブレント)の13品目を対象に、加重幾何平均法(1985年の国連輸入統計を基準としたウエイトを使用)を用いて日本銀行調査統計局で算出。基準値は1984年12月31日=100。

幅な加速を回避し得ている。

この間、原油価格(北海ブレント)の動向をみると(図表4)、89年前半には世界景気の拡大に伴う需要増や北海油田での大規模事故発生等から上昇、4月には1バーレル当たり21ドルを一時的に超え、86年1月以来の高値を記録した。その後、事故油田の生産回復やOPECの増産等に伴い、8月上旬にかけて16ドル台前半まで下落したが、先進主要国での石油製品、とくに暖房油に対する需要の増大などから、8月半ば以降再び堅調な推移をたどっている。原油以外の一次産品市況については、89年前半は一進一退を続けたものの、年央以降、非鉄や穀物を中心に弱含みで推移した。

(対外不均衡の是正は総じて着実に進展)

次に、対外不均衡の現状をみると(図表5)、主要国・地域間の貿易収支不均衡(国際収支ベース)は88年にかなり縮小したあと、89年もテンポはやや鈍っているが、米国が140億ドル程度の改善(88年 Δ 1,272億ドル \rightarrow 89年<OECD見通し> Δ 1,130億ドル)、ECが貿易黒字を大幅に圧縮(同195億ドル \rightarrow 90億ドル)、日本もかなり縮小(同950億ドル \rightarrow 850億ドル)するなど、総じて着実な改善をみている。

この間、アジアNIEsは、88年までは、日本、米国等の景気拡大に加え、自国通貨の為替レートが円、欧州通貨に比べて小幅の上昇にとどまったことなどを背景に、大幅な貿易黒字を計上していたが、89年に入り、韓国を中心にそれまでの

(図表5)

主要国の貿易収支

(季節調整済み、億ドル、%)

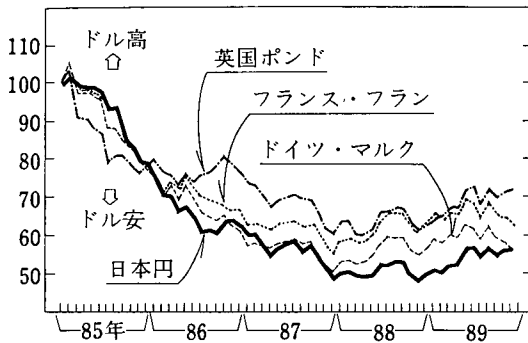
	1986年	87年	88年	89年 (実績見込み)	89年	
					上期	下期 (実績見込み)
日本 (対米比率)	928 (59.2%)	964 (59.3%)	950 (55.2%)	850 (n.a.)	443 (n.a.)	410 (n.a.)
米国 (対日比率)	Δ 1,451 (37.5%)	Δ 1,595 (35.7%)	Δ 1,272 (41.4%)	Δ 1,130 (n.a.)	Δ 561 (45.3%)	Δ 570 (n.a.)
EC	419	319	195	90	26	60
西ドイツ	561	702	790	860	405	460
英国	Δ 128	Δ 166	Δ 369	Δ 390	Δ 199	Δ 200
フランス	Δ 19	Δ 94	Δ 85	Δ 100	Δ 42	Δ 60
イタリア	42	Δ 1	Δ 5	Δ 50	Δ 25	Δ 30
アジアNIEs	158	210	145	n.a.	16	n.a.

(資料) OECD「世界経済見通し(89/12月)」

アジアNIEs(韓国、台湾、香港、シンガポール)は各国通関統計(季節調整前)

(図表6)

主要国の対ドル為替相場の推移
(1985/1月を100とする指数)



為替レート上昇や賃金上昇による輸出競争力低下などから、対外黒字は急速な縮小をみている。

(為替相場はドル強含みの展開)

外国為替相場についてみると(図表6)、円を含め主要国通貨は米ドルに対し総じて弱含みで推移したが、西ドイツマルクを中心とした欧州大陸主要国の通貨は、89年秋以降上昇に転じている。

すなわち、円相場については、88年末以降、連邦準備制度の慎重な政策スタンスを反映した米国金利の上昇や米国貿易収支の改善傾向などから軟化し、89年に入ってから総じてドル強含みの展開が続いた。為替相場がドル高・円安方向へ行き過ぎれば、物価への悪影響はもとより、対外不均衡是正に向けての経済構造調整が阻害される懸念もあるだけに、先進主要国各国との間で緊密な協調体制を堅持していくことが一層重要となっている(注3)。

また欧州通貨については、89年半ばまで円同様対ドル相場が弱含みに推移した。その後、西ドイツマルクについては、米国金利低下・西ドイツ金利上昇といった事情に加え、「ベルリンの壁」崩壊を契機に、西ドイツ経済の成長力上昇に対する期待が高まったこと等もあって強含みに転じ、その他のEMS(欧州通貨制度)参加国通貨も、西ドイツマルクの上伸につれるかたちで強含む展開となっている。

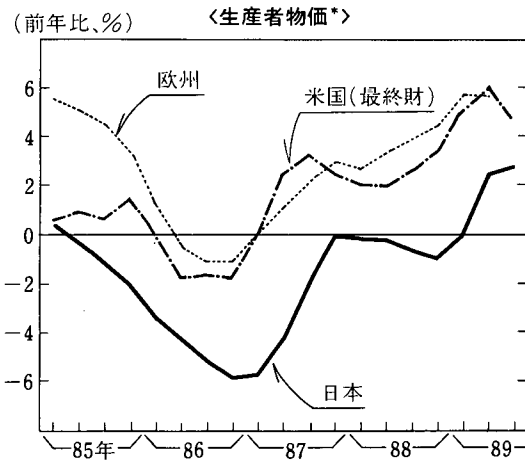
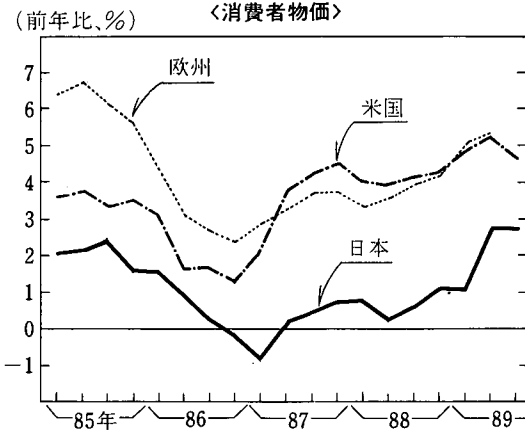
2. 先進主要国の物価動向と政策対応

(主要国における物価上昇圧力の高まり)

主要国の物価動向をみると(図表7)、世界同時的な経済拡大の中で、財・労働市場の需給引締まりに加え、穀物、非鉄等の国際商品市況の大幅な上昇もあり、88年央以降、物価上昇圧力が再び高まった。これに対し、米国、欧州諸国では88年半ば以降、金融引締めを徐々に強化し、日本でも、インフレ心理の台頭を未

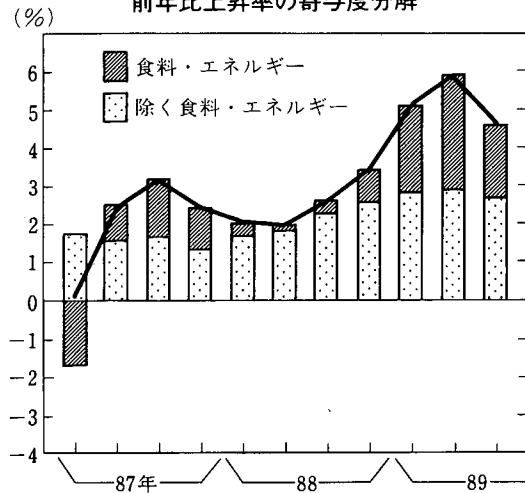
(注3) こうした為替相場の動きについては、89年9月のG7(7か国蔵相・中央銀行総裁会議)においても、「最近数か月におけるドルの上昇は長期的視点からみた経済のファンダメンタルズに合致しない」との認識で一致している。

(図表7) 主要国の物価動向



*日本は国内卸売物価

(図表8) 米国生産者物価(最終財)
前年比上昇率の寄与度分解



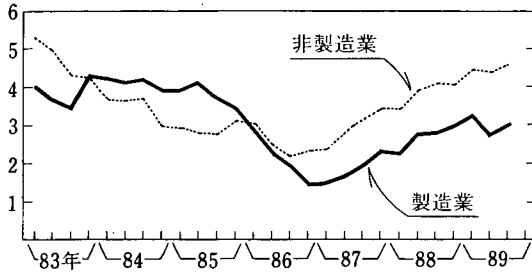
然に防止する趣旨で、89年5月、10月および12月には公定歩合を引き上げるなど、各国の政策当局はインフレの圧力の高まりに対し早め早めの政策運営で対処してきた。

この結果、米国では、すでにみたように89年に入って経済の拡大テンポが徐々にスローダウンしはじめ、製造業部門での物価上昇圧力は、稼働率がピークアウトするにつれて徐々に弱まる方向にある(図表8)。もっとも、非製造業部門では、なお需要が好調であるため、労働需給が引き続きタイト気味に推移し、賃金上昇率も高止まっております(図表9)、経済全体でみて基調的なインフレ圧力が目立って低下するまでには、今しばらく時間を要するものとみられる。

また、欧州でも、前述のように金融引締めの影響から物価の上昇テンポの加速は回避されているものの、上昇率はなお比較的高水準であり、物価上昇圧力には依然根強いものがある。これは、欧州各国とも設備投資の堅調を背景に製品需給が逼迫していることに加え、労働需給も英国、西ドイツの顕著な失業率低下にみられるように、極めてタイトな状況が続いていることなどの事情によるもので

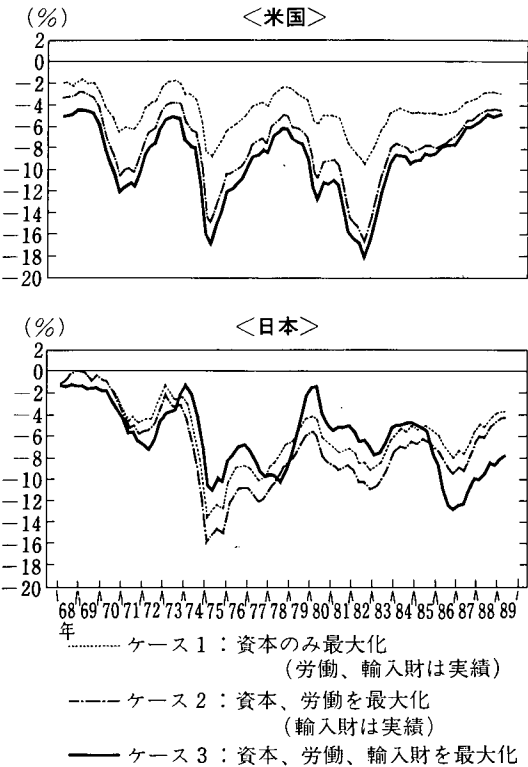
(図表9) 米国の時間当たり賃金推移

(前年比、%)



(資料) 米国労働省「Monthly Labor Review」

(図表10) マクロ需給ギャップの推移



(注4) ここでは、生産関数を

$$Y = F(K, L, M, t)$$

但し、Y：供給量 (GNP+輸入)

K：資本投入量 (資本ストック×設備稼働率)

L：労働投入量 (雇用者数×総労働時間)

M：輸入財投入量

t：その他要因 (技術進歩要因等)

とし、各投入要素の投入上限を代入することにより最大供給量 Y_{max} を求め、現実の生産量 (= 供給量) との差をマクロ需給ギャップとした。詳細は、調査月報89年2月号掲載の「マクロ需給ギャップの計測について」を参照。

ある。

日本についても、インフレ心理の落ち着きもあって物価上昇テンポが目立って加速するような事態は回避し得ているが、製品・労働需給の引締まりや、88年末以降の円安や原油高に伴う輸入コストの上昇等を背景に、潜在的な物価上昇圧力には根強いものがある。

(物価を巡る経済パフォーマンスの差異)

