

# 平成元年度の金融および経済の動向

## —大型景気の実現と対外収支調整の進展—

### 〔要 旨〕

#### (大型景気の実現と対外収支調整の進展)

1. 平成元年度のわが国経済は、設備投資、個人消費等の国内民需の好調を背景に、拡大基調を持続した。2年度入り後も、景気は堅調を続けており、この結果、今回の景気拡大期間は本年5月で42か月と戦後2番目の「岩戸景気」に並ぶ長さとなっている。今回の長期にわたる景気拡大を循環的側面からみると、昭和62、63年度が景気拡大前期にあったのに対し、元年度は、景気が成熟局面入りした後、高原状態を続けている状態と位置付けられよう。このように景気が堅調を続ける中で、元年度の物価は、国内卸売物価・消費者物価いずれでみても、久方ぶりに段差のついた上昇となった。しかし、元年4月の消費税導入が物価上昇に少なからず影響したことを考慮すると、元年度の物価は、なお比較的マイルドな上昇にとどまっており、引続き安定基調が維持されたと評価することが可能であろう。一方、対外収支面では、ドルベースの経常収支黒字は昭和61年度をピークとして縮小傾向にあったが、元年度にはその縮小テンポが加速し、ピーク時比ほぼ半減した。
2. 元年度経済の第1の特徴は大型景気の実現であるが、その背景について振り返ってみると、設備投資の力強い拡大が引続き景気の牽引車となり、GNP増加率の過半を支えているのが目立っている。最近の設備投資の力強い拡大には、高水準の稼働率や企業収益の好調等の循環的要因のほかに、①コンピュータ・通信部門を中心とした技術革新の進展、②金融業をはじめとするさまざまな分野での規制緩和、国際化の動き、③円高を契機とした構造調整の進展、④人手不足の深刻化等の経済環境の大きな変化の中で、企業が中長期的な観点から生残りをかけて積極的対応を図っていることが大きく寄与している。こうした環境変化を背景とした企業の研究開発の活発化は、それ自体が設備投資を嵩上げするのみならず、その成果が新製品や新しい生産工程に応用される過程で、新たな設備投資を誘発するほか、それが、産業構造のスムーズな転換のてこ等となることにより、わが国経済のダイナミズムを培い、息の長い景気拡大を支える役割を果たしてきたと思われる。

今回の景気拡大を支えたもう1つの重要な要因は、物価の安定基調の持続である。製品・労働需給の引締まりや、為替相場の円安化等の厳しい環境にもかかわらず、元年度の物価は総じて落ち着いた動きを示したが、これには、元年度における一連の公定歩合引上げの下で、①インフレ期待の着きが維持されたこと、②「輸入の安全弁」効果(製品輸入の浸透に伴い競合関係にある国内製品の価格が直接・間接に抑制される効果)が引続き作用したこと、③収益好調等もあり企業の価格引上げ態度が慎重であったこと、等が寄与していると思われる。

3. 元年度経済の第2の特徴は対外収支調整の進展である。元年度の経常・貿易収支黒字(ドル建)は急速に縮小したが、これには、①為替円安化に伴うJカーブ効果や原油価格の上昇といった価格要因のほか、②わが国の内需が堅調を持続する一方海外景気がスローダウンするといった内外の所得要因が働いたという面が大きい。また、「プラザ合意」以降のわが国経済の構造変化が結実し、これが数量面での収支調整に寄与した面も見逃せないところである。

こうした構造変化として、まず輸入面では、既往の円高に伴う内外相対価格の変化を背景に、国内品から輸入品への需要シフトが進展したこと、および、これを支える並行輸入、開発輸入等の各種輸入チャネルの定着等を指摘できる。換言すれば、大幅な円高に伴う国内の資本・労働コストの相対的な割高化を背景に、輸入構造面では水平分業化が着実に進展したことが特徴としてあげられる。一方輸出面をみると、わが国製造業の海外直接投資はこのところ急拡大を続け、これに伴って海外生産比率も着実な上昇を示してきたが、元年度には、そうした現地での生産品が日本からの完成品輸出に代替する効果が顕現化し、わが国からの輸出を抑制する方向に働いた。こうした海外現地生産の輸出代替効果は一過性のものではなく、今後長期にわたりわが国の輸出依存体質を変えていく効果を持つことになると思われる。

#### (金融・資本市場の動向)

4. 次に金融・資本市場の動向についてみると、元年度は、金融政策面で大きな転換点を迎えた年であった。すなわち、日本銀行は、元年5月に昭和55年3月以来、9年2か月ぶりに公定歩合の引上げ(2.5%→3.25%)に踏切り、これ以降、合計4回にわたり2.75%の引上げを行った。こうした一連の公定歩合引上げは、物価上昇を未然に防止するいわば「予防的措置」としての狙いを持つとともに、その決定にあたっては、市場金利の動向を重視するという点に特徴が

あった。このような公定歩合の久方ぶりの引上げの中で、短期市場金利はほぼ一貫して上昇を続けたが、債券・株式市場や為替市場では、大きな変動がみられた。

この間、マネーサプライ( $M_2 + CD$ 平残)についてみると、元年度前半は比較的落ち着いた動きを示したものの、元年度後半には、増勢が強まり、2年1～3月の前年比伸び率は11%を上回る水準となった。こうした最近のマネーサプライの増加率上昇には、金融自由化が進展する下での各種金融商品間の資金シフト等の要因も影響しているが、基本的には実体経済活動等に関わる資金需要が引続き根強いことがその背景となっており、この点、今後十分注意していく必要がある。

5. 一方、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、金融の自由化・国際化の動きは、平成元年度においても一段と進展した。まず金融の自由化については、金融機関の調達面で、大口定期預金の最低預入単位が引続き引下げられたのに加え、小口預金についても、小口MMCがスタートした。このほか、オプション取引や金融先物取引と大口定期預金等を組合せた新型預金の開発とその販売が相次いだ。一方、運用面でも、貸出金利の市場金利連動化が進んでおり、スプレッド貸出が急増しているほか、元年1月に導入された短期プライムレートの新しい金利設定方式が、都銀を中心に着実に浸透してきている。また、業務面では、最近、スワップ、先物、オプション取引等のオフバランス取引が活発化している。

この間、金融の国際化についてみると、近年、資産、負債の両面での対外資金取引が急速に拡大している一方、内外資本移動の活発化を反映して、為替の売買高や国際的な円資金の決済額も急速に伸びている。こうした状況の下、邦銀の国際化も一段と進展し、例えば、支店・駐在員事務所・現地法人を合せた海外拠点数はこの5年間で倍増している。

6. 以上のような金融・資本市場における自由化、国際化の進展の下で、市場機能の強化、内外金融システム安定化のための対応も進んだ。まず、市場機能の強化という観点では、昭和63年11月以降進められている短期金融市場の運営方式の見直しが元年度入り後も引続き実施された。この結果、インターバンク市場では、市場残高が増加するとともに、金利裁定が円滑化し市場資金のアベイラビリティが向上している。一方、オープン市場では、TB、FBの応募・売買単位の引下げや発行期間の多様化などの措置が講じられたほか、「東京金融

先物取引所」が元年6月に創設され金利・通貨先物取引がスタートした。こうした一連の短期金融市場の整備・拡充は、預金・貸出金利の市場金利連動化の動きとも相まって、金融政策の有効性確保の観点からも大きな意義を持つものである。もっとも、今後の一層の市場発展のためには、厚味のある短期の国債市場の育成や、金融取引に関わる税制に対する検討等が重要である。

次に、金融システムの安定化という面をみると、日本銀行は、安定的、効率的な資金決済手段のインフラを整備する観点から、市中関係者の協力を得て昭和63年に日本銀行金融ネットワークシステム（いわゆる「日銀ネット」）を稼働させたが、その後、元年3月の外為円決済制度に続き、2年5月には国債の登録制度や振替決済制度等についても同ネットの利用が開始された。また、元年度においては、累積債務問題に対する新債務戦略（いわゆるブレイディ構想）が実行に移されたほか、BISの自己資本比率規制クリアーのための対応が進むなど、国際協調面でも進展がみられた。

（わが国経済の展望と政策課題）

7. 以上のように、わが国経済は、技術革新の進展やインフレ期待の落ち着き、円高に伴う交易条件の変化を背景とした構造調整の進展が相まって、持続的かつ力強い拡大を続けるなど、世界的にみても目立つファンダメンタルズの良さを維持してきた。こうしたなか、更年後に生じた金融・為替市場の変動、いわゆる「トリプル安」の景気面への悪影響を懸念する向きもあるが、その後各市場が落ち着きを取戻しつつあることや、技術革新等を背景とした企業の積極的な投資マインド等を勘案すると、当面、現在の景気拡大基調が大きく崩れる心配はないように思われる。また、対外収支面では、目先、円安によるJカーブ効果が稀薄化し、黒字縮小テンポが鈍化する可能性もあるが、対外不均衡は正に向けた構造調整が引続き進展するとみられることから、黒字縮小傾向が続くものと予想される。このように、わが国経済については、先行きも一応明るい展望を描くことが可能であるが、一方でいくつかの課題をかかえている点にも留意すべきである。

その第1は物価を取り巻く環境の厳しさであり、この点については、今後とも引続き十分な注意が必要である。上記のように、わが国の物価は現状なお安定基調を維持しているが、こうした中で労働需給の引締まりを背景に、賃金コストの上昇と相関の高いサービス業の価格については、すでにかなり上昇率を高めつつあるほか、このところ為替相場の円安化やマネーサプライの伸びの加

速化等にうかがわれるように、物価を巡る環境には引続き厳しいものがあると判断される。また、地価も、昨年来総じて上昇傾向にあるが、こうした地価上昇は一般物価の動向と無関係ではない。第2の課題は世界経済の中における日本の役割の増大である。すなわち、貿易・金融等の面での対外的摩擦が続く中で、世界各国の期待が近年一段と高まってきているが、わが国としてこれに如何に対応していくかが重要な課題となってきた。今後、わが国としては、国際的観点を視野に入れた政策対応、企業行動が従来にも増して必要となろう。

以上のような状況の下で、マクロ政策面では、引続き物価の安定を維持することにより内需主導型の持続的経済成長を図っていくことが何より重要である。このことは、単に国内経済にとってのみならず、現在進行している構造調整を今後も引続き円滑に進め、世界経済の拡大均衡に一層寄与していくうえでも重要であろう。一方、ミクロ政策面では、金融・実体経済の両面での規制緩和等の市場開放努力をさらに推進することにより、わが国市場を世界に向けてよりオープンなものとしていくことが肝要である。そして、こうした努力の積重ねこそが、わが国経済の「透明性」を向上させ、ひいては国際的な信頼を高めることにつながるといえよう。

## 〔目 次〕

- |   |  |
|---|--|
| <p>1. 平成元年度のわが国経済</p> <p>(1) 大型景気の実現と対外収支調整の進展<br/>(成熟局面に入った景気)<br/>(物価は安定した動き)<br/>(対外収支、財政収支とも調整が進展)</p> <p>(2) 大型景気実現の背景<br/>(設備投資の拡大と研究開発)<br/>(物価の安定基調持続)</p> <p>(3) 対外収支調整進展の背景<br/>(わが国市場規模の拡大と水平分業化)<br/>(わが国企業のグローバル化)<br/>(世界の中でのわが国の役割)</p> <p>(4) わが国経済の展望と課題</p> | <p>2. 金融・資本市場の動向</p> <p>(1) 金融・為替市況およびマネーサプライの動向<br/>(長短市場金利の動向)<br/>(為替相場の動向)<br/>(株価の動向)<br/>(マネーサプライの動向)</p> <p>(2) 自由化・国際化の一段の進展<br/>(金融自由化・多様化の進展)<br/>(国際化の進展)</p> <p>(3) 自由化・国際化への対応<br/>(短期金融市場の整備・拡充)<br/>(金融システム安定化への対応)<br/>(国際協調の進展)</p> |
|---|--|

### 1. 平成元年度のわが国経済

#### (1) 大型景気の実現と対外収支調整の進展

わが国経済は、昭和61年末をボトムとして回復に転じたあと内需主導型の安定的な景気拡大局面に入ったが、平成元年度においても景気は拡大基調を持続した。2年度入り後も、景気は堅調を続けており、景気拡大期間は本年5月で42か月と昭和30年代央の「岩戸景気」に匹敵する長さとなった。

これをまず、実質G N Pの動きに即してみると(図表1)、元年度は、4月の税制改革の影響<sup>(注1)</sup>による振れを伴いながらも、外需が一貫してG N Pに対しマイナス寄与を続ける一方で、設備投資、個人消費を中心とする国内民需の好調がG N Pを押上げており、全体としては、前年度に続き高い伸びとなったものとみられる<sup>(注2)</sup>。

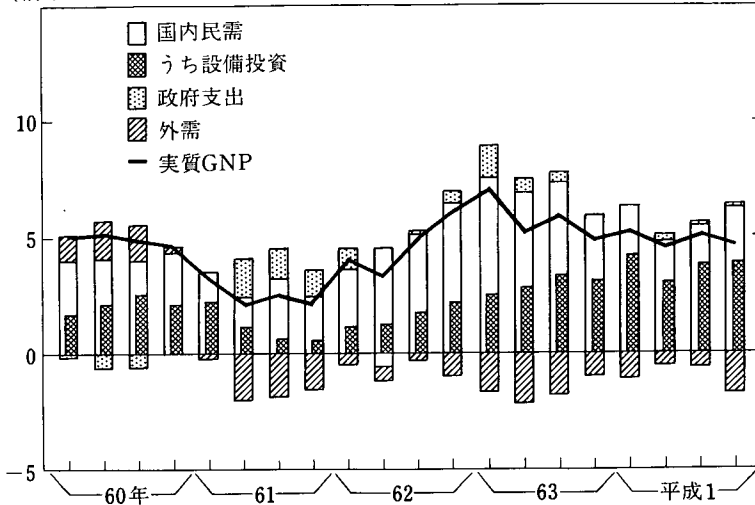
(注1) 元年4月の消費税導入および物品税の廃止に伴い、個人消費、設備投資、輸入、住宅投資等でいわゆる駆け込み需要が起こる一方、輸出面では国内乗用車に対する買控えに対応した乗用車輸出の増加がみられるなど、元年中の四半期別成長率はかなり振れの激しい動きとなった(実質G N P前期比年率、元年／1～3月7.2%、4～6月△3.0%、7～9月12.1%、10～12月3.0%)。

(注2) 計数の判明している暦年ベースでみると、元年の実質G N P成長率は+4.9%と引き続き高水準となっている(62年+4.6%、63年+5.7%)。

(図表1)

## 実質GNP前年比寄与度の推移

(前年比・%)



(資料) 経済企画庁「国民経済計算」

また、企業の売上高経常利益率は製造業、非製造業とも昭和50年代以降のピークを更新し、企業マインド面でも「日本銀行主要企業短期経済観測調査」(以下、「主要短観」)の業況判断D.I. (「良い」-「悪い」)の「良い」超幅は、元年2月の調査時点で第1次オイルショック直前の既往ピークを凌駕するなど、極めて良好な状態で推移した。こうした中で、製品・労働需給は引締まり傾向を強め、稼働率、有効求人倍率とも極めて高い水準に達した。企業の判断をみても、製品需給判断D.I. (「主要短観」製造業ベース、「需要超」-「供給超」)が、63年5月に50年代のピークをつけたあともなお高水準を続けているほか、雇用面では「全国企業短期経済観測調査」(以下、「全国短観」)の全産業ベースの雇用水準判断D.I. (「過剰」-「不足」)が元年8月に統計開始(昭和49年5月)以来の「不足」超幅を記録するなど、逼迫感が一段と強まった。

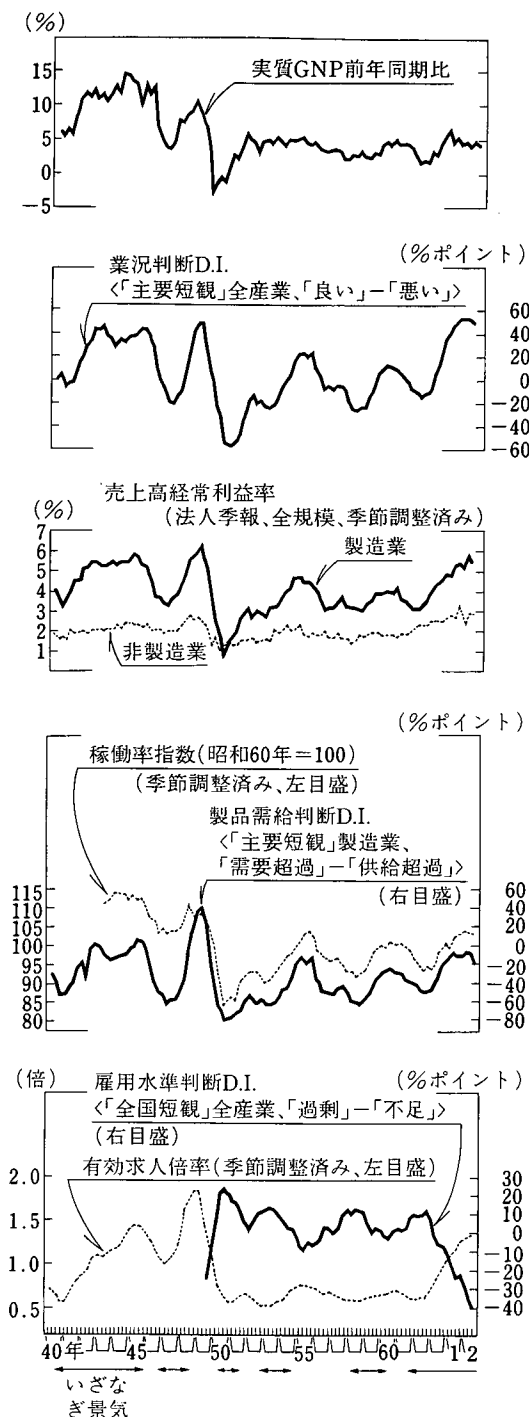
以上のように今回の景気拡大局面は、単にその継続期間のみならず、企業の好況感、収益水準、製品・労働需給の引締まり度合い等の各面で、昭和50年代、あるいは既往最高水準を更新するなど経済パフォーマンスの底固さを示しており、久々の大型景気となっている(図表2)。

## (成熟局面に入った景気)

このような今回の大型景気の推移を循環面から捉えたのが図表3である。この図表3の左側のグラフは今回の景気循環の姿を在庫、設備投資、雇用の3つの側

(図表 2)

## 主要経済指標の長期時系列



- (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。

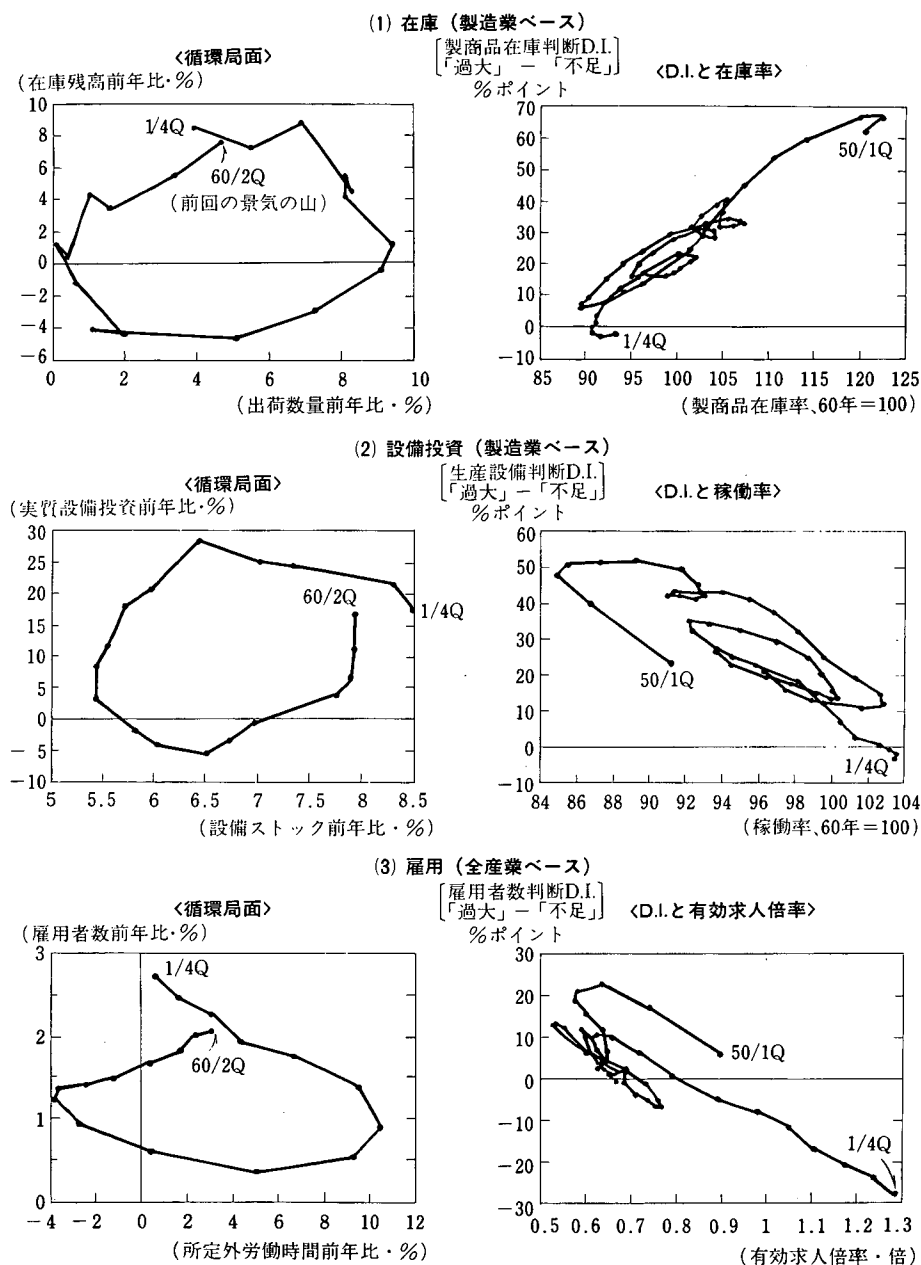
面からとらえているが、これを見る限り、例えば、在庫循環のグラフでは元年4～6月に在庫の前年比が出荷の前年比を上回り、前回の景気の山と同様のポイントにまで回帰しているなど、景気はすでに成熟局面に入っていることを示唆している<sup>(注3)</sup>。もっとも、図表3の右側のグラフで企業の在庫、設備、雇用水準に関する判断、および在庫率、稼働率、有効求人倍率について現状の水準をチェックしてみると、在庫のグラフでは第1次オイルショック以降の水準としては在庫率が極めて低く、製商品在庫判断D.I. (主要短観ベース、「過大」-「不足」)の「不足」超幅もかなり大きい状況にあるほか、設備、雇用のグラフとも需給環境はいぜんかなりタイトであることを示している。こうした在庫水準の低さ、設備、雇用の両面における需給逼迫度合から判断すると、急速に局面が進展し調整局面入りする可能性は当面小さいと思われる。

