

世界経済の回顧と展望

〔要 旨〕

（90年中の世界経済の動向）

90年の世界経済は、東西両ドイツの通貨・政治統合、EC通貨統合の第1段階のスタート、ソ連・東欧諸国における民主化・経済改革の本格化など、歴史上稀にみる展開をみた。また、8月には、イラクのクウェート侵攻を契機として原油価格が大幅に上昇し、景気や物価にさまざまな影響を及ぼすこととなった。

80年代後半が、過去のディスインフレの恩恵の下で、主要先進国がプラザ合意以降の政策協調により、景気拡大、経常収支調整を図ってきた時期とすれば、90年は、景気自体が成熟段階に入るとともに、持続的成長の基盤を確保するための新たな調整の年としてスタートしたと言えよう。主要先進国では88年頃から景気拡大に伴いインフレ圧力が高まり、これに対処して金融引締め策が採られてきたが、90年はこうした政策が次第に効果をあらわすと考えられた年であった。さらに、この基本的な構図の中に、先に述べた政治・経済両面にわたる大きな構造変化が新たな要素として加わることになった。

すなわち、90年には、米国、カナダ、英国において景気がかなり減速したほか、フランス、イタリアおよびアジア NIEs の景気は、引続き拡大基調を維持しつつも、米国向け輸出等の鈍化を背景に若干の減速を示した。一方、日本、ASEAN においては高テンポの景気拡大が持続したほか、西ドイツでは両ドイツ統合の影響等から成長率が高まるなど、各国間で景気動向に違いがみられるようになった。夏場以降の原油価格上昇の先進国全体に対する影響は、過去の価格高騰期に比べて小幅なものにとどまっているが、各国の景気局面の違いを際立たせる方向に作用した。

各国の物価は、年前半には総じて安定した動きを示したが、夏場以降は原油価格高騰に伴い上昇率が高まった。こうした上昇率の高まりは、エネルギー関連物価の上昇が主たる要因であり、最終段階における物価上昇については、慎重な政策スタンス、消費者・企業行動の落ち着き(各国)、需給の緩和(米国等)もあって、インフレ加速といった事態には至っていない。もっとも、潜在的インフレ圧力の面からみると、多くの国で、タイトな需給環境(西ドイツ、日本)、高めの賃金上昇率の持続(英国、アジア諸国)等の要因を背景に、引続き警戒を要する状況が続

いている。

対外不均衡の調整状況をみると、主要国間では、年前半には短期的には振れを伴いつつも、米国の経常赤字縮小、日本、西ドイツの経常黒字縮小という基本パターンで小幅ながら改善が進んだ。しかし、夏場以降の原油価格上昇に伴い、米国の赤字縮小が足踏み状態となった。アジア NIEs では、主力米国向け輸出の増勢が鈍化する一方、内需拡大を背景とした輸入の増大から、黒字が大幅に縮小した。非産油開発途上国においては、夏場以降の原油価格上昇や湾岸諸国への出稼ぎ労働者からの送金収入減が、次第に対外ポジションに影響を及ぼした。

政策面をみると、原油価格上昇をホームメイド・インフレに転化させないとの政策スタンスを基本としつつ、需給環境の相違等を反映して、米国では緩和方向、西ドイツ、日本、ASEAN 等では引締め方向での政策運営がなされた。この間、長期金利は、米国で低下し、西ドイツ、日本で上昇したため、格差が縮小した。株価は欧州、アジア、日本の市場ではかなりの低下をみた。一方、為替レートは、中東湾岸情勢の緊迫化に伴い米ドルが強含む場面も一時みられたが、基本的には景気局面の相違、金利環境の変化、ソ連・東欧の民主化を背景として、欧州通貨が上昇を示した。

（旧共産圏諸国の民主化と経済改革）

ドイツでは、統合に際し流動性の増大等に伴うインフレ的影響が懸念されたが、90年中は物価への悪影響は回避された。一方、東ドイツ地域企業の効率性・競争力の低さが統合後浮き彫りとなり、同地域では企業活動の縮小、失業の増大が顕著なものとなっている。また、同地域の再興、救済にかかる公的支出は今後相当な規模に達するため、金融・資本市場への圧力増大が懸念されている。

ソ連・東欧諸国では、政治改革の急進展と歩調を合わせて、抜本的な経済改革が相次いで開始された。これらは、国によって緩急の差はあるが、いずれも市場経済への全面的移行を目指している点で、従来とは一線を画すものである。もっとも、過去に累積した歪みの表面化や新旧両システムの並存に伴う副作用から、各国の経済情勢はむしろ悪化をみており、経済の供給サイドが整備されるまでの間、強力な経済安定化策が要請される状況にある。

（金融・資本市場を巡る動き）

80年代に規制緩和・金融革新を背景として急拡大をみた主要国の金融業は、90年にかけて一つの調整局面を迎えることとなった。端的には、M & A 活動やジャンク債市場の縮小、不動産関連融資の焦げ付き急増、米銀収益の全般的低下

の現象が生じている。これには、景気局面や金融情勢の変化も影響しているが、金融機関がリスク管理体制を必ずしも十分に整備しないままに高リスクの貸出や活動に傾斜したことが大きな背景となっている。

こうした状況の下、米国では、これまでの経験から得られたさまざまな教訓を踏まえつつ、将来にわたる競争力・効率性向上をも目指して、預金保険制度の見直し、自己資本の充実、州際業務規制の緩和、業際規制の見直しを中心とした金融制度全般の改革に向けて鋭意検討が進められている。

一方、ECにおいても、域内市場統合を控えて、銀行・証券・保険会社等の金融機関による金融サービスの自由な提供および監督体制の整備に向けた動きが活発化している。

(今後の展望と課題)

91年の世界経済を展望すると、今後の原油価格の動向如何による面が大きい。90年12月の水準から大幅な価格変化がないと仮定すれば、西ドイツ、フランス、日本、アジア諸国で伸びは幾分鈍化するとしても堅調な景気拡大が持続すると予想される一方、米国でも輸出が堅調を続け在庫も低水準であるだけに景気が累積的に低下していく可能性は低いと考えられる。

もっとも、今後の世界経済には、多くの不確実性・課題が存在する。第一は、中東情勢である。また、原油価格が12月の水準で安定すると仮定しても、西ドイツや日本におけるインフレ圧力は、基本的に国内の財・雇用の需給に根ざすものだけに、引続き注意を怠れない。第二に、旧共産圏諸国や非産油途上国では、これまでの原油価格上昇により対外収支ポジションが悪影響を受けており、資金還流が停滞する場合には、これらの諸国における経済不振が増幅されるだけでなく、とくに東欧諸国では経済改革のプロセス自体にも影響を与えかねない点である。第三に、やや中長期的な課題であるが、今後旧共産圏諸国等で潜在需要が急速に増大していくこと等にかんがみれば、世界全体として貯蓄の増強を図っていくことが要請されている。この点、対外収支不均衡を縮小させるという観点をも合わせ考えれば、米国の財政赤字の縮小が望まれるところである。最後に、金融システム面での課題としては、金融業が自己責任原則に立脚したより堅固な経営基盤を確立し、それによって内外金融システムをより安全かつ効率的なものとしていくことが、短期的にも中長期的にも要請されている。

〔目 次〕

- | | |
|----------------------------|----------------------------|
| 1. 90年中の世界経済の動向 | (1) 両ドイツ通貨統合とその影響 |
| (1) 90年における世界経済の動向 | (2) E C金融・通貨統合を巡る動き |
| ——概観 | 4. ソ連・東欧における経済改革の動向 |
| (2) 原油価格上昇の世界経済に対する影響と展望 | (1) ソ連における経済改革の動向 |
| (3) 各国におけるマクロ経済バランスの動向と展望 | (2) 東欧諸国における経済改革の動向 |
| 2. 各国経済の動向 | (3) 今後の課題 |
| (1) 米国経済の動向 | 5. 欧米主要国の金融・資本市場を巡る動き |
| (2) 欧州経済の動向 | (1) 調整局面を迎えた金融・資本市場 |
| (3) アジア諸国の動向 | (2) 米国、英国における不動産不況と銀行行動の変化 |
| (4) ソ連・東欧諸国、中国の動向 | 6. 91年の世界経済の展望と課題 |
| 3. 両ドイツ通貨統合、欧州金融・通貨統合を巡る動き | ——結びに代えて |

1. 90年中の世界経済の動向

90年中の世界経済の動向を振り返ると、欧州では東西両ドイツの通貨・政治統合が^(注1)実現したほか、E C通貨統合の第1段階がスタートし、また、ソ連、東欧諸国でも市場経済体制への移行を含む大規模な経済・市場改革が開始されるなど、歴史上稀にみる極めてダイナミックな展開がみられた。この間、8月には、イラクのクウェート侵攻を契機として原油価格が大幅に上昇し、景気や物価にさまざまな影響を及ぼしている。

80年代後半が、それまでのデイスインフレの恩恵の下で、主要先進国がプラザ合意以降政策協調により、景気拡大、経常収支調整を図ってきた時期であったとすれば、90年は、景気自体が成熟段階に入るとともに、持続的成長の基盤を確保するための新たな調整の年としてスタートしたと言ってよい。すなわち、主要先進国では88年ないし89年頃から景気拡大に伴いインフレ圧力が高まり、こうした事態に対処して金融引締め策が採られ始めていたが、90年はまさにこうした政策

(注1) 本稿ではドイツの国名につき、統一前のドイツ連邦共和国を「西ドイツ(西独)」、ドイツ民主共和国を「東ドイツ(東独)」と表記する。また90年10月3日の両ドイツ統合以降については、それぞれ統一ドイツ(ドイツ連邦共和国)内の「旧西ドイツ地域」、「旧東ドイツ地域」を示すものとする。

が効果をあらわすと考えられた年であった。こうした基本的な構図の中に、現実の展開としては先に述べたような政治・経済両面にわたる大幅な構造変化が新たな要素として加わるようになった。このような歴史的出来事の多くは、世界経済に対して中期的に重要なインプリケーションをもっていることは言うまでもないが、両ドイツ統合に代表されるように短期的にも各国経済に少なからぬ影響を及ぼし始めているのも事実である。

また、景気局面や金融環境の変化は、金融市場や金融機関行動にも影響を与えており、90年は、80年代の自由化とグローバリゼーションの過程で一本調子の拡大を続けてきた金融業が一つの踊り場を迎えた年と言うことが可能であろう。

本稿では、まず90年中の世界主要各国経済の動向を概観したうえで、両ドイツ統合、欧州金融統合、ソ連・東欧諸国の経済改革、世界の金融市場を巡る動きについて各々振り返り、最後に91年の世界経済の展望と課題についても若干触れることとしたい。

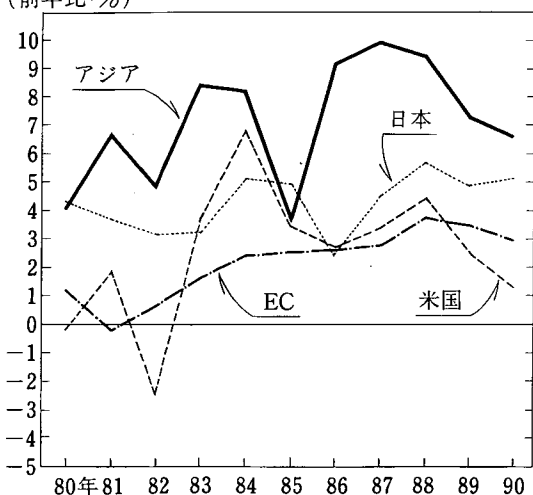
(1) 90年における世界経済の動向——概観

まず、90年における世界経済の動きについて、80年代後半からの流れと対比してみると、80年代後半にはプラザ合意(85年9月)以降の主要先進国間における政策協調の下で、各国間で景気が同時的に拡大してきたが、90年入り後は米国、カナダ、英国において景気がかなり減速したほか、フランス、イタリアおよびアジ

(図表1)

実質GNP成長率の推移

(前年比・%)



(注) ECは加盟12か国、アジアはASEAN、NIEs計8か国・地域の実質成長率の加重平均(ウエイトに各国の名目GNPを使用)。

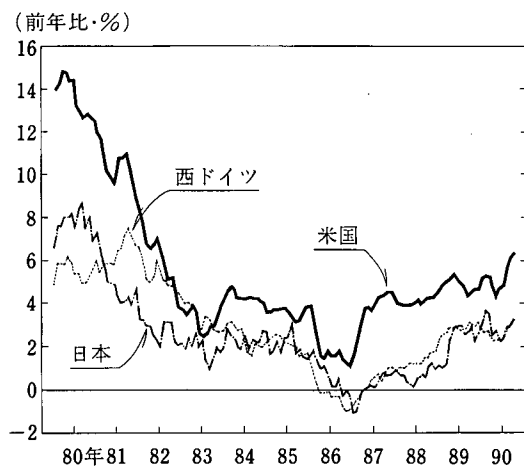
ア NIEs の経済が引続き拡大基調を維持しつつも若干の減速を示す一方、日本、西ドイツ、ASEANにおいては高テンポの景気拡大が持続するなど、景気動向に違いがみられるようになったことに特徴がある(図表1)。夏場以降の原油価格上昇は、後記(2)にみるように、各国経済の景気局面の違いを際立たせる方向に作用しているが、これまでのところは従来の価格高騰期に比べて小幅なインパクトにとどまっているようにうかがわれる。

こうした世界景気の動向を、主要先進国経済を中心にやや詳しくみてみよう。西ドイツ、日本では、原油価格の上昇にもかかわらず、90年全体を通じて、個人消費、設備投資等内需を主体とした力強い景気拡大が持続した。とくに、西ドイツについては、東ドイツや東欧からの移民増および両ドイツの統合等に伴う個人消費や設備投資の盛上がり、景気を強く押上げる役割を果たした。これに対して、景気拡大が8年目を迎えた米国では、ビルなどの建設投資が落込みをみたのを始め、年初の金利上昇の影響もあって住宅投資が減少したほか、財支出を中心とした個人消費の伸び悩みもあって、経済は次第に減速傾向を示し、とりわけ秋口以降は、原油価格上昇に伴い個人消費が消費者コンフィデンスの落込みや実質所得の伸び低下から低調さを増すなど、景気の停滞が一段と顕著なものとなった。また、カナダでは高金利の影響などから景気が後退局面入りし、英国も高金利の持続、高テンポの物価上昇を背景に内需が不振の度合いを一段と強めるなど、西ドイツ、日本といった高成長を続けた国とは対照的な動きを示した。一方、フランス、イタリアでは、景気の拡大基調自体は維持される中で、米国向け輸出の後退や景気の成熟局面入りを主因に、そのテンポには若干鈍化がみられた。

他の地域における動きをみると、アジア NIEs では、景気の牽引役であった輸出の伸びが米国の景気減速もあって頭打ち傾向を強めたことから景気は幾分減速をみたものの、内需好調を背景に総じてなお拡大傾向を持続した。ASEAN では、

(図表 2)

主要国の消費者物価上昇率の推移



(注) 米国および日本は消費者物価指数、西ドイツは生計費指数(全家計)。

直接投資をてことした高めの成長が続いた。この間、ソ連、東欧諸国では、市場経済体制への移行を進める過程で、経済活動の不振が一段と深刻化したほか、ラテン・アメリカ諸国を中心とした累積債務国も、対外ポジションが徐々に改善をみないなかで、依然停滞基調を余儀なくされた。

一方、物価動向をみると(図表 2)、各国の物価とも、年前半には総じて安定した動きを示したが、夏場以降は原油価格高騰に伴

い上昇率が高まった。こうした上昇率の高まりは、原油価格高騰の影響がほぼ2か月あまりのラグを伴ってエネルギー関連製品を中心とした中間財に波及してきているためであるが、最終段階における物価上昇については、90年中は、①各国における慎重な政策スタンス、②消費者・企業行動の落ち着き、③原油を除く国際商品市況の弱含みでの推移、また④一部の国(米国等)では製品需給の緩和から、インフレ加速といった事態には至らなかった。

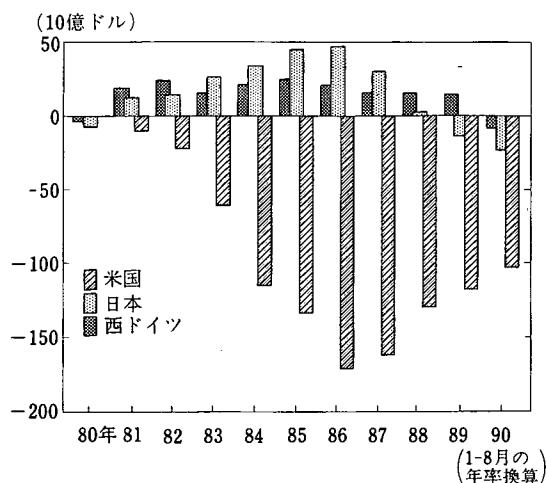
もっとも、潜在的インフレ圧力の強さといった面からみると、多くの国で、タイトな需給環境(西ドイツ、日本)、高めの賃金上昇率の継続(英国、イタリア、アジア諸国)等の要因を背景に、引続き警戒を要する状況が続いている。