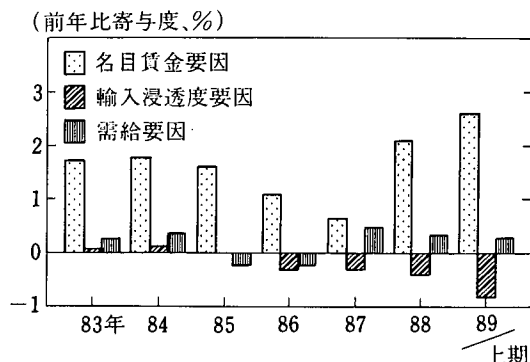
このように、物価上昇圧力が世界的に根強いなかでも、物価を巡る各国の経済パフォーマンスには差異がみられた。各国においてこうした差異が生じた背景には、各国の①マクロ需給環境の相違や②インフレ期待の相違があるが、これらについて、日本と米国を中心にみてみよう。

① マクロ需給環境の相違

主要国の物価上昇圧力に差が生じた原因としては、設備稼働率や労働需給を総合的に勘案した、マクロ的な需給の引締まり度合いの

(図表11)

日本の国内卸売物価の要因分解



要因分解に用いた式

$$\begin{aligned} & \text{国内卸売物価} < \text{除く電力・ガス・水道、前月比} > \\ & = -1.9445 \\ & (-7.09) \\ & + \sum_{i=0}^3 a_i \times (\text{名目輸入原単位指数} \times \text{輸入投入価格} < \text{前年比} >)_{-i} \\ & (16.82) \\ & + \sum_{i=0}^3 b_i \times (\text{売上高人件費比率指数} \times \text{製造業名目賃金} < \text{前年比} >)_{-i} \\ & (13.16) \\ & + 0.094 \times (\text{製造業労働生産性上昇率} < \text{前年比} >) \\ & (2.57) \\ & - 0.022 \times (\text{最終財輸入浸透度指数} < \text{2年前比} >) \\ & (-2.12) \\ & + 0.075 \times (\text{製品需給判断 D.I.} < \text{製造業、前期差} >) \\ & (4.57) \\ & + 2.832 \times (\text{第2次石油ショックダミー}) \\ & (4.79) \\ & \text{ただし } \sum_{i=0}^3 a_i = 0.132, \sum_{i=0}^3 b_i = 0.504 \end{aligned}$$

いずれもシラー・ラグを使用

推計期間：1976/1Q～89/2Q、 $\bar{R}^2 = 0.979$

S.E. = 0.733, D.W. = 0.898

なお、推計の詳細については調査月報89年2月号掲載論文「最近の物価動向について」を参照。

差が影響しているものと考えられる。日米両国についてマクロ需給ギャップ(注4)を推計し、その差を比較してみると(図表10)、88～89年については、資本と労働の最大投入量を基に推計した需給ギャップは、日本よりも米国のほうが大きい。輸入財投入可能量も考慮に入れた需給ギャップは逆に日本のほうが大きい。もとより、こうした分析はかなりの幅をもって解釈する必要があるとしても、輸入拡大による物価上昇圧力の減殺が、日本の基調的な物価上昇率を米国に比べ相対的に低位にとどめるのに大きく寄与したことを示唆している。

このような「輸入の安全弁」効果は、85年のプラザ合意以降の大幅な為替調整による相対価格の変化とそれに伴う構造変化によるところが大きい。日本の国内卸売物価上昇率の要因を分解してみると(図表11)、労働需給のタイト化を

反映した賃金上昇と製品需給の引締まりが物価を押し上げている一方、86年以降の輸入浸透度の高まりが、価格引下げ要因として作用している。もっとも、こうした構造変化に伴う物価安定効果の持続性については、それが基本的に内外価格の裁定メカニズムによるものであり、永続的に物価の押し下げ要因として機能するものではないこと、輸入浸透度の高まりによって国内価格自体が海外価格の変動の影響を受け易くなるといった問題もあることには、留意が必要であろう。

(図表12)

各国消費者物価上昇率の比較

(年平均、%)

	1971～ 80年	81～89年	81～85年	86～ 89/10月
日本	9.0	2.0	2.8	0.9
米国	7.8	4.7	5.5	3.7
西独	5.1	2.7	3.9	1.0

ンスに差を生じさせたことによる面も少なくないように思われる。

すなわち、企業の価格設定スタンスの違いの点についてみると、これまでのところ多くの日本企業が「中長期的には円高」との見通しを持っているうえ、アジアNIEsやASEANの製品との競合が国内市場において強まっていることなどから、製品値上げに慎重な価格設定態度を崩していない。一方、米国企業では、85年央以降のドル安によって輸入コストが上昇していることもあって、製品需給が逼迫するにつれ、最終製品の価格を徐々に引上げてきている。また、80年代の物価上昇率をみると(図表12)、米国は日本や西ドイツに比べ高めとなっており、このような経験から、米国においては需給が逼迫するにつれ、企業や消費者の間にインフレ心理が相対的に高まり易い傾向にあることは否定できないように思われる。

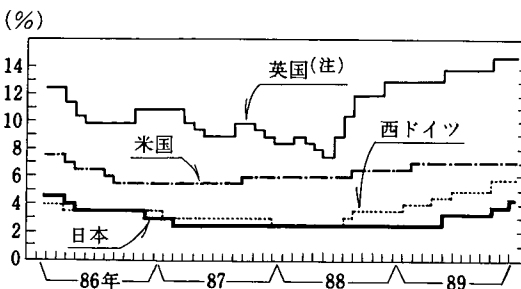
(各国の政策対応)

このように、88年から89年にかけては、需給ギャップやインフレ期待の差異に基づいて物価上昇圧力の違いが顕現化し、これに応じて先進主要国間の政策対応においても、金利引上げの幅やタイミングに差が生じた(図表13)。

まず、米国では、88年の春先から夏場にかけて、製品・労働需給の引締まりに加え、干ばつの影響から穀物市況が急騰したこともあって、インフレ懸念が急速

(図表13)

各国公定歩合等の推移



(注) 市場介入金利。

② インフレ期待要因

主要国間での物価上昇圧力の差異は、上記のような需給の逼迫度合いの差に加え、為替相場の先行きに対する見通しや過去の物価上昇率の経験などを反映したインフレ期待の差が企業の価格設定スタ

に高まり、連邦準備制度は、88年春以降短期市場金利を徐々に高めに誘導し(F Fレート月中平均88/2～3月6.58%→89/3月9.85%)、88年8月および89年2月には、公定歩合を0.5%ずつ引上げた(89年2月以降7.0%)。その後、米国景気が徐々に減速傾向を示し始めたため、6月以降は物価

動向に十分配慮しつつ緩めの市場調節スタンスに転じている(F Fレート月中平均89/11月8.55%)。

一方、欧州では、89年も景気が引続き拡大傾向にあり、基調的なインフレ圧力も強いと判断される状況下、各国ともインフレ抑制姿勢を一段と鮮明にしている。すなわち、西ドイツでは、88年7月以降、公定歩合およびロンバート・レートを6回、いずれも累計で3.5%上げた(公定歩合2.5%→6.0%、ロンバート・レート4.5%→8.0%)。英国、フランスを含む他の主要国も相次いで政策金利の引き上げを実施しており、この結果、英国では88年6月初以来89年10月までの間の累計金利引き上げ幅は7.5%(計11回引き上げ)に達している(市場貸出金利88/5月末7.5%→89/10月5日15.0%)。フランスでも12月に再度金利引き上げを行い(88年8月以来累計3.25%、計7回)、市場介入金利は新金融調節方式導入(86年12月)以来、最高水準を記録している。

また、日本においても、国内景気、物価、マネーサプライや為替相場あるいはこれらを反映した市場金利の動向などを総合的に勘案し、89年5月、10月および12月に、公定歩合の引き上げを実施(公定歩合89/4月末2.5%→12月25日以降4.25%)した。

3. 各国の対外不均衡と構造調整

(改善傾向の持続と日米間・E C域内の不均衡問題)

主要国・地域間の対外収支不均衡については、88年にかなりの改善をみた後、89年もテンポはやや鈍化しているものの、総じて着実な改善を示している。

まず、米国では、E C、日本等の順調な景気拡大と米国の緩やかな減速といった内外所得要因に加え、米国の競争力強化等を背景とした輸出増や輸入代替の進展等の構造変化もあって、実質ベースの貿易収支は、89年も着実に赤字縮小傾向をたどった。また、名目ベースでも、輸出価格が農産物等を中心に高めとなったことに加え、ドル高のJカーブ効果などもあって、88年に引続き改善傾向を継続した。

また、日本も、内需の好調を背景に輸入数量が高水準を維持している一方、海外景気のスローダウンに伴う輸出数量の伸び鈍化や原油価格の上昇に加え、ドル高・円安に伴うJカーブ効果の影響もあって、黒字幅を縮小した。

この間、欧州では、E C諸国全体の域外収支は、域内需要の好調を反映した輸入拡大から黒字幅が縮小した。しかしながら、英国、フランス等の旺盛な設備投

資需要を背景として、西ドイツの輸出が資本財を中心に高い伸びを続け、このため、西ドイツの黒字およびその他の欧州諸国の赤字がそれぞれ拡大するなど、域内不均衡はむしろ拡大をみた。この結果、西ドイツでは、経常収支の対G N P比率は89年上期には5.0%と、近年ピークの86年(4.4%)をも上回っており、このところ同比率が縮小傾向にある日本、米国と対照的な姿となっている。

(1) 米国の対外不均衡是正

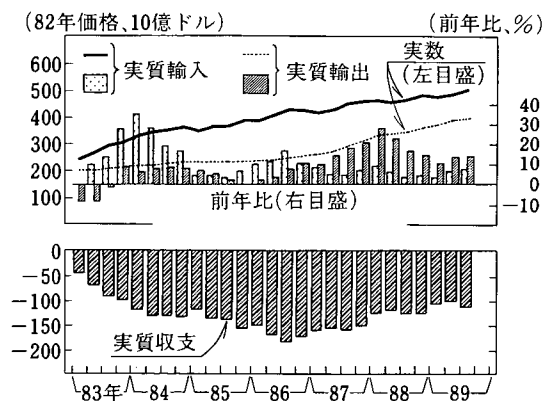
米国の輸出数量は、急増をみた88年に比べればさすがに増勢が鈍化したものの、世界景気の拡大を背景に、資本財、中間財(石油化学製品等)、消費財輸出の堅調から、89年中も前年比二桁台の高い伸びで推移した(図表14)。一方、輸入数量は、資本財が設備投資の堅調もあって高水準を維持しているものの、内需の減速を背景に原材料・中間財や自動車等の伸びが鈍化していることから、輸入全体では前年比一桁台の伸びにとどまり、輸出数量の伸びを下回った。このため、実質ベースの貿易収支は、88年後半にやや足踏みをした後、89年入り後は再び改善傾向をたどっている。

このように、89年における米国の実質対外収支の改善については、内外景気局面のズレという循環要因がプラスに寄与した面もあることは否定できない。しかしながら、この間に米国企業の輸出重視姿勢や対外競争力の強化を背景とした輸入代替といった構造変化も着実に進んでいる。

米国の輸出入数量について、84年までのデータに基づいて関数を作成し、そのうえで85年以降につき外挿推計してみると(図表15)、最近の輸出数量は、海外所得および内外相対価格から導かれる推計値をかなり上回っており、米国企業が輸出戦略を変更するなど中長期的に調整を進めている姿がうかがわれる。一方、輸入

(図表14)

