

# 平成2年度の金融および経済の動向

## —金利の上昇とその効果波及—

### [要 旨]

(平成2年度のわが国実体経済)

1. 平成2年度のわが国経済は、湾岸危機による原油価格の急騰等大きな環境変化が生ずるとともに利上げ措置の効果が徐々に浸透する中で、年度後半にかけて緩やかに減速しつつも設備投資などの内需を中心に堅調な拡大を続けた。製品・労働需給は逼迫した状態で推移し、こうした中で、企業の業況良好感、原油価格高騰等による企業収益の圧迫などを背景に素材関連業種を中心になだらかに低下したが、全体としてはかなり高い水準を維持した。
2. この間、夏場以降の原油価格の急騰の影響についてみると、物価面では、インフレ心理の落ち着きが維持されたことなどを背景に総じて原油価格の上昇分が関連製品に転嫁されたにとどまり、このため、原油価格上昇がわが国経済に与えたデフレ効果も軽微であったと評価しえよう。
3. このように2年度の物価は、大枠においてはこれまでの落ち着き基調を持続したものの、年度後半にかけて原油価格要因を除いても上昇率が少しずつ高まったのも事実である。これは基本的には、製品・労働需給引締まりの下で、企業の人件費、物流費、外注加工費などが上昇傾向をたどったことが反映されたものといえよう。
4. 2年度の対外収支の調整状況をみると、貿易収支の黒字減少はわずかにとどまったが、経常収支については、貿易外収支の赤字幅拡大に加え、湾岸支援に伴う移転支出拡大もあって、黒字が一段と縮小し、対名目GNP比も1%程度にまで縮小した。

(金利引上げの効果波及)

5. 金融市場の動きをみると、2年度前半長短市場金利が総じて上昇を続けた後、金利先安観が強まり長期金利が低下した一方、短期金利は概ね横ばい圏内で推移した。この間、日本銀行は、上述のような景気、物価情勢や国内の市場金利の上昇等を踏まえて、金融政策の適切かつ機動的な運営を確保し、インフレ抑止に対する姿勢をより明確にするため、公定歩合の引上げを8月に実施した(30日、5.25%→6.0%)。  
短期金融市場においては、昭和63年以降、市場運営方式の見直しが進められてきており、2年度においても、短期金融市場間の金利裁定取引が一段と活発化した。
6. 金融の量的指標であるマネーサプライ(M<sub>2</sub>+C D)は、年度後半に伸び率が急速に低下した。これは、金利の上昇の効果浸透による景気減速や資産取引減少に加え、事業法人による調達・運用の両建て取引の急減もあって、マネーの需要が低下する一方、マネーの供給面では、金融機関が信用リスクや採算性をより重視する方針の下で、不動産、ノンバンク向けを中心に融資姿勢を慎重化したこと等が寄与している。
7. 近年における金融自由化の進展は、金利機能の強まりを通じて銀行行動および企業金融に大きな変化を及ぼし、金融政策の効果波及を一段と高めていると評価できよう。金融機関の貸出金利は、自由金利調達比率の上昇により、過去の引締め局面と比べ市場金利に速やかに追従するようになってきた。一方、企業の行動をみると、金利の変化が、借入れコストのみな

らず金融資産収益率の変化を通じて実物投資との資産選択に影響を与えるようになってきている。この間、家計部門については、金利上昇はコスト効果を通じて2年度後半以降住宅投資を抑制する方向で作用している。