対外不均衡の調整状況をみると(図表3)、まず主要国間では、短期的には振れを伴いつつも、年前半には、米国の経常赤字縮小、日本、西ドイツの経常黒字縮小という基本パターンで小幅ながら改善が進んだ。しかし、夏場以降の原油価格上昇に伴い、米国の赤字縮小が足踏み状態となっている。一方、アジアNIEsでは、主力輸出先である米国の景気減速もあって輸出の増勢が鈍化したことに加え、内需拡大を背景に輸入が高水準を持続したことから、対外黒字が大幅に縮小した。

この間、非産油開発途上国においては、夏場以降の原油価格上昇や湾岸への出稼ぎ労働者からの送金収入減が、次第に対外ポジションに影響を及ぼしつつある。

主要通貨の為替レートをみると、米ドルは、年後半には湾岸情勢の緊迫化を背景として上昇する局面もあったが、基本的には景気局面の相違、金利環境の変化を反映して軟化傾向を示した。一方、ドイツ・マルクは、ソ連・東欧情勢の急展開、あるいは景気の力強い拡大や旧東ドイツ地域関連の資金需要の増大を背景として、年前半上昇し、その後年末に若干弱含んだものの、総じては強含みで推移した。他の欧州通貨はドイツ・マルクと概ね同様の推移をたどった。

(図表3)
主要国の実質貿易収支の動向(1985年価格)



(2) 原油価格上昇の世界経済に対する影響と展望

(原油価格上昇の実体経済面への影響)

ここでは、90年後半に生じた原油価格上昇に伴う世界経済の実体面への影響について、簡単に整理しておこう。

原油価格は、80年代後半を通じ15ドル／バレル前後で小康状態を保ってきたが、90年8月にイラクのクウェート侵攻を契機に急騰し、一時は40ドル／バレル台を記録(北海ブレント、40.35ドル／バレル<10/10日>、89年平均<17.84ドル／バレル>比約2.3倍)した。その後は、湾岸情勢の外交的解決を目指した一連の動きが始まる中、OPECの増産もあって、比較的落ち着いた展開をたどり、27.80ドル／バレルの水準で越年した(図表4、5)。

原油価格上昇は、非産油国から産油国への所得移転、消費国における価格転嫁といった一次インパクトに加え、消費国に対しては、インフレ圧力の増大、企業収益の減退、金利の上昇等、さまざまな経路を通じ二次的な影響を及ぼす。今回の影響についてみると、これまでのところ、①従来の石油ショック時に比べインパクトは小幅にとどまっていること、②各国経済の景気局面の違いを一層際立たせる方向に作用していることが、特徴であるようにうかがわれる。

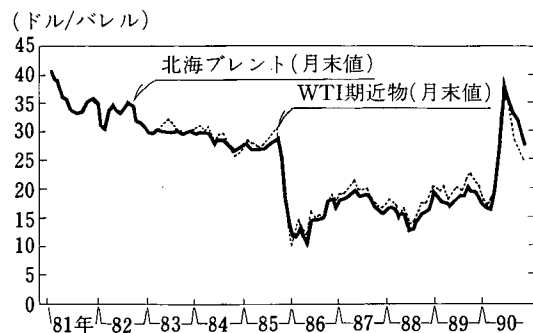
(図表4)

湾岸危機の主な出来事

1990年	7/17	フセイン・イラク大統領が、クウェート、アラブ首長国連邦を原油価格低迷の原因であるとして非難、軍事行動の可能性を示唆
	8/2	イラク軍がクウェートに侵攻、「暫定自由政府」を樹立 国連安全保障理事会、イラク侵攻非難決議を採択
	8/2～5	米国・日本・EC等、イラク・クウェート資産凍結、対イラク禁輸等を決定
	8/6	国連安全保障理事会、対イラク包括的経済制裁措置決議を採択
	8/8	イラク政府、クウェート併合を宣言 米国、サウジアラビアへの派兵を決定
	8/25	国連安全保障理事会、対イラク武力行使を容認する決議を採択
	9/9	米ソ首脳、ヘルシンキ会談 (イラクに対し国連安全保障理事会決議の遵守要請の共同宣言)
	9/30	日本、中東貢献策として10億ドルの拠出を決定 (その後、総額40億ドルまで増額)
	10/8	イスラエル警察部隊とパレスチナ人が衝突、パレスチナ人が死傷
	10/14	イラン、イラクとの国交回復
	10/28	ゴルバチョフ・ソ連大統領、ミッテラン仏大統領会談 (平和解決、経済封鎖の堅持で一致)
	11/29	国連安全保障理事会、91年1月15日までにイラクがクウェートから撤退しない場合の対イラク武力行使容認決議を採択
	12/6	フセイン大統領、外国人人質全員の解放を発表

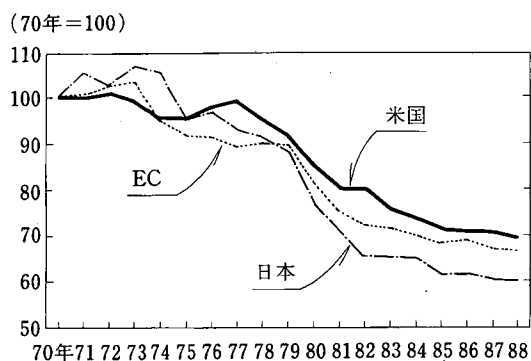
(図表 5)

原油価格の推移



(図表 6)

エネルギー投入原単位の推移



(注) エネルギー投入原単位=石油消費量/実質GNP

まず、主要先進国経済に与えた影響についてみると、一次インパクトの大きさについては、過去の石油ショック時との比較でみた場合、原油価格の上昇率が実質ベースで小幅にとどまっているほか、過去2度にわたる石油ショック以降各国でエネルギー投入原単位が着実な低下をみてきたこともあって(図表6)、産油国への所得移転や直接的な価格押上げ効果は相対的に小規模なものとなっている(図表7)。また、西ドイツを始めとする欧州諸国や日本では、過去2回の石油ショック時と対照的に、自国の為替相場がむしろ上昇をみているため、これが原油価格上昇の影響を一部吸収している面もある。

次に、原油価格上昇に伴う一般物価水準の上昇、および内需の減退といった二次的影響についてみると、物価面では、先にも述べたように、①各国において、経済成長率低下のリスクを軽減するためにも原油価格上昇をホームメイド・インフレに転嫁させないとの政策スタンスが採られたこと、②消費者、企業の行動が落ち着いていること、③原油を除く国際商品市況が総じて弱含みで推移したことに加え、④一部の国(米国等)では製品需給が緩和していることから、90年中における原油価格高騰の中間・最終段階への波及が基本的にはエネルギー関連製品にとどまるなど、その影響は比較的限定されたものとなっている。

デフレ・インパクトについては、米国や英国など景気が減速局面にある国々で、実質所得の減少や消費者コンフィデンスの低下を通じて、個人消費を減退させる方向に働いている一方、その他の国では、これまでのところ原油価格上昇の影響が本格的にあらわれるには至っていない。

先行きについては、これまでの原油価格上昇のインフレ・インパクトがなお出

(図表 7)

原油価格上昇に伴う所得移転効果
——10ドル／バレル上昇のケース

(1973年)

	米 国	西ドイツ	日 本
輸 入 数 量	億バレル 21	11	20
10ドル／バレル石油 価格が上昇した場合 の輸入増加額 ①	億ドル 210	110	200
(参 考) 貿 易 収 支	億ドル 17	123	37
①／名 目 G N P	1.54 %	3.20	4.66

(1978年)

	米 国	西ドイツ	日 本
輸 入 数 量	億バレル 28	10	18
10ドル／バレル石油 価格が上昇した場合 の輸入増加額 ①	億ドル 280	100	180
(参 考) 貿 易 収 支	億ドル Δ282	205	246
①／名 目 G N P	1.24 %	1.56	1.86

(1989年)

	米 国	西ドイツ	日 本
輸 入 数 量	億バレル 29	8	17
10ドル／バレル石油 価格が上昇した場合 の輸入増加額 ①	億ドル 291	76	170
(参 考) 貿 易 収 支	億ドル Δ1,093	715	769
①／名 目 G N P	0.56 %	0.63	0.62

尽したとは言い難い状況にあるため、各国とも慎重な政策スタンスを続けることが要請されている。

今後、景気に及ぼすデフレ・インパクトがどの程度のものとなるかについては、原油価格の帰趨に依存する面が極めて大きい。当面大幅な価格変化がないと仮定して考えると、各国ごとの景気にかなりのバラツキを生じさせる可能性が高い。まず、米国については、原油価格高騰後消費者の先行きに対するコンフィデンス指数が急速に低下していることに加え、設備投資に影響の強い企業収益も原油価格上昇の影響もあって低迷していることから、引続きかなり景気抑制的に作用する公算が大きい。これに対し、西ドイツ、日本といった内需が高い伸びを続けている国については、原油価格上昇に伴い景気拡大テンポが幾分スローダウンすることは不可避とみられるものの、その程度は他国比小幅にとどまるものとみられる。

一方、非産油途上国においては、工業化・モータリゼーションの急速な進展等を背景に石油消費がむしろ増加傾向にあることから、原油価格上昇の影響は主要先進国と比較して、総じてより大きなものとなる可能性が高い。とくに、アジア諸国のうち南西アジア諸国やフィリピンにおいては、産油国に対する原油支払代金の増大に加えて、湾岸地域への出稼ぎ労働者からの送金収入減や、先進国経済の減速に伴う輸出の停滞もあって、対外ポジションの悪化が避けられず、成長制約として作用する可能性がある。もっとも、タイやマレーシアのように、先進国

やNIEsから高水準の直接投資が流入している国々では、輸出や設備投資の増大を背景に、相対的に良好なパフォーマンス維持が見込まれている。他方、東欧諸国については、90年7月以降ソ連からの原油輸入量が削減されていること(中東ないしは西側スポット市場からの市場価格による調達増)、および91年1月には同原油輸入に対して国際価格が適用されるとともに、原油を含めたコメコン内取引がハードカレンシー決済へ移行することもあること、今後の対外ポジションの管理および国内経済政策の運営、経済改革の実施にあたっては、一層の困難が加わるとみられる。

(原油価格上昇に伴うグローバル・マネーフローの変化)

まず、最近における世界的な石油の輸出入パターンを概観すると、輸入サイドでは、先進国とアジアNIEsが合計で8割方を占めており、残りは非産油途上国と東欧諸国がそれぞれ1割程度のシェアとなっている。これに対して、輸出サイドでは、OPEC諸国が7割以上、次いでソ連が2割弱のシェアを占めている(図表8)。

原油価格上昇に伴うマネーフローとは、先進国、アジアNIEsを中心とした原油輸入国からOPEC、ソ連等の原油輸出国に対する所得移転が生じ、これがさまざまな経路を通じて原油輸入国に還流する一連の経路を指している(図表9)。

今回の原油価格上昇の局面では、産油国のうちソ連を含むネット債務国が、過去2回の原油価格高騰後にクレジット・レーティングの上昇を背景としてむしろ対外借入れを増やしたのとは対照的に、石油収入増加分の相当部分を対外収支ファイナンスないしは長短債務の返済に充当する可能性が高いほか、サウジアラビア等のネット債権国についても、湾岸関連の軍事費や周辺非産油国向け援助にかかわる負担が増大しているため、その分余剰資金として国際金融市場に還流する資金の規模が小さなものとなると予想される。しかも、今回は価格上昇が小幅なこともあること、産油国から運用資金として銀行預金や証券投資等を通じて非産

(図表8)

世界的にみた石油のネット輸出入パターン

(88年中、億バレル)

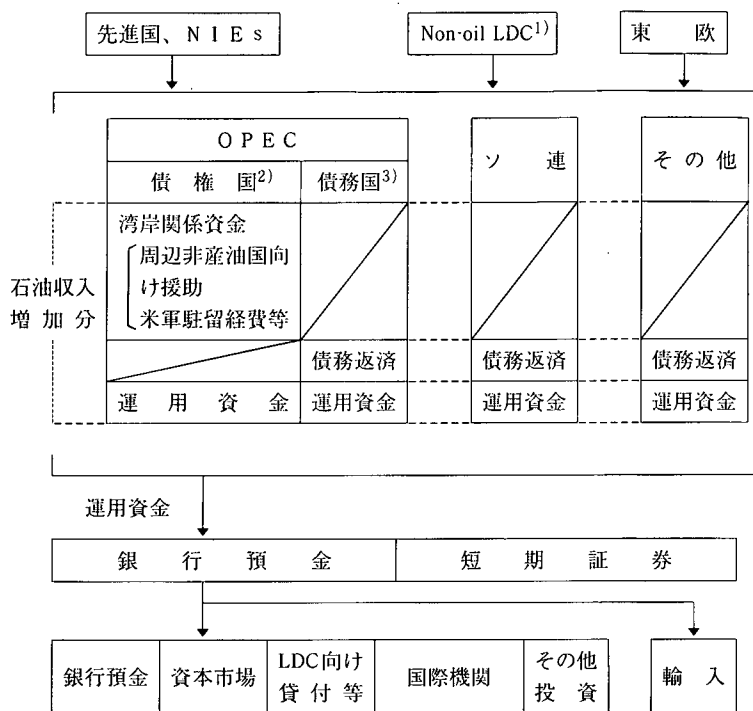
ネット輸入	先進国、NIEs 70	Non-oil LDC 9	東欧 6
ネット輸出	OPEC 61	ソ連 14	その他* 10

*メキシコ、エジプト、中国等

(資料) OPEC「Annual Statistical Bulletin (1988)」

(図表 9)

原油価格上昇により想定される資金フロー・プロセス



1) Non-Oil LDC、東欧については、円滑にファイナンスができない場合には、原油輸入を行えない可能性がある。

2) サウジアラビア、UAE、リビア等。

3) アルジェリア、インドネシア、ベネズエラ等。

油国に還流する資金は相対的に小規模なものになることが想定される。

このようにいわゆるオイルマネーの規模はさほど大きなものとはならないと予想されるが、問題は非産油途上国や東欧諸国に対して円滑なファイナンスがなされるか否かにある。これまでの産油国の資産運用対象をみる限り、大半は、先進国の金融機関、金融市場に還流しており、一方、非産油途上国への直接資金供給は運用残高の1割程度を占めているに過ぎない^(注2)。こうしたパターンを前提とすれば、今後の資金還流についても、産油国から先進国を経由して非産油途上国、東欧諸国へ還流する経路が機能するかどうか鍵となろう。

過去2度にわたるオイルショック時における非産油途上国のファイナンスの状況をみると、第一次石油ショック時には、73～75年の3年間にわたり生じた経常

(注2) BOE四半期報(90年2月)における推計結果による。同推計では、89年9月末のオイルマネー残高、4,805億ドルのうち4割が銀行預金、同じく4割が先進国を主要な対象とした証券投資等で占められているとの結果が示されている。

(図表10)

非産油発展途上国による経常収支赤字ファイナンス

(億ドル)

	第一次石油危機 ¹⁾			第二次石油危機 ¹⁾			今回(I M F 予測)		
	1973年	74年	75年	1979年	80年	81年	1989年	90年	91年
経常収支赤字	47	288	385	466	724	939	311	298	337
債務性の少ない資金 ²⁾	48	59	47	123	116	142	124	143	134
対外借入等	Δ 1	229	338	343	608	797	187	155	203
金融機関借入 ³⁾	98	186	231	363	492	458	23	59	Δ 179
公的資金(長期)	49	68	117	133	176	230	167	250	342
I M F・中銀借入	2	16	24	4	18	59	Δ 55	Δ 28	33
その他 ⁴⁾	Δ 150	Δ 41	Δ 34	Δ 157	Δ 78	50	52	Δ 126	7
(参考) 公的移転	55	87	71	116	125	138	168	159	158

1) 第一次、第二次石油危機当時の非産油発展途上国の計数は、NIEs 諸国(韓国、台湾、香港、シンガポール)を含んだベース。

2) 「債務性の少ない資金」は、直接投資が大宗。

3) 第一次、第二次石油危機当時の計数は、民間金融機関からの長期借入と、短期借入額(民間金融機関には限らない)の合計。

4) 「その他」には、外貨準備の増減、支払い遅延のほか、誤差脱漏も含む。

(資料) IMF 「Annual Report(1983)」,「World Economic Outlook(1990年10月)」,「IFS Yearbook (1990)」