米国の財輸出入の動向

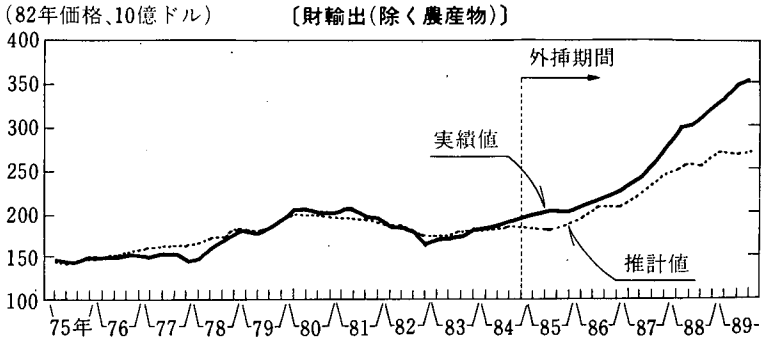


入数量については、逆に実績値が推計値を下回っており、日本メーカー等による米国現地生産立ち上がり等を反映して、輸入代替が進展しつつあることをうかがわせる。

米国経済の構造変化は、賃金コストの動き、企業の輸出スタンス、さらには対米直接投資の動向などにもあらわれている。まず、賃金

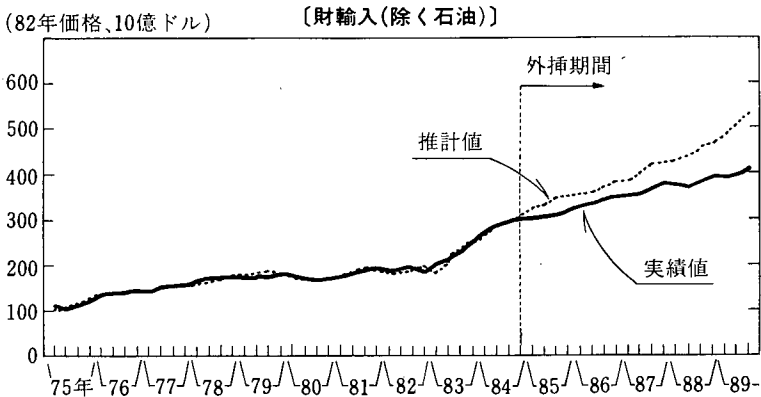
(図表15)

米国の輸出入数量と関数推計値の比較



推計式： $\log(\text{輸出数量}<\text{除く農産物}>) = -1.296 + 0.863 \times \log(\text{実質世界輸入}<\text{除く米国}>)$
 (-3.54)(21.74)
 $-0.564 \times \log(\sum_{t=0}^2 \text{相対比価}_{-t})$
 (-8.45)

推計期間：1970/1 Q ~ 84/4 Q、 $\bar{R}^2 = 0.97$
 S.E.=0.04、D.W.=0.842

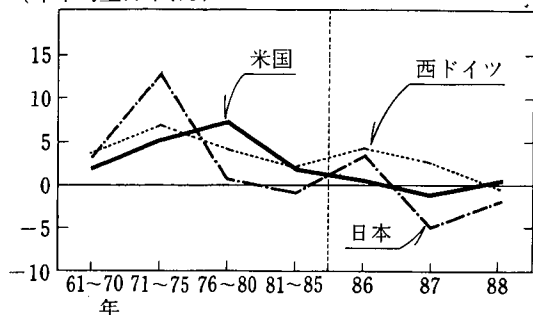


推計式： $\log(\text{輸入数量}<\text{除く石油}>) = -15.827 + 2.623 \times \log(\text{米国最終需要})$
 (-24.90)(35.65)
 $-1.141 \times \log(\text{相対比価})$
 (-12.33)
 $-0.713 \times \log(\sum_{t=1}^2 \text{総事業在庫率}_{-t})$
 (-3.86)

推計期間：1975/1 Q ~ 84/4 Q、 $\bar{R}^2 = 0.98$
 S.E.=0.03、D.W.=1.460

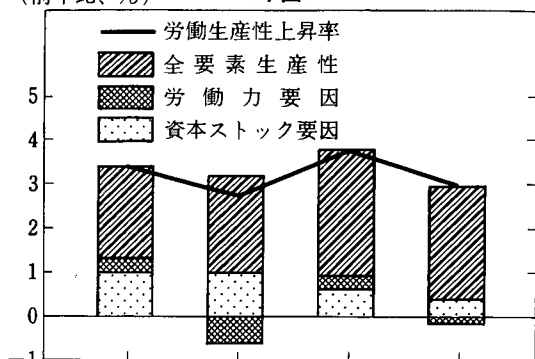
コストについては、70年代に比べ労働生産性の上昇率が高まった一方で、物価上昇率の低下を背景に賃金上昇率が顕著な鈍化を示したことから、ユニット・レーバ・コストの上昇率は急速に低下した(ユニット・レーバ・コスト上昇率<年率>76~80年平均7.3%→81~85年平均1.8%<図表16>)。また、労働生産性上

(図表16) ユニット・レーバ・コスト(製造業)の推移
(年平均上昇率、%)



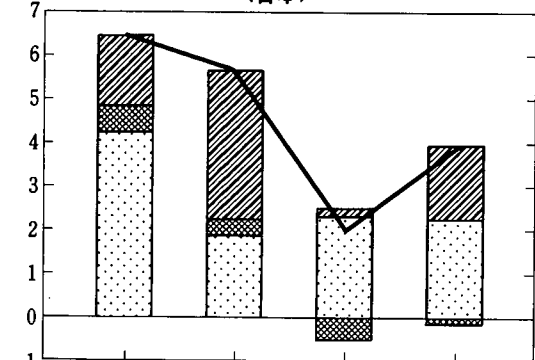
(資料) 米国労働省「Monthly Labor Review」

(図表17) 各国の労働生産性上昇率の要因分解
(前年比、%)



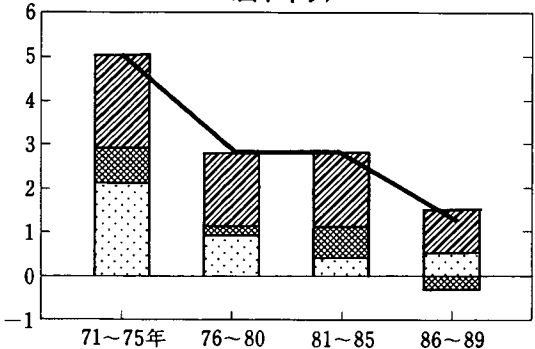
(前年比、%)

<日本>



(前年比、%)

<西ドイツ>



昇の要因を日本、西ドイツと比較してみると、資本装備率を急速に高めている日本に比べ、米国の労働生産性の伸びは低いものの、全要素生産性(技術力の向上や資本・労働の質の向上が中心)の寄与度は、3か国のなかで最も高い(86~89年平均、米国:2.7%、日本:1.7%、西ドイツ:1.0%<図表17>)。これは、米国設備投資におけるコンピュータ等のウエイト上昇にみられるような資本設備の高度化、研究開発投資の増加等による技術の進歩に加え、賃金決定方式や非効率な労使慣行の見直しによる労働の質的向上の進展などを反映したものと考えられる。

また、米国企業の輸出数量重視への姿勢転換も目立っている(図表18)。すなわち、今回のドル安局面(85年秋以降)における企業の輸出価格政策を前回のドル安局面(77~78年)と比較してみると、今

(注) 次式により景気要因を調整後。

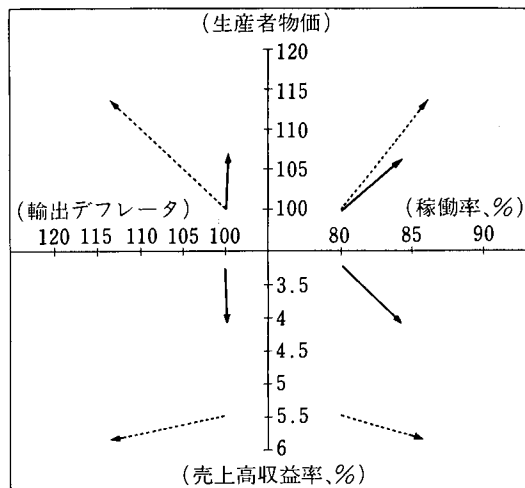
$$\begin{aligned} \text{景気要因調整後の労働生産性上昇率} &= \frac{\dot{Y}}{Y} - \frac{\dot{L}}{L} - \frac{\dot{h}}{h} - (1-\alpha) \left(\frac{\dot{\rho}}{\rho} - \frac{\dot{K}}{K} - \frac{\dot{h}}{h} \right) \\ &= \underbrace{(1-\alpha) \frac{\dot{K}}{K}}_{\text{資本ストック要因}} + \underbrace{(\alpha-1) \frac{\dot{L}}{L}}_{\text{労働力要因}} + \underbrace{\frac{\dot{A}}{A}}_{\text{全要素生産性要因}} \end{aligned}$$

Y: 実質付加価値 A: 技術水準 ρ: 稼働率
K: 資本ストック h: 労働時間 L: 雇用者数
α: 労働分配率

ただし、生産関数は一次同次を仮定。また、技術進歩についてはヒックスの中立性を前提とした。

(図表18)

米国輸出業者の価格姿勢

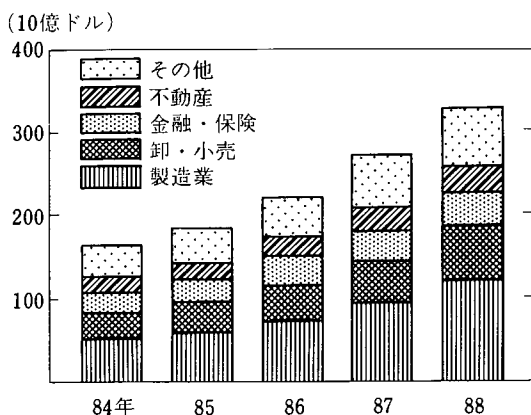


(注) 矢印の表示期間は次のとおり。
 77/1Q.....→78/4Q(輸出デフレータ、生産者物価は77/1Q=100)
 85/1Q → 89/1Q (同85/1Q=100)

(資料) 米国商務省「Survey of Current Business」、
 米国労働省「Monthly Labor Review」、
 米国連邦準備制度「Federal Reserve Bulletin」

(図表19)

米国の直接投資受入れ残高の推移



(資料) 米国商務省「Survey of Current Business」

回は、稼働率の上昇に伴い国内価格が上昇するなかでドル建て輸出価格をほとんど引上げておらず、むしろ輸出数量を伸ばして稼働率を高め、売上高収益率を高めている姿がみてとれ、前回には国内価格、輸出価格がともに上昇したのとは対照的である。

さらに、米国に対する海外からの直接投資の増加(図表19)も、長期的には米国の輸入を国内生産に代替させる効果を持つものと考えられる。とくに、北米におけるわが国自動車メーカー等の現地生産の拡大は、米国の製品輸入を抑制するだけでなく、製品の対日逆輸出といったかたちで、米国の輸出を増加させる効果を持つことを考慮すると、米国の対外収支を今後とも長期にわたって改善していくものと期待される。

このように、構造調整の進展を反映して、米国の貿易不均衡は緩やかながら改善傾向をたどることが期待されるが、その前提としては、為替相場が経済のファンダメンタルズを正しく反映したものとなることが重要であり、また、より

基本的には、マクロ的な貯蓄・投資バランスの改善を進めていくことが不可欠といえよう。この点、長期にわたり低下傾向にあった米国家計部門の貯蓄率が、88年以降上昇を示すなど望ましい動きもみられている(注5)。もっとも、今後もこうした動きが持続するかどうかについては、なお不透明な要素も少なくなく、引

続き税制、社会保障制度等の面で家計の貯蓄意欲を高める努力が期待される。また、財政赤字についても、86年度(85/10~86/9月、 $\Delta 2,212$ 億ドル)をピークに減少しているが、なお赤字幅は大きく(89年度<88/10~89/9月>、 $\Delta 1,520$ 億ドル)、今後一段の圧縮が望まれる。

(図表20)

米国の輸出入品目別構成比(1988年中)

(%)

	輸 出		輸 入	
	(全地域)	(日 本)	(全地域)	(日 本)
合 計	100.0	100.0	100.0	100.0
素 原 材 料	20.5	41.4	18.0	0.7
食 料 品 お よ び 動 物	8.2	17.9	4.6	0.4
鉱 物 性 燃 料	2.6	3.8	9.3	0.1
そ の 他 の 原 材 料	9.7	19.8	4.2	0.2
中 間 財	17.2	18.0	18.5	10.6
化 学 工 業 生 産 品	10.1	10.6	4.5	2.4
製 品 原 材 料	7.1	7.4	14.0	8.1
最 終 製 品	62.3	40.6	63.5	88.7
機 械 類 お よ び 輸 送 用 機 器 類	42.2	26.1	44.7	78.2
(輸送用機器)	14.6	7.7	18.1	32.9

(資料) 米国商務省「Highlights of U.S. Export and Import Trade」

(2) 日米間の不均衡是正

このように、米国の対外不均衡が、89年中かなりの改善をみた中であって、これまでのところ日本との貿易不均衡に関しては捗々しい改善を示していない(前掲図表5)。このように、対日不均衡の是正がなかなか進捗しないのは、日米両国の輸出入品目構成の特性によるところが大きいと思われる。