#### (資産価格の変動と影響)

8. 土地や株式など資産価格の動向をみると、2年度には騰勢が鈍化、あるいは下落に転じたことが大きな特徴である。地価については、年度前半までは上昇傾向を続けた地域が多かったが、金利の上昇や不動産関連融資規制などの影響から秋以降全般に騰勢は鈍化し、下落に転じた地域もみられ始めている。一方、株価は、2年入り後下落傾向に転じ、とくに湾岸危機発生後、10月初にかけて急落した後は一進一退の展開を続け、2月以降はやや戻した。
9. こうした資産価格の変動の影響をみると、家計部門では、高額所得層を中心に株価下落による資産の目減りや地価の上昇期待の弱まりから不動産需要が次第に後退した。企業部門では、株価下落により2年度の資本市場からの資金調達（エクイティ・ファイナンス）が減少し、資金調達コストを若干上昇させたが、実物投資の収益率が高い状況の下では、これまでのところ設備投資に対しては大きな抑制要因とはならなかったと評価できよう。金融機関や証券会社についてみると、株価の下落や資金利鞘の縮小、あるいは手数料の減少などにより2年度の収益は、減益を余儀なくされた先が多かった。こうした中、金融機関では、含み益を算入したベースの自己資本比率が一時的に低下したこともあって、不採算取引の抑制を中心とする資産規模の伸び圧縮などに年度半ば以降本格的に取り組んできた。このように株価の下落等は金融機関や証券会社の経営面に少なからぬ影響を与えたのは事実であるが、わが国の金融機関、証券会社はいずれもここ数年の高収益局面で内部留保の蓄積を進めてきた結果、経営基盤も充実してきていると考えられる。

このように地価の騰勢鈍化や株価下落は経済各部門にさまざまな影響を及ぼしつつあるが、家計の不平等感の拡大が引続き問題として残されている一方、これまでのところ目立った景気下押しには結びついてはいないとの評価が可能であろう。

#### (わが国経済の展望と課題)

10. わが国経済の先行きを展望すると、一昨年来の金利上昇効果が徐々に浸透していく中で、国内需要を中心に景気の拡大テンポが減速することが予想されるが、その程度は比較的緩やかなものにとどまる可能性が強く、全体として景気は底固く推移し、製品・労働需給面でも引締め感が続くものとみられる。こうした下で、企業の人件費や物流費などのコスト上昇を販売価格に転嫁しようという意欲は根強く、物価面では注意を依然怠れない状況にある。したがって、長い目でみて持続的な成長を達成していくという観点からは、4年余に及ぶ5%前後の高い成長の下で強まってきたこうした基調的なインフレ圧力にしっかりと歯止めをかけていくことが何よりも重要な課題である。また、市場開放や規制緩和についてもより一層前向きな取り組み姿勢が必要である。一方、金融面では金融市場をより自由かつ効率的で、安定性の高いものとしていくために、金融取引にかかる税制の検討や、「短期の国債」の市場整備および拡充が不可欠であるほか、決済システムの一層の整備も重要である。

( 目 次 )