収支赤字(約720億ドル)の7割強が民間金融機関からの借入れによりファイナンスされたほか、第二次石油ショック時にも、79～81年に生じた赤字(2,129億ドル)のうちやはり6割強が民間金融機関借入を主体にファイナンスされてきた(図表10)。この点、80年代に入って民間金融機関の途上国向け貸出の姿勢が大きく変化したことにかんがみれば、今回は、少なくとも短期的には国際機関や先進国、産油国による公的資金等の役割が相対的に大きなものになっているようにうかがわれる。

(3) 各国におけるマクロ経済バランスの動向と展望

90年中における国際的な対外不均衡の調整は、89年と同様に小幅ながら進展したが、こうした点を貯蓄・投資バランス^(注3)の変化という視点から確認してみよ

(注3) 一国のマクロ経済全体の貯蓄・投資バランスについては、事後的には
民間部門の貯蓄超過(民間貯蓄－民間投資)
－財政赤字(政府部門の貯蓄不足)
＝経常収支黒字
なる関係が成立する。

う。ここでは、まず80年代後半以降における欧米主要国の貯蓄・投資バランスの基調的な動向を概観したうえで、今後の世界の貯蓄・投資バランスを展望するうえでのポイントについて簡単に考えてみることにする。

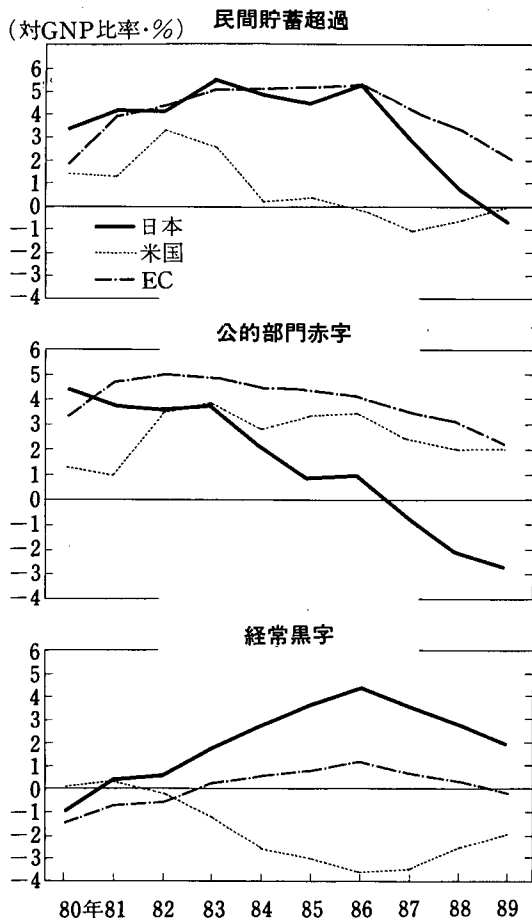
(最近年における主要国の貯蓄・投資バランスの動向)

まず、80年代後半以降における主要国(日本、米国、EC4か国<西ドイツ、フランス、イギリス、イタリアの加重平均>)の貯蓄・投資バランスの動向を概観してみよう(図表11)。

米国においては、87年以降公的部門の赤字がG N P対比で若干の縮小をみたほか、民間部門の貯蓄不足も87年をボトムに縮小しており、これに対応して経常収支赤字の対G N P比率は、その水準こそ依然高いとはいえ、87年以降徐々に縮小

(図表11)

主要国におけるマクロ・バランスの動向



(注) ECは、87年の名目G N Pをウェイトとして用いた加重平均。

資料：OECD「Economic Outlook(June 1990)」

傾向にある。

次にEC主要国をみると、英国の財政収支が88年以降黒字に転換したほか、フランスや大幅な赤字を抱えるイタリアの財政収支もやや長い目でみると改善傾向をたどっているため、EC全体の公的部門の貯蓄不足は緩やかながら縮小傾向にある。一方、民間部門の貯蓄超過は、英国が87年以降貯蓄不足に転化したほか、イタリアでも引続き高水準の中にも87年をピークに徐々に低下傾向をたどってきているため、EC全体でもかなりの縮小をみている。こうした民間貯蓄の縮小が公的部門の収支改善を上回っているため、その反映として、EC全体の経常収支黒字は漸次縮小してきている。もっとも、EC内における不均衡は、88~89年と西ドイツの黒字増大、イタリア、英国、フランスの赤字

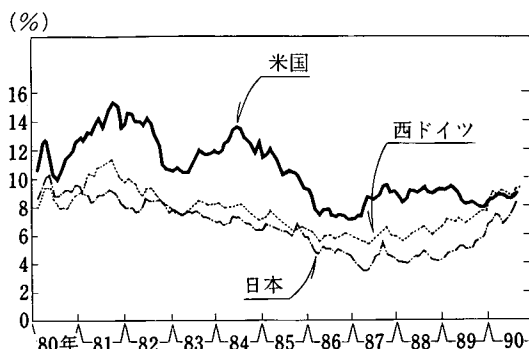
増大という形で拡大したが、90年に入ってから、西ドイツの需要強調等を背景として、域内不均衡も縮小の方向に転じている。

日本についてみると、80年代後半を通じ個人消費、設備投資を中心とした内需主導型の景気拡大が持続したことを背景として、民間部門の貯蓄超過(対G N P比率、以下同じ)が86年をピークに大幅に縮小し、89年にはわずかながら貯蓄不足に転じた。この間、公的部門のバランスは、財政再建の努力が続けられる中で、社会保障基金の積増しや景気拡大による税収好伸から、87年以降黒字基調に転換した後、漸次黒字幅を拡大している。ただし、こうした公的部門黒字の拡大幅が民間貯蓄超過の縮小幅を下回っていることに対応して、対外面では経常収支黒字が着実に縮小傾向をたどっている。

以上みたような80年代後半以降における主要先進国の貯蓄・投資バランスの動向を総括すると、米国では民間貯蓄のボトムアウトに呼応して経常収支赤字が縮小してきている一方、日本、西ドイツでは内需の力強い拡大を背景とした民間貯蓄超過の減少に対応して経常収支黒字が縮小しており、その結果として先進国間で対外不均衡が調整されてきたという構図を描くことができる。ただし、米国の経常収支赤字は縮小傾向をたどってきてはいるものの、そのテンポは比較的緩やかであり、また赤字規模自体もなお相当に大きなものとなっているが、これには財政赤字の縮小が必ずしも円滑に進展していないことも影響していると考えられる。

(図表12)

主要国の長期金利推移



(注) 米 国：国債10年物。

ドイツ：連邦債、郵便債、鉄道債のうち残存期間3年超の加重平均。

日 本：国債残存期間7年の単純平均。

資料：IMF「International Financial Statistics」

各国の長期金利は、こうした国ごとのマクロ・バランスあるいは期待成長率、期待インフレ率の変化等を反映して、収斂する傾向を示している(図表12)。

(世界経済の貯蓄・投資バランスについての今後の展望)

今後の世界経済の貯蓄・投資バランスを展望する場合、以下に示す要因を考慮する必要がある。

第一に、ソ連・東欧諸国の民主化、両ドイツの統合に伴い、こうした旧共産圏諸国のインフラ整

備、企業部門育成等に関して、今後新たに大幅な投資需要が発生する一方、これらの諸国における貯蓄率は生産構造の改革の過渡期にはむしろ低下する可能性が高い。こうした影響は既にドイツにおいてあらわれ始めている。すなわち、後述するように、旧東ドイツ地域のインフラ投資や救済絡みの資金負担から中央・地方政府およびドイツ統一基金を含む公共部門の要資金調達額が急速な増加をみており、つれて長期金利も上昇傾向にあるほか、経常収支黒字の縮小傾向が明確なものとなりつつある。

こうした展望の下で、物価や金利の過度の上昇を回避しつつ、世界的な貯蓄不足の拡大に対処していくためには、先進国サイドにおいても貯蓄の着実な増大が必要である。その際、これまで相応の進展をみてきた先進国間の対外不均衡の調整を持続させるという目標にもかんがみれば、この先も、経常赤字国における貯蓄の増大が何よりも要請されると言ってよい。この点、米国においては、11月に新たな財政調整法が成立したが、今後これに基づき実効ある財政赤字削減策が実施されることが強く期待されることである。

第二は、夏場以降の原油価格上昇に伴う影響である。原油価格の上昇は、消費国から産油国への所得移転であり、その限りでは、世界の貯蓄・投資バランスを変化させるものではないが、今回の場合、産油国の追加収入のうち、相当部分が軍事支出に振り向けられており、こうしたいわば非生産的投資に向かうものが大きいことは、将来における世界全体の供給力増大をその分だけ縮小させる効果をもつことになる。また、湾岸情勢が不安定な状態が続く場合には、周辺産油国を中心とした追加収入のうち短期資産運用にとどまるウエイトが大きなものとなり、また、そうしたビヘイビアがある程度長期化すると予想されることから、貯蓄資金と投資需要のミスマッチが生じる可能性もある。もちろん、こうしたミスマッチを仲介するのが、国際機関、先進国政府、そして民間金融機関の役割であるが、目先き旧共産圏諸国や非産油途上国に対する民間金融機関貸出については必ずしも多くを期待し難い状況にあるため、国際機関等を中心とした資金還流の役割が相対的に高まっている。

2. 各国経済の動向

(1) 米国経済の動向

米国経済は、82年以降約8年間にわたり景気拡大を続けてきたが、90年入り後そのテンポがスローダウンし、秋口からは原油価格高騰もあって景気停滞傾向が

(図表13)

米国の主要経済指標

(%)

	1988年	89年	90年2Q	3Q	10月	11月
実質GNP成長率(前年比)	4.5	2.5	1.0	1.1	—	—
鉱工業生産(％)	5.4	2.6	0.9	2.3	1.5	Δ 0.6
失業率	5.5	5.3	5.3	5.6	5.7	5.9
雇用者増加数(月平均、千人)	274	193	236	Δ 72	Δ 178	Δ 267
CPI上昇率(前年比)	4.1	4.8	4.6	5.5	6.3	6.3
FPIレート	7.6	9.2	8.2	8.2	8.1	7.8
国債(10年物)利回り	8.9	8.5	8.7	8.7	8.7	8.4

(注) 雇用者増加数は非農業部門。

一段と鮮明になった(図表13)。

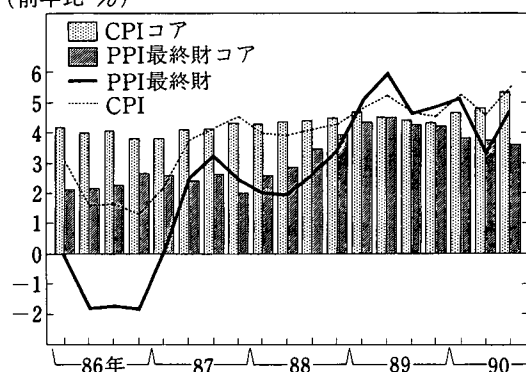
すなわち、最終需要項目別にみると、輸出は89年中に比べ伸びが鈍化したものの引続き拡大傾向を持続した。一方、設備投資については、情報処理用機器などの機械設備投資は堅調に推移したが、オフィス・ビル等の建設投資は調整局面に入った。家計支出をみると、個人消費が実質可処分所得の伸び悩みに加え、湾岸危機以後の消費者マインドの冷え込み等から、財支出を中心に伸びを低めたほか、住宅投資も金利高の影響もあって小幅ながらさらに減少した。こうした内需の減速傾向を反映して、製造業生産の伸びは次第に鈍化し、年末には生産が若干の減少をみるに至った。また、雇用面でも、製造業において減少テンポが次第に速まったほか、従来好調を維持してきた非製造業においても小売、建設等の業種を中心に年後半にかけて減少傾向に転じた。

物価面をみると、年前半は景気の緩やかな減速に伴い、生産者物価では、いわゆるコア部分(除く食料・エネルギー)の上昇率が低下傾向をたどったが、消費者物価のコア・インフレ率は、サービス部門における高めの賃金上昇を反映して、高まる傾向を示した。こうした状況の下、8月に発生した原油価格の高騰に伴い、ガソリン、暖房油等エネルギー関連製品の価格が急騰したほか、一部化学製品や航空運賃も値上げされたため、年後半にかけては生産者物価、消費者物価ともかなりの上昇となった。もっとも、景気減速に伴う需給の引緩みを背景として中間財以降への価格転嫁が困難なものとなっており、これまでのところ最終段階における製品価格引上げの動きが広範化する状況には至っていない(図表14)。むしろ、年末にかけては、原油価格高が若干修正されるとともに、物価の騰勢には頭打ち傾向がうかがわれている。

(図表14)

米国における物価動向

(前年比・%)



(注) コアは食品・エネルギーを除くベース。

この間、貿易収支は、輸出の堅調と輸入原油の価格の低下を主因に、年央までは改善傾向をたどってきたが、湾岸危機発生後は輸入原油価格の上昇に加え、輸出面でも欧州・カナダ向けを中心に増勢がやや鈍化したことから、収支改善は足踏み状態にある。

金融面の動向をみると、インフレと景気後退の両面のリスクが併存する中で、フェデラル・ファン

ド・レート(F F)は年央まではほぼ8.2~8.3%近傍の水準で推移した。しかし、夏場にかけて金融機関の貸出抑制姿勢が次第に目立ってきたため、F R Bではこれに伴ういわば意図せざる過度の金融引締まりを緩和する観点に立ち、F Fの誘導水準を8.25%から8.00%に引下げた。その後、原油価格上昇に伴い誘導水準はしばらくの間据置かれたが、10月後半以降は、財政赤字削減に関する合意の成立、および金融機関貸出の抑制姿勢の強まりや景気停滞の可能性の強まりを背景に、3回にわたり誘導水準の引下げが図られた(8.00%→7.25%)。さらに、12月19日には、景気の停滞、銀行貸出の引締まり、マネーサプライの伸び鈍化を理由として、公定歩合が引下げられ(7.0%→6.5%、なお前回の公定歩合変更は89年2月)、同時にF Fの誘導水準も一段と低下した(7.00%)。

一方、長期金利をみると、年前半および9月頃まではコア・インフレ率の高どまりや、原油価格上昇の影響もあって高水準で推移したが、その後は景気後退予想の強まりやインフレ懸念の幾分の後退を受けやや軟化した。

この間、F R Bは12月に預金準備率の7年ぶりの変更に踏切った。すなわち、満期18か月未満の非個人向け定期性預金、および純ユーロ債務にかかわる準備率(従来3%)について、①80年代初頭のリザーブ・ターゲット方式の下では相応の有用性があったものの、現在のより広義の流動性を重視した金融調節方式の下では存在意義が薄れたこと、②現行の支払準備制度の下では、預金金融機関が制度対象外の信用供与機関と比べ競争上不利な立場に置かれていること、③商業銀行による貸出姿勢慎重化が米国景気の減速傾向に拍車をかけるおそれがあること、等の理由から撤廃した。

一方財政面をみると、ここ数年財政赤字削減が必ずしも円滑に進まず赤字が高水準を続けたことから、従来の財政均衡法(通称グラム・ラドマン法)に規定された赤字削減目標の達成が非現実的なものとなり、このため91年度以降について実効性のある財政赤字削減案の策定が喫緊の課題となった。赤字削減を巡る大統領府および議会間の交渉は難航を極めたが、10月末に至り、増税および歳出削減の双方の措置により、91年度に400億ドル強、今後5年間に5,000億ドル弱の赤字縮小を目指すこと等を盛り込んだ法案がようやく合意をみた(図表15)。

(2) 欧州経済の動向

90年中の欧州諸国における実体経済の動向をみると、ドイツの内需を牽引役として総じては底固い推移をたどる中、西ドイツが好調を持続する一方、英国が景気後退を示したほか、イタリア、フランスでは輸出等に伸び悩みがみられるなど、各国間の景気動向にバラツキがうかがわれ始めた点が特徴として指摘され

(図表15)

米国の財政赤字削減策の概要

① 財政赤字を91年度400億ドル強、91～95年度の5年間で5,000億ドル弱削減。

—— 歳入増加策としては、高額所得者に対する所得税の強化、ガソリン税、アルコール・たばこ消費税の引上げ等を、歳出削減策としては、国防費、医療保障支出、農業補助金の削減等を実施。

赤字削減額の内訳

(億ドル)