以上の点を踏まえ、今回の景気

(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」「全国企業短期経済観測調査」、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」ほか



(図表3) 循環面からみた景気局面の評価



(注) 1. 在庫循環のグラフを除き、いずれも後方3期移動平均。  
2. D.I.は雇用のみ全国短観ベース(在庫、設備投資は主要短観)。

(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」、  
通商産業省「鉱工業指数統計」、労働省「毎月勤労統計調査」「職業安定業務統計」ほか

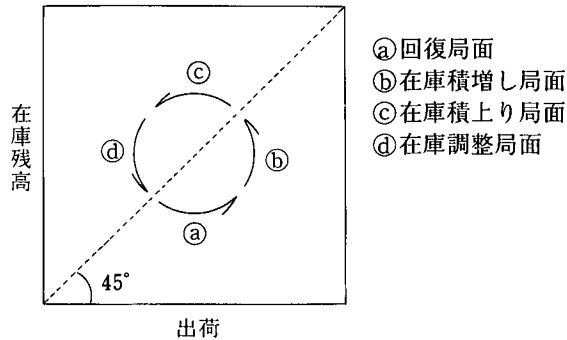
拡大を循環的側面からみると、62、63年度が景気拡大前期にあったと位置付けられるのに対し、元年度以降は、景気が成熟局面入りした後、高原状態を続けているとみることができよう。

(物価は安定した動き)

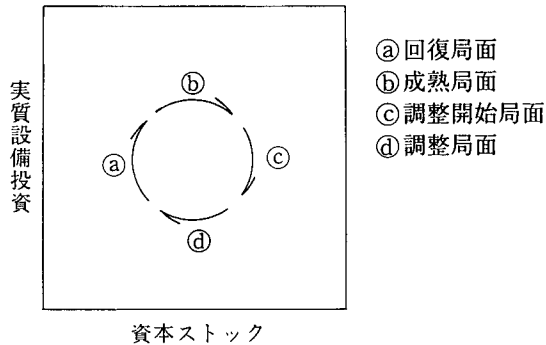
次に、平成元年度の物価動向をみると(図表4)、物価上昇率は、国内卸売物価(前年度比:62年度 $\Delta 1.7\%$ →63年度 $\Delta 0.5\%$ →元年度 $+2.6\%$ )でも、消費者物価(同 $+0.5\%$ → $+0.8\%$ → $+2.9\%$ )でも、久方ぶりに段差のついた上昇となっており、61~63年度のような国内卸売物価が前年比マイナス、消費者物価が前年比横ばいといった物価の「超安定」期とは様相を異にする動きとなった。しかしながら、こうした物価上昇には元年4月の消費税導入が少なからず影響した

(注3) 図表3左側のグラフの読み方は以下のとおりである。

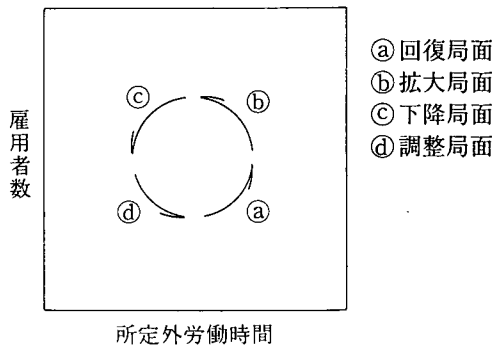
①在庫循環



②設備投資循環

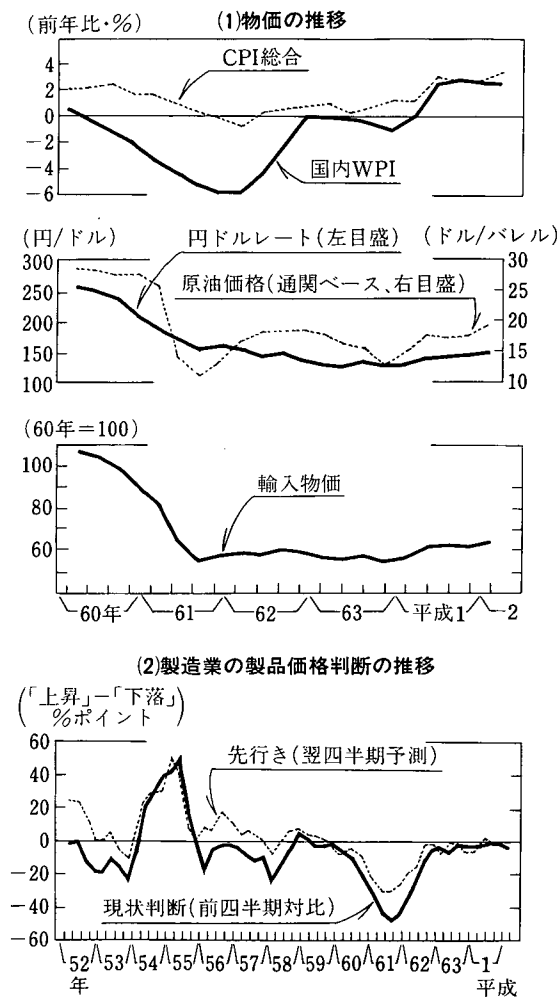


③雇用循環



(図表4)

## 物価関連指標の推移



(資料) 日本銀行「卸売物価指数」「主要企業短期経済観測調査」  
 総務庁「消費者物価指数」「労働力調査」  
 大蔵省「外国貿易概況」  
 経済企画庁「国民所得統計」

ことを考慮すると、元年度においては、物価上昇テンポはなお比較的马イルドなものにとどまり、引続き物価安定の基調が維持されたと評価することが可能であろう。

このように、景気が堅調に推移する中での製品・労働需給の引締りや、為替相場の円安化等厳しい環境にもかかわらず、物価が安定基調を維持し得た背景としては、後述のとおり元年5月以降累次にわたり公定歩合引上げ等の予防的措置が実施された下で、①インフレ期待の着きが景気拡大下でも維持されたこと、②「輸入の安全弁」効果（製品輸入の浸透に伴い競合関係にある国内製品の価格が直接・間接に抑制される効果）が引続き作用したこと、③収益好調等もあって企業の製品価格引上げ意欲が顕現化しなかったこと、等が大きく寄与したものと思われる。

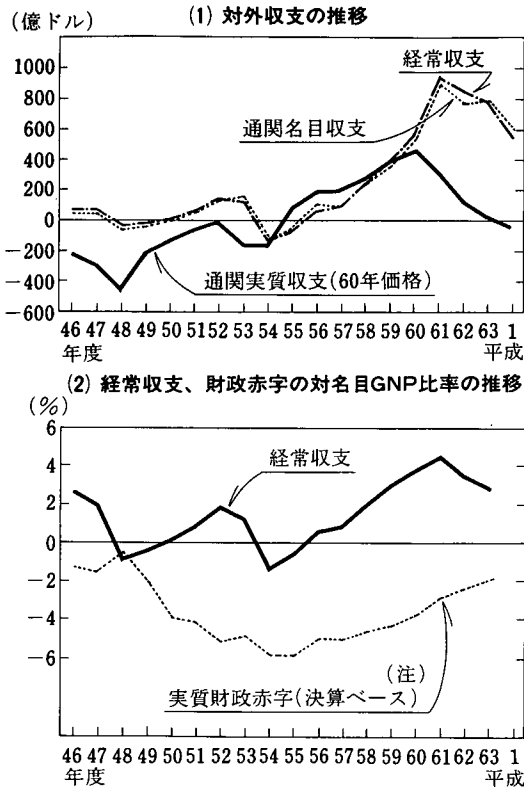
(対外収支、財政収支とも調整が進展)

平成元年度においては、物価安定下で長期にわたる景気拡大が維持されたというだけでなく、対外

面や財政面で収支の調整が進むなど、わが国経済全体としてのバランスの改善が一段と進展した。

すなわち、対外収支の動向をみると(図表5)、輸入数量は円高効果の剥落等から伸びがやや鈍化したとはいえ、内需の力強い拡大から引続き高水準を維持する一方、輸出数量は海外景気の減速や海外現地生産の立上がり等から伸びが大きく鈍化したため、数量ベースの収支調整は元年度もある程度の進捗を示した。さら

(図表5) 対外収支、財政収支の動向



に、名目収支(ドル建)ベースでは、為替円安のJカーブ効果や、原油価格の上昇といった価格要因が黒字圧縮方向に大きく作用した結果、貿易収支黒字は前年度に比べ大幅に縮小した(63年度953億ドル、元年度702億ドル)。この間、元年度の貿易外・移転収支は、海外渡航者の増加を映じて旅行収支の赤字幅が拡大したものの、これまでの対外投資の急拡大を映じて投資収益収支の黒字幅がかなり拡大したため、前年度に比べ赤字幅は若干縮小した。この結果、貿易、貿易外・移転を併せた経常収支黒字は元年度535億ドルとピーク時(61年度、941億ドル)比はほぼ半減した(経常収支黒字の対名目GNP比率、61年度4.5% <ピーク>→元年4~12月1.8%)。

一方、財政収支面をみても、景

気拡大の下での税収好調から赤字幅の縮小が着実に進み、2年度予算案では特例国債依存からの脱却が見込まれている。このように、元年度のわが国経済は、景気拡大、物価安定とともに、対外・財政両収支のインバランスの調整が急速に進捗するなど、経済の各面において良好なパフォーマンスが実現された。

## (2) 大型景気実現の背景

上記元年度経済の第1の特徴は大型景気の実現である。この要因としては種々の点を指摘できると思われるが、このうちとくに重要と考えられるのは設備投資の拡大と物価の安定であろう。そこで以下では、この2点を中心に今次景気拡大の背景について振り返ってみる。

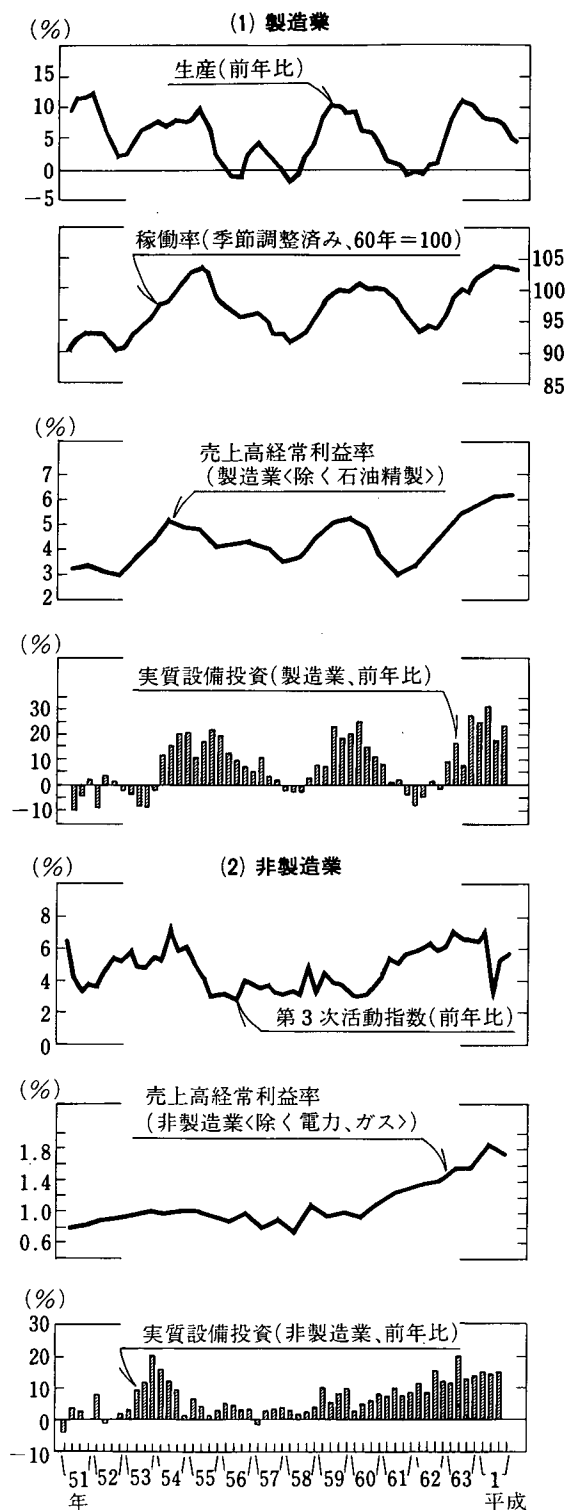
### (設備投資の拡大と研究開発)

#### (イ) 景気の牽引車としての設備投資

今次景気拡大局面の最大の特徴は、設備投資の力強い拡大が景気の牽引車と

(図表 6)

## 設備投資関連指標の推移



なってきたことである(前出、図表 1)。設備投資の動きをみると(図表 6)、製造業では、円高不況脱却以降回復基調をたどり、最近では前年比20%前後の高い伸びとなっている一方、非製造業では、昭和50年代後半をボトムとして以後、中期的な設備投資ブーム期を迎えており、平成元年度で5年連続2桁台の伸びを記録している。この結果、最近の経済成長はその過半が設備投資に支えられるかたちになっており、実質G N Pベースの設備投資のウエイトは62年度19.5%、63年度21.7%、元年4～12月23.8%と年々高まってきている。こうした設備投資の実質G N Pに対するウエイトの高さは、「岩戸景気」、「いざなぎ景気」時を上回り昭和30年以降ではピークの水準にまで達している。また、「主要短観」の2年度設備投資当初計画が、63年度や元年度に見劣りしない積極的な内容となっていることに示されているように、設備投資は引続き景気拡大の牽引車としての役割を果たす<sup>(注4)</sup>ことが期待される。

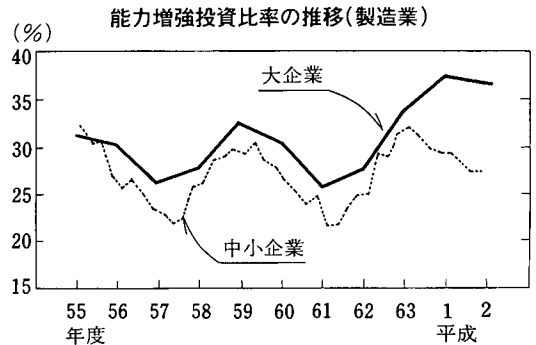
このように、設備投資は景気が成

(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」「第3次産業活動指数統計」  
経済企画庁「国民経済計算」「民間企業資本ストック統計」  
日本銀行「主要企業短期経済観測調査」

熟局面入りしてもなお力強い拡大を続けているが、これは今回の設備投資の拡大が、単に高水準の稼働率や企業収益の好調等の循環的要因のみならず、構造的要因により支えられているため<sup>(注5)</sup>と思われる。こうした構造的要因としては、①コンピュータ・通信部門を中心に半導体等のエレクトロニクス技術を応用した技術革新が進展し<sup>(注6)</sup>、これが製造業、非製造業の幅広い分野に応用され<sup>(注7)</sup>たこと、②金融業をはじめ運輸、通信、建設等さまざまな分野において規制緩和(＝自由化)や国際化が競争の促進、新たな投資機会の拡大を可能にしたこと、③円高を契機としたわが国

(注4)「主要短観」全業種ベースの各年2月時点における当該年度の設備投資計画(前年比)をみると、63年度+3.6%、元年度+6.0%、2年度+6.1%となっている。63年度の実績、元年度の実績見込みがそれぞれ+18.0%、+15.6%であることを勘案すると、景気拡大局面からみて元年度ほどの上方修正が働くとは思えないが、2年度についても設備投資の増しが予想される。

(注5)「主要短観」および中小企業金融公庫「中小企業動向調査」により、能力増強投資の全設備投資に占める比率の推移を見ると、大企業で頭打ち、中小企業ではすでに低下方向に向かっている。このように、循環的要因をより強く反映する能力増強投資のウエイトが低下していることは、元年度以降、設備投資に対する上記構造的要因のインパクトが高まっていることを示唆するものと考えられる。

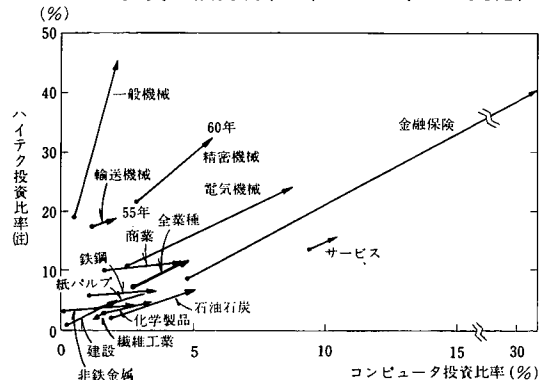


(資料) 中小企業金融公庫「中小企業動向調査」  
日本銀行「主要企業短期経済観測調査」

(注6) 技術革新が進展する下での設備投資の拡大は、過去2回の大型景気であった「岩戸景気」、「いざなぎ景気」にもみられた現象であるが、①「岩戸景気」時には、鉄鋼・化学等に代表される重化学部門の技術革新が中心であり、また②「いざなぎ景気」時には、家電・自動車等の加工部門を中心とする技術革新であった。

(注7) 事実、わが国の設備投資に占めるハイテク技術への投資割合は、コンピュータ化の進展に伴い、製造業、非製造業の双方で最近急速に進展している。

ハイテク投資の活発化(55年から60年への変化)



(注) ハイテク投資比率にはコンピュータの他に産業用ロボット、工作機械、電子応用機、通信・事務機が含まれる。

(資料) 総務庁「昭和55、60年度産業連関表」

経済の構造調整の動きが新規分野への進出や事業転換を促進したこと、④人手不足の深刻化から省力化・合理化のニーズが高まったほか、社宅の整備等、住環境の改善を図る動きが広範化したこと、等の経済環境の変化を指摘することができよう。

企業はこのような経済環境の大きな変化の中で、中長期的観点から生残りをか

(図表 7)

### 研究開発と設備投資、雇用

#### (1) 企業における研究開発意欲の高まり

##### ① 設備投資の重点分野の推移(過去3年間→今後3年間)

(回答社数構成比・%)

	直接部門(販売・営業部門を除く)の能力増強	直接部門(販売・営業部門を除く)の合理化・省力化	販売・営業部門の強化	間接部門の合理化・省力化	研究開発部門の強化	既存設備の更新
全産業	46.7→47.3	56.5→51.9	21.4→27.9	14.5→19.7	37.9→52.6	55.6→43.4
製造業	48.2→48.2	72.4→65.9	12.5→19.1	11.3→18.7	49.5→66.2	51.8→38.3
非製造業	43.8→45.5	26.8→25.6	38.1→44.4	20.6→21.7	16.2→27.1	62.9→53.0

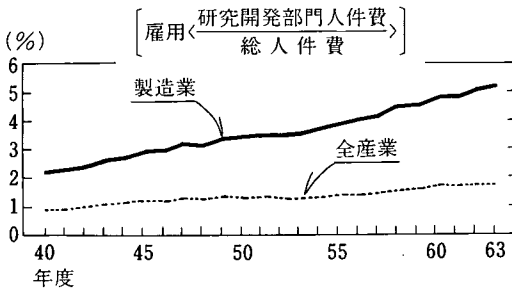
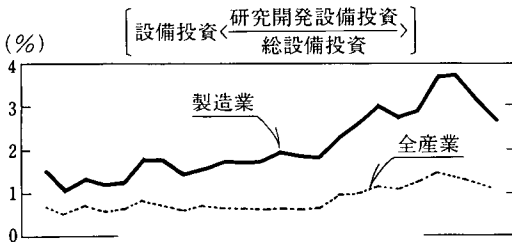
##### ② 雇用の重点分野の推移(過去3年間→今後3年間)

(回答社数構成比・%)

	生産現場(工場・建設)分野	販売・営業分野	業務企画分野	財務管理分野	情報システム管理分野	研究開発分野
全産業	27.9→26.3	59.8→63.0	9.8→15.6	3.4→4.2	18.9→23.9	49.8→59.5
製造業	28.5→24.0	56.4→60.0	8.6→13.0	2.2→3.7	16.6→23.6	66.3→77.2
非製造業	26.6→30.6	66.2→68.6	11.9→20.4	5.6→5.1	23.1→24.5	19.3→26.5

(資料) 経済企画庁「企業行動に関するアンケート調査(昭和63年度)」

#### (2) 設備、雇用面における研究開発部門の高まり



(資料) 総務庁「科学技術研究開発調査報告」、経済企画庁「国民経済計算」「民間企業資本ストック統計」

けて積極的な対応を図っており、こうした企業の積極経営が、今次景気拡大局面における設備投資の大幅かつ長期にわたる増加を惹き起こすとともに、わが国経済のダイナミズムを培っているといえよう。

#### (ロ) 研究開発の活発化

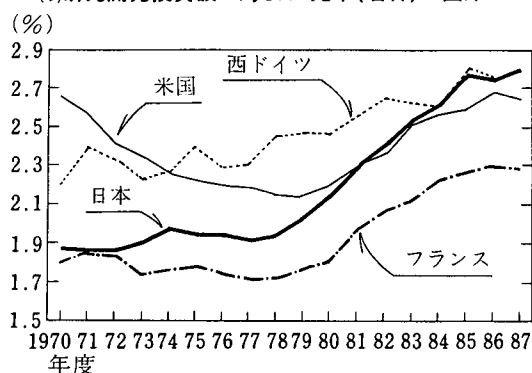
以上のように、経済環境の変化と企業経営の積極化が今回の設備投資拡大の大きな要因となっていると考えられるが、中でも注目されるのは、企業の研究開発の活発化である。