1. 平成2年度のわが国実体経済

- (1) 5年目に入った景気拡大
- (2) 原油価格高騰の影響
- (3) 景気拡大の特徴
- (4) 物価上昇圧力の高まり
- (5) 対外収支調整の進捗

2. 金利引き上げの効果波及

- (1) 金融市場の動向
- (2) 金融政策の展開

(3) マネーサプライの増勢鈍化

(4) 金融自由化の進展と金利引き上げの効果波及

3. 資産価格の変動と影響

- (1) 2年度における資産価格の動向
- (2) 資産価格変動の経済的影響

4. わが国経済の展望と課題

1. 平成2年度のわが国実体経済

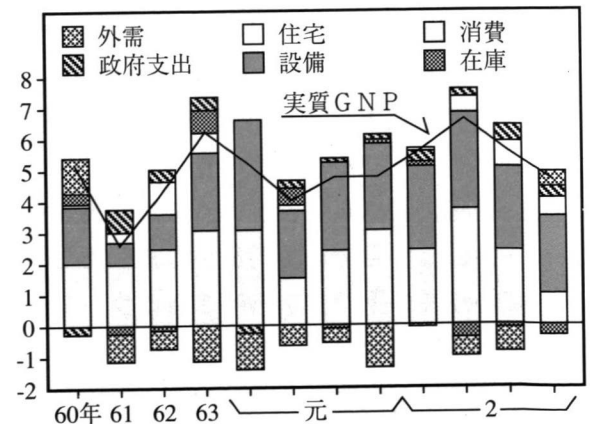
(1) 5年目に入った景気拡大

平成2年度のわが国経済を取巻く環境を振り返ってみると、湾岸危機下での原油価格の急騰に加え、米国を中心とする海外景気の減速など大きな変化が生じた。また、後述するようにこれまでの利上げ措置の効果が徐々に浸透する中で企業金融の緩和感も次第に後退し、企業家心理の面でも幾分慎重化の傾向がみられた。しかし、こうした状況の下で、わが国経済は年度後半にかけて緩やかに減速しつつも堅調な拡大を続けた。3年度入り後も景気は拡大基調を維持しており、昭和61年11月をボトムに回復に転じた今次拡大局面は、本年5月時点で54か月に達し、戦後最長の「いざなぎ景気」（谷：昭和40年10月→山：45年7月、57か月間）に次ぐ長さとなっている。

2年度の景気の動向を実質GNPの動きに即してみると（図表1）、年度前半は力強い成長を続けた後、後半に至り、金利上昇の影響等から住宅投資が伸び悩みはじめたほか、個人消費も物価上昇による実質値の目減りに加え天候不順の影響もあって伸びを低めた

(図表1) 実質GNP前年比寄与度の推移

(前年比 %)



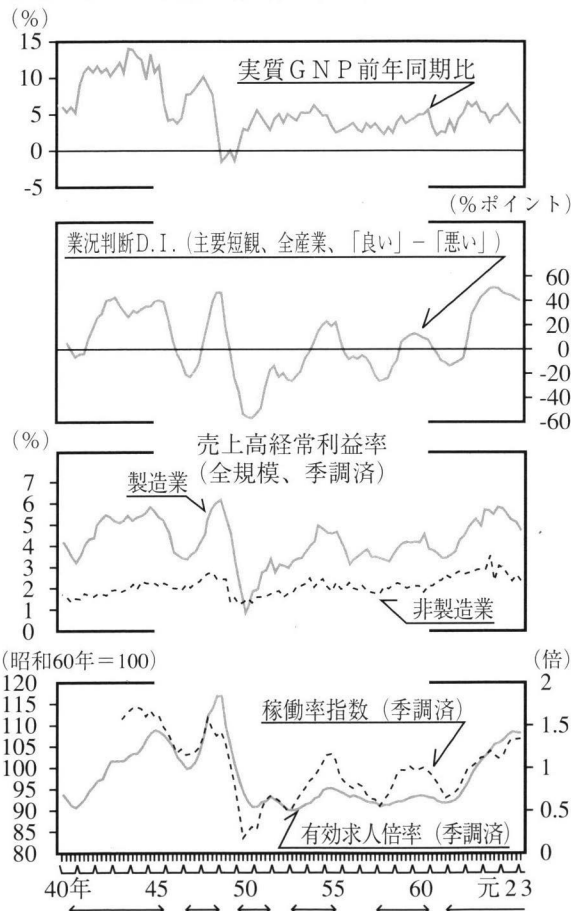
(資料) 経済企画庁「国民経済計算」

め、全体としての景気拡大テンポは緩やかに鈍化した。しかし、年間を通じて設備投資が堅調を持続したことに加え、外需のGNPに対する押下げ寄与が縮小したこともあって、年度全体としては前年度に続き内需主導の高い伸びとなったものとみられる(注1)。

こうした状況下、製品・労働需給は逼迫し

た状態で推移し、とくに労働面では企業の人手不足感が極めて強い状況が持続するなど、経済活動は高水準を続けた。こうした中で企業の業況良好感、原油価格高騰等による企業収益の圧迫などを背景に、素材関連業種を中心になだらかに低下したが、全体としては良好な水準を維持した(図表2)。