	1991年度	91～95年度計
歳入増加	206	1,466
歳出削減	209	2,813
利払費減少	16	640
合計	431	4,919

(資料) 上院予算委員会

② グラム・ラドマン・ホリングス法を改正し、91年度から95年度までの赤字目標額を設定するほか、新たな赤字抑止策を導入。

—— 国防費等の裁量的支出については、分野ごとに支出上限額を設定し、これを超えた分野には強制歳出削減を発動する。また、社会保障費等の義務的支出についても、各項目間の調整により全体の赤字額増加を抑止することとし、これが達成されない場合には強制歳出削減を発動。

(億ドル)

年 度	1991	92	93	94	95
旧目標額	Δ 640	Δ 280	0	—	—
新目標額	Δ 3,270	Δ 3,170	Δ 2,360	Δ 1,020	Δ 830

(注) 新目標額は社会保障基金収支を含まない。

(図表16) 欧州主要国の経済成長率の推移

	1988年	89年	90／1 Q	2 Q	3 Q
E C	4.0	3.3	3.2	n.a.	n.a.
うち西ドイツ	3.7	3.9	4.5	3.4	5.5
フランス	3.9	3.6	2.7	2.1	n.a.
イタリア	4.2	3.2	3.0	1.9	n.a.
英 国	4.7	2.2	1.6	2.1	0.5

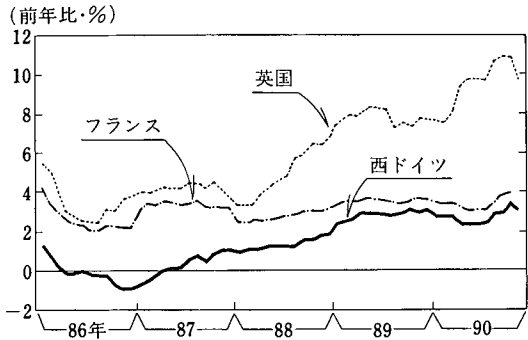
(注) 四半期データは前年同期比。
(資料) OECD「Main Economic Indicators」、各国資料

る(図表16)。

まず、西ドイツについては、年初に実施された所得税減税の効果や東欧等からの移民流入に伴い消費・住宅需要が増大したことに加え、7月の両ドイツ通貨統合以降は東ドイツからの購買力増加もあって、内需を中心に景気拡大テンポが高まった。これに対し、東ドイツでは、通貨統合後、生産の減少、失業の急増など経済活動が低下し、西ドイツとは対照的な動きを示した。また、英国は金融引締めの影響から、個人消費、設備投資等内需が一段と減速傾向を強めるなど低調に推移した。この間、フランス、イタリアについては、米国の景気減速から輸出の増勢が次第に鈍化したことに加え、年後半以降は原油価格高騰の影響もあって景気に伸び悩みの兆しがみられ始めた。

物価動向をみると、英国では、大幅な賃上げの継続によるコスト上昇圧力の高まりや4月の人頭税導入の影響のほか、夏場以降に原油価格上昇も加わり、高率の物価上昇が続いた。西ドイツでは、両ドイツ通貨統合に際して東ドイツからの需要増に伴う物価上昇が懸念されたが、これまでのところ物価上昇率の加速は回

(図表17) 欧州主要国における物価動向



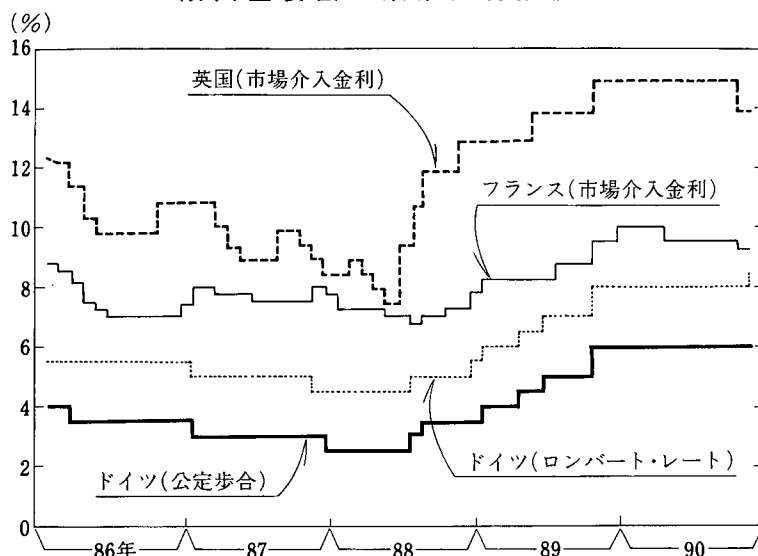
(注) 西ドイツは生計費指数、フランスは消費者物価指数、英国は小売物価指数。

避されている。また、その他の諸国においても、一般に原油価格上昇に伴う石油関連製品の価格上昇を反映しやや高めの伸びとなったものの、慎重な政策運営がなされたことや欧州各国通貨の対ドル相場が堅調に推移したこともあって、比較的落ち着いた動きを示した(図表17)。

この間、各国における金融政策

(図表18)

欧州主要国の政策金利推移



面での対応をみると、西ドイツにおいては、東ドイツの復興・救済にかかわる財政支出の急拡大や西ドイツ企業の高めの賃上げを背景としたインフレ圧力の強さにかんがみ、引締め基調が維持された(11月には市場金利の実勢に合わせてロンバート・レートを引上げ)。一方、フランスについては、物価、為替、マネーサプライが総じて落ち着いた推移を示す中、市場介入金利が3回にわたり引下げられた。このドイツ、フランスおよびベネルクス3国の間では、金利水準に格差があるとはいえ、各国の金利がひとこに比べ収斂しつつあることが一つの特徴として挙げられる。また、イタリアでは、5月に為替、物価の落ち着きを背景に、公定歩合が引下げられた。なお、英国では、10月の英ポンドのERM参加に際して、金利が引下げられたが、基本的には高金利政策が維持されている(図表18)。

(3) アジア諸国の動向

90年中のアジア諸国における景気動向をみると、NIEsでは内需の堅調が輸出の増勢鈍化をカバーし比較的高めの成長が続いたほか、ASEANも、直接投資の増大をてことして、輸出・内需ともに総じて好調に推移した(図表19)。

まず、NIEsでは、輸出が賃金コスト上昇やこれまでの通貨高等に伴う価格競争力の後退から主力の米国、日本向けを中心に伸び悩んだ一方、内需は堅調な拡大を続けた。とくに、韓国では賃金の大幅上昇や89年11月に実施された公定歩合引下げなど一連の金融緩和策の影響もあって、90年央にかけて住宅投資や非製造業設備投資の拡大テンポが加速した。対外収支面をみると、各国とも、輸入がこ

(図表19)

NIEs、ASEAN 諸国の主要景気指標

		1988年	89年	90年			
				1 Q	2 Q	3 Q	4 Q
N I E s	実 質 成 長 率(前年比%)	10.1	6.4	6.5(政府見通し)			
	輸出(ドルベース前年比%)	25.7	10.1	5.5	4.7	7.5	—
	輸入()	33.3	12.6	11.4	7.7	10.4	—
	貿 易 収 支(億ドル) 〈 〉 内 前 年 同 期	145.2	108.7	Δ 26.9 〈 4.9〉	Δ 5.5 〈 11.9〉	34.0 〈 47.8〉	— —
A S E A N	実 質 成 長 率(前年比%)	8.5	8.7	6.9(政府・中央銀行見通し)			
	輸出(ドルベース前年比%)	20.6	18.5	14.2	6.8	(7～8月) 10.2	—
	輸入()	29.1	28.5	24.6	17.3	(7～8月) 25.3	—
	貿 易 収 支(億ドル) 〈 〉 内 前 年 同 期	45.9	Δ 5.2	Δ 14.8 〈 2.3〉	Δ 19.5 〈 0.0〉	(7～8月) Δ 18.8 〈 0.7〉	— —

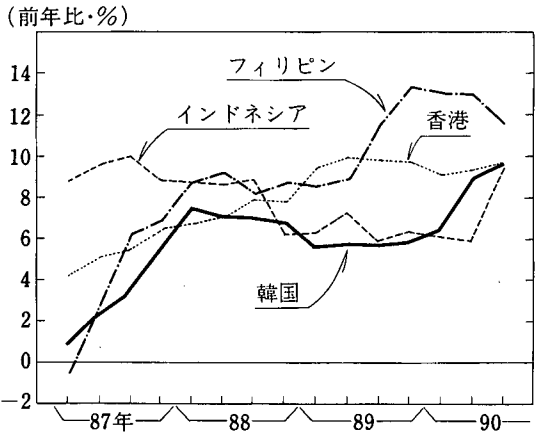
(注) NIEs、ASEAN の実質成長率は各国の名目 G N (D) P ウェイト(88年)による加重平均値。
(資料) IMF 「International Financial Statistics」、各国統計。

うした内需の動向を反映して高めの伸びを続けたため、貿易収支は悪化傾向をたどった。86年以降大幅な黒字を続けてきた韓国の貿易収支も90年入り後小幅ながら赤字に転じた。

ASEAN では、輸出が海外からの直接投資受入れを通じた輸出能力および国際競争力の強化に伴い工業製品を中心に順調な拡大を続けたほか、内需も設備投資の拡大に加え、所得増大に伴う個人消費の伸長から順調な増加をみた。貿易収支は、

(図表20)

アジア主要国における物価動向



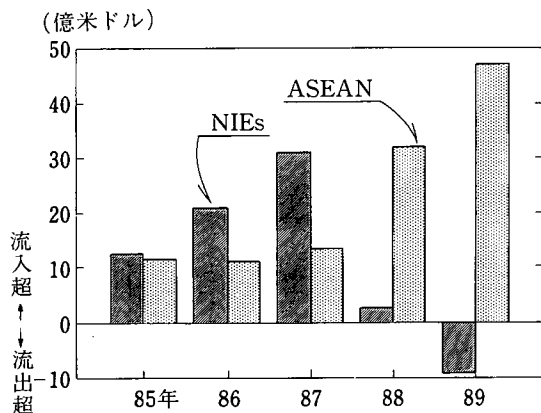
(注) 各国共、消費者物価指数。
資料：IMF 「International Financial Statistics」ほか

輸入が直接投資受入れに伴い中間財、資本財を主体に大幅な増加を示したため、赤字幅を拡大した。

こうした中で、各国とも景気拡大に伴う需給タイト化や高テンポの賃金上昇を反映して物価上昇が目立ってきており、とりわけ韓国、香港、フィリピン、インドネシアでは消費者物価の上昇率が前年比10%前後に達している(図表20)。このように物価を巡る環境が徐々に厳しさを増す中で、8月

(図表21)

アジア諸国における直接投資収支の推移



(注) NIEs は統計の制約上、香港を除く3か国・地域。
資料：IMF「International Financial Statistics」ほか

以降原油価格が大幅に上昇したため、先進国に比べてエネルギー多消費型経済構造を持つアジア諸国では、今後インフレの一段の加速が懸念されている。

この間、アジア諸国間における直接投資は引続き活発に推移した。とくに、ASEANでは日本やNIEsからの直接投資受入れが引続き増加基調にあり、これが貿易収支赤字のファイナンスに加え、これら諸国における産業構造の高

度化、国際競争力の強化に大きな役割を果している。一方、従来直接投資受入国であったNIEs、中でも韓国、台湾では、自国通貨高や賃金コスト上昇を眺め労働集約型産業をASEANにシフトする動きが一段と活発化しており、この結果NIEsの直接投資収支は89年に流入超から流出超に転じた(図表21)。

(4) ソ連・東欧諸国、中国の動向

(ソ連・東欧諸国の動向)

ソ連・東欧諸国では、80年代入り後、各国とも①経済成長率の鈍化、物資・エネルギーの不足、②インフレの加速、③対外ポジションの悪化等、経済不振が目立っていたが、こうした状況は、89年以降政治・経済両面における改革が進められ、市場経済への過渡期に入って、一段と深刻さを増している。

まず、経済活動の停滞についてみると、実質経済成長率は、既に70年代から長期低迷傾向をたどってきたが、90年入り後には、改革の過渡期にあることもあって、生産が減少する国が続出するなど(図表22)、経済活動の停滞が一段と顕著なものとなった(図表23)。

次に物価面では、価格統制が縮小された結果として、また、これまで過剰に供給された国内流動性が、価格統制の縮小に伴い一般物価水準の訂正を導いていることもあって、大幅な物価上昇が続いている。ポーランド、ユーゴスラビアでは、食料品、交通料金等、長年低位に据置かれてきた公定価格の引上げが相次いで実施されたことに伴い、87、88年頃から消費者物価が急テンポで上昇していたが、89年には食料品価格に対する国家統制の全廃(89年8月、ポーランド)や主要

(図表22)

ソ連・東欧諸国における鉱工業生産の推移

(前年比・%)

	1986年	87年	88年	89年	90年 1 Q	2 Q
ソ 連	4.4	3.8	3.9	1.7	Δ 1.2	Δ 0.2
ポ ー ラ ン ド	4.2	3.2	4.8	Δ 2.8	Δ 30.2	Δ 31.2
ハ ン ガ リ ー	1.9	3.8	0.0	Δ 2.0	(1～6月) Δ 9.6	
チェコスロバキア	3.1	2.4	2.0	1.0	(1～6月) Δ 2.0	
ル ー マ ニ ア	7.7	4.5	3.6	1.0	(1～7月) Δ 22.0	
ブ ル ガ リ ア	4.0	4.2	5.1	1.1	(1～8月) Δ 9.7	
ユーゴスラビア	4.0	1.0	Δ 1.0	1.0	Δ 2.0	Δ 2.0

(資料) ポーランドは IMF・International Financial Statistics

ユーゴスラビアは OECD・Main Economic Indicators

その他の国は各国経済統計

(図表23) ソ連・東欧諸国における実質GNP成長率の推移

(前年比・%)

	1986年	87年	88年	89年	90年 1 Q
ソ 連	2.3	1.6	4.4	2.4	(1～9月) Δ 2.5
ポ ー ラ ン ド	4.9	1.9	4.9	0.0	—
ハ ン ガ リ ー	0.9	4.1	0.5	0.5	—
チェコスロバキア	2.6	2.1	3.0	1.7	(1～6月) Δ 1.0
ル ー マ ニ ア	7.3	4.8	3.2	1.0	—
ブ ル ガ リ ア	5.3	5.1	6.2	Δ 0.4	—
ユーゴスラビア	3.6	Δ 1.1	Δ 1.5	0.8	—

(資料) 各国経済統計

(図表24)

ソ連・東欧諸国における物価動向

(前年比・%)

	1986年	87年	88年	89年	90年 1 Q	2 Q
ソ 連	6.2	7.3	8.4	7.5	8.0	8.0
ポ ー ラ ン ド	17.7	25.2	60.0	3.4倍	12.1倍	11.8倍
ハ ン ガ リ ー	5.3	8.6	15.7	17.0	24.4	27.0
チェコスロバキア	—	—	0.9	3.6	(1～6月) 3.3	—
ル ー マ ニ ア	Δ 0.4	4.7	0.0	—	—	—
ブ ル ガ リ ア	2.6	1.7	0.8	0.4	—	—
ユーゴスラビア	88.0	2.2倍	2.9倍	13.5倍	31.0倍	18.8倍

(注) 各国共、消費者物価上昇率。

(資料) ソ連、ハンガリー、チェコスロバキアは各国経済統計

ポーランドは IMF・International Financial Statistics

ユーゴスラビアは OECD・Main Economic Indicators

ルーマニア、ブルガリアは CIA・Handbook of Economic Statistics '89

物資に対する政府補助金の大幅削減(ユーゴスラビア)等を受けて、90年初にかけて物価は一段と大幅な上昇をみた(図表24)。この2か国では、市場価格体系への

移行の進捗とともに、年央にかけて上昇率が低下を示した(消費者物価前月比、ポーランド77.3%<90年1月>→4.9%<90年7月>、ユーゴスラビア37.5%<同>→1.7%<同>)が、今後は原油価格の上昇、輸入原油の市場価格への移行の影響から再び上昇率が高まることが懸念されている。なお、その他諸国でも、価格統制の縮小、公定価格の引上げ等に取り組んでいることから、消費者物価上昇率は高まる方向にある。

ここで対外バランスをみると、貿易収支は、89年にはポーランドを除いて各国とも悪化し、ソ連では89年の貿易収支が赤字(△13億ドル)に転換した(図表25)。90年に入ると、ポーランド、ハンガリーでは、強力な引締め政策や為替レートの調整が奏功し、貿易収支、経常収支とも大幅な改善をみたが、対外ポジションの管理にあたっては、既往債務の満期到来額が多額に上っていることや原油輸入代金の支払いがハードカレンシー決済へ移行することを控えて、困難な局面が続いている。この他の国では、90年に入っても引続き対外バランスが悪化し、対外債務残高も総じて増加を続けており、3月にはブルガリアが西側債権銀行に対する元利支払いを停止するに至った(図表26)。