米国の輸出入の品目別構成をみると(図表20)、輸出全体では機械類を中心とする最終製品のウエイトが高い(62%)が、対日輸出ではむしろ素原材料のウエイトが相対的に高い(41%)。また輸入についても、対日輸入では、全地域に比べて機械類および輸送用機器類のウエイトの高さが際立っている(78%)。加工段階の低いものほど、他国の商品による代替が容易であるため、為替相場の変動に伴う相対価格の変化が輸出入数量に与える短期的な影響は大きく、直ちに代替が困難な

(注5) 詳細については、調査月報89年9月号掲載論文「米国の家計貯蓄率について」を参照。

ハイテク製品になるほど価格の影響は小さいという傾向がある。88年末以降ドル相場が緩やかながら上昇を示すと、わが国では素原材料輸入中心の対米輸入を他国からの輸入に切り替える動きがみられ、この結果、米国からみれば対日輸出の伸び悩みがとくに目立つこととなった。一方、米国の日本からの輸入については、88年以降の米国景気拡大が設備投資の好調による面が大きかっただけに、資本財を中心に増加し、このため、米国の対外不均衡が全体としては改善を示すなかで、対日赤字のウエイトが上昇する結果となった。

このように、89年に日米不均衡の是正が相対的に遅れたのは、主として①為替ドル高化による相対価格の変動に伴って、素原材料を中心に上記のような裁定効果が働いたこと、および②米国内需の好調が設備投資を中心としたものであったこと、によるものと考えられる。もっとも、85年秋以降の大幅な為替相場の変動に伴う構造調整の動きは、前述のようになお進行中であるとみられ、その進展に伴い米国産業の対外競争力も徐々に強化されていくものと思われる。

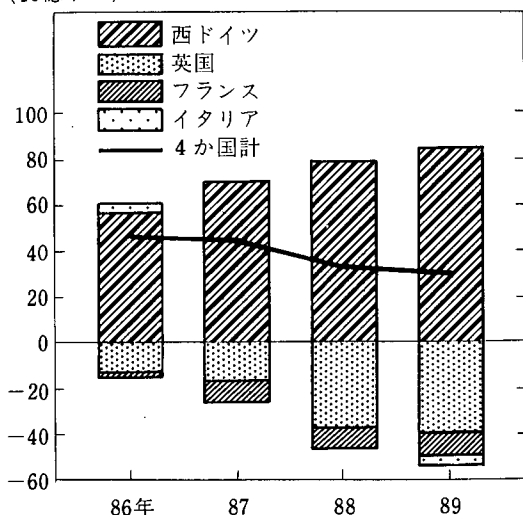
(3) EC域内における不均衡の拡大

すでにみたように、欧州ではEC統合に向けて設備投資需要が盛上がりを見せており、その結果、資本財生産に比較優位を持つ西ドイツの輸出増加、その他の欧州諸国の輸入増加というかたちで域内不均衡が拡大している(図表21)。この

(図表21)

EC主要4か国の貿易収支動向

(10億ドル)



(資料) OECD「世界経済見通し(89年12月)」

州通貨制度(EMS)の下では、結果として一段と金融・為替政策に負担をかけることになり、内外経済情勢の変化に対する機動的な政策運営を阻害する可能性を秘めている点には留意が必要である。また、現在具体化に向けて議論が行われている欧州通貨統合に際しても、経済・財政政策における協調強化等によって、各国のファンダメンタルズ(経済の基礎的条件)の収斂を図ることが必要とされており(「ドロール委員会報告」)、こうした中長期的な観点からみても、

域内不均衡の拡大は問題を投げかけている。

(4) NIEs・ASEAN 地域の貿易・投資構造の変化

NIEs・ASEAN 地域では、為替相場調整の進展や対米貿易摩擦の強まり等を背景に域外との貿易不均衡の縮小が進むと同時に、域内諸国間における直接投資の活発化、およびこれに伴う産業・貿易構造の高度化といった構造変化が着実に進展しつつある。

まずNIEsの貿易収支についてみると、自国通貨の切上げや賃金の上昇に伴う競争力低下を背景とした輸出の増勢鈍化や、内需堅調に伴う輸入の増加を反映して、87年をピークに黒字は徐々に減少に向かっており、とくに89年入り後は黒字縮小テンポが一段と加速した。

この間、アジア域内の動きに目を転じると、域内諸国間における直接投資が一段と裾野を広げつつ増加しているのが注目される。すなわち、日本、NIEs、ASEAN 間の直接投資の推移をみると、プラザ合意以降の円高に伴い、86年に日本からNIEsへの投資が急増したが、その後、それまで投資受入国であったNIEsが自国通貨高や国内労働コストの上昇、さらには米国との通商摩擦激化といった環境変化の中で、労働集約型業種を中心に周辺のASEAN諸国へ生産拠点を移す動きを強めており、88年にはASEAN向けの直接投資国としてはNIEsが日本を上回るに至っている(図表22)。こうした動きは、投資国側であるNIEsの産業構造高度化を促すとともに、投資受入国側であるASEANの工業化や輸出能力増大をもたらしている。これを、NIEs、ASEANの貿易特化係数によってみると(図表23)、NIEsでは労働集約型工業製品の競争力が最近やや低下しているものの、より高度な資本集約型工業製品については、最近の輸出環境悪化にもかかわらず競争力を維持しているのが目立つ。一方ASEANでは、従来大幅な輸入超過で

(図表22)

ASEANの投資国別直接投資受入状況

(単位、百万ドル)

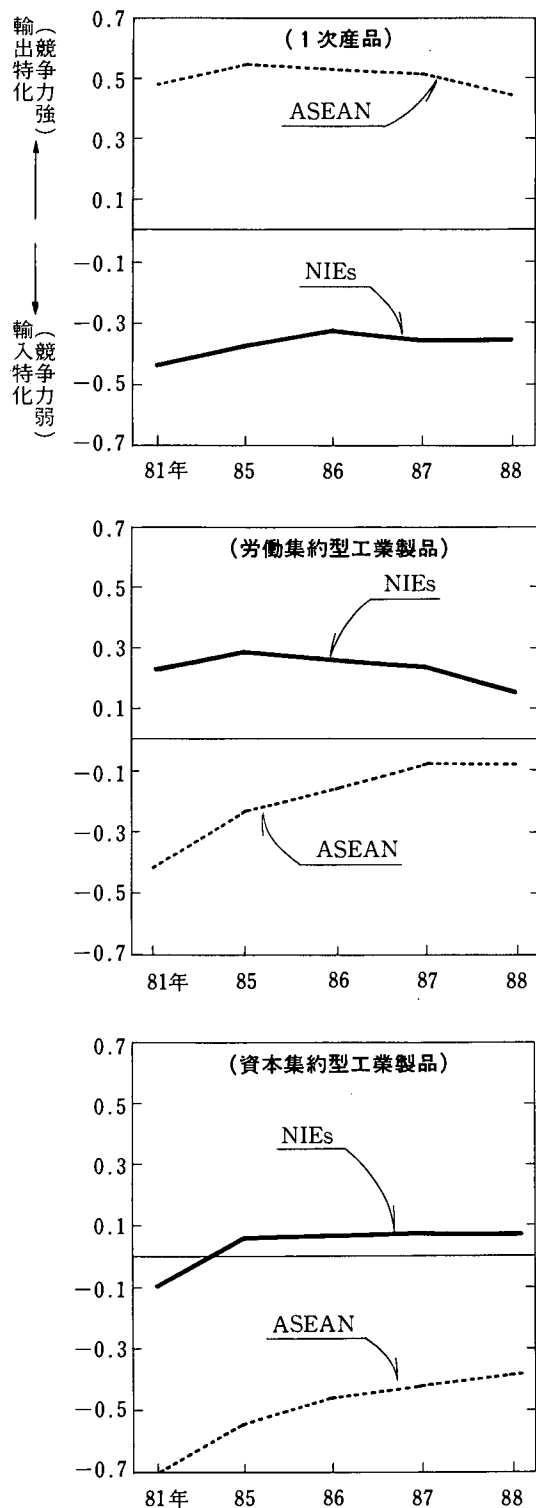
投資国	1985年	86年	87年	88年	89/1~6月
日本 (構成比、%)	188 (15.9)	433 (36.0)	775 (38.1)	1,257 (18.2)	902 (21.0)
NIEs ()	167 (14.1)	155 (12.9)	389 (19.2)	2,262 (32.7)	1,119 (26.1)
その他とも計	1,184	1,202	2,030	6,909	4,292

(注) タイ、マレーシア、フィリピンは資本金ベース、インドネシアのみ借入金を含むベース。

(資料) ASEAN各国の直接投資認可統計

(図表23)

NIEs、ASEANの財別貿易特化係数



あった労働集約型工業製品の競争力が、直接投資受入増加などから急速に高まっており、この分野におけるNIEsとの差は急速に縮まっていることがうかがわれる。

また、貿易量の面をみても、直接投資を契機とした域内分業の進展に伴い、NIEsからASEANへの資本財・中間財輸出が増加するとともに、ASEANからNIEsに向けて、直接投資により生産移転が行われた労働集約型工業製品の輸出が増加しており、こうした要因が全般的な景気拡大と相まって87年以降、NIEs、ASEAN間の貿易量を押し上げている。とりわけ、ASEANにとってNIEsは輸出入両面で米国を抜いて日本に次ぐ重要な貿易相手先として定着しつつある(図表24)。

ASEAN諸国の一部でみられる道路、港湾等の社会資本の不足や政治社会情勢の不安定化といった問題が、今後ある程度成長の制約要因として働く可能性には留意する必要があるが、直接投資を契機とするNIEs、ASEANの連鎖的な産業貿易構造の高度化や域内水平分業進展を原動力として、今後と

(注) 貿易特化係数 = $\frac{\text{輸出} - \text{輸入}}{\text{輸出} + \text{輸入}}$
財はSITC分類による。

(図表24)

ASEAN の地域別輸出入額

(単位、億ドル)

	相手国	1986年	88年
輸出	日本	120	156
	N I E S	84	139
	米国	85	125
輸入	日本	87	146
	N I E S	60	103
	米国	61	92

(資料) IMF「Direction of Trade Statistics」ほか

足、インフレの加速、さらには対外債務の累増といった現象が目立ち始めるなど、総じて経済不振の度合いが強まっている。こうした中、東西関係の緊張緩和、ソ連におけるペレストロイカ(改革)推進が引き金となって、89年には東欧諸国において政治経済改革の動きが急速な拡がりをみせた。一方、79年以降経済改革を進めてきた中国では、89年に入って政治体制の民主化を求める学生、市民の集会やデモが広がったが、政府は6月には武力をもって鎮圧するに至った。その後経済政策面では従来からの改革・開放路線の維持が表明されているものの、景気の停滞感が強まりつつある。

(東 欧)

東欧諸国では89年に入って政治改革の動きが急速に活発化した。ポーランドでは、9月に東欧としては1950年代以降初の非共産連立政権が樹立された。ハンガリーでは、10月に与党社会主義労働者党が一党独裁と共産主義の放棄を決定し、党名を社会党へと変更するとともに、憲法を改正して国名もハンガリー人民共和国からハンガリー共和国へと変更するに至った。また、東ドイツでも、市民の大量出国や改革要求のデモの拡がりといった事態を前に、ホーネッカー社会主義統一党書記長兼国家評議会議長が最高指導者の地位を10月に辞任、11月に入ってから西ドイツとの国境開放(「ベルリンの壁」の実質崩壊)を始めるなど劇的な展開をみせている。さらに、ブルガリア、チェコスロバキアが首脳部の交代といった事態に発展したほか、ルーマニアでも、長期にわたり独裁を維持してきたチャウシェスク政権が崩壊するに至った。

こうした改革の底流となっている東欧諸国の経済動向についてみると(図表25)、80年代に入り成長率が総じて鈍化傾向にあるなかで、食糧を始めとする生活物資やエネルギーの不足が目立ってきている。また、こうした生活物資不足に加え、

もアジア地域が順調な成長を続けていくことが期待される。

4. 共産圏諸国の動向

共産圏諸国の動向をみると、ソ連・東欧圏では80年代入り後、計画経済システムの行詰りや経済政策の失敗等を背景に経済成長率の鈍化、消費財・エネルギー等の不足

(図表25)

ソ連・東欧諸国の経済指標

(前年比、%、対外債務残高は億ドル(末残、推定値))

		1985年	86年	87年	88年	89年
ポーランド	生産国民所得	3.0	4.1	1.7	4.5~5.0	n.a.
	消費者物価	15.1	17.7	25.2	60.0	(1~6月) 80.7
	対外債務残高	331	366	421	428	n.a.
ハンガリー	生産国民所得	△ 0.9	0.9	4.1	0.5	n.a.
	消費者物価	7.1	5.3	8.6	15.6	(1~6月) 16.0
	対外債務残高	130	163	190	188	n.a.
東ドイツ	生産国民所得	4.8	4.3	4.0	3.0	(1~6月) 4.0
	消費者物価	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	対外債務残高	144	157	199	200	n.a.
ソ連	生産国民所得	3.5	4.1	2.3	4.4	(1~9月) 2.4
	消費者物価	1.0	1.9	1.9	n.a.	n.a.
	対外債務残高	280	331	367	380	n.a.