(図表2) 主要景気指標の長期時系列



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

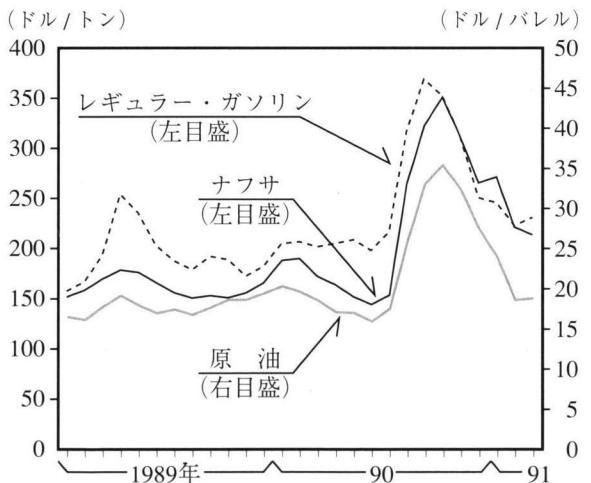
(資料) 経済企画庁「国民経済計算」、日本銀行「主要企業短期経済観測調査」、大蔵省「法人企業統計季報」、通商産業省「鉱工業指数統計」、労働省「職業安定業務統計」

(2) 原油価格高騰の影響

2年度におけるわが国経済の最大の環境変化は、夏場以降の原油価格の急騰であった。

すなわち、2年8月のイラクのクウェート侵攻による両国からの原油、石油製品の輸出停止等を契機に、10月には原油価格(北海ブレント)は一時40ドル/バレルを超え、侵攻直前と比べ約2倍にまで上昇し、またナフサ価格も湾岸危機発生前の2.5倍に達した(図表3)。原油・石油製品価格はいったん

(図表3) 原油・石油製品価格の推移



(注) 原油…北海ブレント  
石油製品…ロッテルダム(スポット)

(資料) McGraw-Hill Inc. 「Platt's Oilgram Price Report」

(注1) 計数の判明している暦年ベースでみると、2年の実質GNP成長率は+5.6%と引続き高水準となった(63年+6.2%、元年+4.7%)。

反落したものの比較的高水準のまま推移したが、1月中旬に多国籍軍がイラクに対し武力行使を開始した後は、戦闘の早期終結期待の高まりに加え、サウジアラビアを中心とするOPEC諸国の増産、米国を中心とする世界景気のスローダウンから、イラクのクウェート侵攻前の水準まで下落した。

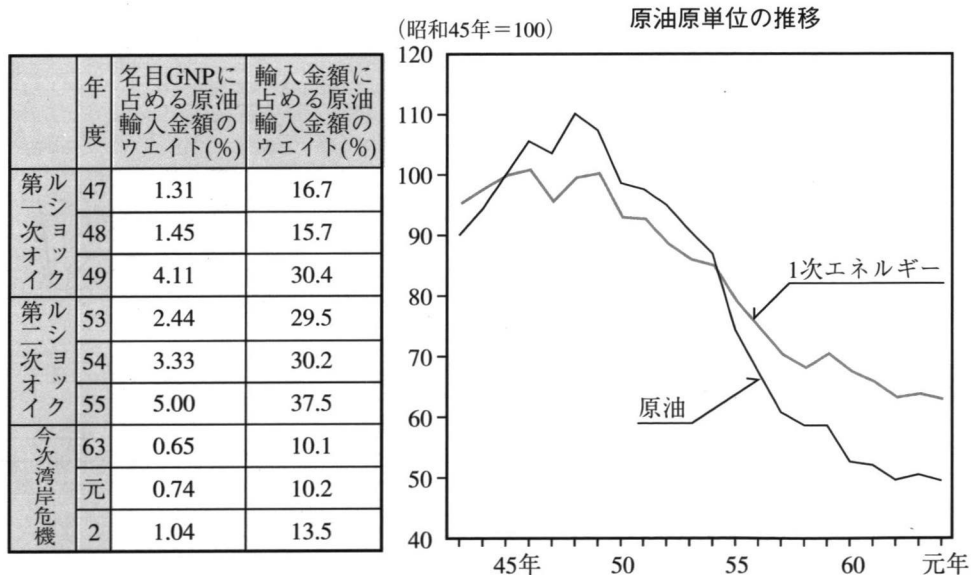
このような原油価格高騰下にあっても、わが国経済においては物価安定の基盤が大きく損なわれるには至らなかった。