図表 7 は、企業が設備投資およ

(図表 8)

## 研究開発の国際比較

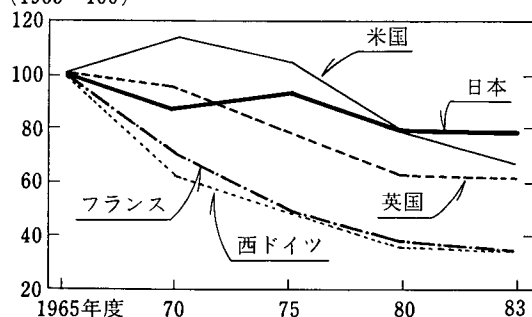
(1) 研究開発投資額の対GNP比率(名目)の国際比較



(2) 研究開発効率の国際比較

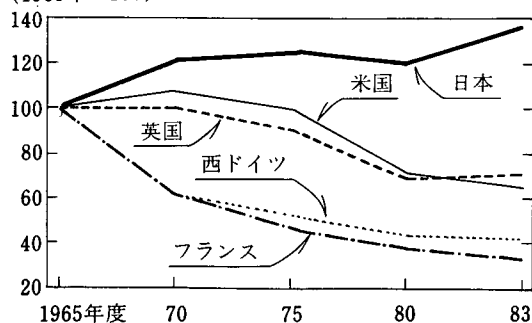
(単位研究開発費当たりの特許出願件数)

(1965=100)



(科学者一人当たりの特許出願件数)

(1965=100)



(資料) OECD「OECD ECONOMIC STUDIES (No. II/AUTUMN 1988)」

科学技術庁「科学技術白書(平成元年度版)」

きたものと考えられる。

さらに、やや中期的な観点から研究開発投資の効果をみると、次の各種ルートを通じて、わが国産業構造のスムーズな転換をもたらし、経済の持続的な成長に寄与していると思われる。第1に、研究開発の成果として、生産工程の改善と生

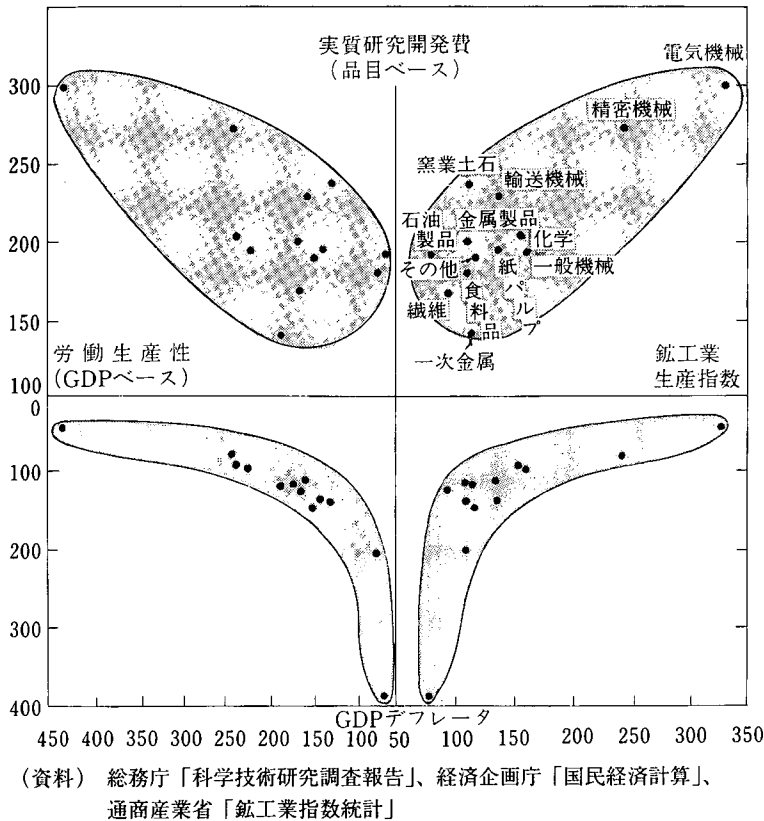
び雇用に関して何を重点分野としているかについて、経済企画庁が昨年実施したアンケート調査の結果であるが、これをみると、今後、研究開発分野を経営の中で重視していくとする企業の割合が最も高くなっている。実際、こうした企業の研究開発への取組み姿勢の積極化を反映して、わが国の総設備投資に占める研究開発投資の比率は、なお低いとはいえ60年代に至ってかなり急速に上昇してきているほか、雇用面における研究開発部門への比重のかけ方も着実に上昇してきている。また、わが国の研究開発は、その規模、成果ともに国際的にみてもすでに世界のトップレベルに達しているといえる(図表8)。

こうしたわが国企業の研究開発の活発化とその成果は、研究開発投資の増大といった直接的効果のみならず、例えば製造業においては、その成果が新製品や新しい生産工程に応用される過程において、新たな設備投資が誘発されるといった間接的効果をも通じて最近のわが国の内需拡大に貢献して



(図表 9)

研究開発と生産、物価、生産性との関係  
 ——50～54年=100とした場合の60～63年の値——



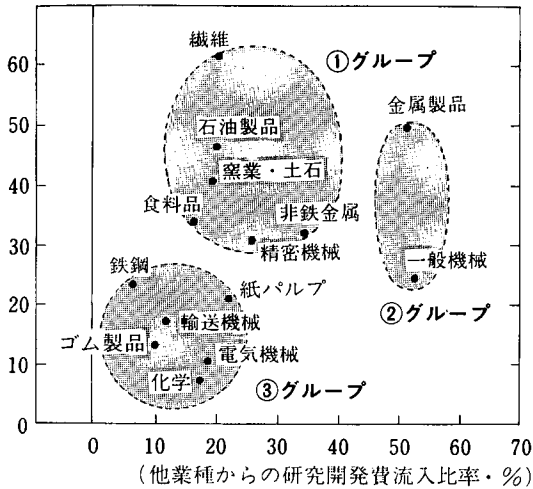
産性の向上が図られ、その結果としての低コスト化に伴い価格の上昇が抑えられたことを通じて、当該業種への新たな需要が喚起されるというルートを指摘できる<sup>(注8)</sup>(図表9)。こうした業種では、需要の増加を背景に研究開発の一段の増大が誘発され、これが再度需要を喚起するというかたちで、研究開発を軸にした持続的成長が可能となる。第2に、研究開発投資は企業が自己の本業の枠を超えてより成長性、収益性の高い分野へ進出するためのこの役割を果たし<sup>(注9)</sup>(図表10)、資本や労働がより期待収益の大きい製品分野において活用されることを促進する効果を持っている。こうした効果は、マクロ的な資源の有効利用と経済の活性化

(注8) 図表9は実質研究開発費、労働生産性、業種別の価格、鉱工業生産の業種毎の関係を50年代前半と60年代前半と比較したものである。これをみると、①研究開発費の伸びが高い業種ほど労働生産性の向上が大きく(左上第2象限)、②労働生産性の伸びが高い業種ほど価格の上昇が抑制され(第3象限)、③価格の上昇が低い業種ほど需要の伸びが高い(第4象限)という結果になっている。さらに、需要(=生産)の伸びが大きい業種では、研究開発の一段の増大が誘発される(第1象限)姿を見て取ることができる。

(図表10) 研究開発と業種間交流の活発化

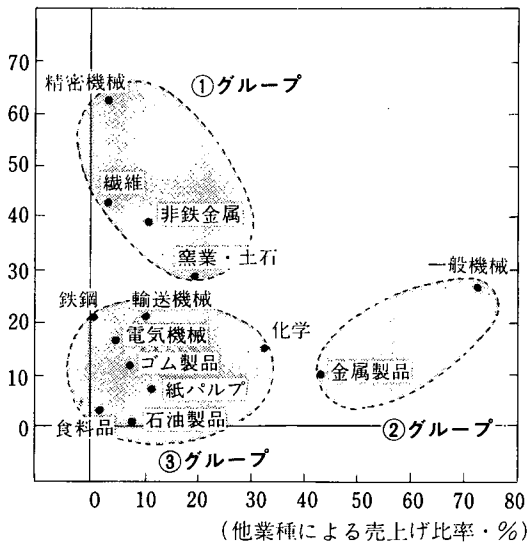
## (1)50年代における研究開発の業種間交流

(非本業部門への研究開発費投入比率・%)



## (2)61年度における売上げベースの業種間交流

(非本業部門の売上げ比率・%)



(資料) 総務庁「科学技術研究調査報告」、  
公正取引委員会「リストラクチャリングの実態  
について」

をもたらし、さらには、非成長業種から成長業種へのスムーズな転換に寄与していると思われる。第3に、研究開発は市場ニーズの多様化に合せた新製品の開発、製品の多品種化、短命化<sup>(注10)</sup>といったトレンドをうみだし、その過程において産業の高度化やサービス化<sup>(注11)</sup>を引起こす一因ともなっている。

## (物価の安定基調持続)

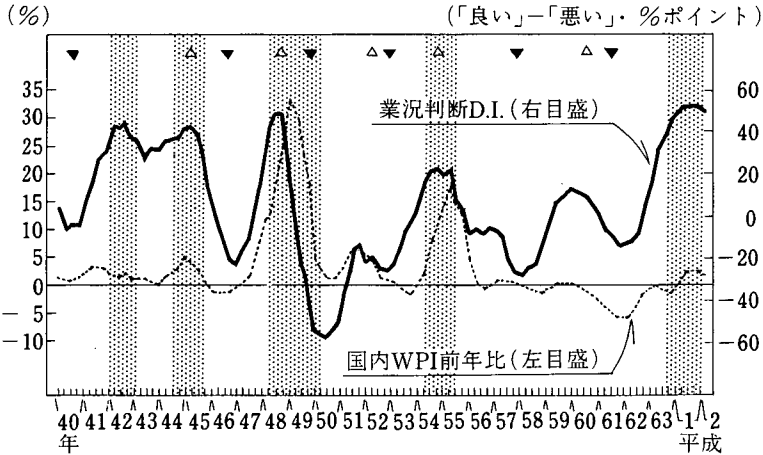
(イ) インフレ期待の落着きの下での  
景気拡大

今回の景気拡大を息の長いものとしているもう1つの重要な要因は、物価の安定基調持続である。実際、過去における景気の転換局面のパターンをみると(図表11)、多くの場合、景気拡大テンポの行過ぎとこれに伴う物価上昇の加速に対して金融引締めが行われ、この結果、国内最終需要が抑制されるとともに在庫が積上り、企業収益等が悪化して、景気後退へとつながっている。このことは、景気の持続的拡大を図るうえで物価安定がいかに重要であり、政策的に

(注9) 60年代入り後、わが国では企業が本業以外の業務へ既存の枠を超えて進出するケースが目立っており、こうした現象は、通常、「プラザ合意」以降の急激な円高に伴う交易条件の変化によって説明されている。しかしながら、図表10をみると最近他業種への進出が目立つ繊維、非鉄、精密機械等の業種では、実際にはすでに50年代において非本業部門への研究開発投資を積極化している。このことは、60年代の企業の他業種への進出の活発化は、企業の本業以外の分野についての10年来の地道な研究開発が開花したことを示唆している。

(図表11)

国内WPIと業況判断D.I.(主要企業、全産業)の推移



(注) シャドー部分は公定歩合引上げ期。

△印は景気の山、▼印は景気の谷(経済企画庁調べ)。

(資料) 日本銀行「卸売物価統計」「主要企業短期経済観測調査」

も重視せざるを得ないことを示唆しているが、こうした観点から今回の景気拡大局面を振り返ってみると、これまで物価は総じて安定した状態で推移しており、これが息の長い景気拡大を支えていると考えられる。

最近の物価安定を支えた背景についてはすでに述べたとおりであるが、今回、力強い景気拡大の下での製品・労働需給の逼迫がみられたにもかかわらず、かつてのような賃金・物価の目立った上昇を回避し得てきた要因として、60年代入り後(1980年代後半)における長期にわたる物価安定がインフレ期待の鎮静化をもたらしている点を見逃できない。この点について、わが国におけるフィリップス・カーブの変化をみると<sup>(注12)</sup>(図表12)、第1次オイルショック後は、失業と賃金の

(注10) この点について明確な立証をマクロ統計に求めることはできないが、まず、商品の多品種化については、特許庁データによって「商標」の最終登録番号を確認すると、40年には69万番台であったのが、50年117万番台、60年174万番台となり、直近の63年には210万番台にまで急拡大していることが1つの傍証となろう。

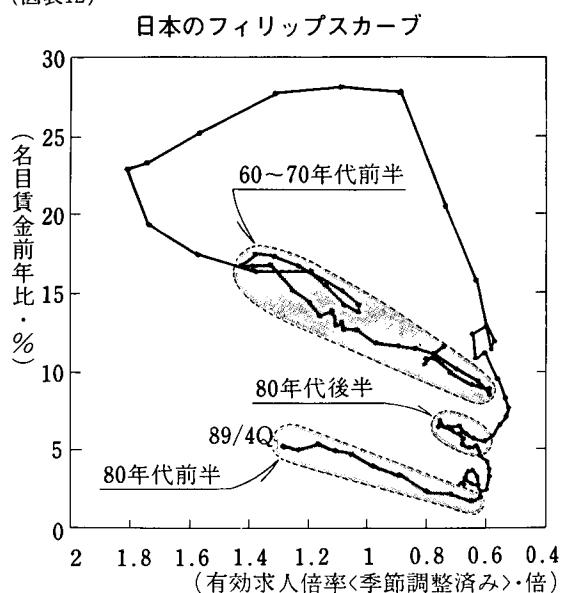
また製品の短命化は、そこに体化されている技術の短命化によって間接的に確認できる。同じく特許庁公報で特許の残存率を確認すると、下表のとおり徐々に低下しており、技術の陳腐化が以前より早めに生じていることがわかる。

特許の残存率の推移

(%)

	60年	61	62	63
公告後5年を経た案件の残存率	90.1	90.4	88.8	86.2
〃 10年	56.9	59.4	57.8	55.2
〃 15年	26.5	23.0	21.4	20.6

(図表12)



(注) 1. 計数はいずれも四半期、3期移動平均値。

2. 名目賃金は全産業(除くサービス業)ベース。

(資料) 労働省「毎月勤労統計」「職業安定業務統計」

上昇が併存するかたちで、フィリップス・カーブはかなり上方に存在したとみられる。しかし、その後は当局の慎重な政策運営や各経済主体のインフレのデフレ効果に対する認識の高まりに加え、「プラザ合意」以降の円高、原油安という追い風も手伝って、フィリップス・カーブが徐々に下方にシフトしている。このことはインフレ期待の鎮静化を示唆しているともみることができよう。

また、こうしたインフレ期待の落着きは単にわが国のみの現象にとどまらず、他の欧米諸国におい

ても確認することができる(図表13)。これは、1970年代に深刻なスタグフレーションを経験した各国の政策当局が、その後この経験を踏まえ、物価安定を目指した政策運営を行ってきたことが奏功したと思われる。そして、1980年代後半には欧米主要国では物価上昇率も失業率も相対的に低い時代が実現し、これが最近における世界の同時的好景気を支えていると考えることができよう。

#### (ロ) 物価環境の変化

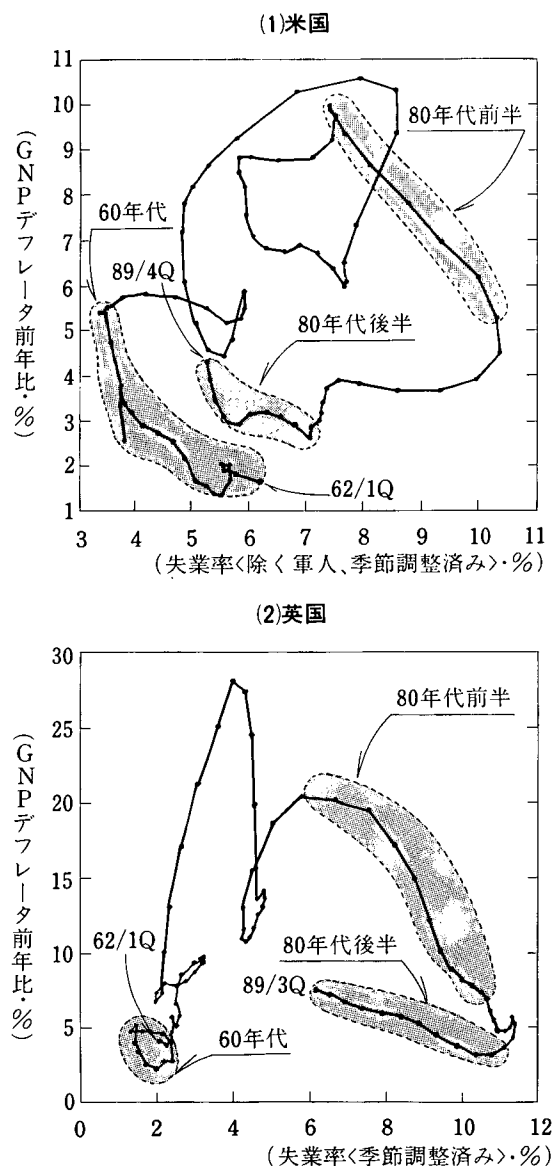
今後の大きな政策課題は、以上のような昭和50年代後半に築き上げた物価安定の基盤を確保し、これを通じて安定的な経済成長を維持していくことである。

この際、留意すべき点は、歴史的にみて物価上昇率がある程度の水準(閾値<sup>いきち</sup>)に達するまでは、インフレ期待に大きな変化は生じないが、一定の水準を超えて物価上昇が進行すると、企業や家計が物価上昇に対する認知を強めはじめ、インフ

(注11) 製品の多品種化、短命化は市場ニーズの個性化、流行の変化の迅速化と表裏一体で進展している。こうした中、各企業にとってはニーズの迅速かつ的確な把握や在庫・生産管理の厳格化が必需となり、情報ネットワークの構築等を通じて、通信業や情報サービス業等の企業活動への有機的な組入れを進めている。

(注12) わが国のフィリップス・カーブのグラフの横軸には、失業率ではなく有効求人倍率を用いているが、これは、わが国の統計においては調査期間(月末の最終週)中に1時間でも仕事を持てば完全失業者には含まれないという定義になっており、完全失業率は労働需給を必ずしも十分敏感に反映し得ず、また他国との比較において誤解を招きやすいと考えられるためである。

(図表13) 欧米のフィリップスカーブ



(注) 計数はいずれも四半期、3期移動平均値。

(資料) OECD「Main Economic Indicators」

カーブに沿って左上方向に移動している状況がうかがわれるが、この点1960年代後半には、こうしたクリーピング・インフレーションが進行するうちに、いつしかインフレ期待が昂進し、このことが70年代のスタグフレーションへとつながっていったという歴史の教訓を忘れるべきではないであろう。

### (3) 対外収支調整進展の背景

平成元年度のわが国経済の特徴としては、大型景気の実現とともに、対外収支

レ期待の上昇につながる傾向が認められるということである(図表14)。先にみたように、わが国の物価は現状安定基調を持続している。もっとも、こうした中で、労働需給の引締まりを背景に、賃金コストの上昇と相関の高いサービスの価格については、すでにかなり高い上昇率となっているが、全般的にもこのところ、①為替円安等に伴い投入コストが上昇していること、②人件費の上昇を映じてユニット・レーバ・コスト(単位生産量当たりの労働コスト)が上昇していること、③マネー・サプライが伸びを加速していること等にかがわれるように、物価を巡る環境には引続き厳しいものがあると判断される<sup>(注13)</sup>。今後、物価環境が悪化するようなことになると、インフレ期待が高まり、そのことが現実の物価上昇を一層加速することになりかねないだけに、この点十分な注意が必要であろう。

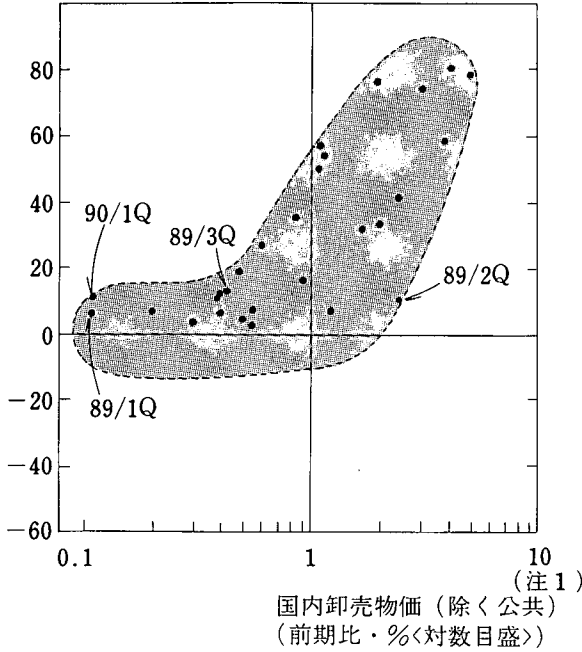
また、世界的にみても現在、インフレ率、失業率がフィリップス・

(図表14)

物価上昇率と価格判断D.I.の関係

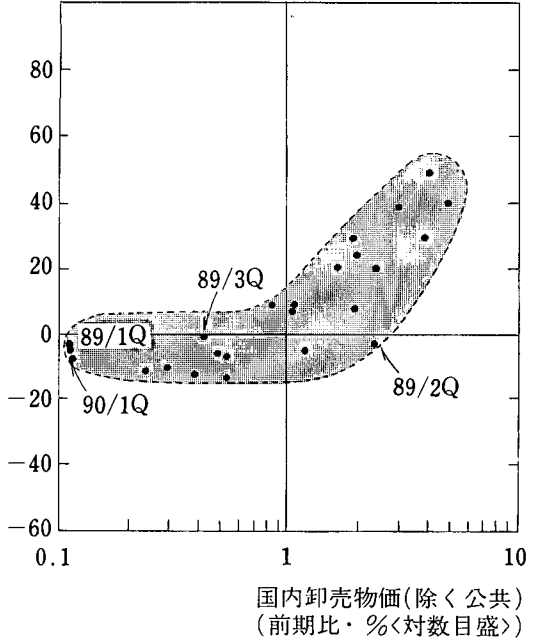
仕入れ価格判断D.I.  
(「上昇」-「下落」)  
(%ポイント)