(図表25) ソ連・東欧諸国の貿易収支の動向

(億ドル)

	1986年	87年	88年	89年	90年1Q	2Q
ソ 連	28.0	84.0	43.0	△ 13.0	—	—
ポ ー ラ ン ド	5.4	9.9	12.5	27.0	10.5 (1～5月)	16.0
ハ ン ガ リ ー	△ 5.4	0.6	6.7	5.5	3.4	—
チェコスロバキア	2.0	△ 2.0	△ 1.0	—	—	—
ルーマニア	19.2	31.7	40.0	38.3	—	—
ブルガリア	△ 10.9	△ 4.3	△ 12.1	△ 13.3	—	—
ユーゴスラビア	△ 14.0	△ 11.9	△ 5.1	△ 13.7	△ 7.0	(4～5月) △ 6.0

(注) 政府公表値(現地通貨建)を公定レートによりドルベースに換算。

(図表26) ソ連・東欧諸国の対外債務残高

(億ドル)

	1986年末	87年末	88年末	89年末
ソ 連	331	365	409	480 (23)
ポ ー ラ ン ド	336	388	392	410 (88)
ハ ン ガ リ ー	151	177	173	206 (45)
チェコスロバキア	43	53	57	69 (17)
ルーマニア	65	60	28	10 (15)
ブルガリア	51	63	79	95 (40)
ユーゴスラビア	197	200	185	180 (16)

(注) 89年は暫定値、()内はデット・サービス・レシオ(%)。

(資料) OECD・Financial Market Trends、No. 45

(中 国)

中国では、88年秋以降インフレ抑制に重点をおいた財政・金融面の調整政策が実施され、その効果から89年下半年には物価上昇率の急速な鈍化をみたが、総需要抑制策が浸透するにつれて、実体経済面で①在庫積上がりや鉱工業生産の低下、失業の増加に加え、②企業収益悪化に伴う企業間債務の累増、③国家財政からの欠損補填金支出の増加などが表面化したことから、経済調整の行過ぎを懸念する声が高まった。こうしたことから、大幅に抑制されていた各専門銀行による貸出枠が89年第4四半期以降拡大されたほか、90年4月と8月の2回にわたり、預金・貸出金利が引下げられるなど、経済調整政策が部分的に修正された。ただし、経済調整の大枠自体は引続き維持し、「89年以降3年ないしはこれを若干上回る時間をかけて、調整を継続」(党5中全会コミュニケ)し、物価の安定確保に努める旨が明らかにされている。

このような金融面での若干の緩和を背景に設備投資が幾分伸びを高めているほか、消費にも7月以降幾分回復の兆しがうかがわれるなど、内需が持直し傾向にある。また、こうした内需の回復を背景に、鉱工業生産も90年第2四半期以降緩やかに伸びを高めている(図表27)。

この間、対外面では、輸出が89年12月に実施された人民元切下げ(IMF方式 $21.2\% < 3.72$ 人民元/ドル $\rightarrow 4.72$ 人民元/ドル)の効果もあって、90年に入り伸びを高めている一方、輸入は耐久消費財を中心に厳しい抑制策が採られているこ

(図表27)

中国の主要経済指標

(前年比・%)

	1988年	89年	90年		
			1 Q	2 Q	3 Q
国民総生産 (国民所得)	10.8 (11.1)	3.9 (3.5)	(1~9月) 2.7		
鉱工業生産 (同計画値)	20.7 (8)	8.3 (8)	0.0 (6)	4.1 (6)	5.0 (6)
社会商品小売	27.8	8.9	Δ 3.1	Δ 0.8	2.2
社会商品小売物価	18.5	17.8	3.8	2.2	0.6
輸出(通関、米ドルベース)	20.5	10.5	11.5	17.9	11.8
輸入(通関、米ドルベース)	27.9	7.0	Δ 13.7	Δ 20.4	Δ 9.5
貿易収支 (億ドル・通関) (前年同期)	Δ 77.5	Δ 66.5	8.0 (Δ 18.9)	17.3 (Δ 39.0)	23.5 (Δ 6.9)

(資料) 中国統計年鑑、中国統計月報

とから、前年水準を割込む状況が続いており、この結果、貿易収支は90年入り後は黒字に転化している。なお、90年11月には、89年12月に続き2度目の人民元切下げ(IMF方式 $9.5\% < 4.72 \text{ 人民元} / \text{ドル} \rightarrow 5.22 \text{ 人民元} / \text{ドル} >$)が実施された。

3. 両ドイツ通貨統合、欧州金融・通貨統合を巡る動き

(1) 両ドイツ通貨統合とその影響

a. 両ドイツ統合に至る経緯

ドイツでは、7月1日に通貨・経済統合、10月3日に政治統合がそれぞれ実現し、統一ドイツが発足した。通貨・経済統合^(注4)のドイツ経済に与える影響は、旧東ドイツ経済の規模が旧西ドイツの1割程度に過ぎないとはいえ、大きな経済格差が存在する2国間で通貨の一本化、経済・社会制度の一体化を一気に実施するものであり、東ドイツの経済構造の全面的転換に伴う失業・倒産等の調整コスト、および、市場経済メカニズムを支えるに足る産業基盤の拡充や、公害汚染の処理など国民生活基盤の整備にかかる公共投資負担などは、決して小さなものではない。また、統合後のドイツにおいて投資需要、資金需要が高まることは、実体面では輸入の増大、輸出余力の縮小、金融面ではネット資本輸出の減少という経路で、世界経済にも少なからぬ影響を及ぼす筋合いにある。

本節では、両ドイツ統合に至る経緯を整理した後、両ドイツ通貨統合のもつマクロ経済的影響につき取りまとめることとする。

両ドイツ統合に至るまでの経緯につき簡単に整理しておく、以下のとおりである(図表28)。統一の契機としては、89年春以降、東ドイツ国民がハンガリー等東欧諸国を経由して西ドイツへ脱出する傾向が顕著となり、この結果、東ドイツの経済停滞が労働力人口の低下等に伴い一段と深刻化したことが挙げられる。こうした状況に対し、当時の東ドイツ政府は、西ドイツへの旅行・移住の自由化を

(注4) 通貨・経済統合の概要は、次のとおりである。

1. 通貨同盟…東ドイツに西独マルクを導入し、東独マルクとの交換レートは次のとおりとする(最終的な平均交換レートは1西独マルクに対し、1.8東独マルク)。
 - a. 賃金、年金等フロー、および個人預金の一部については、1西独マルクに対して1東独マルク。
 - b. その他債権・債務は、1西独マルクに対して2東独マルク。
 - c. 非居住者預金は、1西独マルクに対して3東独マルク。
2. 経済同盟…東ドイツの市場経済体制への適応と、このための東西ドイツ間の協調を図る。
3. 社会同盟…西ドイツ社会保障制度を東ドイツへ適用する。

(図表28)

両独統合に至る経緯

1989年	5/2	ハンガリー、対オーストリア国境を開放 (東独国民のハンガリー経由での脱出開始)
	11/9	東独政府、西ドイツへの旅行、移住を原則自由化 (「ベルリンの壁」開放)
90年	2/13	コール西独首相、モドロウ東独首相が通貨同盟創設で合意
	3/18	東独人民議会選挙、保守派「ドイツ連合」が大勝
	4/12	東ドイツ、デメジュール大連立内閣発足
	5/18	「通貨・経済・社会同盟の創設に関する国家条約(通貨同盟条約)」調印
	7/1	通貨同盟条約発効
	8/31	「統一条約」調印
	9/12	「2+4」外相会議(モスクワ)、「ドイツに関する最終規定条約」調印
	10/3	東西ドイツ統一(東ドイツが西ドイツへの編入を宣言)
	10/14	東ドイツ5州・州議会選挙、与党キリスト教民主同盟が大勝
	12/2	連邦議会統一総選挙、与党キリスト教民主同盟等が勝利

図ることで対応した(いわゆる「ベルリンの壁の崩壊」)が、その後も国民の流出に歯止めがかからず、次第に西ドイツとの経済関係強化を受容せざるを得ない状況となった。この間、90年3月に実施された東ドイツ人民議会選挙において、西ドイツとの早期統合を主張した保守系「ドイツ連合」が勝利をおさめたこともあって、一挙に両ドイツ通貨・経済統合が実現する運びとなった。さらに通貨統合後、企業活動の縮小、失業者の急増等東独経済が一層の悪化を示したことから、東ドイツ世論を中心に早期の政治統合を望む世論が強まり、通貨統合後わずか3か月で政治統合が実現し、統一ドイツが成立した。

b. 両ドイツ通貨統合のマクロ経済的影響

(短期的影響)

両ドイツ通貨統合のマクロ経済面への短期的影響については、そのインフレ的側面とデフレ的側面についてそれぞれ考察する必要がある。

前者の側面についてみると、東独マルクの西独マルクとの交換比率が平均1西独マルク：1.8東独マルクと実勢(1西独マルク：4～5東独マルク)比東独マルクが優遇された水準に設定されたことに伴う過剰流動性の発生、および、東ドイツの購買力増加が西ドイツ製耐久消費財を中心とした消費に充当されることに伴うインフレ高進の可能性が、当初指摘されていた。もっとも、通貨統合実施後の物価上昇率(生計費指数)の推移をみると、8月以降の原油価格高騰の影響から幾分高まったものの、それを除けば概ね安定した推移を示しており、現在までのと

(図表29)

旧東独地域の主要経済指標

	1989/4 Q	90/1 Q	2 Q	3 Q	1990/8月	9 月	10月	11月
鉱工業生産 (前年比・%)	Δ 1.0	Δ 4.5	Δ 9.5	Δ 48.1	Δ 50.8	Δ 51.1	—	—
小売売上高 (前年比・%)	2.5	7.0	Δ 0.6	Δ 45.0	Δ 44.8	Δ 46.1	—	—
失業者数 (千人)	—	—	83.3	308.9	361.3	444.9	537.8	589.2
失業率 (%)	—	—	1.0	3.5	4.1	5.0	6.1	6.7
生計費指数 (前年比・%)	—	—	—	Δ 4.7	Δ 5.1	Δ 3.4	Δ 1.8	Δ 1.9

(注) 生計費指数については、89年平均比伸び率。

(資料) プンデスバンク月報等

ころ通貨統合に伴う物価への悪影響は一応回避されてきている。この背景としては、東ドイツ国民が企業倒産、失業など先行きに対する不透明感もあって慎重な消費態度を堅持していることに加え、E C 域内諸国を中心とする海外からの輸入がバッファーとして作用している点を指摘し得る。

一方、通貨統合のデフレ的側面についてみると、労働生産性の水準が西ドイツ企業の3～5割程度といわれていた東ドイツ企業の競争力の弱さが、賃金について1:1の通貨交換レートを適用した結果、一挙に表面化することとなった。すなわち、東ドイツでは、統合後短期間に企業の生産活動が大幅に縮小しており、これに伴い失業も急増をたどるなど、経済活動の落込みは大幅なものとなっている(図表29)。

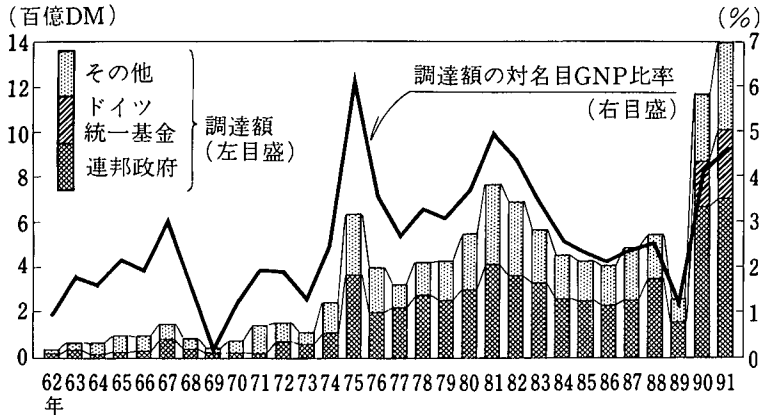
(中期的影響)

東ドイツ地域が市場経済への移行することは、これまで生産性の低かった地域が活性化することであり、中期的には、統一ドイツ全体の生産性、成長ポテンシャルを高めることに他ならない。しかし、そこに至る過渡期においては、東ドイツが、膨大なインフラ整備投資に加えて、生産力拡大のための多額の民間投資をも必要とするため、ドイツ全体としては、従来に比べて投資性向が高まることとなる。

東ドイツの復興にかかるインフラ整備等の支出について、今後10年程度の中期を展望すると、一般的には少なくとも1兆マルクを上回る規模に達するとされている。これに加えて、前記のような同地域における失業や既存企業負債の増大が公的支出の増加につながる事が予想されるため、ドイツの公的部門全体(連邦

(図表30)

ドイツ公的部門によるネット調達額の推移



(注) 90年(1,170億DM)、91年(1,400億DM)は、政府による見通し。89年以前は、西ドイツのみ。

政府、州政府、ドイツ統一基金等)の赤字幅は相当に増大せざるを得ず、現に90年中で1,170億マルク、91年には1,400億マルクを超える見込みである(図表30)。实体经济へのインフレの影響を最小限にとどめつつ、こうした新規需要が吸収される過程では、主たる調達経路である資本市場に、かなり大きな圧力がかからざるを得ない。ちなみに、90、91各年の公共部門の赤字額は、近年における公共債・民間債合計の年間発行実績(89年を例にとればネット発行額は806億マルク、うち債務証券借入れを含む公共債は258億マルク)を大きく上回ることになる。

東ドイツへの民間投資の流入については、インフラの不備、旧所有権の帰属問題、労働者の教育・訓練、会計制度の未定着等のさまざまな課題が存在するために、本格的な動きには至っていないが、中長期的にみれば、こうした問題の解消とともに、資本流入が徐々に増大していく公算が大きいと考えられる。現に、欧米や日本の金融機関では、将来を展望した一つの足掛かりとして、ベルリン等に拠点を設ける例も次第に増加しつつある。

また、こうしたドイツにおける投資性向の上昇は、輸入の増大、輸出余力の縮小という経路で、海外各国にも影響を及ぼす。すなわち、ドイツの対外収支バランスは、黒字縮小方向での調整が促されることとなる。事実、ドイツの輸入は90年央から伸びを高めており、とくに他のEC諸国からの輸入増大が目立っていることなどから、ドイツの貿易収支黒字も縮小傾向に転じている。

(2) EC金融・通貨統合を巡る動き

ECでは、92年末の域内市場統合を控え、単一金融市場の創設、資本移動・金

(図表31)

E C金融・通貨統合を巡る動き

1988年6月	第4次資本移動自由化指令を採択
89年4月	ドロール報告発表 与信機関の自己資本に関する指令を採択
12月	与信機関の自己資本比率に関する指令を採択 第2次銀行指令を採択
90年1月	フランス、為替管理規制を全廃
3月	ベルギー・ルクセンブルグ、二重為替相場制度を廃止
5月	イタリア、為替管理規制を全廃
6月	ペール西独連銀総裁、「2段階アプローチ」を提案 メジャー英蔵相、「Hard ECU案」を提案 E Cサミット(改正ローマ条約の批准期限を92年末に設定)
7月	ドロール報告の第1段階開始
10月	英国、E R Mに加盟 臨時E Cサミット(英国を除く11カ国が第2段階への移行時期を94年1月とする旨合意)
12月	通貨統合・政治統合に関する政府間協議開催

融サービス取引の自由化を目的とした金融統合の動きが活発化している(図表31)。こうしたE C金融統合の構造は、銀行業、証券業、保険業等の金融サービス取引の自由化、極く一部の国を除き90年7月から実施されている域内資本移動の自由化、およびこれらを前提とした欧州中央銀行制度、単一通貨制度のあり方に関する検討作業、の三つに大きく分けることができる。そこで、本節では、最初に金融サービスの自由化について整理し、次いで資本移動の自由化と通貨統合への動きにつき取りまとめることとする。

(金融サービスの自由化)

E C金融統合の三本柱の一つである金融サービスの自由化の目的は、E C域内において、銀行・証券・保険会社等の金融機関による金融サービスの自由な提供を可能とすることである。ただし、その推進にあたっては、加盟各国間で法的措置の厳密な統一を図るのではなく、各国の金融制度を相互に尊重・承認(mutual recognition)したうえで、各国間で最低限の規則の調和(minimum harmonization)を目指すというE C統合の基本原則が採用されている。この基本原則に基づき、金融機関の健全性や預金者保護等の金融サービス監督の根幹にかかわる部分についてのみ各国間の規則の統一化が図られることとなっており、単一免許制度、母国監督主義(home country control)等の概念が導入されている。また、域外国に対しては、いわゆる相互主義(reciprocity)の考え方を基本としている。