今次原油価格上昇の物価への影響についてみると、総じて原油・石油製品価格の上昇分が関連製品に転嫁されたにとどまり、物価上昇の程度は過去の石油危機時に比べて軽微であったと評価できよう。こうした理由としては、①今回の原油価格の上昇率はピーク時でも過去の石油危機時に比べて小幅であった

(今回：約2倍、第1次：約4倍、第2次：約3倍)うえ10月以降需給の引緩みなどを背景に原油価格が下落に転じたこと、②省エネの進展によってわが国経済規模に対する原油・石油製品のウエイトが低下してきたため、物価全体に与えるインパクトが構造的に縮小してきていること(図表4)、③原油価格が上昇した局面では過去の石油危機時と異なり為替相場が円高に振れたこと、などが挙げられよう。

以上に加えて、2年度中のわが国経済は製品・労働需給面で物価高騰をみた第1次石油危機時に近似していたにもかかわらず、第1次石油危機の際にみられた家計・企業の投機的な行動や便乗値上げがほとんど生じなかったことが大きな要因として指摘できる。これは、企業・家計のインフレ心理の落ち着き

(図表4) わが国経済に占めるエネルギーのウエイト



(注) 原油投入原単位=石油消費量/名目GNP

1次エネルギー投入原単位=  $\frac{\text{原油換算1次エネルギー合計(除く薪、獣油)}}{\text{名目GNP}}$

(資料) British Petroleum Company p.l.c. 「Statistical Review of World Energy」

が、短期金利上昇の下でこれまで同様に維持されたことが大きな背景をなしているが、加えて①わが国の原油備蓄の水準が高かった（今回：142日、第1次：67日、第2次：92日）ため、量的確保の面での不安感が乏しかったこと、②通産省の指導もあって石油関連製品の値決めが従来の四半期ごとの後決め方式等から市況に連動して速やかに価格を変更する方式に変わったため、仮需が起きにくかったこと（図表5（1））、③金利の上昇に加え、金融資産の運用手段が過去と異なり多様化したこともあって在庫投資の収益率が金融資産運用利回りを下回る状態が続いたため、在庫投機が採算に合いにくかったこと（図表5（2））、等が挙げられよう。

このように物価安定基調が大きく損なわれるに至らなかったことが、景気拡大持続の底流にあり、原油価格上昇がわが国経済に与えたデフレ効果も総じて軽微にとどまった。この間、湾岸危機下において、企業経営者の先行きに対する見方が慎重化したほか、原油価格高騰に伴う企業の取引条件の悪化が、素材関連業種を中心に企業収益を圧迫したのは事実であるが、その程度は総じて小さかったと評価しうる。前掲図表2をみても、企業の業況良好感はかなり高い水準を維持したほか、製造業の売上高経常利益率も、昭和50年代以降のピークとなった元年度に並ぶ水準で2年度前半まで推移した後低下傾向をたどっているが、なお高水準にある。