(資料) コメコン書記局「コメコン諸国統計年鑑」、
世銀「World Debt Tables」、
OECD「Financial Market Trends」ほか

一部の国において市場経済システム導入(統制価格撤廃等)に伴い消費財の需給アンバランスが表面化したこともあって、このところ物価が急激な上昇を示している。例えば、ポーランドでは、81年以降消費者物価が前年比二桁の上昇を続けてきたが、88年2月にそれまで実勢と比べ著しく低く抑えられていた食料品、交通料金等一部統制価格の大幅引上げが行われ、さらに89年8月には食料品の価格統制がほぼ全廃されたことから、インフレが一段と加速している。ユーゴスラビアでも、84年以降前年比5割を超す消費者物価の上昇が続いていたが、89年に入って政府補助金の大幅削減により騰勢は一段と加速し、ごく最近では前年比20倍を超える上昇を示している。また、ハンガリーでも、上記2か国ほどではないが、88年以降前年比二桁の物価上昇が続いている。さらに、こうした物価上昇、インフレ心理の高まりは、生産者、消費者の売り惜しみや買いだめ姿勢の助長を通じ、消費財不足に一段と拍車をかけている。

こうしたインフレの加速に対し名目賃金の上昇が追いつかず、実質賃金は著しく低下をみており、このため、ポーランド、ユーゴスラビアでは、賃金の大幅な引上げを求めるストライキが多発し、これが生産コストの上昇や生産の停滞をもたらす結果、インフレを一層深刻化させるという悪循環に陥っている。一方、国

内でのインフレに伴い通貨価値が下落しているため、西側通貨との交換可能性の実現を目指すポーランド、ハンガリーでは、公定レートの再三にわたる切下げを余儀なくされている(ポーランド：88年末503ズロチ／ドル→90年1月1日以降9,500ズロチ／ドル、ハンガリー：88年末53フォリント／ドル→89年12月4日以降64フォリント／ドル)ほか、ユーゴスラビアでは90年1月にデノミネーション(1万分の1)を実施した。

この間、東欧諸国の西側債務残高も高水準で推移しており、これに伴う返済負担の増加や各国の輸入抑制を軸とする経済調整策の実施が、国民生活をさらに窮状に追込むかたちとなっている。

こうした経済の悪循環を断ち切るためには、供給サイドにおいて経済改革の推進による生産の効率化を図るとともに、需要面では、総需要を適切に管理することによりインフレを収束することが必要と考えられるが、一方で極端な引締め政策は短期的に国民の不満を高めかねないため、各国とも現状厳しい政策運営を余儀なくされている。こうした状況下、現在進行している政治経済改革の流れを定着させるためにも、西側諸国からの援助の重要性に対する認識が強まっており、ポーランドが西側各国に経済援助を再三にわたり要請、ハンガリーでも貿易や合弁事業の拡大といった経済交流の活発化により経済再建を図る方針を打出している。

これに対し、西側諸国もアルシュサミット(7月)や「ポーランド、ハンガリー支援関係国24か国会議」(8月以降4回開催)、「ストラスブールEC首脳会議」(12月)等の場において、支援に対する前向きな姿勢を明確に表明している。国別にみると、EC諸国は、歴史的、あるいは文化・社会的に東欧と密接な関係があることもあって、とりわけ積極的な支援姿勢を示しており、ストラスブールEC首脳会議では、東欧における投資促進、市場経済体制の整備、産業構造の調整を目的とした「欧州復興開発銀行」の創設を決定している。また、米国では、ポーランド、ハンガリーに対する援助法案が議会で可決されたほか、日本でも食糧援助や通貨安定化基金への資金拠出等を柱とした支援策が打出されている^(注6)。

(注6) 89年9月に開催された7か国蔵相・中央銀行総裁会議では、共同声明中、「大臣および総裁は、東欧のいくつかの国、とくにポーランドとハンガリーにおいて現在進行中の歴史的な出来事について討議し、より開放的で市場指向型の経済を構築しようとする計画への強い支持を表明した。彼らはポーランド政府に対し、IMFとの間で協力かつ持続的なプログラムを早期に合意するよう強く求めた。また、彼らは、このようなプログラムを、パリ・クラブのリスケを含む二国間および多国間の行動を通じて支援する用意がある」(仮訳)と述べており、IMFを中心に具体的な方策につき検討が続けられている。

(ソ 連)

ソ連では、ゴルバチョフ政権の下でペレストロイカ(改革)を実施しており、政治面においては最高意志決定機関として共産党以外の社会团体(労組、協同組合等)代表を含む人民議員大会を創設するなどの思い切った制度改革を行ったほか、経済面においても機械工業の国際競争力強化を主眼とする投資優先の経済加速化戦略と、市場メカニズム導入を柱とする経済システム改革を進めてきた。

もっとも、こうした成長戦略の採用にもかかわらず、経済成長率はこのところむしろ鈍化傾向をたどっており、第12次5か年計画(86~90年平均、4.2%)の達成は困難とみられている(前掲図表25)。また、東欧諸国同様、消費財不足が目立っているほか、最近初めて公表された統計によれば、89年末における財政赤字が920億ルーブル(GNPの11%)、また対外債務総額も400億ルーブル(同5%)に達すると見込まれているなど、経済状況はペレストロイカに着手した86年当時よりむしろ悪化したとの感さえ拭えない。こうした経済不振の背景をやや詳しくみると、①経済加速化戦略においても生産財優先の考え方は改まらなかったため、消費財の供給不足が顕著となる一方、賃金が生産性を上回る上昇を示したことから、消費財を中心に需給両面からインフレ圧力が強まったこと、②軍事費や農産物等に対する価格補助金増加を主因とする財政赤字拡大を中央銀行信用によりファイナンスしたことが、インフレを進行させたこと、③一連の市場メカニズム導入策にもかかわらず、現実には国家計画主導の高成長指向が優先されたため、企業の採算意識の向上や市場の拡大および多様化が進展しなかったこと等が指摘できよう。さらに、官僚組織により歪曲された計数の氾濫から政府首脳から下部に至るまで、経済の実情の把握が困難であったという事情も根底に存在していた。

こうした状況下、ゴルバチョフ政権はこれまでの成長重視路線からインフレ収束、国民生活重視路線への変更を迫られており、90年の経済計画および予算においては成長率を5か年計画開始(1928年)以来最低の2.0%に設定したほか、消費財生産優先(消費財生産前年比89年<1~6月>+5.3%→90年<計画>+6.7%、生産財生産同+1.8%→+0.3%)、財政赤字削減(89年見込み920億ルーブル→90年計画600億ルーブル)を柱とする政策を打出している。また、中長期的な経済改革のビジョンについては、89年11月に開催された全ソ経済専門家会議において市場原理導入、生産手段私有化、価格体系自由化の段階的な推進を目指すプログラムが策定されている。

(中 国)

79年以降経済改革を進めてきた中国では、80年代を通じ高成長を維持してきたが、総需要の拡大テンポが極めて急であったことから、88年には物価の急騰と貿易赤字の拡大を招いた。このため、政府は同年秋以降インフレ抑制に重点をおいた財政・金融面の調整政策を実施してきた^(注7)。

この間、インフレの進行などに不満をもつ学生、知識人を中心に政治面での改革を求める機運が高まり、言論・報道の自由確保、幹部の不正・腐敗の取締りや共産党一党独裁打破等政治改革の推進を要求する民主化運動が広がった。こうした民主化要求に対して、中国政府、人民解放軍は、6月武力による鎮圧(いわゆる天安門事件)を行い、その後、江沢民を総書記とする新指導部が成立した。

最近の景気動向をみると(図表26)、先に述べた経済調整策の効果浸透から、89年入り後、個人消費、設備投資を中心に内需が急速にスローダウンしており、鉱工業生産も伸びがほぼゼロまで低下するなど、停滞色が強まっている。この間、対外収支面では輸出が高い伸びを続ける一方、輸入が国内景気の停滞や抑制策の強化から減少に転じているため、貿易赤字は改善に向かっている。また、物価についても上昇テンポが鈍化しつつある。このように、経済調整政策はある程度の成果を収めつつあるが、11月に行われた中国共産党第13期中央委員会第5回全体会議においては、「本年を含む今後3年ないしそれより若干長い期間について」調整政策を維持する方針が明らかにされている。

(図表26)

中国の経済指標

(前年比、%)

	1986年	87年	88年	89年			
				1～3月	4～6月	7～9月	10～11月
国民総生産	8.3	10.6	11.2	5.0			n.a.
鉱工業生産	11.7	17.7	20.7	10.4	11.1	5.4	Δ 0.6
基本建設投資	9.5	14.2	14.9	0.6	Δ 4.5	Δ 8.0	n.a.
社会商品小売	15.0	17.6	27.8	21.3	15.4	1.6	(10月) Δ 0.3
社会商品小売物価	6.0	7.3	18.5	27.1	23.9	15.7	7.3
貿易収支 <億ドル・通関> (前年同期)	Δ 119.7	Δ 37.7	Δ 77.1	Δ 18.9 (Δ 6.5)	Δ 39.0 (Δ 5.5)	Δ 7.1 (Δ 22.9)	Δ 1.6 (Δ 19.3)

(資料) 中国統計年鑑、中国統計月報

(注7) 調査月報89年3月号掲載論文「最近の中国经济について」参照。

なお、為替レートについては、12月に、一段の貿易収支改善等を狙って人民元の公定レート引下げ(IMF方式21.2% \lt 3.72人民元/ドル \rightarrow 4.72人民元/ドル \gt)が行われている。

5. 金融・資本市場を巡る最近の動き

国際金融・資本市場に目を向けてみても、89年中、多くの分野で新たな展開がみられた。以下では、それらのうち六つの特徴的な動きについて、やや詳しくみてみたい。

(1) 金融のグローバル化の進展とその問題点

各国の経済活動がますます国際化する中で、通信、情報処理技術の急速な発展や各国における規制の緩和(図表27)等を背景に、「金融のグローバル化(globalization)」が着実に進展してきている。金融のグローバル化は、具体的には①金融市場のグローバル化、②取引システムのグローバル化、③各国金融資産の代替性の拡大、④決済システムのグローバルな拡大、といった多面的な現象としてとらえられよう。

まず、金融市場のグローバル化については、ユーロ市場やオフショア市場のように、特定の金融資産がその発行国外において取引されるような市場の規模が急拡大している(図表28)。また発行国外における取引の種類も、預金、貸付形態のみならず、証券、金融先物、オプション取引といった形態で拡がりを見せている(例えば、東京証券取引所における米国債先物取引、シンガポール国際金融取引所<SIMEX>におけるユーロ円金利先物取引、ロンドン国際金融先物取引所<LIFFE>における西ドイツ国債先物・オプション取引等の開始)。とくに最近では、リスク・ヘッジ・ニーズの高まりと国際金融センターとしての利便性向上などを目的として、金融先物・オプション取引市場を創設する動きが目立っている(東京金融先物取引所の創設<89年6月取引開始>、西ドイツにおける先物・オプション市場の創設計画<90年取引開始予定>等)。

第二に、グローバルな取引を行うためには海外市場にアクセスする手段が必要であり、これを提供するサービスがグローバル・ビジネスとして発展している。まず、取引情報収集のためのシステムとして、ディスプレイ端末をユーザーのオフィスに設置する形態でのオンライン情報サービスが急速に普及しつつある。また、取引を成立させるためのディーリング・システムについても、グローバルなオンライン・ネットワークが発展している。例えば、シカゴ・マーカントイル

(図表27)