期間：74/2Q～90/1Q



製品価格判断D.I.  
(「上昇」-「下落」)  
(%ポイント)

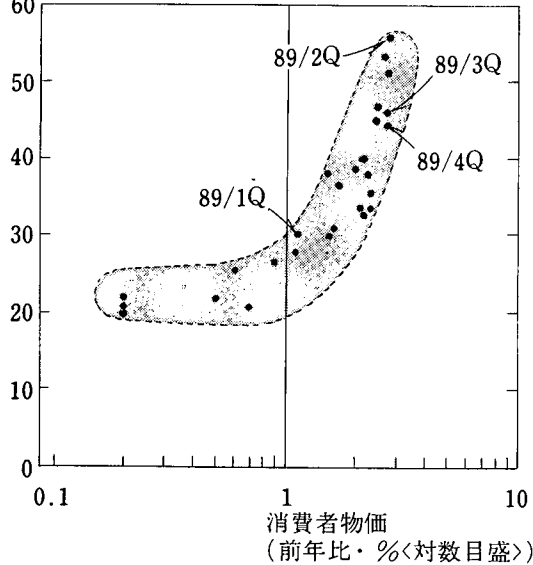
期間：74/2Q～90/1Q



(注2)

消費者物価現状判断D.I.  
(%ポイント)

期間：78/1Q～89/4Q



- (注) 1. ここでの公共は、電力、都市ガス、水道。  
2. 経済企画庁「消費動向調査」における消費者意識指標のうち、「消費者物価の上がり方(1年前比)」に関する回答構成比を、以下のようなウエイトにより合成し、-100(全員が「低くなった」と回答)から100(全員が「高くなった」と回答)の間で変動するように加工した指標を使用。

回答区分	ウエイト
「低くなった」	-1
「やや低くなった」	-0.5
「変わっていない」	0
「やや高くなった」	0.5
「高くなった」	1

(資料) 日本銀行「主要企業短期経済観測調査」「卸売物価統計」  
総務庁「消費者物価統計」  
経済企画庁「消費動向調査」

調整の急速な進展をあげることができる。元年度の対外名目収支の急速な縮小には、①為替円安化に伴う「カーブ効果」や原油価格の上昇、あるいは、②わが国が好景気を持続する中での海外景気のスローダウンといった要因が働いたという面が大きい。しかし一方で、「プラザ合意」以降のわが国の産業構造の変化が数量面の調整に寄与している面も見逃せないところである。

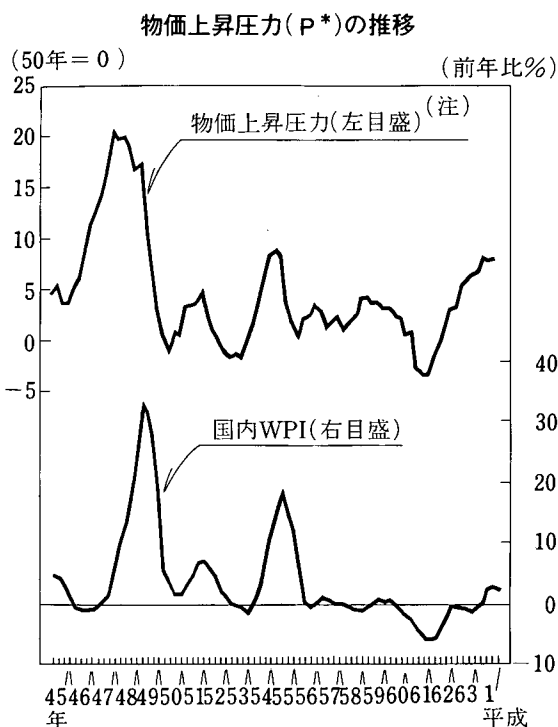
そこで、以下では、対外収支調整進展の背景につき、主に経済構造の変化を中心にやや詳しく検討するとともに、今後の世界経済の中におけるわが国の役割について考える。

#### （わが国市場規模の拡大と水平分業化）

まず、輸入面では、元年度の伸びは前年度に比べるとやや鈍化したものの、「プラザ合意」後の昭和61年以降でみると、輸入数量は年平均約10%の高い伸びを示しており、その結果、元年におけるわが国輸入の対世界輸入のシェアは60年に比べ2%近く上昇し約1割に達している(図表15)。

こうした最近の輸入数量増加の背景は、基本的には内需拡大を映じた所得効果

（注13）通貨供給、実体経済の需給の両者を勘案して、わが国における潜在的物価水準（ $P^*$ ：ピースター）を推計し、実際の物価水準と比較することによって、潜在的な物価上昇圧力を評価すると、最近はその圧力が高まっていることがわかる（推計方法の詳細については調査月報平成2年1月号掲載「物価上昇圧力指標の検討」を参照）。



（注）通貨の需給および生産物の需給双方を勘案した物価上昇圧力指標。

（資料）日本銀行「卸売物価統計」、経済企画庁「国民経済計算」ほか

(図表15)

## 世界経済における日本のシェア拡大

(1) 実質輸入前年比

(%)

	1981年	82年	83年	84年	85年	86年	87年	88年	89年
世 界 計	4.0	- 2.6	1.4	10.4	2.0	0.7	5.0	8.5	7.9
日 本	- 2.2	- 0.6	0.8	10.4	0.4	6.3	12.6	16.6	7.9
対 世 界 シェア	8.5	8.7	8.6	8.6	8.5	9.0	9.6	10.3	10.3
米 国	2.1	- 4.9	13.4	21.1	4.6	11.7	4.6	3.9	3.7
対 世 界 シェア	18.2	17.8	19.9	21.8	22.4	24.8	24.7	23.6	22.7
E C	- 9.9	- 2.4	- 1.8	2.6	1.4	7.1	6.9	13.0	7.5
対 世 界 シェア	22.6	22.7	22.0	20.4	20.3	21.6	22.0	22.9	22.8

(2) 実質GDP前年比

(%)

	1981年	82年	83年	84年	85年	86年	87年	88年	89年
O E C D 計	1.9	- 0.6	3.0	5.2	3.5	2.8	3.5	4.4	3.6
日 本	3.9	2.8	3.2	5.0	4.7	2.5	4.5	5.7	4.8
対 O E C D シェア	18.1	18.7	18.7	18.7	18.9	18.9	19.0	19.3	19.5
米 国	2.3	- 2.6	3.9	7.2	3.8	3.0	3.7	4.4	3.0
対 O E C D シェア	35.4	34.7	35.0	35.6	35.8	35.8	35.9	35.9	35.7
E C	0.2	0.8	1.6	2.3	2.4	2.5	2.7	3.7	3.6
対 O E C D シェア	36.1	36.6	36.1	35.1	34.8	34.7	34.4	34.2	34.2

(注) 1. 日本、米国は実質GNPベース。

2. 実質GDPは1987年基準、実質輸入は1985年基準で比較。

3. 輸入はECがEC間貿易を除く、日本は記念硬貨用金を除くベース(日本銀行調査統計局推計)。

(資料) 大蔵省「外国貿易概況」、経済企画庁「国民経済計算」、IMF「International Financial Statistics」  
 米国商務省「Survey of Current Business」、EC委員会「Eurostats」、OECD「世界経済見通し  
 (89年12月)」

にあるが、このほか規制緩和等による市場開放といった制度的要因<sup>(注14)</sup>と、「プラザ合意」以降63年にかけての大幅な円高に伴う輸入品価格の相対的な有利化といった価格要因が大きく寄与している。このうち、とくに重要と思われる価格要因についてみると、輸入品価格の低下は、企業、個人双方に国産品から輸入品への需要シフトをもたらした。そして、こうしたユーザーの需要シフトは、欧州乗用車のディーラー現法の相次ぐ設立や、並行輸入・開発輸入ルートの拡充等の多様な輸入チャネルのわが国経済へのビルトインを促進しており、これが基調的な輸入増加に結び付いていると思われる。

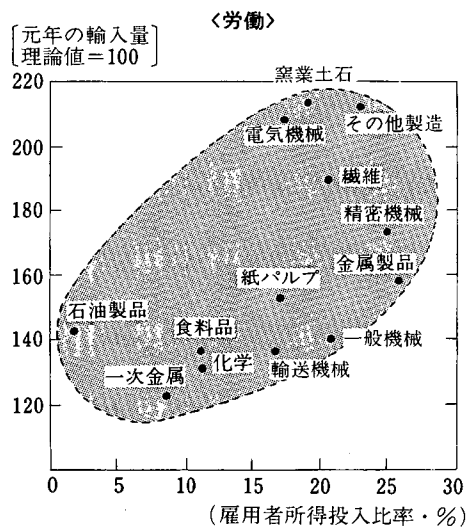
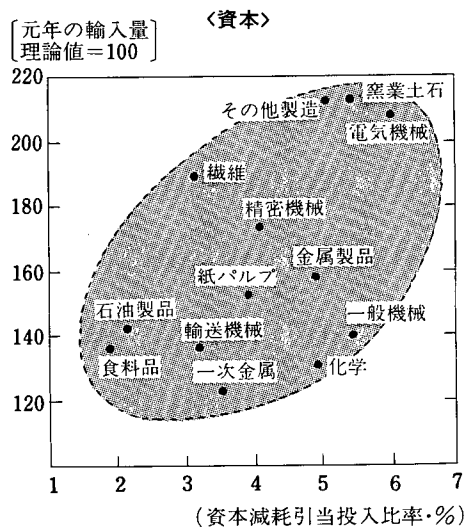
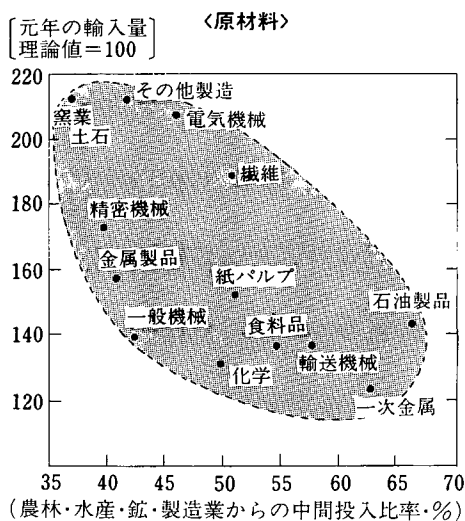
このほか、今回の円高に伴う内外相対価格の変化は、輸入品の高付加価値化を促進するかたちで、労働や資本(土地や生産設備)面におけるわが国経済の効率化



(図表16)

## 輸入品の高付加価値化の動き

—60年の経済構造により、平成元年の最終需要から誘発される輸入量(理論値)を100とした場合の元年の実際の輸入数量と原材料、労働、資本の投入比率の関係



(資料) 総務庁「昭和60年度産業連関表」、  
大蔵省「外国貿易概況」、経済企  
画庁「国民経済計算」ほか

をもたらしている。図表16は、た  
て軸に平成元年における輸入の理  
論値を100とした場合の現実の輸  
入量を示し(数値が大きいほど、  
追加的な輸入がより多く生じたこ  
を示す<sup>(注15)</sup>)、横軸には昭和60  
年における生産一単位当たりの原  
材料、労働、資本の投入比率を示  
してある。これをみると、非貿易  
財である労働や資本の投入比率が  
高い財ほど追加的な輸入増が大き  
く、原材料投入比率の高い財の輸

入増は逆に小さいことがわかる。このことは、労働や資本といった付加価値をす  
でにより多く体化した製品を輸入するように輸入構造が変化したことを示してお  
り、かつて原材料輸入に傾斜していたわが国の輸入構造が水平分業化の方向へと  
着実に変化してきていることを示すものと理解できよう(60年基準の実質製品輸  
入比率：60年度31%→62年度37%→元年度41%)。

このように、市場開放や円高はわが国の輸入を質・量ともに国際的にみて望ま

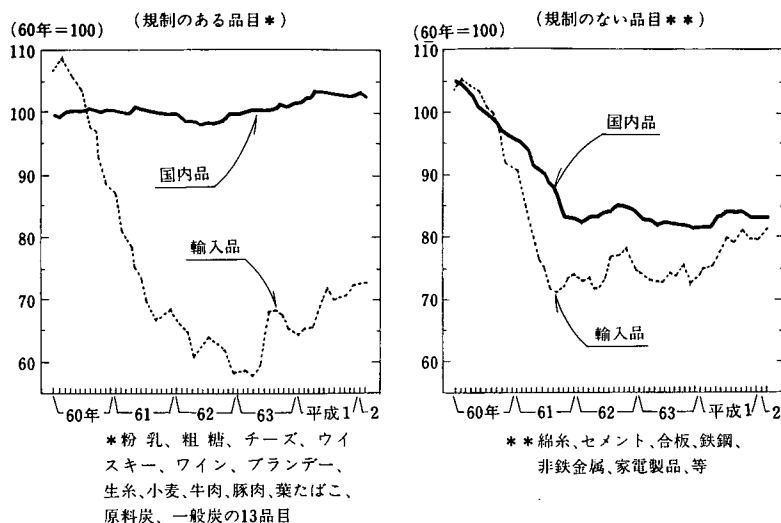
しい方向へと導く効果を持っており、今後とも一層の市場開放を続けるとともに、為替円安の長期化によってこれまでの輸入構造の変化に逆流が生じることのないよう十分な配慮が必要と考えられる。

（わが国企業のグローバル化）

一方、輸出サイドにおいても、元年度には、海外現地生産の拡大とその輸出代替効果が顕現化し、構造変化が着実に進展した。すなわち、わが国製造業の海外直接投資は、「プラザ合意」以降急拡大を続け、これに伴って海外生産比率も着実な上昇を示している（図表17）。海外現地生産の進展は、生産立上がり段階では、わが国からの部品輸出を誘発するほか、生産設備の過渡的な輸出をも伴うため、一時的には、わが国の貿易黒字拡大の方向に働く傾向がある。現に63年度後半の輸出増加には、海外景気の拡大と共に、こうした「誘発輸出」の増加がかなり寄与したものである。

（注14）こうした輸入の拡大は、競合関係にある国産品に対し「輸入の安全弁」効果を発揮し、国内物価を抑制する方向に働く結果、実質所得の増大を通じて再び輸入拡大を促すというメカニズムをもつことも無視できないであろう。この点につき規制の有無に着目して、今回の円高以降の輸入物価と国内物価の推移を比較すると、規制品目においては、規制のない品目に比して国内物価が下げ渋っている姿が明瞭に看取され、市場開放が物価安定に対し重要な役割を果たすことがわかる。

規制の有無によるWPIへの影響

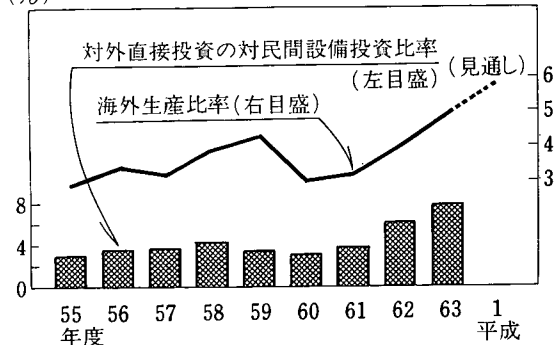


（資料）日本銀行「卸売物価指数」

（注15）ここでは、元年の最終需要から誘発される各業種ごとの輸入量を、60年の産業連関表を用いて推計し、これを経済構造、価格体系が60年以降不変であった場合の元年の輸入の理論値と考えた。図表16のたて軸の値は、この理論値と現実値の差をとることにより、60年から元年にかけて生じた経済構造、相対価格の変化がもたらした追加的な輸入量を業種別に定量化したものである。

(図表17)

対外直接投資比率、海外現地生産比率の推移  
(%) (製造業ベース) (%)



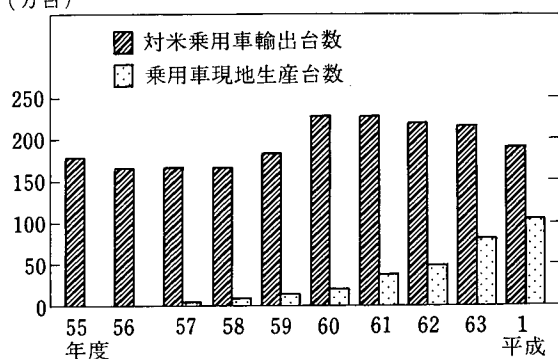
(資料) 通商産業省「第19回我が国企業の海外事業活動  
動向調査(平成元年12月)」

大蔵省「国際金融局年報」「対外及び対内直接  
投資届出実績(平成元年10月)」

経済企画庁「国民所得統計」

(図表18)

米国における乗用車現地生産と  
対米乗用車輸出の推移  
(万台)



(資料) Ward's Communications Inc「Ward's Automotive  
Yearbook」

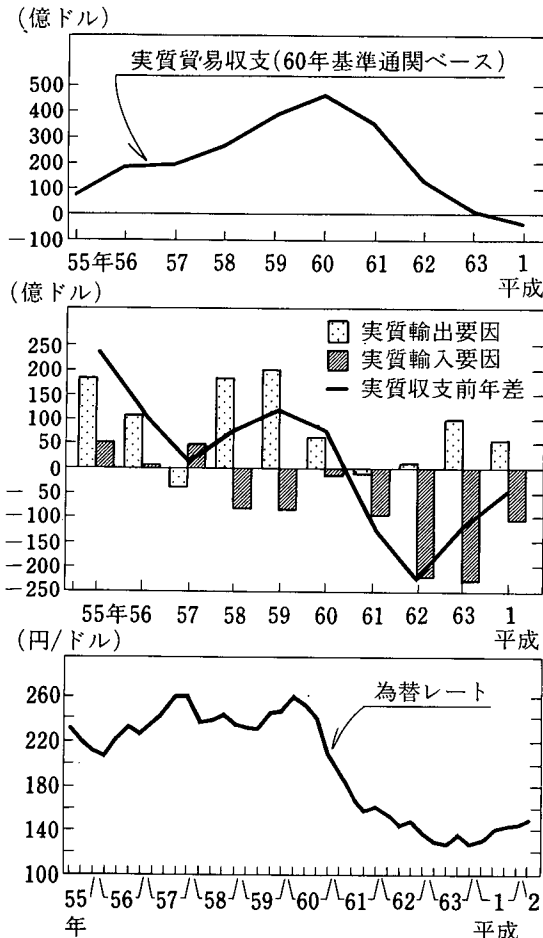
日本自動車工業会「自動車輸出概況」

れる。また、海外現地生産は更に一部の自動車、家電メーカーにみられるように、逆輸入のルートを通じてわが国の輸入拡大にもつながっている。

こうした製造業における海外現地生産の最近の特徴は、「カネ」を投じた生産体制が軌道に乗るにつれて、「ヒト」「モノ」の両面で現地化が進んできており、従来のアセンブリ生産型から、現地で仕入れから販売までを行う地場企業型の現地法人への変身が進んでいる点である。例えば、「ヒト」の面をみると、現地生産の拡大に伴い国内企業に海外子会社を含めた言えば日系企業ベースでの外国人労働者比率は、62年頃を境に急テンポで上昇している一方、「モノ」(ローカル・

しかし、対米乗用車輸出の例でみると、米国内の乗用車需要が弱含むなか、本邦自動車メーカーの現地生産台数は63年度82万台から元年度106万台へと大幅に増加しているのに対し、輸出は63年度218万台から元年度205万台へと減少していることから明らかなように(図表18)、現地生産を順調に拡大し得る段階に入ると日本からの完成品輸出に代替する効果が顕現化し、わが国からの輸出を抑制する方向に働くこととなる(注16)。元年度はまさにこうした効果が顕現化した年であった。実際、わが国の実質収支ベースでみた輸出・輸入それぞれの寄与をみると(図表19)、62、63年頃は、円高による輸入品の割安化や市場開放策に伴う輸入の拡大が黒字削減方向に大きく影響したのに対し、元年入り後は、現地生産拡大に伴う輸出の伸び鈍化が、収支調整進捗に寄与したことがうかがわ

(図表19) 実質貿易収支の推移



(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」

コンテンツ)についてみても、最近、各現地法人での生産が軌道に乗るにつれて現地調達比率が次第に上昇してきている(図表20)。これらのことは、わが国製造業のかんりの分野においてグローバル化が進展しており、ここにきての海外現地生産の輸出代替効果が一過性のものではなく、今後、長期にわたりわが国の輸出依存体質を変えていく効果を持つことになることを意味していると思われる<sup>(注17)</sup>。

(世界の中でのわが国の役割)

以上みてきたように、わが国の貿易構造は着実に変化しており、こうした構造変化は今後も引続き収支調整に寄与するものと期待される。このほか、①輸入面の水平分業化はアジア NIEs、ASEAN 等からの製品輸入の増大を通じてこれら諸国の成長<sup>(注18)</sup>を促進する一方、②わが国企業のグローバル

(注16) 製品に供給過剰感が生じた場合に国内生産で調整するか、海外現地生産で調整するかについて、経済企画庁のアンケート結果(「企業行動に関するアンケート調査」(平成元年度))をみると、国内市場で供給過剰感が生じた場合には、海外現地生産を減らして逆輸入の調整により対応すると答えた企業が極めて少ないのに対し、海外市場で供給過剰感が生じた場合には、むしろ国内生産を減らし輸出で調整すると答えた企業が相当数にのぼっている。一方、需要拡大時にはどちらかといえば海外現地生産の拡大によって対応する先が多く、このことは、企業が海外での現地生産を重視する姿勢を表しているものと考えられる。