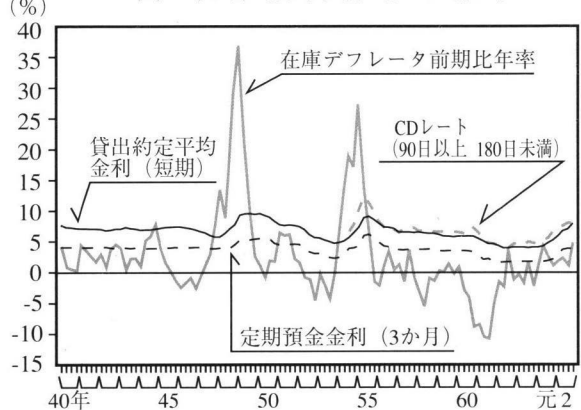
### （3）景気拡大の特徴

今回の景気拡大局面の最大の特徴は、設備投資の力強い拡大であり、平成2年度も設備投資は高い伸びを続けたが、その要因の一つ

（図表5） 仮需の抑制  
（1）石油関連製品の値決め方式

|      |                         | 平成2年8月まで  | 平成2年9月以降   |
|------|-------------------------|---|--|
| 石油製品 | ガソリン<br>灯油<br>軽油<br>A重油 | (明確な変更ルールは存在せず)<br>石油元売り各社が原油価格、為替相場等の動向を勘案してその都度決定。一従来、価格改定は頻繁には行われてこなかった。 | (月決め方式へ移行)<br>前月積みの原油・石油製品輸入価格、為替相場等を基準として毎月中旬に決定。           |
|      | L P G                   |   | (月決め方式へ移行)<br>前月積みのL P G輸入価格、為替相場を基準として毎月月初に決定。              |
| 化学製品 | エチレン<br>プロピレン           | (四半期・後決め方式)<br>当該四半期の国内ナフサ価格を基準として翌四半期中に決定。                                 | (2/10～12月期には四半期・期中決め方式へ一時的に移行)<br>当該四半期中の想定ナフサ価格を基準として期初に決定。 |

（2）在庫投資採算の推移



（資料）経済企画庁「国民経済計算」、  
日本銀行「経済統計月報」

は、技術革新の進展とその下での企業経営の積極化に求められよう。今回の技術革新の波は、半導体等のエレクトロニクスを中心としたコンピュータ・通信部門を主体としたものであり、これが製造業部門で積極的な投資姿勢に結びついたほか、ネットワーク化（付加価値通信網<VAN>、販売時点情報管理システム<POS>等）の流れとも相まって、金融・保険、通信、流通等の非製造業部門の設備投資をも促進した。また企業の活発な研究開発活動は、新たな技術の開発とその製品

化を通じてさらに設備投資の拡大をもたらしたほか、多様な消費需要を刺激する一方、長期的には生産性の向上を通じて供給力を高め、経済成長を促す結果となった<sup>(注2)</sup>。

いまひとつは、長期間にわたる労働需給の逼迫が今次局面では設備投資の拡大に結びついている側面である。労働から資本への代替を示す資本装備率（資本／労働）の動きを製造業についてみると、このところ特に人手不足感の強い中小企業において、過去と比べてもより急ピッチで上昇しており、人手不足への対応が設備投資の大きな誘因となっていることがわかる。今後についても、労働力供給の伸び鈍化が予想される中、企業の労働代替的な省力・合理化投資に対する意欲は引続き根強いものと考えられる。

このように企業の投資意欲が極めて旺盛であったことから、素材関連業種を中心にストック・サイクルの面からは成熟局面入りしつつあるにもかかわらず、設備投資の伸び鈍化の程度が従来と比べ極めて緩やかであったのが特徴的である。とくに中小企業については、前回、前々回の調整局面では設備投資の伸び率がピークから0%近傍に落ちるまで5～6四半期に過ぎなかったのに対し、今回局面では、2年10～12月でピーク後既に7四半期経過しているにもかかわらず、設備投資の伸び率はなお前年比2桁の伸びを示している。