主要国の金融自由化と規制緩和

	1986年以前	87年以降
英国	<ul style="list-style-type: none"> ・金融先物市場(LIFFE)の創設(82) ・「ビッグ・バン」により、証券取引手数料を自由化。また、外国証券会社の参入を自由化したほか、銀行による株式ブローカーの買収・設立を認可(86) ・印紙税引下げ(84、86) 	<ul style="list-style-type: none"> ・デイスカウト・ハウス業務への参入自由化(88)
米国	<ul style="list-style-type: none"> ・オフショア市場(I B F)の開設を認可(81) ・有価証券取引税(連邦ベース)を廃止(81) ・証券発行に関する一括登録の認可(82) ・利子配当にかかる源泉課税廃止(83) ・預金金利規制については、要求払い預金の付利禁止規定を除き廃止(86) 	<ul style="list-style-type: none"> ・銀行持株証券子会社によるC P等引受制限の緩和(87) ・居住者外貨預金の受入れ制限の廃止(90<予定>)
日本	<ul style="list-style-type: none"> ・C D市場の創設(79) ・定期預金金利規制の段階的廃止(85～) ・銀行の国債および債券先物ディーリングを認可(84) ・東証会員権の一部外国証券会社の取得認可(85) ・外国銀行の信託業務を認可(85) ・ユーロ円債の国内還流制限期間の短縮(86) ・オフショア市場(J O M)の開設を認可(86) 	<ul style="list-style-type: none"> ・C P市場の創設(87) ・株式指数先物・オプション取引の認可(88) ・有価証券取引税の減税(88) ・金融先物市場(TIFFE)の創設(89) ・包括的なキャピタル・ゲイン課税の導入(89)
西ドイツ	<ul style="list-style-type: none"> ・非居住者の債券利子所得に対する源泉税の撤廃(84) ・D M建て新金融商品(C D、ゼロクーボン債等)の発行容認(85) 	<ul style="list-style-type: none"> ・証券取引所に第2部市場を創設(87) ・外債の最低償還期限規制を緩和、また事前届出義務を廃止(89) ・利子所得に対する源泉課税の廃止(89) ・先物・オプション市場の創設(90<予定>)
フランス	<ul style="list-style-type: none"> ・非居住者に対する債券利払いの源泉課税を廃止(86) ・証券ブローカー手数料を自由化(85) ・為替管理を90年までに段階的に廃止(86～) ・入札制度と国債発行のプライマリー・ディーラー制を導入(86) ・先物市場(MATIF)の創設(86) 	<ul style="list-style-type: none"> ・オプション市場(MONEP)の創設(87) ・金融機関の株式ブローカー買収を認可(88)

(注) 1. この表は、ここ10年間の主な動きについて示したもの。ここで示した以外にも、10年以上前に撤廃された規制もある。

2. ここにある規制の中には、廃止または規制の緩和が審議中のものもある。

3. 各項目の()内の数字は実施年。

(資料) 英蘭銀行「Quarterly Bulletin(89年11月)」等より作成

取引所(CME)とロイター社では、コンピュータ端末を利用して海外からの市場参加も可能とする先物取引システム「GLOBEX」を開発、89年2月に米国商品先物取引委員会(CFTC)の認可を受ける一方、英国、フランス等でも認可ないし関係者間での合意が成立し、各国で近々稼働が開始される予定となっている。さら

(図表28)

国際金融市場の規模
(1) 各国所在市中銀行の対内外債務残高

(年末、10億ドル)

		1983年	86年	88年
日 本	対内債務	1,318.9	2,424.6	3,715.5
	対外債務	109.5	374.6	772.2
	オフショア市場	—	88.0	328.0
	合計	1,428.4	2,887.2	4,815.7
米 国	対内債務	1,701.9	2,216.5	2,494.2
	対外債務	176.7	208.7	285.7
	オフショア市場	156.7	249.0	335.9
	合計	2,035.3	2,674.2	3,115.8
英 国	対内債務	186.3	308.7	551.1
	対外債務	508.7	727.5	925.9
	合計	695.0	1,036.2	1,477.0
西ドイツ	対内債務	666.9	1,132.5	1,367.7
	対外債務	57.9	101.3	131.0
	合計	724.8	1,233.8	1,498.7

(資料) IMF [International Financial Statistics]、
BIS [Annual Report]

(2) ユーロ債発行残高の推移

(10億ドル、%)

	1982年	85年	88年	89/6月末	(構成比)
合計	255.0	557.4	1,086.2	1,118.6	100.0
米ドル	144.0	315.8	470.9	524.8	46.9
スイス・フラン	43.0	78.9	139.2	127.4	11.4
円	16.5	42.7	132.8	122.3	10.9
D M	31.0	50.4	103.6	101.7	9.1
英ポンド	4.0	19.2	73.5	70.9	6.3
その他	16.5	50.4	166.2	171.5	15.3

(資料) BIS [International Banking and Financial Market Developments]

(3) 3大市場における外国為替取扱高

(1日平均、億ドル)

	東 京	ニューヨーク	ロンドン
83年4月	125	260	n. a.
86年3月	480	585	900
89年4月	1,152	1,289	1,870

(注) 日本銀行、NY連銀、英蘭銀行による同時調査による。

(図表29)

各国の外銀進出状況

	1960年	70年	80年	85年	88年
日本	34	38	85	114	119
米国	n.a.	n.a.	495*2	616	675
英国	51	95	214	293*3	368
西ドイツ	n.a.	26*1	88	118	160

(注) 日本、米国は店舗数、その他は銀行数。

*1 72年末計数 *2 82年計数 *3 85年6月計数

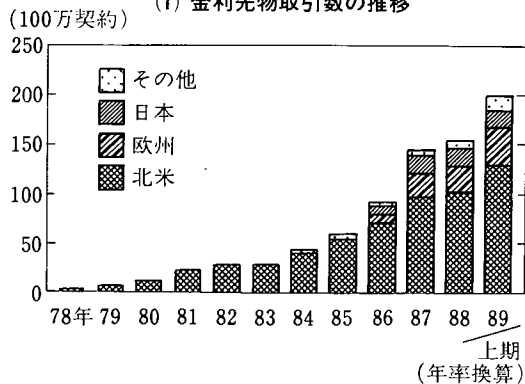
(資料) BIS「Recent Innovations in International Banking」April 1986、
日本銀行「経済統計年報」、
American Banker「TOP Numbers 1989」、
米国商務省「Statistical Abstract of the United States」、
ブンデスバンク「Monthly Report of the Deutsche Bundesbank」

に、金融機関や事業会社が情報収集や具体的な取引実行のため、市場所在地に取引拠点を設置、拡充する(図表29)といった動きも着実に進んでいる。

(図表30)

金利先物、スワップ取引の拡大

(1) 金利先物取引数の推移



(資料) 英蘭銀行「Quarterly Bulletin」

(2) スワップ残高の推移

(年末、10億ドル)

	1985年	86年	87年	88年
金利スワップ	n.a.	n.a.	682.9	1,010.2
(うち米ドル)	170.2	312.8	541.5	728.2
通貨スワップ	n.a.	n.a.	182.8	316.8

(注) スワップ残高は想定元本ベース。

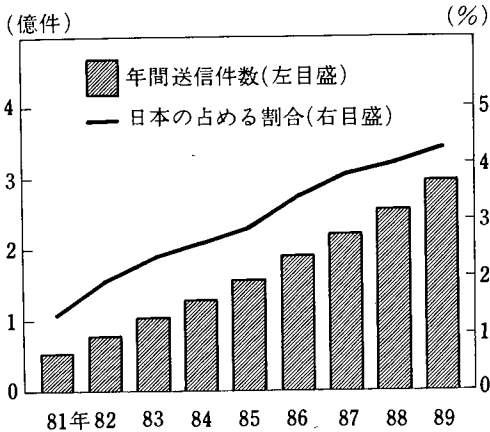
(資料) International Swap Dealers Association, Inc.

第三に、グローバルな市場で、複数の通貨にまたがって資金の運用・調達を行うためには、各国金融資産の代替性拡大が重要となる。そのような金融資産間の代替性拡大や為替リスク等のヘッジ手段として、先物為替、通貨・金利スワップ、あるいは先物、オプション取引があるが、こうした取引の拡大(図表30)はグローバル化の結果であると同時に、グローバル化自体の進展に寄与するものといえよう。

第四に、こうした金融のグローバル化は、必然的に決済システムのグローバル化をもたらす。国際間の送金や外貨売買等に関するメッセージ伝達システムとしては、SWIFT(The Society for Worldwide

(図表31)

SWIFT システム利用状況



(注) SWIFT(国際銀行間データ通信システム)は、77年5月に稼働開始し、日本は81年3月9日に接続した。
(資料) SWIFT「Monthly Progress Report」

Interbank Financial Telecommunication)が77年から稼働しているが(図表31)、最近これと同様なサービスを提供するシステムが相次いで登場している。また、ユーロ円取引や外国為替取引にかかる円資金決済については、89年3月より日本銀行金融ネットワーク・システム(略称日銀ネット)を通じて運営されるようになった。次に、金融市場商品や証券の受渡し決済システムとしては、ユーロ債の決済がEuroclearやCEDELといった

振替決済機関によって集中的に行われている。先物オプション取引の決済面でも、通信コストの低下や24時間取引化の動きを反映して、取引所間の相互決済制度導入の動きが進んでいる(注8)。

こうした金融のグローバル化は、金融市場の効率性を高める一方で、今後解決していかなければならない問題も同時に提起している。第一は、各国の市場の取引ルール相違をどのように克服するかという点である。グローバル化の進展はそもそも各国金融制度にかかる規制緩和が一つの契機となっているが、同時にそれは、グローバル化が進んだ下では、金融取引がより規制の少なく、取引コストの低い国へ逃げていってしまい、いわゆる金融取引の国内空洞化が発生する可能性を示唆する。これを回避するため、国際金融センター間で「制度の競争」が行われることになれば、それは一方では、国際金融システム全体として効率性を高めよう。しかし同時に、「制度の過当競争」によって取引にかかるディシプリンが損われるようなことになれば、市場参加者のリスク・エクスポージャーを増大させてしまう可能性がある点には、注意が必要であろう。これに関して、国際金

(注8) 例えば、CMEとSIMEXの間では、相互決済制度の導入(84年9月)によりユーロダラー、西ドイツマルク、円等の金融先物取引に関して、一方の取引所での建玉をもう一方で手仕舞う、といったことが可能となっており、証拠金を両方の取引所に別途預託する必要がなくなっている。これに類似した相互決済は、ニューヨーク商品取引所・シドニー先物取引所間、CME・LIFFE間、LIFFE・シドニー先物取引所間(以上先物取引)、ロンドン証券取引所・フィラデルフィア証券取引所間(オプション取引)等でも行われている。

融問題等について提言を行っている賢人グループ(Group of Thirty<G-30>)は、89年3月、証券決済システムのリスク削減や合理化の観点から、毎営業日決済方式の導入やネットィングについての具体的検討等を内容とした提言を発表した(図表32)が、こうした動きは、取引・決済慣行の統一化・効率化を通じて、国際金融システムにとって望ましい秩序をもたらすものとして評価できよう。また、グローバル化によって、各国規制間の整合性が問題となるケースも考えられよう。このように、市場のグローバル化は、適切かつ有効なリスク削減策を一国のみで実施することを困難にするだけに、各国当局間の意志疎通を緊密化することを通じて政策面での協調を図る重要性が増大している(注9)。

(図表32)