このうち、銀行業を対象とした規則統一化の動きをみると、89年12月にE C

閣僚理事会で採択された「第2次銀行指令」を軸として、業務の認可から監督、監査、預金者保護に至るまで詳細な取極めが採択されている。ここで上記指令のポイントを挙げれば、以下のとおりである。

第一に、第2次銀行指令の下では、域内のいずれかの国(母国)で免許を取得した与信機関(公衆から預金ないしはその他の払戻し可能な資金を受入れ、自己勘定で貸付けを行うことを業務とする会社)は、クロス・ボーダー取引ないしは支店開設を通じ、域内全域で自由に金融サービスを提供でき、また、支店開設にあたって進出先当局から免許の交付を受ける必要はない(単一銀行免許制度)。各国の与信機関が域内で行い得る金融業務は、商業銀行業務のみならず証券業務をも含んでおり、いわゆるユニバーサル・バンキングが前提とされている。

第二に、与信機関の健全性に関する監督については、免許を交付した母国当局にその第一義的な責任が存在する(母国監督主義)が、金融調節と流動性管理とは密接に関連していること等の観点から、例外として、支店の流動性管理等については、現地加盟国当局が母国当局と協力のうえ、当面その監督責任を負うこととされている。

第三に、第2次銀行指令は、域外金融機関の域内進出(子会社の設立または域内与信機関への出資)にあたっては、EC域内全体との間で相互主義が満たされていることを条件付けている。すなわち、EC委員会は、域内与信機関の当該域外国における待遇について、内国民待遇、実質的市場アクセスの2点に照らして審査し、仮にこの両者が満足されていない場合には、Banking Advisory Committee(閣僚理事会の諮問機関)の特定多数決を経て、当該域外国金融機関による拠点設立および買収にかかわる許可申請を制限ないし留保できる。なお、こうした進出制限・留保は、域内で既に認可されている域外金融機関の子会社には適用されないとする、いわゆる grand-fathering 条項が設けられている。

証券業についても、統合に向けて多くの指令が採択または検討されているが、そのうち注目されるのは、第2次銀行指令の証券版ともいえる投資サービス指令案、および現在議論を呼んでいる投資サービス業務に対する自己資本規制指令案である。

88年12月以来数次にわたって修正案が提出されている投資サービス指令案は、第2次銀行指令の基本原則(単一免許制度や母国監督主義の導入、域外に対する相互主義の採用等)を踏襲しているものの、投資業者と顧客の関係を規制するルールの内容と適用方法には加盟国間でかなりの相違が存在していることから、

銀行指令と比べると、現状では進出先国の権限がより広範囲にわたって認められるかたちとなっている。

投資サービス業務に対する自己資本規制指令案は、投資サービス指令案で定められた投資サービス業務に従事する業者の、業務遂行に伴って発生するリスク（いわゆるマーケット・リスクおよび決済の不履行等にかかわるリスク）を一定の尺度に基づいて測定し、これに対し一定の自己資本保有を義務付けるように定めたものである（90年5月に正式に提案）。ただし、本案については、本体で投資サービス業を営む銀行（西独型）と子会社形態で営む銀行（英国型）の間の規制の整合性の問題が指摘されており、現在EC委員会等による調整が進められている。

なお、保険業についても、域内単一市場の創設が図られているが、銀行業、証券業に比べて契約保護の問題がより重要となってくるため、国境を越えた支店設立には進出先当局の許可を必要とするなど、許認可や支店の運営等の面で進出先当局の裁量に任される度合いがより大きくなっている点が特徴である。

（EC通貨統合を巡る動き）

EC諸国は、89年4月にドロール委員会が提示した「ECにおける経済・通貨同盟に関する報告書」（通称ドロール報告）を指針として域内通貨統合実現に向けた経済環境の整備を行ってきており、90年央には域内主要国間の資本移動自由化を達成し、通貨統合のいわゆる第1段階をスタートさせた。ドロール報告においては、第1段階で域内全通貨のERM（EMSの為替相場メカニズム）への参加、第2段階で欧州中央銀行制度の設立（もっとも、金融政策の最終責任は各国の中央銀行に残存）、第3段階で欧州中央銀行による域内単一金融政策の遂行と単一通貨制度への移行、をそれぞれ目標とする3段階アプローチの通貨統合が提唱されている。

まず、ドロール報告で示された第1段階を巡る動きをみると、第4次資本移動自由化指令（88年6月）に示された期限（スペイン、アイルランド、ギリシア、ポルトガルを除き90年7月）を待たずに、フランス（90年1月）、イタリア（90年5月）が相次いで為替管理を撤廃したほか、ベルギーおよびルクセンブルクも二重為替相場制度を90年3月に廃止した。このように域内主要国の資本移動自由化が比較的早期に実現した背景には、各国の経済・通貨統合に対する決意が底流として存在することに加え、各国経済のパフォーマンス格差が縮小してきたこと、両ドイツ通貨統合を控えてドイツ経済の先行きに対する不透明感の増大から89年末以来イタリア・リラ等が対マルク比強含みで推移していたことも、間接的に影響した

ものと考えられる。

通貨統合の第1段階に関するいま一つの注目すべき動きは、90年10月に英ポンドがERMに参加したこと(変動幅は中心レートの上下各々6%のワイド・バンド)である。従来国内の高インフレ等を理由にポンドのERM参加を固辞し続けてきた英国政府が本措置に踏切ったのは、両ドイツ通貨統合に刺激されるかたちでEC通貨統合を巡る議論が活発化する中で、EC統合問題に対する発言力を確保する必要があるといった政治的配慮に加え、むしろ英ポンドをERMに参加させることで国内インフレ抑制スタンスを補強しようとの意図が働いたとみられることもその背景として指摘される。

次に、通貨統合の第2段階以降に関しては、①第2段階への移行時期、②将来の単一通貨の選択等が最大の検討課題となったが、これらは以下のような進展をみた。

第2段階の開始時期については、90年6月のECサミットにおいて改正ローマ条約の各国による批准期限の目標(92年末)が参加全12か国の合意をみたことを受け、本格的な検討が開始された。その後、紆余曲折を経たものの、結局10月末の臨時ECサミットで、英国を除く11か国が、①第2段階への移行時期を94年1月とすること、②EC委員会および第2段階で新設される機関の理事会が第3段階移行のために必要な経済統合の状況等を94年1月から3年以内に経済相・蔵相理事会等に報告すること、について合意した。

この間の動きをやや詳しくみると、西ドイツは、90年6月にペール・ブントスバンク総裁が、実体経済のパフォーマンスおよび経済政策面で既に高度の協調関係を維持している国々(西ドイツ、フランス、ベネルクス3国等)で欧州中央銀行制度をまずスタートさせたうえ、他の国々については、これらの国々と同等の経済のコンバージェンスを達成した段階で同制度に参加するという、いわゆる2段階アプローチ(two-speed approach)を提唱した。9月の非公式蔵相会議では、フランスを筆頭とする積極派(ベルギー、デンマーク等)が、第2段階の開始時期を93年1月と明示し、その後1～2年間で第3段階へ移行するとしたEC委員会案を支持したのに対し、西ドイツを中心とする慎重派(オランダ、ギリシア、ポルトガル)は、現時点では第2段階への移行時期を特定化せず、第1段階に十分に時間をかけ、あくまでも各国間のインフレ率が一定の範囲内に収束した時点で第2段階へ移行すべきとの主張を堅持した。この間、従来積極派の一員と目されてきていたスペインは、同会議に先立ち、①第2段階への移行時期を94年1月と

する、②第2段階の期間を5～6年とする、③第2段階ではE C Uを他国通貨と併存させるかたちで流通させる(英国のHard ECU 提案<後述>)等の諸点からなる慎重案を提示し、これにポルトガル、ギリシアが同調した。その後10月末の臨時E Cサミットに向けて、オランダ、イタリアが、スペイン案とE C委員会案のいわば妥協案を相次いで公表した。同サミットにおける合意は、このような流れの中で達成されたものである。

一方、単一通貨制度については、E C委員会が、90年3月に発表したペーパーの中でE C Uを域内単一通貨として採用することを正式に提案し、8月の通貨統合に関する最終報告では、現行E C UをE C通貨統合の単一通貨として位置付けることを改正ローマ条約に盛り込むべき旨明言した。その後、10月の臨時E Cサミットでは、E C Uを単一通貨とすることについて、英国を除き一応の合意がみられた。なお、英国は、各国の通貨主権を必要以上に狭める結果になるとの理由から消極的なスタンスをとっている。そうした考え方の延長線上に立つものとして、90年6月には当時のメイジャー蔵相がドロール案に対する代替案のかたちで、域内通貨に対して減価しないE C Uを創設し、E R Mの第13番目の通貨として他通貨と併存させ、新たに設立されるE M F(欧州通貨基金)に発行・管理を行わせるという、いわゆるHard ECU案を提示した。これに対する各国の反応は、総じて冷やかなものであったが、その後、一部にはE C U強化の観点等から評価する向きもみられ始めている。

E C通貨統合に向けての動きは、このように最終的な姿を巡って議論が多く残されていることに加えて、①両ドイツ統合や東欧民主化の急進展といった欧州のうねりの中で主要国の政治的思惑が微妙に異なっていること、②英国を中心に自国の通貨主権委譲に対する根強い抵抗感が存在すること、また、③各国経済パフォーマンスの格差が原油価格高騰等の外的ショックに伴い拡大する可能性もあることなどから、統合実現までにはなお紆余曲折が予想されており、今後も通貨統合の進め方について、E C政治統合と合わせ、政府間協議で精力的に調整を図っていくことになっている。

4. ソ連・東欧における経済改革の動向

ソ連・東欧諸国の多くでは、89年来、共産党の一党独裁体制が放棄されるとともに、複数政党制や自由選挙に基づく議会制民主主義が導入されるなど、政治改革が急ピッチで進展した。

一方、経済改革についても、こうした政治面での改革進展もあって、89年以降取組みが本格化している。すなわち、ソ連・東欧諸国では、計画経済の下で70年代以降長らく経済不振の状況が続けてきたことへの反省から、80年代後半に至り、市場経済メカニズムの部分的導入が必要との認識が強まり、徐々に経済改革が進められてきた。しかし、90年以降は、政治面での改革進展もあって、「経済を抜本的に立直すためには、計画経済から市場経済への全面的移行が不可欠」との認識が各国当局者、国民の間に広く浸透し、こうした考え方を明確にうたったビジョンが各国から共通に発表されるとともに、本格的な改革措置が相次いで実施に移されている。

市場経済への移行は、過渡的に大幅な物価上昇をもたらすなど、当面の経済困難に拍車をかけるというジレンマを伴っている面は否定できない。しかし、各国とも後戻りすることなく、むしろ適切な安定化政策の適用によりこうした事態に対処しようとの姿勢にあるようにうかがわれる。以下では、こうしたソ連・東欧諸国における経済改革の最近の動向につき、整理することとしたい。

(1) ソ連における経済改革の動向

ソ連では、85年3月にゴルバチョフ政権が成立してから、約5年間ペレストロイカ(改革)を実施してきたが、これまでは保守派とのイデオロギー対立等を背景に根本的な市場メカニズムの導入までには至らず、この間経済情勢はむしろ悪化傾向をたどってきた。90年入り後は、経済成長の鈍化、物資・エネルギーの不足等経済停滞が一段と深刻化する中、2月には政治面で共産党による一党独裁体制放棄や大統領制導入が決定されたほか、経済面でも個人所有を含む所有制の多元化が決定されるなど、社会主義体制の核心部分に及ぶ重大な改革が矢継ぎ早に行われた。しかし、市場経済移行への具体的な改革措置の実施に関しては、必ずしも円滑な進展をみているとはいえず、例えば、7月に実施予定であった食料品価格改革が国民による買い占めを引起すことで頓挫する事態が発生するなど、具体的な改革措置をいかに進めていくかが、大きな政治的争点となってきた。

その後10月19日、ソ連邦最高会議は、「国民経済安定化と市場経済移行の基本方針」と題する、市場経済移行に関する大統領最終案を採択した(以下、最終案と呼ぶ)。本最終案は、ルイシコフ首相が5月に提案した「政府案」(96年を目途に漸進的に市場経済への移行を目指すもの)とシャタリン大統領会議委員の発案による「500日プラン」(500日以内に市場経済への移行を目指す急進的な改革案)を折衷したもので、これに基づきソ連は今後1年半から2年以内という比較的短

期間に市場経済への移行完了を目指すこととなった。

今回採択された最終案は、「500日プラン」を基礎としているものの、政治的混乱を回避すべく重要な項目で政府案をかなり採用するなど、政治的妥協が図られたかたちとなっている。ちなみに、「500日プラン」との主な相違点として最終案においては、①具体的政策の実施期間と実施範囲が必ずしも明示されていないこと、②経済構造再編を促進するための具体的な機関の設置に関する規定が示されていないこと、③価格改革面で公的介入の余地を大きく残していること、の3点が指摘できる(図表32)。

こうした連邦政府レベルの動きに対して、15の連邦共和国のうち最大のロシア共和国では既に同共和国最高会議が独自に「500日プラン」を採択し(9月)、今後連邦政府との政策不一致に伴う混乱が懸念されている状況にある。

なお、ソ連では、連邦を構成する各共和国が、最大のロシア共和国を始めとして相次いで主権宣言を行い、政治・経済の自主運営を主張しているほか、バルト3国(エストニア、ラトビア、リトアニア)やアルメニア、アゼルバイジャン共和国では、少数民族によるソ連からの分離独立を要求する動きが依然として続いており、これらの帰趨が今後の経済改革進展を占ううえでも目の離せないものとなっている。

この間、7月に開催されたヒューストン・サミットの要請を受けて、IMF・世銀・OECD・欧州復興開発銀行の4国際機関は、ソ連経済に関する調査を実施し、12月にその結果を「概要と勧告」と題して公表した。同報告の内容は極めて多岐にわたっているが、ソ連経済の再建には速いテンポでの市場経済化以外に途が無いこと、改革プロセス促進のためには、西側からの技術支援や人道的支援が有用であること、の2点をとくに強調している。

(2) 東欧諸国における経済改革の動向

東欧諸国でも、これまで絶対的な権威を保ってきた共産党による一党独裁体制が、89年10月のハンガリーを皮切りに、90年中にはすべての国で放棄されるに至り、複数政党制に基づく議会制民主主義への移行が急速に進行している。また、経済改革についてもこうした政治改革に先導されるかたちで急速な進捗をみている。

a. 経済改革の特徴点

こうした現在の東欧諸国における経済改革の特徴点を大づかみに整理すれば次の3点にとりまとめることができよう。

(図表32)

500日プランと大統領最終案の概要

市場計画以降案		500日プラン	大統領最終案
主な特徴点		市場経済への移行期間を500日間に設定し、個々の改革についてもかなり具体的な達成目標を掲げた急進的改革案。とくに、国営企業の民営化による経済の効率化、財政負担の軽減、通貨価値の安定化を図ることに重点が置かれている。	比較的短期間(1年半～2年)の間に市場経済への移行を目指す基本方針は維持しながらも、500日プランと比較すると、移行期間、達成目標の明示を回避し経済への公的介入の余地を残した点が特徴。ルイシコフの“Regulated Market Economy”構想を一部とり入れたやや緩やかな改革案。
スケジュールの概要		<p><u>第1段階〈0～100日目〉</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ・財政赤字削減 ・銀行制度改革(ゴス・バンクを連邦準備制度に改編) ・証券市場開設 ・農地私有化を含む私有制拡大に着手 <p><u>第2段階〈101～250日目〉</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ・生活必需品を除く価格統制の撤廃 ・主要国営企業の民営化 <p><u>第3段階〈251～400日目〉</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ・国内の外貨流通市場整備 ・住宅市場の創設 <p><u>第4段階〈401～500日目〉</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ・非国有化、非国営化を全面的に推進 ・労働力移動の自由化 	<p><u>第1段階「緊急措置計画」</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ・財政赤字削減 ・通貨発行抑制 ・銀行制度改革 ・価格の段階的引上げ <p><u>第2段階「緊縮財政と柔軟な価格改革」</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ・市場価格への段階的移行 ・中小企業の民営化 ・社会保障措置(賃金、物価スライド方式等) <p><u>第3段階「市場形成」</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ・住宅市場の創設 ・最低賃金制度を導入 <p><u>第4段階「安定期間の終了」</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ・経済の非独占、非国有化推進 ・国内の外貨流通市場整備
主な相違点	価格改革	一部(基礎食料品)を除いて国家統制価格を撤廃し、市場メカニズムの急速な導入を指向(最終的に70～80%を自由化)。	エネルギー、原料、食料品を中心に以上の品目で国家統制価格を維持し、段階的に価格を引上げ。急速な価格上昇が起きた場合には価格を凍結するなど、公的介入の余地を残す。
	財政赤字削減	90年第4四半期の赤字を50億ルーブル以下に抑え、国防省、KGB予算の10～20%を削減。	91年の財政赤字をGNPの2.5～3%(250～300億ルーブル)に抑制。国防省、KGB予算の具体的削減目標額は明示せず。
	農地私有制	ソフホーズ、コルホーズが農民に農地を分与。	農地の私有については明示せず。
	非国有化	短期的に非国有化・民営化を進める(第3段階までに商業、サービスなどの60%以上を非国有化、第4段階では工業の70%以上非国有化)。	生産手段の非国有化は図るが、「非国有化の過程は長期にわたる」とし、国家発注制度を温存(方式は、命令的なノルマ設定から契約方式に代える)。
連邦と共和国の関係		各連邦構成共和国に経済主権を付与し、中央政府と共和国が対等の立場で経済連邦協定を結ぶ。	各連邦共和国にかなり広範な経済主権を付与するが、一方で連邦市場の重要性も同時に強調。対外経済政策、価格政策等については共和国主権に一定の枠。