需要が変化した場合の対応

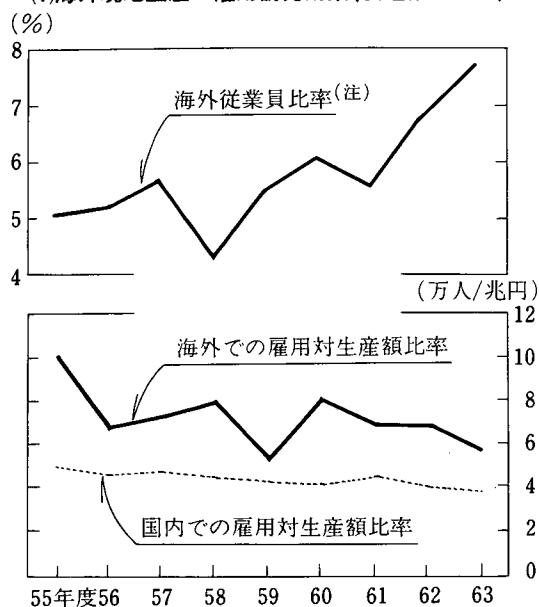
(回答社数構成比・%)

		国内生産を調整	海外現地生産を調整
供給過剰感への対応	国内市場での過剰	83.3	7.8
	海外市場での過剰	36.0	54.3
中長期的な需要拡大への対応	国内市場での拡大	77.0	16.1
	海外市場での拡大	11.1	83.1

(図表20)

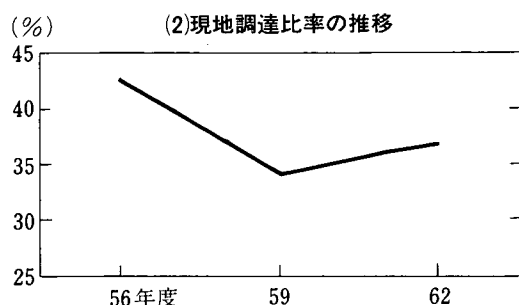
## 製造業のグローバル化の影響

## (1)海外現地生産の雇用誘発効果(製造業ベース)



(注)  $\frac{\text{海外現法外国人従業者数}}{\text{国内従業者数} + \text{海外現法邦人従業者数} + \text{海外現法外国人従業者数}}$

(資料) 通商産業省「第19回我が国企業の海外事業活動動向調査(平成元年12月)」  
総務庁「労働力調査」



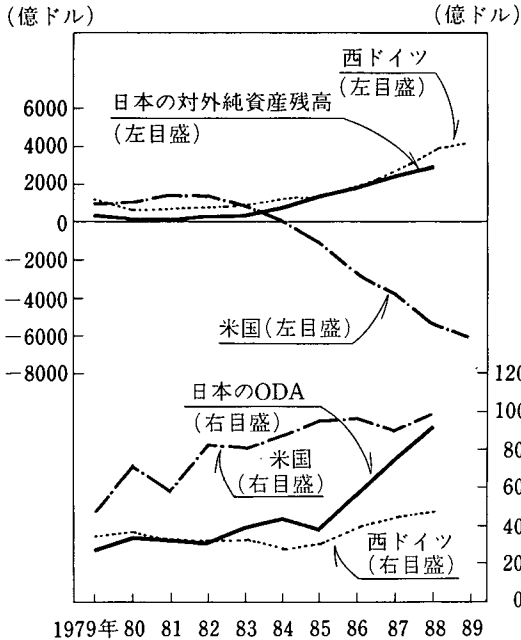
(資料) 通商産業省「第1回～第3回海外事業活動基本調査・海外投資統計総覧」

化は進出先地域における雇用創出や部品調達により現地経済の拡大に寄与するなど、構造変化のメリットは少なくない。しかし、わが国を取巻く国際経済環境をみると、日米構造協議に代表されるような対外摩擦が、依然としてわが国経済にとって重要な問題となっていることには変りはない。

こうした状況下、わが国の世界経済に占める位置をみると、経済規模ではOECD諸国全体の中で2割を占めるまでに至っている(前出、図表15-(2))。これはわが国経済の世界経済への影響の高まりとともに、世界のわが国に対する期待が一段と高まっていることを意味しているといえよう。したがって、わが国としては、もはや自国の利益のみを追求するという行動は許されず、今後は世界的観点を視野に入れた政策対応、企業行動がますます重要になると思われる。具体的には、まず第1に、マクロ経済政策面では、世界貿易の拡大均衡を目指しつつ、現在進

行している構造調整を今後も引続き円滑かつ迅速に進めていくために、物価の安定を維持することにより内需主導型の持続的成長を図っていくことがさらに重要となろう。また、第2に、ミクロ経済政策面では、流通の合理化、規制緩和等の市場開放努力をさらに推進することにより、わが国市場を世界に向けてよりオープンなものとするとともに、内外価格差の是正等をさらに図っていく必要がある。そして、こうした努力の積み重ねが国際的な信頼を勝ち得ることになる一方で、

(図表21) 主要国の対外純資産残高とODA  
(政府開発援助)の推移



(資料) 大蔵省「国際収支統計月報」  
経済企画庁「国民所得統計」  
米国商務省「Survey of Current Business」  
ブンデスバンク「Monatsberichte der Deutschen Bundesbank」  
OECD「Development Assistance Committee 議長報告」

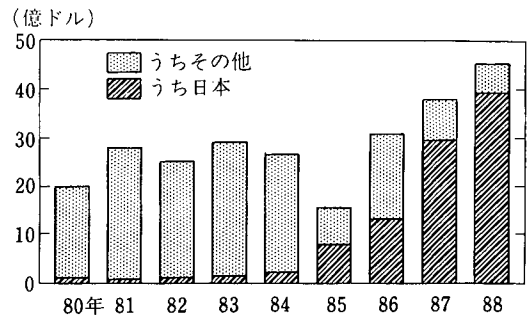
わが国経済の海外からみた「透明性」の向上にもつながっていくものと考えられる。さらに、第3に、企業行動面では、今後企業が国際化、グローバル化していくにあたり、進出相手国や地域社会の文化、慣習、思考方法等にも配慮し、これと共存していける「良き企業市民(Good Corporate Citizen)」として行動するよう努力していくことも必要であろう。このほか、途上国等への資金援助を増やしていくこと<sup>(注19)</sup>(図表21)や、世界的にみてトップクラスにある技術力をもって経済社会の高度化に貢献していくこと<sup>(注20)</sup>(図表22)も、経済大国としての責務と言えよう。

#### (4) わが国経済の展望と課題

上述のとおり、わが国経済は、

(注17) なお、対外収支調整には直接関係ないが、わが国企業のグローバル化は、単に製造業のみにとどまらず、非製造業にまで及んでいる。とくに、このうち不動産分野では、米国における海外からの不動産投資受入れに占める日本の寄与が急拡大している等、円高に加えわが国の地価高騰を背景に、投資が急増しており、新たな摩擦の火種が生じている点は懸念されるところである。

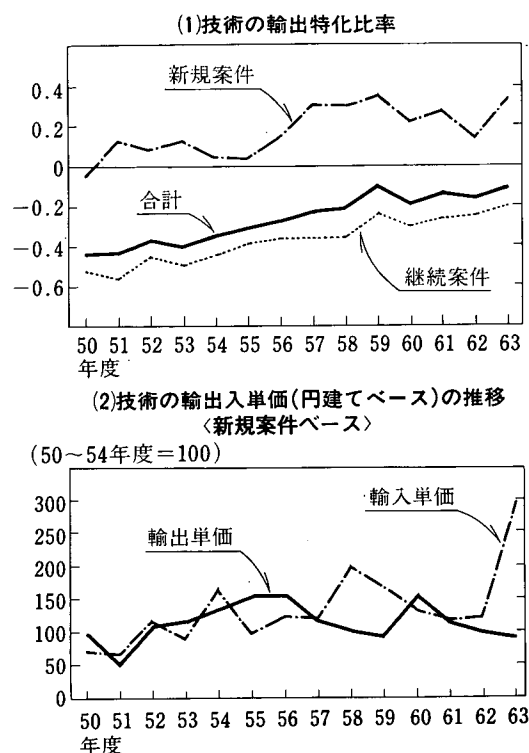
#### 米国における対内不動産投資の推移



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

(注18) この点につき韓国、台湾の成長に対する対日輸出の寄与の高まりを概観すれば以下のとおり。すなわち、85年から89年にかけての韓国、台湾両国の経済成長に対する輸出等の寄与率はそれぞれ44.3%、74.8%と極めて高く、「プラザ合意」以降、とくに86、87年を中心に輸出主導型の成長を続けてきたことがわかるが、この間の対日輸出シェアも韓国で15%から22%へ、台湾でも11%から14%へと上昇しており、わが国のマーケットが両国の成長に重要な役割を果たしたことがわかる。

(図表22) 技術貿易の推移



(注) 輸出特化比率 =  $\frac{\text{輸出件数} - \text{輸入件数}}{\text{輸出件数} + \text{輸入件数}}$

(資料) 総務庁「科学技術研究調査報告」

て、先行き不透明感の強まりが企業のマインドに及ぼす心理的效果や若干の逆資産効果は否めない。しかし、各市場の動きはこのところ落ち着きつつあるほか、企業の借入依存度がここ数年来かなり低下している<sup>(注21)</sup>こと、また、すでに述べたとおり技術革新等を背景とした企業の投資マインドは引き続き積極的であること等を勘案すると、物価の安定が維持される限り、当面現在の景気拡大基調が大きく崩れる心配はないように思われる<sup>(注22)</sup>。

しかしこうした中で、いくつかの潜在的なリスクが増大してきている点も見逃せない。そのリスクとしては、物価環境の変化や、対外摩擦の広範化といった問

技術革新の進展やインフレ期待の鎮静化といった基本的な背景に加えて、円高に伴う交易条件の変化や構造調整の進展が相まって、持続的、かつ力強い拡大を続けるなど、世界的にみてもかなり良好なファンダメンタルズを維持してきた。足元のわが国経済をみても、冒頭部分で述べたとおり、物価安定が維持される中で、景気の持続的拡大と対外収支調整の進展の同時進行という良好なパフォーマンスを続けている。

こうしたなか、更年後、元年度末にかけて金融・資本市場では債券・株式の大幅下落や円安が進行したが、このようないわゆる「トリプル安」の景気面への影響とし

(注19) この点につき、日米独の対外純資産残高とODAの推移をみると、わが国は純資産の急拡大に伴い85年以降ODAを急増させており、その規模は今や米国に匹敵する水準にまで達している。

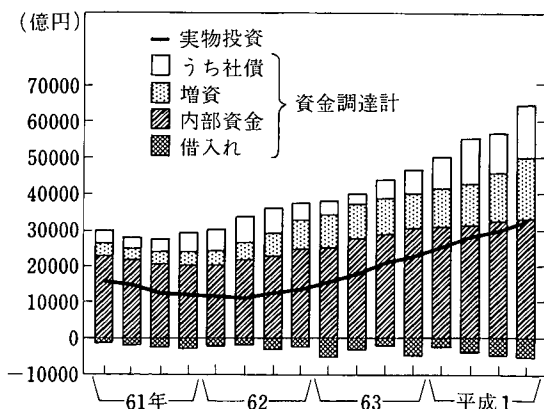
(注20) わが国の技術貿易(技術供与、技術導入)動向をみると、全体では未だ輸入特化状態にあり、過去からの導入技術に頼っている部分も多いと思われるが、このうち新規案件のみについてみると、すでに輸出特化に転じており、その比率は次第に高まる方向にある。このことは、限界的分野では、わが国がすでに技術立国の面からも一人立ちしていることを示すものとみられる。

題が重要であることは、先述のとおりであるが、この他にも、わが国経済を取巻くリスクは決して少なくはなく、なかでも地価と労働供給の問題は、今後のわが国経済を展望する上で留意を要する点であろう。まず、地価上昇については、これが近年における大きな社会・経済問題となっていることは周知のとおりである。金融・経済面では、地価上昇は一般物価の動向と無関係ではないほか、地価の急激な変動は信用秩序に悪影響を与えかねない<sup>(注23)</sup>という点でも、問題が少なくない。この点、後述のようにマネーサプライの増加率が昨秋来加速している一方で、昨年来、地価が再び上昇傾向を示しており、今後とも十分注意を要するところである。

さらに、長期的な人口増加率の低下および高齢化が、わが国の労働市場、ひいては経済成長に及ぼす影響について考えておく必要がある。まず、労働の供給サイドをみると、図表23からも明らかなおと、わが国の生産年齢人口は、出生率の低下を背景に徐々に伸びを低める中で高齢化がコンスタントに進んでおり、今後、わが国の労働供給は若年層を中心に急速に細っていく可能性がある。一方、需要サイドをみると、元来多くの産業分野で若年層が稀少化しつつあるが、最近の技術革新とりわけコンピュータ化の進展により、情報処理関係等での求人が根強く、こうした職種での就業者の平均年齢は相対的にみてかなり若くなっている。今後、コンピュータ化の進展さらには経済全体のソフト化、サービ

(注21) 企業の長期資金調達(資本金+固定負債)に占める金融機関借入金のウエイトをみると、全体では、55年末の40%から元年末には36%にまで低下している(法人季報、全規模、全産業ベース)。とくに、大企業製造業では、設備投資が極めて旺盛となっている最近時においても、実物投資をほぼ全額内部資金の増加分で賄える状態にある。

企業の実物投資と資金調達の推移  
(製造業・資本金10億円以上の大企業ベース)



(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

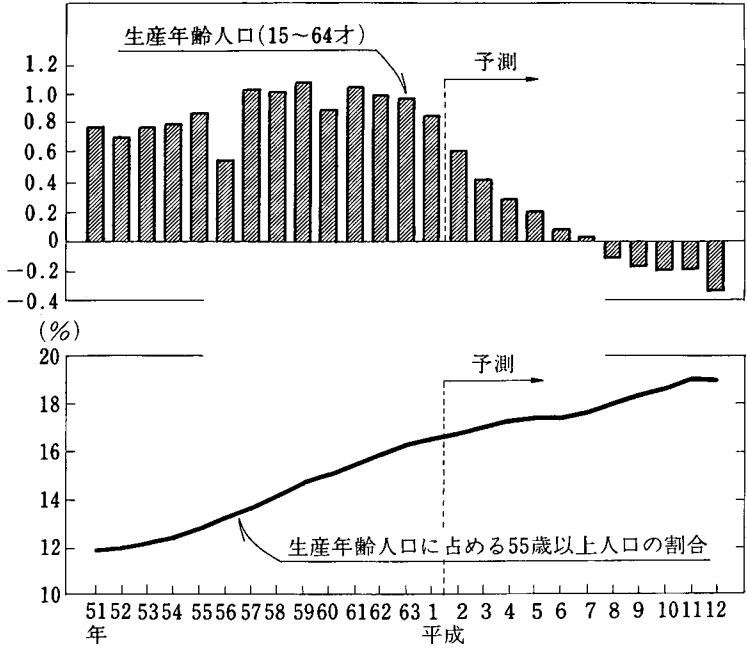
(注22) 平成2年度のわが国経済の展望については調査月報平成2年4月号「情勢判断資料(平成2年春)——わが国金融経済の分析と展望」を参照。

(注23) 地価上昇の背景とわが国経済に及ぼす影響については、調査月報平成2年4月号掲載の「わが国における近年の地価上昇の背景と影響について」を参照。



(図表23) 人口の高齢化と労働供給

(前年比・%)



(注) 平成2年以降の予測は厚生省人口問題研究所  
「日本の将来推計人口(昭和61年12月推計)」による。

ス化の傾向を映じて、若年層への労働需要自体は一段と増大していく可能性が強いといえよう(注24)。

(注24) 63年における職種別不足率を比較すると、景気拡大を映じた循環的要因から建設作業関係での高さが目をひくが、コンピュータリゼーションといった構造的要因から情報関係がそれに次ぐ高さとなっている。一方、職種別の平均年齢を比較するとプログラマ、システムエンジニアといった情報処理関係の年齢が極めて若い点は、注目を要する。

職種別の不足率と平均年齢

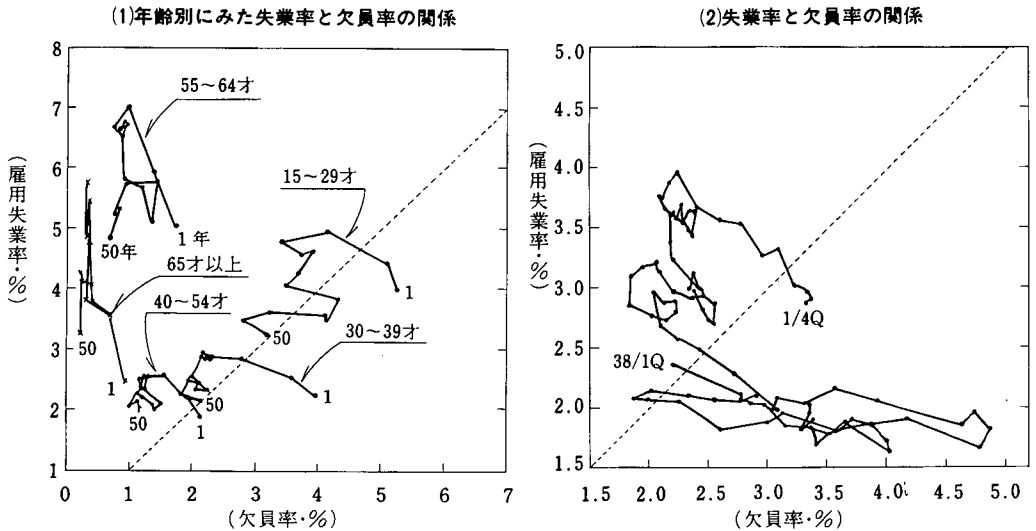
(1) 職種別不足率 (%)		(2) 職種別平均年齢 (男子) (歳)	
事務関係	7.8	システムエンジニア	29.9
情報処理関係	18.3	プログラマ	26.7
販売関係	10.0	機械製図工	33.0
サービス関係	10.7	金属プレス工	38.6
運輸・通信関係	6.2	機械組立工	36.6
金属材料・化学製品製造関係	5.6	大型貨物運転者	40.3
金属製品・機械製造関係	12.5	百貨店店員	31.5
建設作業関係	34.1	クレーン運転者	42.6
定置機関運転・建設機械運転・電工関係	14.7	タクシー運転者	45.9
その他	10.4	警備員	50.0

(資料) 労働省「技能労働者等受給状況調査(昭和63年11月調査)」  
「賃金構造基本統計調査報告(昭和63年)」

このように労働供給の不可避的な高齢化と若年労働力に対する需要増加が進む状況の下では、雇用面でのミスマッチが一段と増大する恐れがある<sup>(注25)</sup>(図表24)。そして、こうした構造的なミスマッチが存在する状況の下では、景気拡大期に若年労働者の不足から成長が制約される一方で、高齢者の雇用機会の確保が一貫して大きな問題となっていくと予想される。

(図表24)

## 失業率と欠員率の関係



(注) 雇用失業率および欠員率の定義は次のとおり。

$$\text{雇用失業率} = \frac{\text{完全失業者数}}{\text{雇用者数} + \text{完全失業者数}} \times 100$$

$$\text{欠員率} = \frac{\text{有効求人数} - \text{就職件数}}{\text{雇用者数} + \text{有効求人数} - \text{就職件数}} \times 100$$

なおグラフ(1)の有効求人数、就職件数は各年10月、雇用者数、完全失業者数は暦年平均値。

またグラフ(2)はいずれも四半期、季節調整済みの計数。

(資料) 労働省「職業安定業務統計」

総務庁「労働力調査」

(注25) 失業率と欠員率の関係を示したいわゆるU-V曲線は、景気変動に応じて労働需給がタイト化すると失業率の低下と欠員率の上昇が、また需給が緩むと逆に失業率が上昇し欠員率が低下するため、一般的に右下がりの形状を示す。このU-V曲線を年齢層別に分解してみると(図表24左側)、高齢者はほとんど欠員のないままに景気循環にあわせて失業率が変動しているのに対し、若年層では常に低い失業率の下で欠員率が変動するという関係がうかがわれ、右側のマクロのU-V曲線が右上方にシフトしている姿がみてとれるが、これは、わが国労働市場において雇用のミスマッチや摩擦的失業の増大に伴い、労働力のスムーズな吸収が行われず、構造的に失業率と欠員率の双方がともに高まっていたことを示す。

## 2. 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

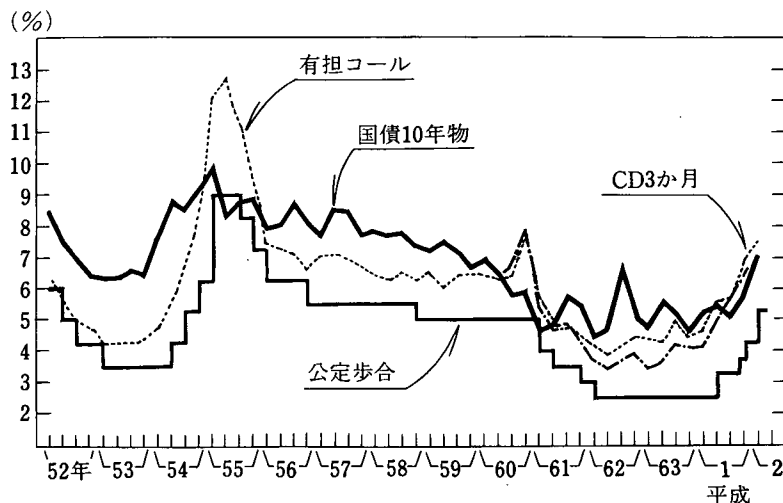
平成元年度は、金融政策面で大きな転換点を迎えた年であった。すなわち、日本銀行は元年5月に昭和55年3月以来9年2か月ぶりに公定歩合の引上げ(2.5%→3.25%)に踏み切り、55年8月の公定歩合引下げから始まった長期にわたる金融緩和過程に終止符を打った(図表25)。公定歩合は、これ以降、10月(+0.5%)、12月(+0.5%)、2年3月(+1.0%)と4次にわたり合計2.75%引上げられ、現在は5.25%と60年の「プラザ合意」時点とほぼ同水準となっている。こうした今回の4次にわたる公定歩合引上げについては、以下のような特徴がみられた。

第1の特徴は、今回の政策変更が、物価上昇を未然に防止するいわば「予防的措置」としての効果を狙ったものであったことである。すなわち、元年度経済は、前章でもみたように、景気が内需を中心に自律的な拡大基調をたどる一方で、製品・労働需給の逼迫、為替相場の円安化、さらに原油価格の上昇等を背景に、物価上昇圧力は年度間を通じて次第に高まる方向に作用した。今般の一連の公定歩合引上げは、こうした物価上昇圧力の高まりを勘案し、インフレ心理の台頭を早め早めに防ぎ、物価安定を確固たるものにするために実施された<sup>(注26)</sup>ものである。