G-30報告書における提言

<p>提言1：証券ブローカー、ディーラー等直接市場参加者間の約定確認は約定日の翌日までに完了するようにすべきである(1990年まで)。</p>	<p>提言6：証券取引と証券ポートフォリオの管理にかかる資金決済は、すべての金融商品や市場において統一的に“Same Day Funds”の方法により行われるべきである。</p>
<p>提言2：機関投資家等間接市場参加者も約定確認システムに参加すべきである(1992年まで)。</p>	<p>提言7：すべての市場において毎営業日決済方式(Rolling Settlement)が採用されるべきである。1992年までに3営業日後決済を実現すべきである。またその実現の妨げにならない限りにおいて、最低1990年までの5営業日後決済実現を中間的目標として採用すべきである。</p>
<p>提言3：各国とも、可能な限り幅広い参加者を取込み得るよう組織化され、また管理された、効率的な、高度に発達した中央証券保管機関を有するべきである(1992年まで)。</p>	<p>提言8：証券決済の円滑化のため、証券の貸借取引を促進すべきである。証券の貸借取引の阻害要因となっている法律上、行政上、税制上の障害は、1990年までに撤廃されるべきである。</p>
<p>提言4：各国は、市場取引のボリュームや市場構造を調査し、リスク軽減と効率性向上の観点からネットィング・スキームの採用が有益かどうかについて結論を得るべきである。その結果、ネットィング・スキームの採用が適当であると考えられれば、1992年までにその導入を図るべきである。</p>	<p>提言9：各国ともISO基準7775号に盛込まれた証券メッセージ基準を採用すべきである。とりわけ、ISO基準6166号において定義された証券については国際証券識別番号制度を導入すべきであり、少なくともcross border取引においては採用されるべきである(1992年まで)。</p>
<p>提言5：すべての証券決済はアゲンスト・ペイメント化されるべきである(1992年)。</p>	

(注9) 例えば、コンピュータ端末を通じた海外市場との取引システムを考えると、取引参加者は、それぞれの国にある端末を通して国外市場にアクセスするため、その取引に関する適用法規や裁判管轄権等、現状では必ずしも明確でない部分が残っている。そうした状況の下で当該システムに対する規制を行う場合には国際的なルールの作成が必要であり、現在、国連国際取引法委員会(UNCITRAL)における電子的資金決済に関するモデル法作成といったかたちで、努力が重ねられている。

第二に、グローバル化に伴う競争激化を背景に、市場参加者間で平等な競争条件(level playing field)を確保する必要性が高まってきている。88年7月にB I S (国際決済銀行)の銀行規制監督委員会が、国際銀行業務を営む銀行に対する自己資本規制の統一基準を公表したが、その目的は国際銀行システムの健全性と安定性を強化するとともに、国際業務に携わる銀行間の競争上の不平等の要因を軽減するため、統一基準自体に公平性とかなりの程度の整合性を持たせることにあった。

平等な競争条件の確保の観点から、相互主義^(注10)を採用する動きもみられている。89年7月、E C蔵相・経済相理事会は、欧州統合に関連して、域外金融機関が欧州に進出する場合には、E C委員会が相互主義の観点から「内国民待遇」および「実効的市場アクセス」の2点を基準として審査を行う^(注11)ことで合意した。これは、E Cの銀行がE C域外で営業を行う場合、当該国において公正な待遇を確保することを目的としたものといえる。もっとも、その審査基準の一つである「実効的市場アクセス」の解釈について、なお不透明な面も残されている点には留意を要しよう。

(2) 89年中におけるM&A、LBOの動向

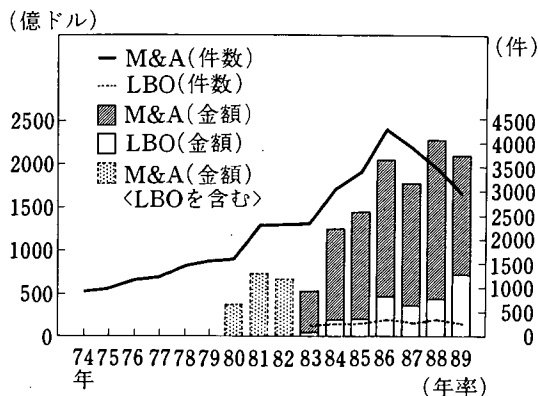
欧米におけるM&A(企業の合併、買収)の動向をみると、89年に入ってからLBOが盛上がりを見せたが、9月のジャンク・ボンド価格の急落や10月の買収関連株を中心とする株価急落以降やや一服となるとともに、そのメリット、デメリットをめぐる議論が一段と活発化している。

89年1～9月における米国のM&Aの規模をみると、2,100億ドル(年率換算後)と前年(2,270億ドル)比幾分減少したものの、なお高水準にあり(図表33)、とくにLBO^(注12)については、同720億ドルと前年(430億ドル)比7割増と著しい伸

(注10) 相互主義(Reciprocity)の考え方自体は必ずしも新しいものではなく、例えばわが国の銀行法においても、外国銀行の進出(支店、現地法人)を認可するに際しては、「大蔵大臣は当該国において本邦銀行がこの法律による取扱いと実質的に同等な取扱いが行われると認められるかどうか審査しなければならない」(銀行法第4条)としている。また英国でも金融サービス法(Financial Services Act, 1986)において、相互主義の項目を設けている。

(注11) 具体的には、E Cの銀行が域外国において、「当該国金融機関がE C内において享受していると同等の実効的市場アクセス」が確保されない場合については、E C閣僚理事会が当該国と交渉を開始し、「当該国金融機関と同じ競争機会を保証するような内国民待遇」も得られない場合には、当該国銀行のE C市場参入を留保、制限できることとした。

(図表33)
米国におけるM&A、LBOの推移



(注) 89年については89/1—9月の計数を年率換算したものを。

(資料) M & A誌

称「ジャンク・ボンド」<格付BB以下>利用を含むLBO手法の発展、等を指摘できよう。

一方、欧州においては、英国を中心にMBOがこの1～2年急激な増加を見ており、10百万ポンド以上のMBOの取引金額合計は、89年1～9月中(年率換算後)に70億ポンド(約110億ドル)と88年(44億ポンド<約71億ドル>)を上回っている。こうした英国におけるMBOの増加については、企業の合理化により競争力を強化したいという経営者の意識の高まりや、LBO手法の発展といった米国同様の要因に加え、EC統合を控えて経営基盤の強化を図っておきたいという固有の要因も指摘できる。

(図表34)

米国におけるM&Aの第1～4波の特色および背景

時期	第1波 (1895～1912)	第2波 (1925～1931)	第3波 (1960～1972)	第4波 (1984～)
特色	産業資本の独占化	企業の垂直統合	企業の多角化	メガ・マージャー、 企業分割(コングロマリット解体)
背景	鉄道網の完成	反トラスト法成立	反トラスト法強化 大不況の教訓	反トラスト法緩和、 LBO手法の発達

(注12) LBO(Leveraged Buyout)とは、少額の自己資本を「てこ」(leverage)として多額の借入を行い、これをもって企業を買収し、その被買収企業の収益もしくは余剰資産の売却により、買収に要した借入金を返済する方式。なお、その一形態として経営者が自社を買収することをMBO(Management Buyout)と呼ぶ。

長をみた。このように、M&Aの第4の波と位置付けられる(図表34)ほどLBOが盛行をみた背景としては、企業の所有と経営の一致による経営基盤強化を目指す考え方が米国企業の中で広がっているなかで、①レーガン政権下における反トラスト法緩和を契機とした大型買収・合併の出現、②肥大化の目立つコングロマリット企業の分割による経営合理化、③LBO専門業者による高利回り債券(俗

こうしたM & A、なかんずくL B Oの急増は、一般に被買収企業の経営効率化に資するメリットがあると言われている。しかしながら、反面で買収に關与する企業の負債比率を上昇させる結果、金融引締め期ないし景気後退期には負債に対する金利支払いに破綻を來たしかねず、またそれが金融資本市場に及ぼすインパクトも無視し得ないものとみられる。

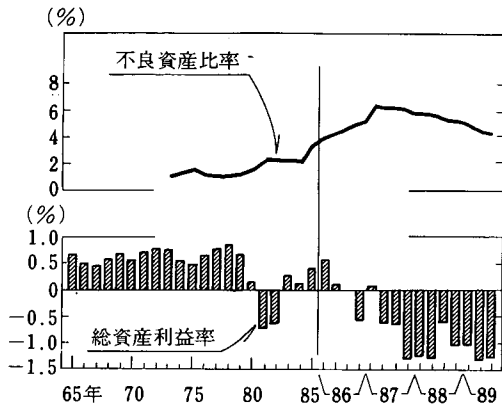
現実に米国においては、88年から89年央にかけての金利上昇がL B O成立後の買収企業体の財務状態を徐々に悪化させていたが、89年9月の一部ジャンク・ボンドの利払い難を契機にジャンク・ボンド市場全体への信認が低下し、つれてその市況が急落、また新規発行も急激に減少するという事態を招いた。一方、株式市場では、L B Oに關する思惑により被買収企業の株価の急上昇が頻繁にみられてきたが、89年10月13日、U A L買収計画の失敗の発表を受けて同社株価が急落、他のL B O關連株もつれて大幅安となったほか、不安心理の拡がりから優良企業の株式まで全面安となる事態が生じた(10月13日ニューヨーク・ダウ工業株30種平均、前日比△190ドル)。今回の米国における株価急落は、經濟のファンダメンタルズから派生した問題ではなかったため、その後各国市場で87年10月のように連鎖的な暴落を招くことは避けられたものの、大型L B Oの盛行が持つ、金融資本市場の安定性に対する潜在的リスクを改めて浮き彫りにすることとなった。

(3) 中小金融機関の経営を巡る問題

金融の自由化、グローバル化が金融システムの効率化や収益機会の増大をもたらす一方で、金利リスクや信用リスクといったさまざまなリスクについての適切な対応がより重要となっている。こうした点をとくに強く認識させることとなったのが、米国における貯蓄金融機関の経営問題であろう。

貯蓄金融機関は、米国金融システムの中で、業態全体としては商業銀行に次ぐ規模を有し、住宅・不動産金融の分野では中核的な役割を果たしている。短期の貯蓄預金を原資として、長期(25~30年程度)のモーゲージローンに運用する、これら貯蓄金融機関は、①86年以降の石油価格の下落や農業不況を契機とした地域經濟の著しい変動を背景に、モーゲージローン等の資産内容の急速な悪化をみたほか、②金融自由化の進展に伴う競争激化の中で、変動金利調達が増大する一方、十分なリスク管理技術を持たずに商工業貸出等新規分野へ業容拡大したこと、さらに③監督体制が十分ではなく、貯蓄金融機関の経営放漫化、経営者のモラルの後退に歯止めをかけることができなかつたこと等が重なって、経営状態は急速に悪化した(図表35)。

(図表35)
貯蓄金融機関の業況推移(FSLIC加盟ベース)



(注) 不良資産は以下のように定義。
 86年以前は、60日以上延滞しているモーゲージローン
 87年以降は、①60日以上延滞の1～4世帯向けモーゲージローン
 ②その他のモーゲージローンのうち支払期限を経過したもの
 $\text{不良資産比率} = \text{不良資産} / \text{モーゲージローン残高}$
 (資料) 連邦住宅貸付銀行理事会「Savings & Home Financing Source Book」

こうした貯蓄金融機関の経営悪化は、大統領選を契機として88年後半から政治問題化していたが、ブッシュ大統領はこの問題に対して積極的な取組み姿勢を示し、就任後間もない2月に業界再建法案を議会に上程、8月には「金融機関改革救済執行法(Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act)」が成立した。同法では、①破綻貯蓄金融機関を一元的に整理・救済するスキームとともに、②規制監督システムの改革や各種業務規制・罰則規定の強化、さらに自己資本の充実といった新しい規制体系の確立をも合わせて盛り込んでいる(注13)。

このように、米国貯蓄金融機関の経営危機問題は、解決に向けて一步踏み出したわけであるが、破綻先整理に必要な資金規模が、すでに確保されている500億ドルを大きく上回り、500～1,000億ドルの追加資金が必要となるとの見方も少なくなく、今後も引続き米国経済にとって大きな不確定要素といえよう。

(4) EC通貨統合を巡る動き

現在欧州では、92年末を目指して、EC域内における人、物、サービス、資本の移動を自由化するという、いわゆる「EC統合」にむけての動きが活発化している。「EC通貨統合」もそうした流れの延長線上に位置付けられ、具体的には、89年4月に公表された「経済・通貨同盟に関する報告書」(いわゆる「ドロール委員会報告」)で、経済・通貨統合にむけての3段階アプローチが提案されている(図表36)。

この報告書を具体的に検討したマドリードEC首脳会議(89年6月)では、第1段階については90年7月に開始することで一応の合意をみたものの、第1段階の

(注13) 詳細については、調査月報89年8月号掲載論文「米国の貯蓄金融機関を巡る最近の動きについて」を参照。

(図表36)