（市場経済体制への全面的移行を志向）

東欧諸国が現在進めている経済改革は、いわば全面的な市場経済への移行を目指している点で、従来の改革とは質的にも内容的にも大きく一線を画すものとなっている。各国当局者の発言をみても、今後目指すべき方向は、「市場経済へ全面的に移行し、中央銀行の金融政策を含め、当局がマクロ政策により経済をコントロールする体制を構築することにある」（チェコスロバキア・クラウス蔵相）といった経済体制の全面転換を目指したビジョンがうたわれている。

（民営化が競争促進、経済活性化の大きな柱）

社会主義経済の特徴の一つは、国営企業等公有セクターが経済主体の中で圧倒的ウエイトを占めると同時に、企業が集約され十分な競争が生じていないことにある。そして、これが、生産性の低下、技術革新や経営効率改善へのインセンティブの欠如等を通じて、東欧諸国の長期にわたる経済不振の最大背景となってきた。このような認識に基づき、東欧諸国では、国営企業の民営化(privatization)や私営企業の設立促進等、所有制改革を経済改革の大きな柱と位置付け、非公有セクターの拡充を進めている。こうした改革を通じて、自らリスクと責任を負った経営者を育成し、企業家精神を存分に発揮させることにより、経済の活性化、効率性・競争力の向上を実現していくことが期待されている。ハンガリーを例にとれば、GDPに占める私有セクターの比率を現在の10%から90年代半ばには30%程度にまで高めるとのビジョンが提示されている。

（経済システムの透明度を高め世界経済への統合を志向）

東欧諸国では各国とも、企業法、投資法の制定にあたっては、透明度の高いものとすべく努めることにより、西側からの直接投資や資金援助の導入に注力している。また、自国通貨に対外交換性を賦与することが、ほとんどの国で今後の改革の日程に上っており、ポーランド等一部では既に国内での外貨との自由な交換が認められるに至っている。こうした動きは東欧諸国が世界経済への統合志向を強めていることを示すものである。とくに、直接投資の受入れについては、各国が経済を活性化すると同時に国際競争力を高めていくうえで、西側の先進技術や経営ノウハウの取得が不可欠であるだけに、極めて重要な位置付けがなされている。

b. 改革のテンポの相違

以上のような改革措置を実際に移していくスピードについては、国ごとにそれぞれ改革の経験、経済の状況が異なるだけに、一様ではなく次のような戦略の違

いが認められる。

(短期間で市場経済への移行を目指すグループ——ポーランド、ユーゴスラビア、チェコスロバキア)

ポーランドは、2年間で市場経済への移行完了を目指す「経済安定化計画」(90/1月)を策定、抜本的な価格改革(価格補助金のほぼ全面的な撤廃等小売価格の自由化措置)を行ったほか、輸入の自由化、民営企業設立の促進、国営企業の民営化等の措置を矢継ぎ早に実施している。またユーゴスラビアでも、IMFのコンディショナリティに基づき公的保有資本処分法の施行(90/1月)や中央銀行の権限の強化(90/1月、商業銀行設立許可権の賦与、連邦中央銀行に対する独占的通貨発行権の賦与)などの急進的な改革が打出されている。この間、チェコスロバキアは従来漸進的な市場経済移行を標ぼうしてきたが、90年入り後は、国営企業の民営化や価格補助金の削減等を通じて2年間で市場経済移行を完了させるとの方針転換(90/7月)がなされている。

(漸進的な市場経済への移行を目指すグループ——ハンガリー、ブルガリア、ルーマニア)

ハンガリーでは、1968年から経済改革が着手され、これまでの改革により市場経済への移行がかなりの程度進捗しているため、今後の改革の進め方についても無理なく漸進的に行うとの方針が打出されている。なお、ルーマニアについては、市場経済を志向する点においては概ね国内でコンセンサスが得られているものの、具体的な経済改革の内容についてはなお不明な点が多い。

(3) 今後の課題

ソ連・東欧諸国が目下抱えている大きな問題は、先にも触れたように、経済情勢が改革の過程でむしろ悪化をみている点である。こうしたソ連・東欧諸国における経済不振の背景には、種々の経済的・社会的要因が複合的に作用しているが、①価格改革の実施に伴う物価の上昇に代表されるように、過去に累積した歪みが市場経済への移行に際し表面化してきていること、②政治・経済改革の急速な進展の過程で、新旧両システムが混在しているために、生産・流通等の面において予想以上の副作用が生じていること、③経済改革措置がこれまでのところ経済の供給サイドにおいて目立った成果を挙げるに至っていないこと、が重要であると考えられる。

さらに、当面のソ連・東欧経済の動向に大きな影響をもつ可能性が高いと考えられるのは、次の2点である。一つは、91年1月以降、コメコン域内貿易の価格が国際価格を基準とするものとなり、しかもハード・カレンシー決済に移行する

ことである。この結果、エネルギー消費に占めるソ連産原油への依存度が高かった東欧各国では、今後ソ連からの原油輸入について多額の外貨が必要となるほか、90年夏場以降の原油価格高騰もあり、対外収支への悪影響が避けられない状況にある。第二には、ストライキや民族紛争の発生等の改革に伴う副作用や、経済不振の長期化に対する国民の不満などの不安定化要因が解消されていないことである。

このように、ソ連・東欧各国は多くの難題を抱えているが、各国当局としては、改革が効果を発揮し供給サイドの弾力性・対応力が高まるまでの間、経済・社会の安定化を図りつつ、対外ファイナンスの途を確保していくことが、焦眉の急となっている。この間、改革措置は、そのみでは目標とする成果を保証するものではなく、インフラの整備、企業経営・金融仲介・会計制度に関するノウハウの習得、市場メカニズムに対する理解、西側の技術の導入が不可欠であり、これにはかなり長期間を要すると考えられる。この点、上記のような経済や企業の運営にかかわる技術援助、あるいは人材育成のための援助等が求められており、そうした援助スキームが円滑に機能すれば、ソ連・東欧諸国における市場経済への移行期間を短縮することが可能となろう。こうした状況の下で、国際機関や各国政府は技術援助への取組みを次第に積極化させているほか、西側の民間金融機関や企業においても小規模ながらコンサルティング会社等を設立する動きがみられ始めている。

5. 欧米主要国の金融・資本市場を巡る動き

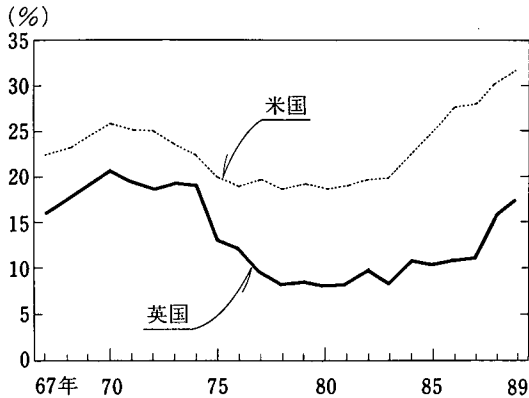
(1) 調整局面を迎えた金融・資本市場

規制緩和、金融革新を背景として、80年代に急拡大をみた欧米主要国の金融・資本市場は、90年にかけて景気局面や金融情勢の変化もあって、一つの調整局面を迎えることとなった。

こうした調整が顕著にあらわれたのは、M & A活動やジャンク債市場であった。

すなわち、80年代後半には欧米主要国において、LBO(Leveraged Buyout)、あるいはMBO(Management Buyout)を通じた企業の合併・吸収(M & A)がブーム的様相を呈した。こうしたM & A盛行の背景としては、①各国で肥大化したコングロマリットを解体、再構成することで経営の合理化、効率化を図る気運が企業サイドに底流として存在したこと、②ジャンク債(格付がBB格以下の債券)市

(図表33)
米国・英国企業の財務構造の変化
——ギャリング比率の推移



(注) ギャリング比率＝非企業部門の純資本ストックに対する純負債の比率。

資料：BOE

場の拡大、起債方式の多様化等
LBOに係る資金調達の手が格段に広がったことのほか、とくに米国では、③レーガン政権の下で反トラスト法が緩和されたこと、④投資銀行がLBOを収益の柱として位置付け、極めて積極的に仲介を行ったこと、また英国では、⑤EC統合を92年に控え経営基盤強化を図る必要があったこと、等の理由を指摘することができる。

このような80年代後半におけるLBOの盛行の結果として、米

国・英国企業の財務構造は、外部債務比率が大幅に上昇するなど大きく変化を遂げた(図表33)。その後、88～89年にかけて金利上昇を背景に企業収益が悪化、企業の先行きのキャッシュ・フローに関する不透明感が増大したこともあって、89年央以降UAL買収の失敗(89年10月)等LBOの不調例が目立ち始めたほか、大型の蹉跌事例(例えば、キャンポー社<カナダの不動産会社負債総額約20億ドル>)もみられ始めるようになった。またLBOの不調を契機として、ジャンク債市況も大幅に下落し、これがさらにLBOを低調なものとする循環が生じることとなった。

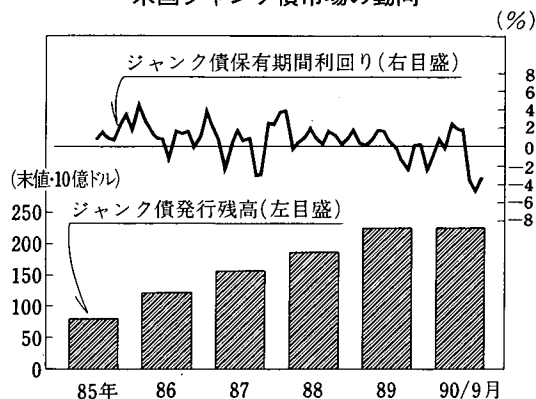
90年に入ってもLBO、ジャンク債発行・流通市場の低迷基調には変化はみられず、2月には、米国内のジャンク債引受、販売において圧倒的なシェアを保ってきた米系大手投資銀行、ドレクセル社が倒産する事態に至った。

ジャンク債の有力な引受・販売業者であった同社の倒産に伴いジャンク債の新規発行が事実上停止したことから、80年代後半にかけ急拡大を遂げてきたジャンク債の発行市場は90年入り後極端に縮小したほか、既往発行銘柄の流通市場における取引も極めて低調なものとなった(図表34)。また、ジャンク債市場の停滞に伴い、LBOを主体とした企業のM&Aについても劣後債務取入れの困難化からとくに90年第2四半期以降縮小傾向にある(図表35)。

以上のようなジャンク債およびLBO市場の停滞が及ぼす影響についてみると、第一に指摘されるのはLBOの好調期において、LBOのアレンジやジャン

(図表34)

米国ジャンク債市場の動向



(注) 保有期間利回りは月間利回り(残存期間1年超物の加重平均)の四半期平均。

資料：ソロモン・ブラザーズ(High-Yield Index)、
ファースト・ボストン(High-Yield Handbook)

ク債の引受・販売等に係る手数料収入を享受してきた投資銀行の収益悪化である。こうした収益環境の悪化に対応して、投資銀行では90年入り後、人員削減、不採算部門のカット等リストラクチャリングの動きを強めている。第二に貯蓄貸付組合(Savings and Loan Association、以下S & L)の経営に対する影響である。S & Lの中にはジャンク債保有が多額に上る先もみられ、とくに、「金融機関

(図表35)

米国におけるM & Aの状況

	件数計	上位を占める産業			金額計 (億ドル)	上位を占める産業		
1987年	3,920	n.a.	n.a.	n.a.	1,772	n.a.	n.a.	n.a.
88年	3,487	預金機関 269	小 売 210	卸 売 206	2,266	小 売 295	食 品 230	科 学 123
89年	3,412	ビジネス・サービス 225	メディア 219	銀 行 213	2,307	食品・たばこ 404	ヘルス・ケア 382	エネルギー 158
90年1Q	861	ビジネス・サービス 79	銀 行 67	卸 売 58	592	娯 楽 128	メディア 46	銀 行 46
2Q	851	銀 行 118	ビジネス・サービス 67	卸 売 51	270	紙 40	ヘルス・ケア 39	消費財 18

(資料) M & A誌

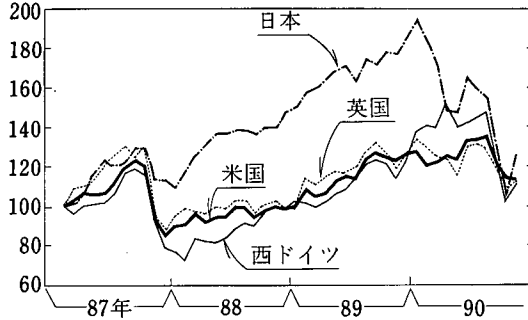
改革救済執行法(Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act)により、整理信託公社の管轄下で清算過程に入っているS & Lについては、ジャンク債市況の低迷持続、ジャンク債の流動性の大幅な低下が保有資産売却の足かせの一つとなっている。

最近におけるジャンク債の市況をみると相対的に優良な銘柄については90年初に比べやや着きを取戻しつつあるほか、M & Aについても欧州諸国では92年統合を睨み引続き根強い需要がうかがわれ、中長期的にみればこれらはその役割を失ったわけではない。しかし、世界的な金融緩和がかなり長く継続された下で、取引がいわば自己増殖的に増大してきた面があることは否定できず、これらが実

(図表36)

各 国 株 価 の 推 移

(87/1月=100、月末値)



(注) 日本は日経平均、英国はF T100種、西ドイツはダックス指数、米国はダウ工業株(30種)。

体経済や金融情勢の変化に伴って調整を余儀なくされるに至ったという点で、市場が一つの転換点を迎えていると言うことが可能であろう。

同様の調整は、程度の差こそあれ、株式市場にも見出し得る。すなわち、主要国における株式市場の動向をみると、株価は87年のクラッシュ以降総じて堅調に推移してきたが、90年に入って下落し、

最近に至っても一進一退の動きを続けている(図表36)。こうした株価の調整が、例えばユーロ市場におけるエクイティ関連債の起債減少を通じユーロ資本市場の縮小につながっているほか、B I S 自己資本比率との絡みで邦銀を中心とした銀行行動にも変化を及ぼすなど、金融・資本市場の一つの転機を形成する要因となっている点もまた否めないところである。

(2) 米国、英国における不動産不況と銀行行動の変化

米国においては、90年に入り、累積債務国向け債権の償却負担に加え、L B O 等のH L T (Highly-Leveraged Transaction)の低迷に伴う利鞘の縮小や不動産関連融資の焦付き急増に対応した貸倒引当金の積増しから、これらの貸出しウエイトの高い先を中心に商業銀行の収益が悪化傾向をたどった(図表37)。

(図表37)

米 銀 の 収 益 動 向

(対総資産比率・年率、%)

		1986年	87年	88年	89年	90年 1~9月	1 Q	2 Q	3 Q
全米商業銀行 (FDIC 加盟行)	純 利 益	0.60	0.09	0.79	0.48	0.61	0.76	0.63	0.44
	金 利 収 支	3.23	3.33	3.43	3.40	3.39	3.40	3.43	3.46
	非金利収支	Δ1.85	Δ1.86	Δ1.80	Δ1.73	Δ1.74	Δ1.73	Δ1.76	Δ1.80
	貸倒引当金繰入	0.74	1.25	0.55	0.94	0.80	0.70	0.77	0.98
うち マネー* センター バンク	純 利 益	0.52	Δ0.66	1.00	Δ0.20	0.53	0.76	0.61	0.21
	金 利 収 支	3.06	2.87	3.24	2.93	2.77	2.73	2.75	2.84
	非金利収支	Δ1.20	Δ1.18	Δ1.25	Δ1.27	Δ1.19	Δ1.15	Δ1.24	Δ1.17
	貸倒引当金繰入	0.97	2.04	0.56	1.51	0.77	0.63	0.61	1.08