第2の特徴は、今回の措置がいずれもマーケットにおける金利の動きを重視し

(図表25)

公定歩合と長短市場金利の推移



(資料) 日本銀行「経済統計月報」

て決定されたものであったということである。日本銀行は、後述のとおり昭和63年11月以降、短期金融市場の運営方式の見直し等を実施しており、この結果、短期市場金利はそれ以前に比べその時々市場実勢を反映してビビッドに変動するようになってきている。このことは、市場金利が持つ金融・経済全体の動向を反映する「鏡」としての機能、および短期金融市場の金融調節の「場」としての機能の双方が高まってきていることを意味しているが、今般の公定歩合引上げにおいては、日本銀行は、実体経済面の動きのほか、こうした市場金利の「鏡」としての機能をより重視し、短期市場金利の動向をも勘案して実施した。

上記のように公定歩合が久方ぶりに引上げられる中で元年度中のわが国の金融・資本市場の動きをみると、短期市場金利がほぼ一貫して上昇を続ける一方で、債券・株式市場や為替市場では、更年後大きな変動がみられた。この間、マネーサプライについてみると、元年度前半は比較的落ち着いた動きを示したものの、年度後半以降、再び伸び率が増勢を強めており、最近も高い伸びを続けている。以下では、こうした元年度のわが国の金融・為替市場およびマネーサプライの動向について振り返ってみることとする。

#### (長短市場金利の動向)

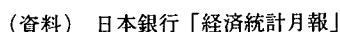
長短市場金利の動向をみると(図表26)、元年度中は総じて上昇傾向をたどった。まず、短期市場金利は元年度入り後から景気の順調な拡大や、円安方向への為替相場展開、さらにはこれらを映じた物価上昇圧力の高まりなどを背景に、インターバンク市場金利、オープン市場金利ともほぼ一貫して上昇を続け、手形3か月物レートをみると、元年3月末は4.59%であったものが、年度間を通し逐期上昇し、2年3月末には7.31%と前年比では+2.72%ポイントの上昇となった。また、CD3か月物発行レートも年度間で+2.86%ポイント上昇し、2年3月末には7.62%となった。

一方、長期市場金利は元年初来6月央にかけ短期市場金利と歩調を合わせるかたちで上昇した後、6月末から8月初にかけて一時的に下落したため、6月以降、長期市場金利が短期市場金利を下回る長短金利逆転現象(逆イールドカーブ)が現

---

(注26) ちなみに、これを前回の公定歩合引上げ時(昭和54～55年にかけ5回にわたり5.5%引上げ)と比較してみると、前回時点では、初回(昭和54年4月)の公定歩合引上げは「インフレを未然に防止する」ことを狙ったものであったが、残りの4回については、第2次オイルショックの影響等から物価が上昇を始めている状況の下で、「物価上昇を極力抑制する」ことを狙って採られた措置であり、この点、今回は前回局面と様相を異にしている。

## 公定歩合と長短市場金利の推移



なお、長期市場金利は、昨年末以降年度末にかけて反転上昇を示したが、これは、①米国長期金利の下げ止まりと、②為替の円安化等を主因とするものと思われるほか、③前述の物価上昇圧力の増大等を映じた中長期的インフレ期待の高まり

(注27)「長短金利逆転現象」は昭和60年以降においては、今回が3回目(①60/8～61/4月、②62/2～5月、③元/6～12月)であるが、今回は、短期市場金利が上昇する中での逆転であることが大きな特徴であり、この点前回(長短両市場金利とも低下する中で、長期市場金利が急低下した)、前々回(逆オイル・ショック発生から長期市場金利が急低下)と大きく異っている。

(%)

7

6

5

4

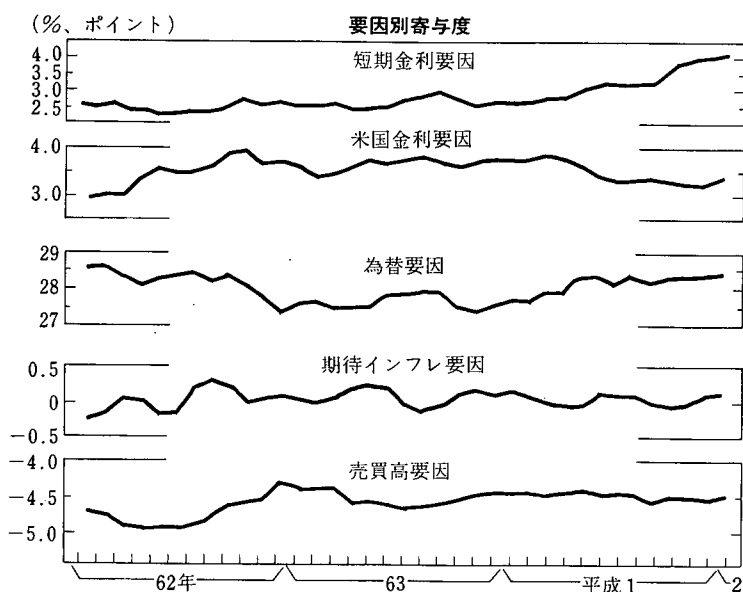
3

2

推計値

国債利回り(最長期物、月中平均)

62年 63 平成 1 2



要因分解式： $\bar{R}^2=0.92$  D.W.=1.67 S.E.=0.21 計測期間62年 1月～2年 1月

国債利回り=0.60×(C D 3 か月物レート)<sub>(10.0)</sub>+0.42×(米国10年物国債利回り)<sub>(5.8)</sub>

+5.68×ln(円・ドル為替レート)−0.03×(失業者数3か月前比)<sub>(6.5)</sub><sub>(−3.3)</sub> 増減率

−0.44× $\frac{3}{0}$ ln(上場国債売買高-1)<sub>(−3.1)</sub>／4<sub>(−6.8)</sub> −25.3

(資料) 日本銀行「経済統計月報」  
米国連邦準備制度「Federal Reserve Bulletin」

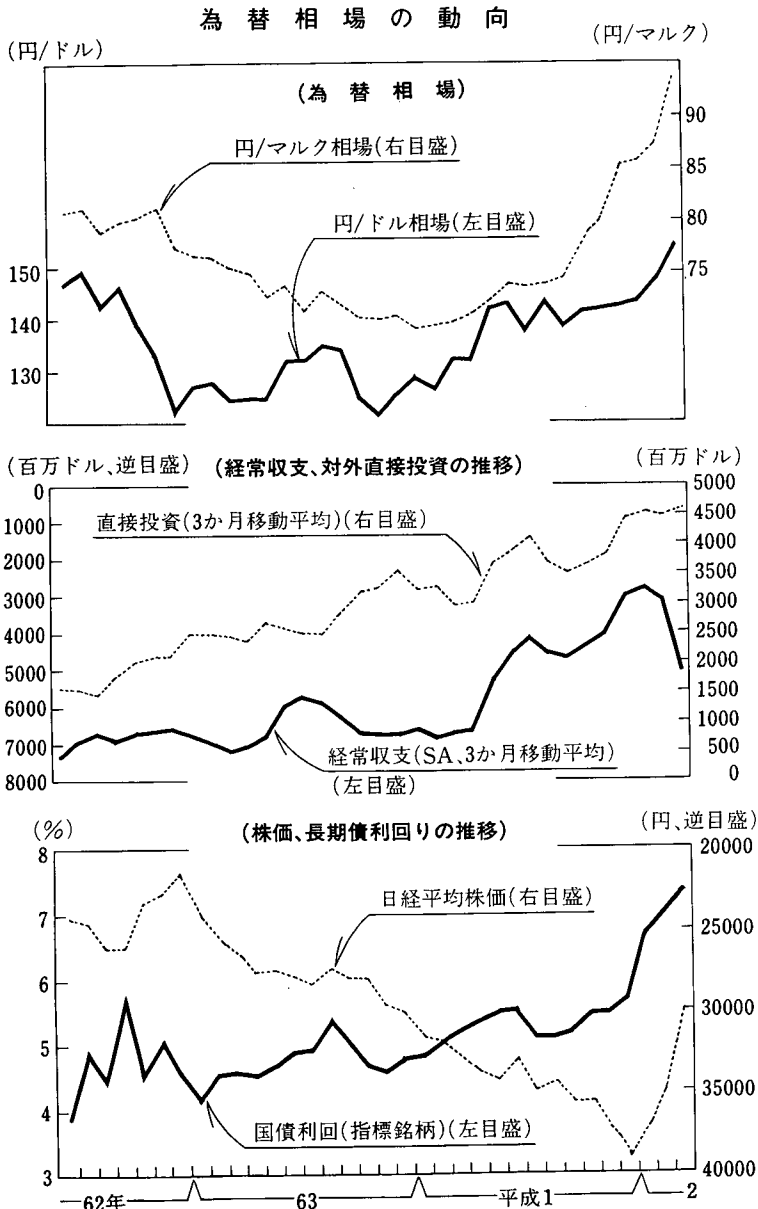
りも作用している可能性があり、この点、今後注意を要するところであろう。

(為替相場の動向)

外国為替市場において、円相場は63年中は安定的に推移したが、元年入り後円安方向に向い、元年度中は概ねドル高・円安基調で推移し、とくに年度末にかけては円安のテンポが加速した(図表28)。

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、元年初に

(図表28)



(注) 日経平均、国債利回りは月末値

(資料) 日本銀行「経済統計月報」「国際収支統計月報」

I M F 「International Financial Statistics」

は、63年末の円高地合を引継ぎ123円台で始まったが、米国短期金利の上昇や中国等海外情勢の不安定化等を材料に円安に向い、6月央には一時151円台と元年中の最安値を記録した後、8月初にはその反動もあって136円台まで円安修正が進むなどかなり振れの大きい相場展開となった。その後、10月の公定歩合引上げ

頃から年末にかけて、140円台前半の比較的狭いレンジ内の値動きで推移したが、更年後は再び円安傾向を強め、結局年度末の相場は157円65銭／ドル(前年度末比 $\triangle 15.9\%$ ＜IMF方式＞)と、2年続きの円安となった(同60～62年度 $+101.4\%$ 、63年度 $\triangle 6.1\%$ )。

こうした更年後の一段の円安は、①経常収支黒字が縮小する一方で直接投資が増加傾向をたどっていること(図表28)、②マルク等欧州通貨への資産シフトの動きが強まったこと、③日本の債券・株式相場の軟化(図表28)を背景として対内証券投資が減少する一方、米国国債、株式等への投資が活発化したこと、さらに④これに投機的な資金の動きが加わったこと等を背景としたものとみられる。なお、2年度入り後の円・ドル相場は、以上のような動きが弱まる中でやや持直した動きとなっている。

この間、円の対マルク相場(ニューヨーク外国為替市場、直物相場終値)は、元年4月頃から秋口にかけて円ジリ安で推移した後、昨年末以降は東ドイツとの経済統合がらみで金利上昇が顕著になったこと等からマルク高が進展し、年度末の相場は前年度末比 $\triangle 33.5\%$ (IMF方式)と3年ぶりに大幅円安となった(62年度 $+7.3\%$ 、63年度 $+6.8\%$ )。もっとも、2年度入り後、再び幾分ながら円高に向かっていく。

#### (株価の動向)

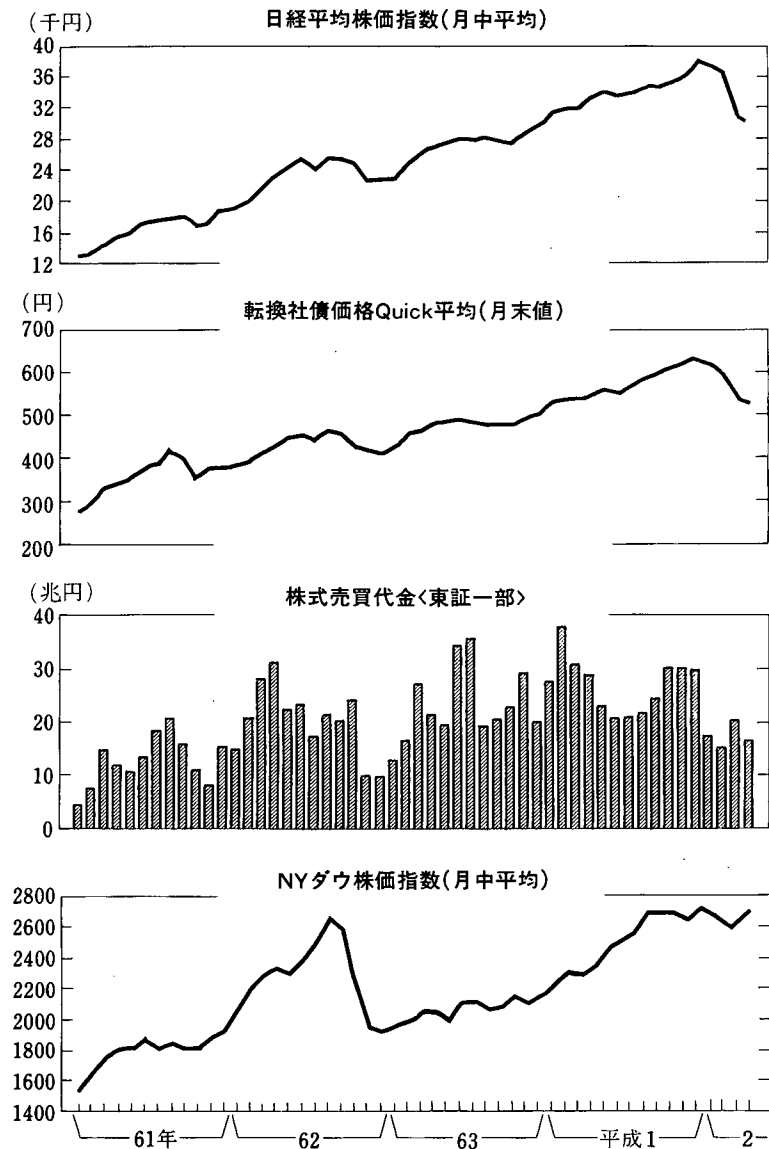
元年度中のわが国株式市況は年末を境に大きく変化した(図表29)。すなわち、日経平均株価は、元年度入り後ほぼジリ高で推移し、11月以降年末にかけて上げ足を速め、元年末には38,915円と史上最高値で越年した。しかし、更年後は一転してほぼ一本調子下落に転じ、4月2日には28,002円と年初来最安値を付けた後、若干持直すという展開となっている。

このような元年度中の株価の急激な変動の背景をやや詳しくみるために、まず、「株価収益率」の動きをみると、日本の株価収益率は61年ごろから急上昇し、62年10月のクラッシュ時にも大きな調整がなされないまま高水準を持続していた。この点、米国では58年以降の景気回復等を背景に、一時、過去のトレンドを上回って上昇した株価収益率が、クラッシュにより反落し長期平均水準にまで押下げられたのとは対照的である(図表30)。また、株価収益率の逆数である「益利回り」(1株当たり純利益／株価)と長期市場金利との間には長期的にみて安定的な関係があることが知られているが、昨年後半以降、株価急落時までの益利回りは、長期市場金利の上昇にもかかわらず低位安定を続けており、その分水準調整



(図表29)

## 株式・転換社債市場の動向

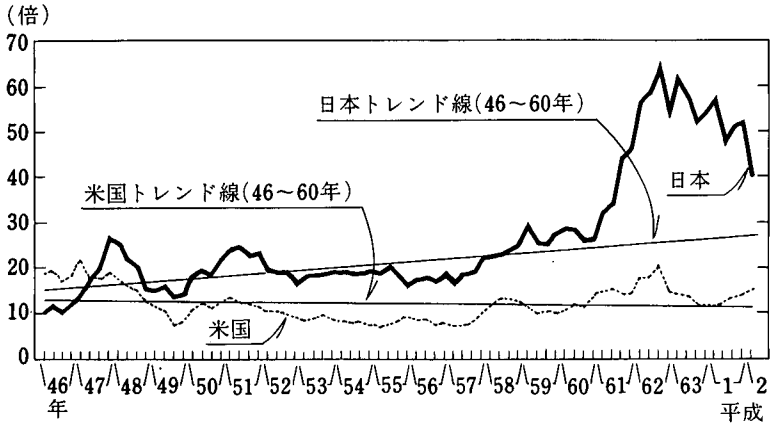


(資料) 日本銀行「経済統計月報」  
 日経金融新聞  
 F R B 「Federal Reserve Bulletin」

圧力が高まっていたと思われる(図表31)。

こうした株価収益率や益利回りから最近の株価の動きを判断すると、元年中は62年以降の内需を中心とする景気拡大を反映して企業が業績を伸ばす中で、長期にわたる金融緩和を背景として、株価上昇テンポがわが国経済の実勢を上回って加速するといったここ数年来の動向が持続したが、更年後には、為替円安等に伴

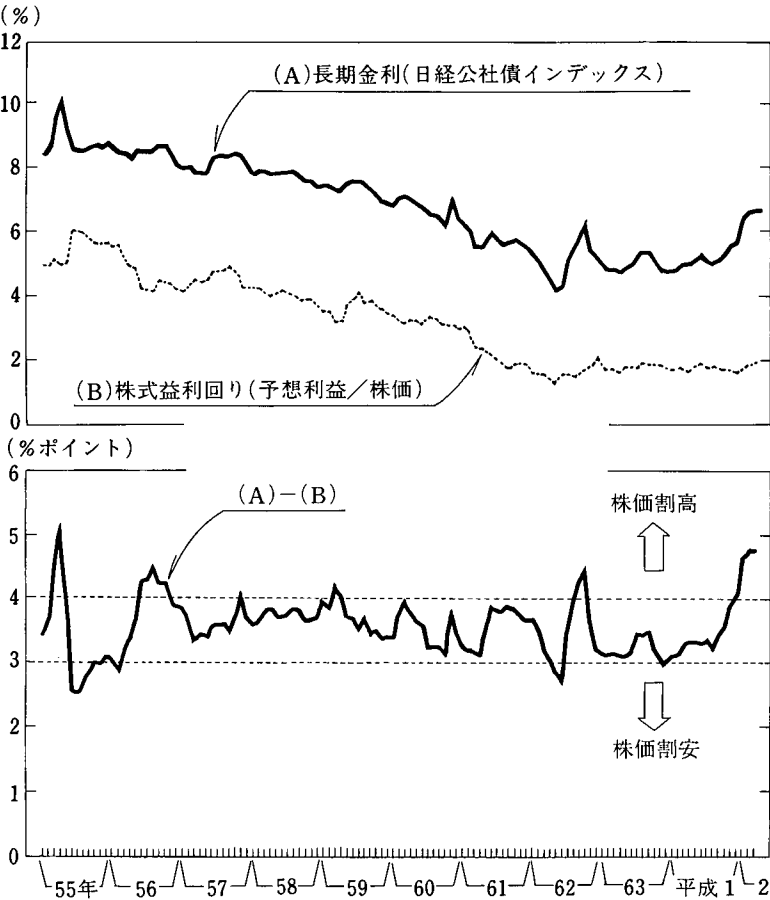
(図表30) 日・米の株価収益率の比較



(注) モルガン・スタンレー社が作成している株価収益率指数(Morgan Stanley Capital International Index, MSCII)による。採用銘柄数は日本265社、米国335社。

(資料) Morgan Stanley Capital International Perspective

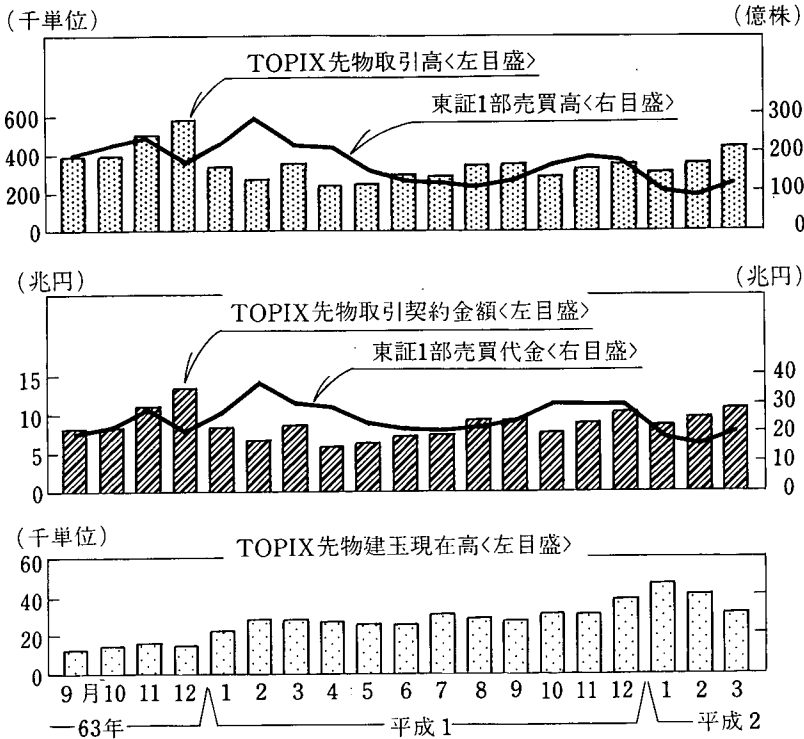
(図表31) 株式益利回りと長期金利の関係



(資料) 日本銀行「経済統計月報」  
東京証券取引所「東証統計月報」等

(図表32)

## TOPIX 先物取引



(資料) 東京証券取引所「東証統計月報」

(図表33)

## 株式新規上場会社数等の推移

(社)

	60年	61	62	63	平成1
全国8証券取引所	52	55	67	73	75
既上場分を除くベース	30	44	51	56	54
東京証券取引所	33	29	37	40	27
東京証券取引所・外国部	10	31	36	26	10
新規店頭登録株(3市場計)	16	23	19	53	73