ドロール報告書の概要

第1段階	<p><u>既存の制度的枠組みの中で経済金融政策協調を強化</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ○資本移動自由化による単一金融地域(a single financial area)の実現。 ○中央銀行総裁会議の機能強化。 ○EC全通貨のERM(EMSの為替相場メカニズム)への参加。
第2段階	<p><u>最終段階への移行期間</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ○欧州中央銀行制度(ESCB)の創設。 ○ERMにおける変動幅の縮小。
第3段階	<p><u>経済・通貨同盟の実現</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ○欧州中央銀行制度による単一の金融政策への移行。 ○為替相場を固定。 →究極的には単一のEC通貨へ

完了時期や、単一通貨、欧州中央銀行制度等の制度的変更を含む第2、3段階の内容に関しては各国の意見が大きく分かれたため、スケジュール等についても結論を得るまでには至らず、11月には英国大蔵省がドロール委員会報告に対する代替案を提案するなどの動きもみられていた。その後ストラスブールEC首脳会議(12月)では、通貨統合の第2段階移行に必要なローマ条約改訂のための政府間協議を90年下期中に開催することが決められたが、欧州中央銀行制度

の政治からの独立性、単一通貨導入の是非やそのタイミング等を中心に、各国の考え方に相違があるため、通貨統合に関する結論に至るまでには、なおかなりの時間を要するものと思われる。

(5) アジア諸国の金融制度改革

金融のグローバル化が進むなかで、アジア諸国は、すでに金融自由化が相当程度進んでいる香港、シンガポールを除けば、これまで規制色の濃い金融システムを維持してきたが、このところ各国の経済発展段階に応じて、金融制度改革の動きがかなり急速に進展している(図表37)。

まず、韓国、台湾では、このところ急ピッチで金融・資本市場の自由化・国際化が進んでいる。すなわち、台湾では、89年7月に①預貸金利の完全自由化、②民営銀行の設立認可、③外銀の業務分野規制緩和、等を骨子とした新銀行法が成立し、金融自由化に向けて大きな一步を踏み出した。また、これに先立ち4月には、貿易黒字の累増等に対応して為替レート決定方式を従来の管理フロート制からほぼ完全な変動相場制へ移行させたほか、内外資本移動に関する規制緩和を進めるなど、金融の国際化にも積極的に取り組んでいる。韓国でも、88年11月のIMF 8 条国移行を契機として、同年12月には貸出金利の自由化を実施するとともに、92年までの資本市場国際化スケジュールを発表するなど、改革の動きが急速に盛上がっている。

(図表37)

アジア諸国の金融制度改革

国名	年月	内容
韓国	88/12月	貸出金利の原則自由化および一部長期預金金利の自由化 資本市場国際化スケジュール(89～92年)を発表 ——92年：外国人の直接証券投資を一定限度額内で許可
台湾	89/4月 7月 11月	為替レート決定方式を自由化 銀行法改正 ——預貸金利自由化 ——民営銀行新設認可 ——外銀の業務分野規制緩和 海外からの送金限度額引上げ(50万ドル→100万ドル)
タイ	89/5月	「貯蓄増強パッケージ」発表 ——預金金利の上限引上げ ——利子所得に対する税率引下げ
インドネシア	88/10月	「金融制度規制緩和パッケージ」発表 ——民間商業銀行、外国資本との合弁銀行の新設認可 ——外銀支店の営業地域拡大
マレーシア	89/10月	「銀行・金融機関法」施行 ——中央銀行の監督権強化

このように両国で改革の動きが急速に進展している基本的背景は、①経済構造の高度化に伴い、従来の政府主導による成長指向型資金配分方式からマーケットメカニズムを通じた効率的な金融システムへの移行が必要となってきたことにあるが、②貿易黒字の拡大等実体面での世界経済に占めるプレゼンスの増大を反映して、海外からの相互主義的な金融市場開放圧力が強まったことも、こうした動きを加速しているといえよう。

一方、実体経済面で急速な構造変化の生じている ASEAN 諸国においても、金融制度改革の動きが拡がりつつある。ASEAN における金融制度改革の特徴としては、①80年代後半に入ってからの高成長を支えている海外からの直接投資流入を一層促進するため、外国銀行に対する市場開放および規制緩和が実施されていること、②外資受入と合わせ、退蔵されている国内貯蓄を金融市場を通じて有効活用するため、金融機関の新規設立等に関する規制緩和や金利自由化が行われていること、③産業基盤整備等に不可欠な長期資金の安定確保を目的として、これまで整備が遅れていた資本市場の育成が図られていること等が挙げられる。

これを国別にみると、インドネシアが88年10月、外国資本との合弁銀行の設立

認可、外銀支店の営業地域拡大、民間商業銀行の新設認可等を骨子とする「金融制度規制緩和パッケージ」を策定、またタイでも89年5月、預金金利の上限引上げや利子所得に対する税率引下げを骨子とする「貯蓄増強パッケージ」が発表されている。さらに、こうした金融自由化推進の一方で、金融機関経営および金融システムの安定性に対する要請も強まっており、例えばマレーシアでは89年10月に「銀行・金融機関法」が新たに施行され、中央銀行の監督権、審査権強化や、従来規制が十分及ばなかったファイナンスカンパニー、貯蓄銀行等に関する法制整備が図られている。

(6) 累積債務問題解決に向けての動き

累積債務問題についても、新たな展開がみられた。

債務問題の中核をなす中所得・重債務国については、85年10月に、債務国における成長指向型の経済政策採用および民間銀行による新規融資拡大を骨子とする「ベーカー構想」が提案され、その後同構想に基づき関係国、国際機関および民間銀行によるさまざまな調整が行われてきた。しかしながら、その後も債務国では、「債務返済負担の重圧(debt overhang)→国内投資環境の悪化→海外への資本逃避」といった悪循環が断ち切れず、経済構造調整に捗々しい進展がみられなかったため、債務国はもとより民間銀行、債権国の一部にも、問題解決のためには既存債務の思い切った削減が必要との認識が徐々に強まってきた。

こうしたなか、89年3月には、米国ブレイディ財務長官が債務の元本削減や利払いの軽減に重点を置いた新債務戦略(いわゆるブレイディ構想)を発表、4月の7カ国蔵相・中央銀行総裁会議(G7)で支持された。新債務戦略の特色は、①新規融資を補完する形で、民間銀行と債務国との間における自発的な債務削減に重点を置くこと、②IMF、世銀は引続き債務国の経済調整プログラム作成において重要な役割を果たすと同時に、新たに債務削減を資金面から支援する役割が与えられたこと、③先進国政府も必要があれば債務削減を行ううえで障害となるような税制、会計原則、規制監督等の是正を行うこと、などである。

その後、IMF、世銀では、民間銀行との新規融資や債務削減に関する取極め等を内容とする金融パッケージの早期組成・発効が行われることが重要、との観点から、債務国に対する元本保証や利払い支援に関するガイドラインを策定した。また、日本は最大の黒字国との立場もあって、87年以来実施している「3年間で300億ドル以上」の資金還流措置を「5年間で650億ドル以上」に拡充・強化し、このうち100億ドル以上を新債務戦略の円滑な実施のため、輸銀および海外

経済協力基金を通じて供与する方針を発表するなど、積極的な支持の姿勢を示している。

こうした状況下、新債務戦略の具体的な適用先としてメキシコが採り上げられ、IMF、世銀では5～6月にかけて同国向け融資を決定、また民間銀行も9月、同国との間で①元本削減、②金利減免、③新規融資を組合せて選択することを内容とした金融パッケージにつき、基本合意に到達している。さらにフィリピンについても、IMFが5月に融資を決定したあと、民間銀行も10月に新規融資もしくは債務買戻し(cash buyback)の選択を内容とする金融パッケージにつき、同国との間ではほぼ最終合意に至った。

新債務戦略に対しては、債務削減に重点を置くことにより新規融資が困難になり、将来における債務国の外貨繰りをかえって困難化しかねないこと、などの問題も指摘されているが、難しい状況にあった累積債務問題の解決に一つの手がかりを与えたことは確かであろう。

累積債務問題は引続き世界経済および国際金融システムの安定を阻害しかねない潜在的な要因であるには違はなく、今後とも、債務国自身による経済再建への努力を前提としつつ、債権国、民間銀行、国際機関における適正な負担の分配を図っていくことが必要といえよう。

6. 展望と課題

(90年世界経済の展望)

これまでみてきたように、世界経済は89年中総じて順調な拡大を続け、それに伴って物価上昇圧力の高まりがみられたものの、各国政策当局が情報の交換、相互理解の進展などによる国際協調に基づき早め早めの対応を図ったことから、これまでのところ主要国においては物価上昇を小幅にとどめ得ている。こうした状況を踏まえ、以下では90年の主要国経済を展望したうえで、課題を指摘することとしたい。

まず、米国経済については、景気の減速傾向が89年に入って徐々に明確化してきており、当面個人消費や設備投資を中心に緩やかに減速し続ける可能性が高いが、89年6月以降の金利引下げによる景気押し上げ効果もあって、景気的大幅な後退は避けられるものと思われる。一方、物価動向については、景気減速に伴って製造業部門での物価上昇圧力は徐々に低下しているものの、非製造業の賃金上昇がなお高止まっているなど、先行きなお懸念材料を残している。この間、貿易面

では、輸出の伸びは、世界景気が次第に減速していくに伴い、鈍化するものとみられる一方、輸入も、内需の減速から当面伸びは鈍化しようが、米国景気が底固く推移するとみられるだけに、大幅な鈍化は考え難い。また、最近までのドル高が輸出抑制、輸入促進効果を及ぼすことをも考えると、貿易収支赤字の縮小は小幅にとどまる可能性が大きいように思われる。

欧州諸国の景気については、これまでの金融引締め効果の浸透により、成長率は徐々に低下していくものと考えられるが、当面は設備投資を軸に拡大基調を継続しよう。このため、総じてタイトな需給地合が続くとみられ、また賃金上昇率も高まりをみせているため、物価の上昇圧力は引続き根強いものと思われる。

アジア NIEs については、成長率は主要先進国と比べ引続き高いものの、対外競争力の後退や主要国経済のスローダウンを背景に輸出が減速しており、当面は、調整局面が続くものとみられる。もっとも、そうした中でもアジア地域内においては、直接投資の活発化により域内の水平分業が促進されるといった構造変化が、進展するものと期待される。

一方、ソ連、東欧で進行中の政治経済改革の行方やその世界経済に対する影響については、今の段階ではなお見極め難いが、従来の東西関係の見直しとも相まって、90年以降の世界経済の動向を考える上で重要な要素となる可能性は大きく、引続き注目していくことが必要であろう。

(90年世界経済の課題)

このように、90年の世界経済は、いくつかの不確定要素を抱えながらも総じて安定成長軌道をたどるものと期待されるが、今後とも80年代のデスインフレ下における経済の持続的成長という成果を継続していくためには、各国が関係各国と協力しつつ自国経済の適切な運営に努めていくことが何よりも大切である。

具体的には、対外不均衡の是正を図るため、日本、西ドイツなどでは、物価の上昇を招くことなく内需を拡大していく一方、米国においては、貿易赤字と財政赤字の「双子の赤字」の是正や、国内貯蓄の増大に向けての着実な努力が不可欠といえよう。

ただ、こうした経済の構造調整については、効果が現われるまでには時間を要するだけに、その間保護主義あるいは地域主義的な動きが強まる懸念は少なくなく、自由貿易体制の確保に向けて、市場の相互開放や取引慣行の見直し等の具体的な努力を積み重ねていく必要がある。

また、途上国、とくに累積債務国における経済調整の推進と先進国の協力も引

続き重要な課題である。前述したように累積債務問題の解決には、債務国の努力がその前提条件となることはいうまでもない。しかしながら、それのみで解決することは困難であり、債権国政府、IMFを中心とする国際金融機関、民間金融機関による適正な負担の分配を行いつつ、問題解決を図っていくことが求められよう。

さらに、金融のグローバル化の進展の下、世界の一か所で生じた危機的状況がただちに各地の国際金融センターに波及する可能性が強まっており、適切かつ有効なリスク削減策を一国のみで実施することが困難になりつつある。それだけに、金融取引・決済に関するシステム、慣行をはじめとする諸制度の整備とともに、それらを国際的にも整合的なものとする努力の重要性が増している。このこととも関連して、国際金融取引にかかる法制、税制、さらには会計制度等について各国間に存在する相違をどのように考えるかといった点も検討に値しよう。こうした状況下、各国の中央銀行等の間において意志疎通を緊密化することを通じて政策協調を強化していくことが必要であろう。