*マネーセンターバンクとは Bankers Trust, J.P.Morgan, Chase Manhattan, Chemical, Citicorp, Manufacturers Hanover, Security Pacific, BankAmerica の8行。

(資料) FDIC「Quarterly Banking Profile」、各行年・四半期報

(図表38) 米国・英国銀行による不動産関連融資の動向

(前年比・〈 〉内寄与度、%)

		1987年	88年	89年	90年 1 Q	2 Q
米 国	総 貸 出	9.0	8.2	8.0	6.7	5.7
	うち 不動産向け	19.1 〈 5.7〉	15.6 〈 5.1〉	13.3 〈 4.7〉	12.3 〈 4.5〉	11.4 〈 4.2〉
英 国	総 貸 出	11.9	25.8	34.5	34.2	29.6
	うち 不動産向け	33.5 〈 7.3〉	41.1 〈 10.6〉	52.3 〈 15.2〉	64.4 〈 18.8〉	58.2 〈 17.2〉

(注) 総貸出は除くインターバンクベース

なお英国銀行の89年以降の計数には、一部住宅金融組合の銀行転換の影響も含まれる。

(資料) FRB、BOE

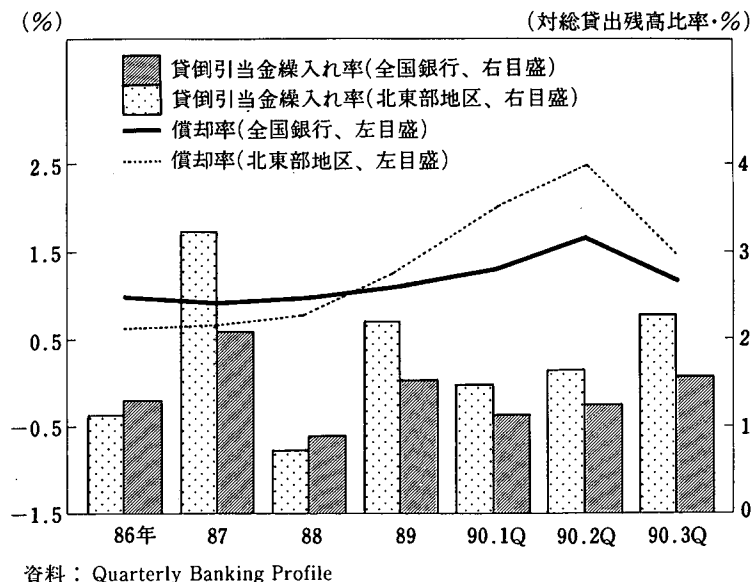
こうした商業銀行の収益悪化には、多くの構造的、循環的要因が作用しているが、重要な要因として、金融自由化の進展に伴い金融機関相互間の競争が激化する中で、各行が収益確保のためリスク管理が不十分なままハイリスク・ハイリターンのH L Tや不動産融資に過度に傾斜したことを指摘することが可能である。L B O等のH L Tの低迷については先にとりまとめたので、ここでは、最近北東部地区を中心にその影響が生じている不動産関連投資の動向につき簡単に整理を図ることとする。

米銀による不動産融資については、景気拡大に伴う不動産需要の増加に加え、商業銀行が途上国向け貸付に代わる収益源として位置付けたこともあって、80年代後半にかけ商業用不動産向けを中心にピーク時には貸出増加額の過半を占めるといったブーム的様相を呈した(図表38)。しかし、こうした状況には89年以降転機が訪れ、折からの景気減速による需要低迷と急激な供給増を反映して商業用不動産の供給過剰が次第に表面化、90年初には全米オフィスビルの空室率は約20%に達する一方、賃貸料や不動産価格の下落がみられた。この結果、商業銀行では総貸出に占める貸倒れの比率が高まり、とくに不動産市況の悪化が著しい北東部では不良資産化の急激な進展に伴い、これに備えた貸倒れ引当金の積増しが銀行にとり収益の圧迫要因となっている(図表39)。

このため、各行は人員の整理や不採算業務からの撤退等による経営建て直し策を推進してきているものの、金融市場では資産内容の先行き一段悪化に対する懸念からマネーセンターバンクを中心に商業銀行の株価が急落しているほか(図表40)、C Pを含む証券発行による調達についても相次ぐ格付け引下げの結果、資金調達コストが上昇傾向にあるため、この面からも収益は一段と圧迫されてきている。

(図表39)

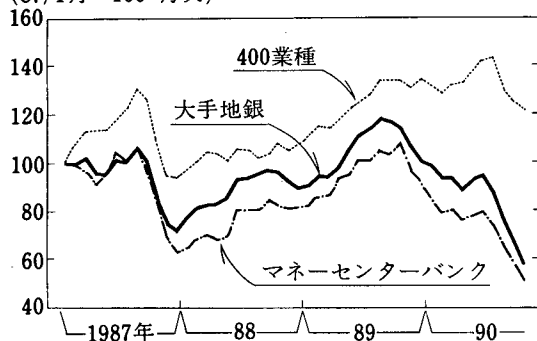
米銀による貸倒償却および引当金積増状況



(図表40)

米銀株価の動向

(87/1月=100・月次)



このような収益低迷と資産内容の悪化に加え、監督当局によるリスク管理徹底の要請もあって、90年春頃より商業銀行の貸出姿勢が慎重化してきており、とりわけ、リスクの高い不動産向け融資、中小企業向け貸出に対しては、貸出上限額の引下げや担保掛け目の引下げ等により、貸出を抑制する動きが広範化している。

90年10月にF R BがSenior Loan Officerを対象に実施したアンケートによれば、全体の約60%が商業用オフィスビル向けの貸出条件を「厳格化した」と回答したほか、中小企業向け貸出についても半数以上が貸出基準の厳格化を指摘している。

こうした貸出基準の引上げは、少なくとも中長期的には金融機関の健全性を保つうえで望ましいものとの位置付けが可能であるが、景気が減速している状況のもとでは貸出以外の資金調達手段に乏しい中小企業の資金調達難を通じて、景気を一段と下押しする可能性も指摘されている。F R Bは前記2で述べたように年

央以降FFレートの誘導水準や公定歩合を引下げる等の措置を採ってきたが、これらの措置は上記のような観点をも踏まえたものである。

一方、英国においても米国と同様、ブラックマンデー以降の金融緩和の浸透や住宅取得年齢層の増加を背景に、87年末から89年にかけて住宅価格が急上昇し、業務分野規制の緩和とも相まって、クリアリング・バンクおよびビルディング・ソサエティー各行間で貸出競争が激化した結果、不動産関連融資が急伸した。もっとも、90年入り以降は、インフレ抑制を企図した金利引上げの効果から、住宅価格が前年比マイナスに転ずるなど、不動産市況が調整色を強め、つれてそれまで急激に融資残高を伸ばしてきた金融機関では、貸倒引当金を積増す動きが広がりつつある。

以上のように米国では90年に入りマネーセンターバンクを中心に商業銀行の収益悪化が目立ってきているが、不十分な自己資本や経営管理ノウハウ、監督体制の不備等から経営が悪化したS & Lについては、89年2月に成立した金融機関改革救済執行法に基づき再編が進められている。90年8月までに約3,000のS & Lのうち472が整理信託公社の管理下に置かれ、このうち211が整理された。S & Lの整理に関する将来にわたる総費用は、間接経費やファイナンスのための金利コストを含めると、「5,000億ドルに達する公算大」(12月、パウシャー米会計検査院院長)との見通しにある。この資金の大半は連邦財政から賄われることになっているため、これが財政面で大幅な赤字追加要因となっている。

なお、こうした状況の下、米国金融界では、S & L問題等から得られた経験・教訓に基づき、あるいは米国金融機関全体の健全性・競争力向上の観点から、金融業のリストラクチャリングが不可欠との認識が強まっており、目下これに向けての検討が鋭意進められている。検討の一つの柱は、自己責任原則の重視と、それに立脚した監督体制の再構築である。これには、自己資本の充実、預金保険の濫用制限、銀行監督体制の整備(早期対応を促すようなシステムの構築)が含まれる。競争力向上の施策としては、銀行業務の多角化、州際業務規制の撤廃などの措置が提唱されている。

6. 91年の世界経済の展望と課題

——結びに代えて

以上みてきたように、90年中の世界経済を振り返ると、①夏場の原油価格上昇の影響もあって、先進主要国の景気動向にバラツキがうかがわれ始めたこと、②景

気動向、金融環境の変化を反映して金融業が一つの調整局面を迎えたこと、③両ドイツの統合、ソ連・東欧諸国の本格的経済改革など中期的に影響の大きな歴史的展開がみられたこと、が特徴として指摘されよう。

こうした点を踏まえたうえで、91年の世界経済を展望すると、今後の原油価格の動向如何による面が大きい、90年12月の水準から大幅な価格変化がないと仮定すれば、西ドイツ、日本、アジア諸国等で伸びは幾分鈍化するとしても堅調な景気拡大が持続すると想定される一方、米国でも景気を牽引する強力な推進力には欠けるものの、輸出の堅調や低水準の在庫を勘案すると、経済活動が累積的に低下する可能性は低いと考えられる。

もっとも、今後の世界経済の姿を描くにあたっては、さまざまな不確実性・課題が存在することを念頭に置いておく必要がある。

第一は、中東情勢である。中東情勢の緊迫化に伴い原油価格が再度大幅に高騰し、しかもそれが長期化する場合には、各国経済に対するインフレ・デフレ両面のインパクトが相当深刻化することが想定されよう。すなわち、西ドイツ、日本のように稼働率が高水準にあり、労働需給もタイトな状況にある諸国においては、原油価格の高騰が期待インフレ率、あるいは賃金上昇率を高めるリスクが第一に懸念される。また、景気の停滞傾向が強まっている米国では、原油価格の高騰が消費者、企業の先行きに対するコンフィデンスの一段の低下を通じて、個人消費、設備投資に対し抑制的に作用し、景気後退を導いたり回復の足取りを重くする可能性が少なくない。

上記の仮定のように原油価格が安定したとしても、西ドイツや日本におけるインフレ圧力は、基本的に国内の財・雇用の需給に根ざすものだけに、引続き注意を怠れない。

第二に、既に本稿においても指摘したとおり、旧共産圏諸国や非産油途上国では、これまでの原油価格上昇により対外収支ポジションが悪影響を受けており、資金還流が停滞する場合には、これらの諸国における経済不振が増幅されるだけでなく、とくに東欧諸国では経済改革のプロセス自体にも影響を与えかねない。それだけに、国際金融機関を中心とした資金還流の役割が高まっている。

第三に、やや中長期的な課題であるが、今後旧共産圏諸国等で潜在需要が急速に増大していくことにかんがみれば、世界全体として貯蓄の増強を図っていくことが要請されている。貯蓄不足は実質金利を上昇させるが、その場合には、世界経済とくに累積債務国に無視し得ない影響が及ぶおそれがある。こうした影響を

最小化するためには、何よりも旧共産圏諸国において、潜在需要の増大に対応して供給力が拡大され、投資の原資となる貯蓄が生み出されることが要請されるが、その他の諸国、とくに先進国においても貯蓄の増強を図っていく必要がある。この点、先進国間の対外収支不均衡を縮小させるという観点をも合わせ考えれば、米国の財政赤字の縮小が望まれるところである。

最後に、金融業が自己責任原則に立脚したより堅固な経営基盤を確立し、それによって金融システムをより安全かつ効率的なものとしていくことが大きな課題である。80年代に急拡大をみた金融業は、景気局面、金融環境の変化に伴い、このところ一つの調整期を迎えているが、こうした動きは、金融機関経営の健全化、金融市場の機能適正化につながるものである限りは、否定されるべきものではない。目下、米国では、80年代における経験(米国のS & Lが代表例)から得られたさまざまな教訓を踏まえつつ、将来にわたる競争力・効率性向上をも目的として、預金保険制度の見直し、自己資本の充実、州際業務規制の緩和、業際規制の見直しを中心に、金融制度全般の改革に向けて検討が進められており、こうした改革により、中長期的にみた金融機関、ひいては金融システムの健全性・効率性の向上が期待されている。

(国 際 局)

(補 表)

各国の金融・資本市場改革の動き

国 名	内 容
米 国	<p>1989年11月 連邦準備制度理事会、銀行の証券子会社に対する業務規制を一部緩和 貯蓄金融機関監督局、貯蓄金融機関にかかる自己資本規制を導入</p> <p>90年4月 証券取引委員会、私募証券の転売制限規制を緩和</p> <p>10月 株式市場改革法成立(市場安定化に関する証券取引委員会の権限を強化)</p> <p>11月 連邦預金保険公社に対する預金保険料引上げ規制の廃止</p> <p>12月 連邦準備制度理事会、季節貸出の金利設定方式変更を発表 連邦準備制度理事会、非個人向け定期預金および純ユーロ債務にかかる預金準備率を変更(3%→0%)</p>
英 国	<p>90年1月 英蘭銀行、国内C P 市場に関する規制緩和策を発表</p> <p>3月 ロンドン証券取引所、TAURAS(株式電子保管決済システム)計画を公表 大蔵省、証券取引にかかる印紙税の91年度廃止を発表</p> <p>4月 証券投資委員会、投資業務規制の新ルールの適用を開始 ロンドン国際金融先物取引所とロンドンオプション取引所合併についての基本合意が成立</p> <p>6月 証券業協会と先物ブローカー・ディーラー協会の合併の基本合意が成立</p> <p>10月 C M O(短期金融市場決済システム)稼働開始</p>
西 ド イ ツ	<p>90年1月 ブンデスバンク、居住者による国内外貨建て起債を解禁 西ドイツ金融先物取引所、業務を開始</p> <p>2月 西独連邦議会、有価証券取引税等を91年から廃止することを決定</p> <p>3月 ブンデスバンク、連邦政府債発行に関し変動利付債および公募入札方式を採用することを公表 フランクフルト銀行間決済システムが稼働開始</p> <p>6月 西独銀行監督局、信用制度法・基本準則(自己資本比率規制、オフバラン ス規制等)の最終改正案を公表</p> <p>7月 ブンデスバンク、国債発行方式としてシ団引受けとシ団メンバーによる入 札発行を併用する方針を発表</p>
フ ラ ン ス	<p>90年1月 為替管理規制を撤廃 銀行規制委員会、預金金利規制緩和および準備預金制度改革を実施</p> <p>7月 銀行規制委員会、インターバンク取引の与信リスク自主管理ルール策定を 義務付け(91年1月実施)</p> <p>8月 大蔵省、金融機関に対し内部監査機構の設置、金利リスクの自主管理等に 関する規制を導入</p> <p>10月 準備率引下げを中心とする預金準備制度の改訂を実施</p>
イ タ リ ア	<p>90年1月 E M S 第12次通貨調整において、イタリア・リラの中心レート引下げ、ナ ロワーバンドへの移行を決定</p> <p>5月 為替管理規制を完全撤廃</p> <p>10月 準備預金積立て方式を変更(毎日積立て方式から毎月積立て方式へ)</p>
ス イ ス	<p>89年12月 スイス国民銀行、変動ロンバート・レートの市場金利との乖離幅を変更 (1%→2%)</p> <p>90年3月 スイス国民銀行、資本移動規制を一部緩和</p>
韓 国	<p>90年3月 為替レート決定方式を複数通貨バスケット方式から1日の変動幅制限付き のフロート制に変更</p>
香 港	<p>90年2月 銀行条例改正(最低払込資本金の引上げ、当局の情報収集権限の強化等)</p> <p>3月 政庁、為替基金短期証券(91日物)の発行を開始(10月からは182日物も発 行)</p> <p>6月 政庁、外為持高規制の導入等外為リスクに関するガイドラインを発表</p>
シンガポール	<p>90年1月 シンガポール証券取引所、店頭市場を創設</p> <p>6月 地場商業銀行に対する外国人出資比率規制を緩和</p> <p>10月 シンガポール証券取引所、外国証券会社による同証券取引所会員権取得を 認可</p>
タ イ	<p>90年3月 定期預金金利を自由化</p> <p>5月 I M F 14条国から8条国へ移行 海外への利益送金の一部自由化等外為取引規制を緩和</p>
マレーシア	<p>90年1月 マレーシア中銀、証券類の登録、振替および資金決済システムを導入</p> <p>6月 マレーシア中銀、主要流動資産比率の5%要求基準を廃止</p>
インドネシア	<p>90年1月 インドネシア中銀、輸出企業向け優遇金利貸出廃止の方針を発表</p>