(注) 既上場分とは、例えばすでに大証に上場している企業が東証に上場する場合

(資料) 東京証券取引所「東証統計月報」  
日本証券業協会「証券業報」

う債券価格下落(長期金利上昇)などのほか、昨年5月以降の4次にわたる公定歩合引上げも一つの契機となって、株価の調整が行われたとみることができよう。なお、近年活発に行われてきたいわゆるエクイティ・ファイナンスは、株価下落の影響から2年度入り後ストップ状態となっている。

この間、一昨年9月に開始された東京・大阪両証券取引所における株価先物取引は、本年入り後の株価下落局面においても活発な商いを続けている(図表32)。また、元年度には、景気の拡大持続等を背景に、店頭市場を中心とした未上場企業の株式新規公開が前年度に続き活発に行われた(図表33)。

#### (マネーサプライの動向)

金融の量的側面に目を向けると、マネーサプライの代表的指標である $M_2 + CD$ は、元年度入り後7～9月期までは、63年度初以降の基調を受け継ぎ前年比伸び率を緩やかに低めたが、10～12月期以降は一転してかなりの増勢に転じている(図表34)。さらに子細にみると $M_2 + CD$ の構成要素である現金通貨については、昨年度初来増加基調にある<sup>(注28)</sup>うえ、より広範な金融資産を含む「広義流動性<sup>(注29)</sup>」の動向をみても、 $M_2 + CD$ にやや先行するかたちで元年央以降徐々に増勢を強めており、このところマネースtock全般に増加傾向がうかがわれる。

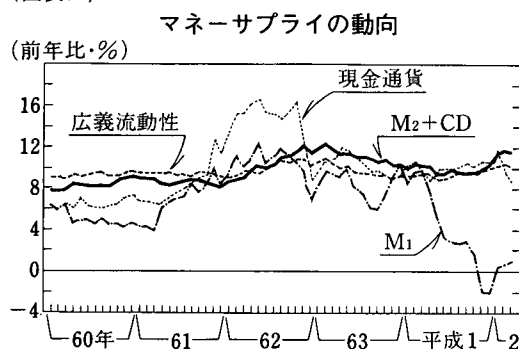
こうした最近のマネーサプライ増勢の背景について、通貨需要面からは、財・サービス取引や資産取引に関わる資金需要が引続き根強いことを基本的要因として指摘し得よう。次に通貨供給面をみると、インパクトローンを中心とする金融機関の企業向け貸出が伸長しており、これが元年度後半以降のマネーサプライ押上げの主因となっている。

なお、更年後の $M_2 + CD$ は急速に伸びを高めており、実体経済の動きからは説明しきれない水準となっているが、これには、金融自由化の進展等を背景に、

大口定期預金など $M_2 + CD$ の対象資産への資金のシフトインが生じたことや、金利先高観の下での前倒し借入れの動きなどの要因も影響していると考えられる。

なお、マネーサプライの水準を実体経済活動との関連で評価するため、マネーの流通速度(名目総需要/ $M_2 + CD$ 平残)をみると、

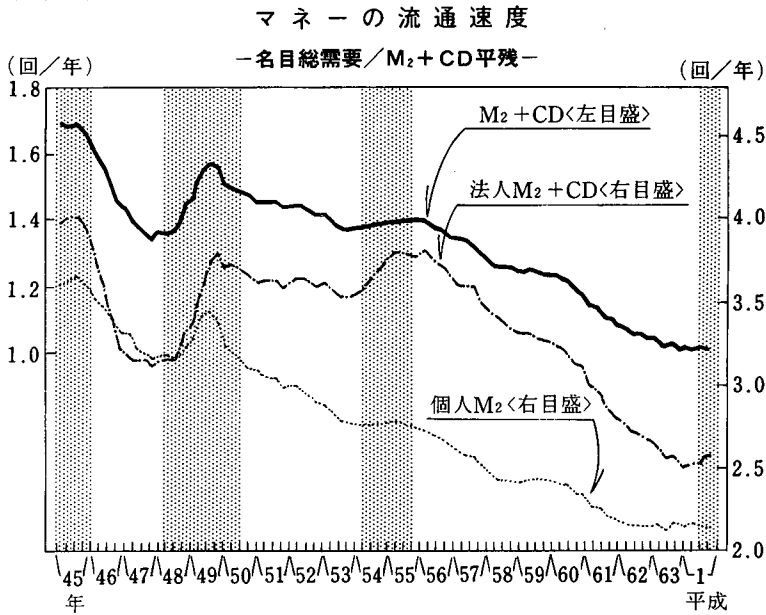
(図表34)



(注28) 現金通貨については本年2～3月に伸びを低下させているが、これは、前年同期の跳ね上がり(金融機関の完全週休2日制移行に伴うもの)が影響している面が大きく、その増加基調に変化はないと思われる。

(注29) 広義流動性 $= M_3$ ( $M_2$ +郵便局、農・漁協、信組、労金の預貯金+信託元本<金銭信託、貸付信託>)+ $CD$ +金融債+国債(含む政府短期証券)+債券現先+投信+外債。

(図表35)



(注) シェード部分は公定歩合引上げ期を示す。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」

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35)。これは、日々の経済取引に用いられる以上に多いという意味での「不活動残高」が長期にわたる金融緩和の下で累増し、昨年5月以降の公定歩合引上げ後もなお増加傾向を続けていることを示している。このような状況は、前述のとおり物価を巡る環境が厳しいだけに、今後とも警戒的にみていく必要がある。

## (2) 自由化・国際化の一段の進展

### (金融自由化・多様化の進展)

金融の自由化・多様化の動きは、ここ数年着実に進んで来ているが、平成元年度においても、こうした動きは一段と進展した(付表1、2)。まず預金金利についてみると、大口定期預金は、60年10月に10億円でスタートした最低預入単位が、その後徐々に引下げられ、元年4月に3千万円から2千万円に、さらに10月には1千万円に引下げられた。また、小口預金については、小口MMCが元年6月に最低預入額3百万円でスタートし、10月に預入期間が拡張された(6か月～1年→3か月～3年)のに続き、本年4月には最低預入単位が1百万円に引下げられている。こうした金融自由化の進展に伴い、金融機関の調達資金に占める自由金利商品の割合は、このところ毎年10%ポイント近い割合で上昇しており、都

(図表36)

## 自由金利調達の推移

(%)

		60年度末	61年度末	62年度末	63年度末	元/9月末
自由金利預金比率	都 銀	13.9	23.6	37.2	47.2	55.8
	地 銀	8.1	12.8	21.3	31.3	42.0
	第二地銀協加盟行	7.3	15.5	21.5	29.3	37.1
	信 金	1.4	2.3	8.8	15.7	24.3
	4 業 態 計	9.4	16.2	26.7	36.1	45.3
自由金利調達比率	都 銀	28.1	36.1	46.0	55.0	62.1
	地 銀	11.8	16.3	24.7	34.5	45.1
	第二地銀協加盟行	9.6	17.7	23.4	31.7	40.3
	信 金	2.8	5.4	10.1	16.8	25.3
	4 業 態 計	17.8	24.4	33.1	42.0	50.3

- (注) 1. 自由金利預金比率=(外貨預金+非居住者円預金+MMC+小口MMC(元/9月末)+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+小口MMC(元/9月末)+大口定期預金+CD)/調達勘定計

(資料) 日本銀行「経済統計月報」

銀、地銀、第二地銀協加盟行、信金の4業態合計の同割合は元年9月末時点で5割を上回るに至っている(図表36)。このほか、資金吸収面では、「東京金融先物市場」が昨年6月に創設されたのを契機として、オプション取引や金融先物取引と大口定期預金等を組合せた新型預金の開発とその販売が相次いでいる。

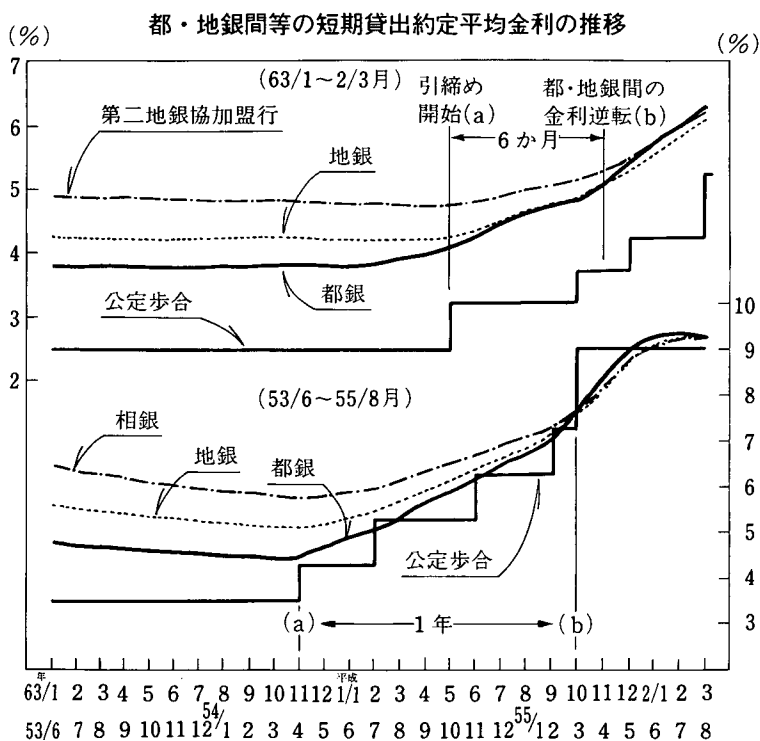
こうした調達面での金融の自由化や多様化が進展する中で、運用面でも、貸出金利の市場金利連動化や金融新業務の開発およびその取引の活発化が図られている。まず、貸出金利についてみると、近年、インパクトローンのかたちをとったスプレッド貸出が急増しているほか、元年1月に導入された短期プライムレートの新しい金利設定方式(資金の総合的な調達コストをベースに金利を設定)が、都銀を中心に着実に浸透してきており、元年度中、新方式の下で短期プライムレートは4度にわたって引上げられている(注30)。

次に金融業務面では最近、スワップ、先物、オプション取引等のオフバランス取引が活発化している。とくに、元年度においては、前述の「東京金融先物取引所」が創設され、日本円短期金利先物(ユーロ円3か月物)、日本円通貨先物(円・ドル先物)および米ドル短期金利先物(ユーロ・ドル3か月物)の取引が開始され

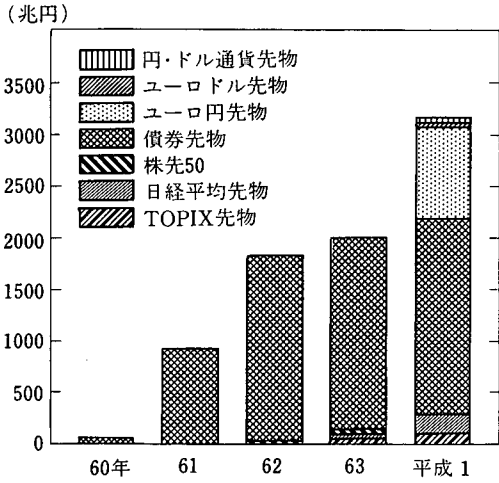
た結果、こうした金融新商品の取扱量は飛躍的に増大している。すなわち、元年中の先物・オプション取引の取引合計額は、3,175兆円(名目G N Pの8.1倍)と前年比+58%の急増を示しており、わが国で金利先物取引がスタートした85年対比では実に70倍の激増をみている<sup>(注31)</sup>(図表37)。

このほか、東京証券取引所では、長期国債(10年、20年)、TOPIX 株価指数の先物取引に続き、昨年10月には TOPIX 株価指数オプション取引、12月には米国 T-Bond (20年)先物取引が、また、本年5月には債券先物オプション取引が開始されている。一方、大阪証券取引所では、日経平均株価指数の先物取引に続き、昨年6月日経平均株価指数オプション取引が開始されている。さらに、取引所に上場されていない通貨・金利スワップ等についても、金利・為替の変動に対

(注30) 新しい短期プライムレート(=新短プラ)導入後の貸出約定平均金利の動きを業態別にみると、従来、都銀が他業態を下回っていたが、新短プラ導入後、都銀の貸出金利が急上昇し、昨年末以降地銀、第二地銀協加盟行の平均水準を上回って推移している。これは、市場金利が上昇傾向をたどる中で、中小企業向け貸出比率が高い下位業態の貸出金利変更交渉の進捗が相対的に遅れていることも影響しており、事実、前回の引締め局面においても同様の現象がみられた。もっとも、引締め開始から金利水準逆転までの期間が前回に比べて大幅に短期化している(最初の公定歩合引上げから都・地銀間の金利逆転までの期間：前回1年、今回6か月)点については、調達コストの市場連動化が急速に進展している都銀が、市場金利上昇の中で、新短プラの浸透を図っていることが影響していると考えられる。



(図表37) 日本先物市場における取引金額



(注) この他、日経平均オプション取引、TOPIX オプション取引、米国20年物国債先物取引が存在するが、オプション取引は取引額がプレミアムで集計されるため、表面上の取引量は図の上では negligible。  
取引回数でみると先物取引以上に取引は活発。

(89年中約定数量)	
日経平均オプション	6,610 百万契約
〃 先物	5,443
TOPIX オプション	4,806
〃 先物	3,728

(資料) 東京金融先物取引所「統計月報」  
東京証券取引所「東証統計月報」  
大阪証券取引所「統計月報」

(注31) 商品別の取引量を海外先物取引所に上場されている商品と比較してみても、東証の長期国債先物が世界の上位に常時ランクされる商品に育っているほか、大証の日経平均株価オプション、東証の TOPIX オプションおよび「東京金融先物取引所」のユーロ円金利先物取引は、89年中に新たに上場された世界先物商品の中で取引量ベスト 3 を占めるに至っている。

金融先物商品別の取引量世界ランキング(1988年)

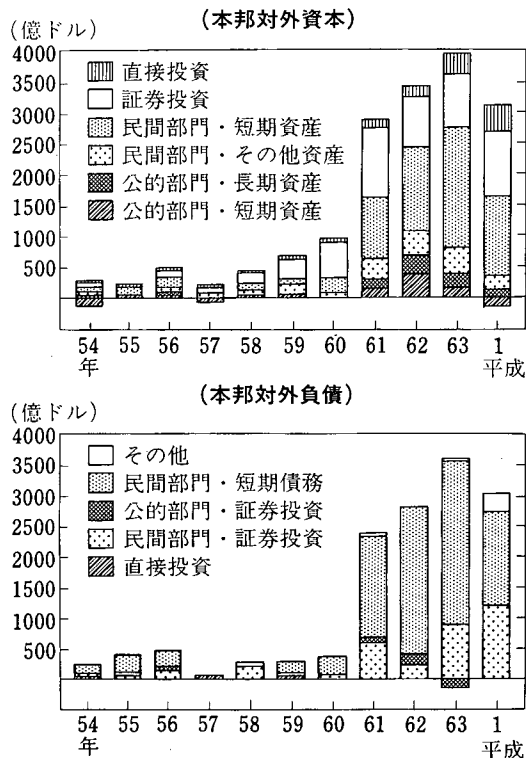
	上場市場	取引開始	取引単位等	変動単位	年間取引量 (千取引)
1. 米国20年物国債	シカゴ (CBOT)	77年8月	クーポン8%、 10万ドル	1/32ポイント (\$31.25)	70,308
2. ユーロ・ドル3か月物預金	シカゴ (CME)	81年12月	100万ドル	0.01ポイント (\$25)	21,705
3. 日本10年物国債	東証	85年10月	クーポン6%、 1億円	0.01ポイント (¥10,000)	18,720
4. フランス10年物国債	パリ	86年2月	クーポン10%、 50万フラン	0.05ポイント (Fr. 250)	12,357
5. 英国20年物国債	ロンドン	82年11月	クーポン9%、 5万ポンド	1/32ポイント (£15.625)	5,587
6. 米国10年物国債	シカゴ (CBOT)	82年5月	クーポン8%、 10万ドル	1/32ポイント (\$31.25)	5,201
7. 英ポンド3か月物預金	ロンドン	82年10月	50万ポンド	0.01ポイント (£12.50)	3,538
8. 豪ドル3か月物BA	シドニー	79年10月	50万豪ドル	0.01%	2,989
9. 豪州10年物国債	シドニー	84年12月	クーポン12%、 10万豪ドル	0.005%	2,712
10. 米国20年物国債	ロンドン	84年6月	クーポン8%、 10万ドル	1/32ポイント (\$31.25)	2,042

(資料) BOE「Quarterly Bulletin」



(図表38)

## 本邦対外資本・負債のフローの推移



(注) 対外資産(負債)フロー＝対外資産(負債)残高－前年末の対外資産(負債)残高

するヘッジ・ニーズの拡大等から、インターバンク取引を中心に上場商品と同様に取引量が急拡大している模様である。

## (国際化の進展)

元年度においては、上記自由化・多様化の進展とともに、わが国の金融・資本市場の国際化が引続き進展した。金融面における国際化の動きを全体的観点から把握するため、最近の資本収支の動向をみると(図表38)、資産面では、対外直接投資が前年に続き高い伸びを示した(前年比：62年 $+34.8\%$ →63年 $+75.3\%$ →元年 $+29.0\%$ )ほか、対外証券投資が機関投資家の投資を中心に急拡大している(前年比：62年 $\triangle 13.9\%$ →63年 $+0.9\%$ →元年 $+30.2\%$ )。一方、

負債面では、本邦法人企業による海外からの資金調達(CB・ワラント)が急増しており、元年度には前年度比 $+65\%$ と国内市場での調達の伸び(前年度比 $+42\%$ )を大きく上回っている(図表39)。さらに、東京オフショア市場の拡大を反映して、資産、負債の両面で、民間の短期資金取引が急速に拡大しており、国境を越えた資金の運用・調達活動が活発化していることを示している。

このような近年の内外資本移動の活発化を反映して、為替の売買高や国際的な資金決済金額も急速に伸びている。すなわち、主要国中央銀行では協力して3年に1度の割合で各国市場の外為取引高を調査しているが、直近時点(元年4月)の調査結果では、東京外為市場における取引高は1,152億ドル/日と前回調査時(480億ドル/日)比2.4倍の急増を示すなど、ニューヨーク、ロンドン市場の伸び率を上回っている(各々2.2倍、2.1倍、図表40)。また、ユーロ円取引等に関わる国際的な円資金決済を行う「外為円決済制度」での決済金額は元年中5,105兆円と前年(3,757兆円)比 $+36\%$ の大幅な伸びとなったほか、オフショア市場におけ

(図表39)

最近の全国上場企業および都銀のエクイティ・ファイナンス

(単位：億円、%)

	有 償 増 資		国内C B ・ ワラント		海外C B ・ ワラント		合 計	
		うち都 銀		うち都 銀		うち都 銀		うち都 銀
60 年 度	6,620	2,077 ( 31.4)	16,405	—	18,142	1,715 ( 9.5)	41,167	3,792 ( 9.2)
61 年 度	6,321	255 ( 4.0)	35,720	—	24,785	860 ( 3.5)	66,826	1,115 ( 1.7)
62 年 度	21,229	8,036 ( 37.9)	50,550	1,100 ( 2.2)	45,156	3,984 ( 8.8)	116,935	13,120 ( 11.2)
63 年 度	45,803	12,968 ( 28.3)	69,945	9,000 ( 12.9)	60,486	2,844 ( 4.7)	176,234	24,812 ( 14.1)
元 年 度	78,994	18,727 ( 23.7)	85,545	600 ( 0.7)	100,087	4,015 ( 4.0)	264,626	23,342 ( 8.8)

(注) ( )内は都銀のウエイト。  
(資料) 公社債引受協会「公社債月報」等

(図表40)

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
1983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。

る円取引出来高も元年中330兆円と同+42%の著増を示している。こうしたわが国の動きを海外における代表的な決済システムであるCHIPS等の取扱量の伸び(各々前年比：CHIPS 63年中+18%、SWIFT 元年中+16%)と比較してみると、いずれもわが国における

市場規模の拡大テンポが海外の伸びを上回っており(図表41)、国際市場での円取引が、規制緩和や市場整備の進展とも相まって、急ピッチで進んでいる姿がうかがえる。

こうした状況の下、邦銀の国際化も一段と進展した。例えば、支店・駐在員事務所・現地法人を合せた海外拠点数はこの5年間で倍増しているほか、都銀の総資産に占める海外店資産の割合も最近時で4分の1強に達している。また、円高の影響もあって世界的にみた銀行の資産規模トップ500位までに、邦銀は88行(上位20行中の邦銀数は9行)が入っており、また、上位20位での資産シェアは58%を占るに至っている。

以上みたように、わが国の金融・資本市場さらに金融機関は急速に国際化しているが、こうした動きの中で、わが国金融機関のいわゆるオーバープレゼンスや金融摩擦が引き続き問題となっている。世界の金融・資本市場に占める最近のわが

(図表41)

## 対外取引に係る取引・決済動向

(参考)

		東京外為市場	東京オフショア市場	外為円決済	SWIFT	CHIPS
取引額	60年	342	—	1,597	157	69
	61	427	3	2,227	192	78
	62	544	122	3,183	222	107
	63	552	232	3,757	255	140
	1	761	330	5,105	296	n.a.
前年比	60年	5.7	—	23.6	21.0	13.0
	61	25.0	—	39.5	22.1	37.2
	62	27.5	47.7倍	42.9	15.7	30.8
	63	1.4	90.1	18.0	14.8	17.9
	1	37.9	42.0	35.9	16.0	n.a.

(出来高)

(出来高)

(総決済高)

(総送信件数)

(総送金額)

(単位・兆円)

(単位・兆円)

(単位・兆円)

(単位・百万件)

(単位・兆\$)

(資料) SWIFT「Monthly Progress Report」

米国連邦準備制度「Federal Reserve Bulletin」

大蔵省「大蔵省国際金融局年報」

全国銀行協会「金融」

国の地位あるいは期待されている役割を考えると、今後、こうした問題に対する積極的な対応が重要となろう(この点については2-(3)で詳述)。

## (3) 自由化・国際化への対応

平成元年度においては、金融・資本市場の自由化・国際化が進展する中で、市場機能の強化、金融システムのインフラ整備が引続き図られたほか、国際協調という面でも進展がみられた。以下では、これらの点について概観する。

## (短期金融市場の整備・拡充)

短期金融市場においては、金利機能の円滑化等のため、インターバンク市場、オープン市場の整備・拡充、新市場の創設・多様化が引続き図られた。まず、インターバンク市場についてみると、市場参加者と日本銀行との協力の下、市場メカニズムの円滑な機能と金融政策の有効性確保のため、63年11月以降、運営方式の見直し等が行われてきており、元年度入り後も、無担コール・手形の6か月超～1年物が新設(元年4月)された<sup>(注32)</sup>。また、こうした措置と同時に、日本銀行は金融調節上の照準をより短期の金利にシフトさせ、長めの金利形成は市場の裁定にゆだねることを狙いとして、手形オペ期間の短縮(63/11月)、O/Nの

C P オペ導入(元／5月)を行ったほか、円滑かつよりきめ細かな金融調節を図る見地から、T B オペの導入(2／1月)や日本銀行据置貸出対象先の拡充(元／12月)を実施している。このほか、市場参加者に対して市場情報を迅速かつ正確に開示することにより市場参加者の合理的な金利予測を促し、かつ、円滑な金融調節を図る観点から、日本銀行は、元年8月より資金需給予想に関する情報<sup>(注33)</sup>を、12月からはオファー済の資金需給調節(貸出、オペ)に関する情報の公表を開始した<sup>(注34)</sup>。

63年11月以降1年半余が経過した現在、以上のような一連の市場運営方式の見直し措置の成果をまとめてみると、まず、第1に指摘し得るのは、コール・手形レートが見直し以前に比べ市場における資金の需給や参加者の金利観をビビッドに反映するかたちでスムーズに形成され、しかも市場実勢の変化に反応して頻繁に変動するようになったことである。このことは、見直し措置後の金利の標準偏差が、それ以前と比べ大きく拡大している(図表42)ことから確認される。第2の成果としては、インターバンク市場・オープン市場間の金利裁定が円滑化したことがあげられる。この結果、63年10月以前には発生していたインターバンクとオープン市場金利間の不自然な金利格差は同見直し以降解消している(図表43)。第3点として、無担コールを中心にインターバンク資金の使用効率(アベイラビリティ)が向上したことがあげられる。その結果、従来みられていたコール資金の取り急ぎ傾向が緩和され、債券取引の決済集中日(いわゆる5、10日)ないし期末日のレート跳ね上り現象がなお残っているとはいえ相当程度緩和している

(注32) 63年以降に実施された具体的な見直し措置の内容は以下のとおりである。

- ① 手形取引期間の拡大  
——63／11月と元／4月見直し：従来1～6か月→1週間～1年に拡大。
- ② 有担コール取引期間の短期化  
——63／11月見直し：従来無条件～3週間→無条件～6日に短期化。
- ③ 無担コール取引期間の長期化  
——63／11月と元／4月見直し：従来O／N～3週間→O／N～1年に長期化。
- ④ 無担コール、手形の気配値廃止  
——63／11月見直し：従来短資会社が決定、提示していた気配値を廃止し、オファー・ビッド制に移行。
- ⑤ コール・手形レートの刻み幅変更  
——元／1月見直し：従来1／16%→1／32%に小幅化。

(注33) 午前10時に前日の資金需給実績、当日の資金需給修正予想を、午後4時に当日実績速報、翌日予想を公表。

(注34) 午前10時の段階でオファー済の資金需給調節につき公表。また、これと同時に、8月に開始された資金需給に係る当日実績速報、翌日予想の公表時刻が午後4時から午後3時に繰上げられた。以上のような資金需給調節の公表に加え、貸出し、各種オペについては、オファー後、直ちに公表することも開始。

(図表42)

## 短期金融市場金利の標準偏差および相関係数

## ① 短期金融市場金利の標準偏差の比較

計 測 期 間	63／1～10月	63／11～元／12月
有担コール無条件物	0.243	0.864
無担コールO／N物	0.282	0.821
無担コール7日物	0.303	0.791
手形1か月物	0.205	0.766
手形2か月物	0.171	0.761
手形3か月物	0.164	0.762
C D 3か月物	0.273	0.775
ユーロ円3か月物	0.328	0.771

(注) 日次データを用いて計測。

## ② 短期市場金利間の相関係数行列の比較

(計測期間63／1～10月)

	無担コール O／N物	無担コール 7日物	手形 1か月物	手形 2か月物	手形 3か月物	C D 3か月物	ユーロ円 3か月物
無担コールO／N物							
無担コール7日物	0.747						
手形1か月物	0.712	0.825					
手形2か月物	0.733	0.780	0.927				
手形3か月物	0.725	0.771	0.848	0.957			
C D 3か月物	0.726	0.731	0.871	0.853	0.760		
ユーロ円3か月物	0.708	0.725	0.875	0.865	0.783	0.816	

(計測期間63／11～元／12月)

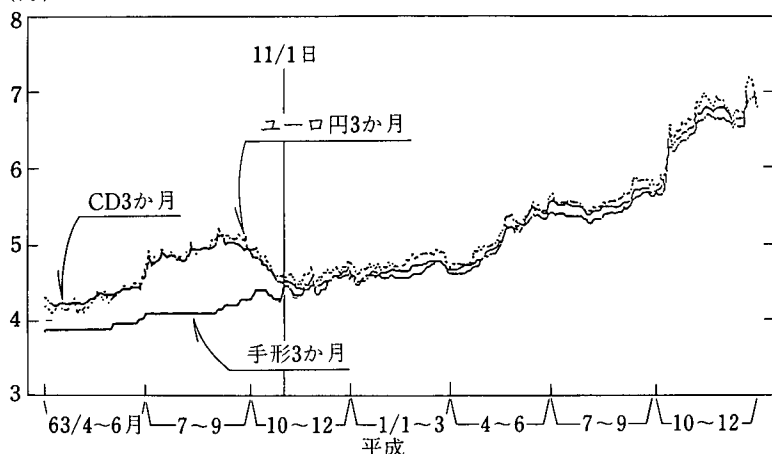
	無担コール O／N物	無担コール 7日物	手形 1か月物	手形 2か月物	手形 3か月物	C D 3か月物	ユーロ円 3か月物
無担コールO／N物							
無担コール7日物	0.958						
手形1か月物	0.996	0.948					
手形2か月物	0.964	0.975	0.988				
手形3か月物	0.942	0.950	0.983	0.976			
C D 3か月物	0.960	0.944	0.980	0.981	0.998		
ユーロ円3か月物	0.936	0.936	0.974	0.989	0.992	0.991	

(注) 日次データを用いて計測。

(図表44)。第4として、インターバンク市場残高の増加がある。すなわち、一時縮小傾向にあったインターバンク市場の規模が、当措置後急速に回復し、その後も順調に拡大している(図表45)。

次に、オープン市場の整備・拡充や新しい市場の創設、多様化の動きをみる

(図表43)

オープン市場金利とインターバンク市場金利の関係  
(%)

と、元年度以降、T Bの発行期間の多様化(6か月物に加え3か月物の発行開始、元／9月)やT B、F Bの応募・売買単位の引下げ(5,000万円→1,000万円、2／4月)、C Pにかかる印紙税の定額化(階級税率→定額税率<一律5,000円>、2／4月)などの措置が講じられたほか、元年6月からは前述のとおり「東京金融先物取引所」において金利・通貨先物取引がスタートしている<sup>(注35)</sup>。

こうした短期金融市場の整備・拡充は、預金・貸出金利の市場金利連動化の動きとも相まって、金融政策、金融調節の効果をよりビビッドに実体経済に波及させるようにするものであり、金融政策の有効性確保の観点からも大きな意義を持っている。もっとも、今後の一層の発展のためには、なお、改善しなければならない課題を抱えているのも事実である。なかでも重要なものとしては、厚味のある短期の国債市場の育成や、金融取引に係わる税制に対する検討等が挙げられるが、これらは単に国内的に見て重要であるのみならず、わが国マーケットがロンドン、ニューヨークと並ぶ世界の3大金融センターたるに相応しい国際性を備えていくうえでも不可欠な課題であり、今後の迅速な対応が望まれるところである。

(金融システム安定化への対応)

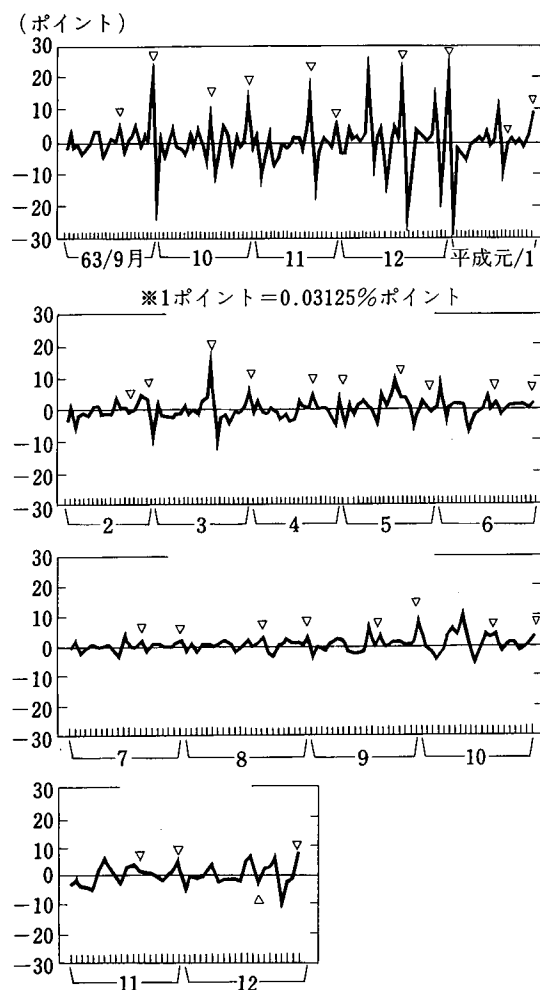
金融の自由化、国際化は資金の効率化、収益機会の増大をもたらしているが、これと同時に、決済システムあるいは個別金融機関を巡るリスクは従来に比べ飛

(注35) 短期金融市場では、昭和60年以降元年までに、円建B A市場(60／6月)、無担コール市場(60／7月)、C P市場(62／11月)の創設、短期国債の発行開始(61／2月)などが行われ、また、既存市場については、C Dの最低発行額の引下げ(3億円から順次5,000万円へ)、発行期間の多様化(当初の3～6か月から順次2週間～2年へ)が図られている。

(図表44)

## 決済集中日等のレートの振れ

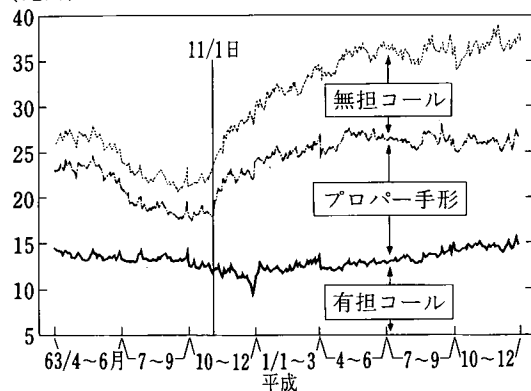
(無担コールO/N、前日差の推移、▽は20日および月末日)



(図表45)

## インターバンク市場残高の推移

(兆円)



躍的に増大しており、こうしたリスクへの適切な対応の重要性が一段と増している。

すなわち、まず第1に決済システム面では、近年の決済ボリュームの急増、与受信関係の国際的な拡がり、さらには、取引相互間の連鎖のスピードの高まり等、金融環境の急激な変化に伴い、決済システム参加者の破綻が他金融機関へ連鎖するというシステムリスクが増大している。こうした状況に対応して、日本銀行は、安定的、効率的な資金決済手段のインフラを整備するとの観点から、市中関係者の協力を得て、エレクトロニック・ベースの取引決済システムの構築を進めており、63年10月には日本銀行金融ネットワークシステム(いわゆる「日銀ネット」)を稼働させた。

元年入り後も日本銀行は「日銀ネット」の整備に努めており、元年3月には、「外為円決済制度」において、同制度の運営主体である東京銀行協会の委託を受けて同ネットでの運営が開始され、前述のような支払指図のオンラインでの膨大な送受信等が行われている。一方、証券決済面でも、国債の登録制度や振替決済制度および入札制度について、本年5月より

「日銀ネット」の利用が開始され、国債に関わるオンラインでの受渡し事務が可能となっている。

こうした「日銀ネット」の整備は、決済のエレクトロニクス化を一段と進めることにより、わが国決済システムの効率性、安定性、さらには国際性の向上にも寄与するものと期待される。なお、決済システム安定化のための対応としては、このほか資金の払込みと決済の同日化や、資金・証券の同時決済(Delivery Against Payment)化等が望まれるところであり、今後この面での一層の努力が必要とされるところである。

第2に、自由化・国際化が進展する中で、近年、金融機関経営面でも、リスクの増大が目立っている。すなわち、多くの金融機関は、自由化が進展する状況の下で、収益確保等の観点から、①短期調達、長期運用の組合せ、②中小企業・個人向け貸出の増大、③不動産向け融資拡大等を積極化している。こうした金融機関の対応は、これまでは金融機関の好収益を支える方向に作用してきたが、①金利上昇局面では長短ポジションのミスマッチから金利リスクが顕現化するほか、②中小企業・個人向け貸出は利鞘が大きい反面、リスクも大きいこと、また、③不動産向け貸出は地価変動の影響を受け易い等、その収益基盤には不安定な要素が少ない。こうした状況の下では、各金融機関は、従来にも増して貸出の実行にあたっての十分な審査と、リスク管理の徹底を行うなど、より一層ディシプリンの利いた健全な経営に配慮し、その公共性を損なうことのないよう努力することを求められているといえよう。

#### (国際協調の進展)

国際化が進展する中、世界規模での金融システム安定化のための国際的協調の重要性が高まっているが、元年度においては、この面においてもいくつかの進展がみられた。その第1は累積債務問題の進展である。すなわち、1989年3月に累積債務国救済のための新債務戦略(いわゆるブレイディ構想<sup>(注36)</sup>)が打出されたが、メキシコ、フィリピン等の案件について救済パッケージが策定され、本年にはそれが実行されるに至っている。当新債務戦略は債務国の自助努力等を柱とす

---

(注36) 1989年3月に米国ブレイディ財務長官が提唱。その特色は、①新規融資を補完するかたちで、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、などとなっている。



る従来型の債務救済策に加え、債務負担軽減のための「債務削減」が盛込まれたことが最大の特徴となっている。こうした「債務削減」は、債権銀行にとって、不確実な債権額膨張を回避するという点で経営上のメリットがある反面、債権の償却増という点で負担になる。債務累積問題の解決については、民間銀行、国際機関、債権国が引続き協力していくことが重要であり、その際、債務国が自助努力を行うとともに、邦銀としては債務国向け債権の償却増に対応し得る経営体質の強化が重要な課題になってくると思われる。

第2に昭和63年度末より各国で適用されているB I Sの自己資本比率規制への対応の進展がある。B I S 自己資本比率規制は上記の累積債務問題が先進諸国の信用問題に発展しかねないとの観点等から、63年7月のB I S 中央銀行総裁会議での了承に基づき制定され、内容的には自己資本をリスクアセットの8%以上に維持すること等を骨子としている。わが国金融機関では、都銀を中心に63年3月末の時点で経過基準をクリアーしていたが、平成4年度末までに達成が義務付けられている最終基準ベースではなお多くの点が未達となっていた。このため、元年度入り後も各邦銀は自己資本の充実(前掲図表39)や収益率向上のための新規業務への取組みの積極化等により、一段の自己資本比率の向上を図っている。しかし、2年入り後、株式相場低迷の影響から邦銀では自己資本中最大の有価証券含み益の急減や、エクイティ・ファイナンスの困難化に直面しており、今後、B I S 基準の遵守のため一段の努力が要請されるところである。

以上みたように金融システム安定化のための国際協調は徐々に成果をあげているが、金融取引の国際化、さらには決済の国際化は今後一段と進展するものと考えられる。こうした国際化の進展は、世界規模での資金の効率的使用を可能にし、世界経済の発展に貢献しているという意味で好ましいことである。しかし、一方で、金融・資本市場の国際化の過程で、わが国金融・資本市場の整備の遅れがともすると金融摩擦を招来しがちであるほか、邦銀の海外マーケットでの活躍がオーバープレゼンスの批判につながっているという面も無視し得ない。わが国が貿易取引、技術輸出など実体経済面のみならず、金融面でも大国としての役割を求められていることを考えると、今後はわが国金融・資本市場の自由化をさらに進めてより透明度を高め、海外金融機関がわが国の市場で対等の立場で自由に活動出来る条件を整えるべく努力していくことが重要である。また、このことはわが国市場の効率化や受益者ニーズの充足にもつながるという点でも重要であると思われる。

(付表 1)

大口定期預金、MMC、小口

	大口定期預金		MMC <small>〔相互、信金等は60/3月から、 その他は4月から取扱い開始〕</small>			
	最低預入金額	期 間	上限金利	最低預入金額	期 間	受 入 枠
60年 3 月			CDレート -0.75%	5,000万円	1～6 か月	自己資本の75%CD 未消化枠の25%以 内で相互流用が可 能(以下同じ)
60年 4 月						
60年10月	10億円	3 か月～2 年				150%
61年 4 月	5 億円				1か月～1年	200%
61年 9 月	3 億円			3,000万円		250%
62年 4 月	1 億円		1 年まで CD -0.75% 1年超2年まで CD -0.5%	2,000万円	1か月～2年	300% (外銀の枠は撤廃)
62年10月		1 か月～2 年		1,000万円		撤 廃
63年 4 月	5,000万円					
63年11月	3,000万円					
元年 4 月	2,000万円					
元年 6 月						
元年10月	1,000万円		(告 示 廃 止)			
元年11月						
2 年 4 月						

(注 1) 2 年以下の小口MMCの上限金利は、3 年物小口MMCの上限金利を上回らないものとする。  
(注 2) 2 年以下の小口MMCの上限金利は、対応する期間の規定期定期預金金利+0.15%を下回らない  
のとする。

# MMC、CDの自由化の推移

小 口 M M C			C D		
上 限 金 利	最低預入金額	期 間	最低発行金額	期 間	発 行 枠
			59年1月以降 3億円	54年5月以降 3～6か月	60年1月以降 自己資本の95%
			1億円	1～6か月	100%
				↓	150%
				1か月～1年	200%
					250%
					300% (外銀の枠は撤廃)
			↓	↓	当分の間、撤廃
			5,000万円	2週間～2年	
6か月、 CD -1.25% 1年、 CD -0.75%	300万円	6か月～1年			
3か月、 CD -1.75% 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%(注1)		3か月～3年			
上記金利設定方式に規制定期預金金利による下限を設定(注2)					
↓	100万円	↓	↓	↓	↓

なお、3年物小口MMCのみ半年複利、他は単利。

ものとする。また、3年物小口MMCの上限金利は、2年物規制定期預金金利+0.15%を下回らないも

(付表2)

## 近年の短期金融市場における主要事項

担保付コール市場	<ul style="list-style-type: none"> <li>・60/8月 2、3週間物の新設</li> <li>・63/11月 6日物までに限定</li> <li>・1/1月 レートの刻み幅を0.0625から0.03125に変更</li> </ul>
無担保コール市場	<ul style="list-style-type: none"> <li>・60/7月 市場創設(翌日物、7日物)</li> <li>・60/9月 2、3週間物の新設</li> <li>・62/7月 2～6日物の新設</li> <li>・63/11月 1～6か月物の新設</li> <li>・1/1月 レートの刻み幅を0.0625から0.03125に変更</li> <li>・1/4月 7か月～1年物の新設</li> <li>・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%)</li> </ul>
手形市場	<ul style="list-style-type: none"> <li>・60/6月 5、6か月物の新設(自由レート)</li> <li>・63/11月 1週間物まで短期化、期間1か月未満の手形買いオペ開始</li> <li>・1/1月 レートの刻み幅を0.0625から0.03125に変更</li> <li>・1/4月 7か月～1年物の新設</li> </ul>
債券現先市場	<ul style="list-style-type: none"> <li>・62/12月 債券現先オペ開始</li> </ul>
C D 市場	<ul style="list-style-type: none"> <li>・60/6月 証券会社のCDの流通取扱い認可</li> <li>・61/3月 短資会社向け貸出を利用したいわゆるCDオペ開始</li> <li>・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</li> </ul>
B A 市場	<ul style="list-style-type: none"> <li>・60/6月 市場発足</li> <li>・61/4月 証券会社の円建BAの流通取扱い認可</li> <li>・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)</li> <li>・62/10月 印紙税の定額(200円)課税実施(それまでは階級税率)</li> </ul>
C P 市場	<ul style="list-style-type: none"> <li>・62/11月 市場発足</li> <li>・63/1月 非居住者の国内CP発行解禁</li> <li>・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割合の拡大等)</li> <li>・1/5月 CPオペ開始</li> <li>・2/4月 証券会社のCP発行解禁</li> <li>・2/4月 印紙税の定額(5,000円)課税実施(それまでは階級税率)</li> </ul>
政府短期証券、短期国債市場	<ul style="list-style-type: none"> <li>・56/5月 日本銀行による政府短期証券の市中売却開始</li> <li>・61/1月 政府短期証券の売却方式を現先方式に変更</li> <li>・61/2月 短期国債の発行開始(6か月物、償還差益に対し源泉課税を適用(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))</li> <li>・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)</li> <li>・1/9月 3か月物短期国債の発行開始</li> <li>・2/1月 TBオペ開始</li> <li>・2/4月 政府短期証券、短期国債の取引単位引下げ(5千万円→1千万円)</li> </ul>
円転、オフショア市場	<ul style="list-style-type: none"> <li>・59/6月 円転規制の撤廃</li> <li>・61/12月 オフショア市場(JOM)の発足</li> </ul>
その他	<ul style="list-style-type: none"> <li>・1/8月 資金需給見込み・実績等の公表開始</li> <li>・1/12月 貸出・オペ実績の公表開始、据置担保貸出の対象拡大</li> </ul>

(注) 最低発行金額…54/5月 5億円→59/1月 3億円→60/4月 1億円→63/4月 5,000万円  
発行期間…54/5月 3～6か月→60/4月 1～6か月→61/4月 1か月～1年→63/4月 2週間～2年