今次景気拡大のもうひとつの柱は個人消費の着実な増加であるが、これは内需を中心とする景気拡大下での労働需要の増大を背景

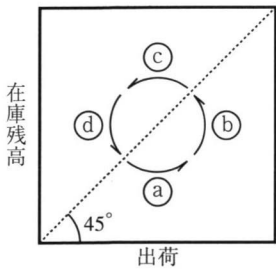
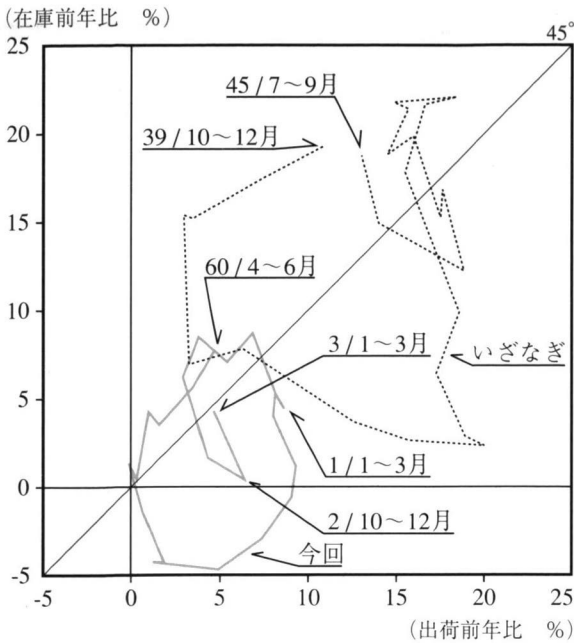
とする家計所得の増加を基盤とするものである。労働需要は、4年余に及ぶ内需主導型の経済活動の拡大が続いてきたことに加え、経済のサービス化が進展する中で雇用誘発度の高いサービス業の比率が上昇したり、製造業の中でも生産現場以外の研究開発、コンピュータ関連、新規事業等の間接部門への従事者が増えたこともあって、増加を続けてきた。こうした労働需要の増大は、需給のタイト化が進む下での賃金の上昇と相まって雇用者所得を増大させ、家計の消費支出を拡大させてきた<sup>(注3)</sup>。

この間、景気拡大が長期にわたって持続してきた背景には、生産・出荷・在庫のバランスが最終需要の動向と補完し合うように推移してきたことが挙げられよう。鉱工業生産・出荷は、元年度後半に伸び悩んだ後、2年度に入り再び増勢を強めた。一方、在庫は2年度前半にかけて減少した後も低水準で推移した。これを鉱工業出荷の前年比を横軸に、在庫前年比を縦軸にとった在庫循環のグラフでみると（図表6）、元年1～3月で循環局面が一巡し、2年4～6月には再び45度線上を上から下に横切るかたちでサイクルが若返ったことがみてとれよう。このように、設備投資等最終需要の強さの持続力が、元年度後半から2年度初にかけて生産・出荷・在庫バランスを崩さないように作用し、さらに2年10～12月のように最終需要、とくに個人消費の一時的な伸び悩みがみられた際には、逆に在庫が低水準であったため出荷の伸び鈍化が在庫増というかたちで吸収される余地

(注2) 詳細は、日本銀行調査月報平成2年10月号論文「近年における研究開発の活発化とその影響について」参照。

(注3) 詳細は、日本銀行月報平成3年5月号論文「最近におけるわが国労働市場の変化とその影響について」参照。

(図表6) 在庫循環の推移



- Ⓐ 回復局面
- Ⓑ 在庫積増し局面
- Ⓒ 在庫積上り局面
- Ⓓ 在庫調整局面

(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」

があり、このため生産調整を回避しうるなど、前向きな循環メカニズムが働いてきたことがうかがわれる。

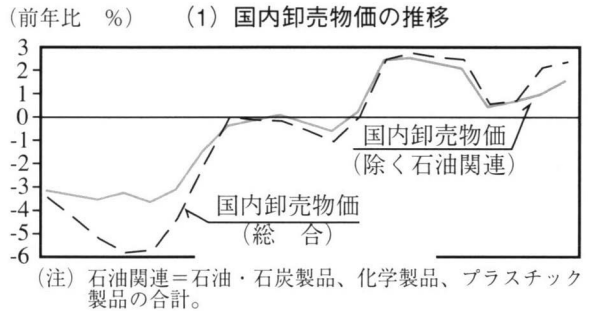
(4) 物価上昇圧力の高まり  
(物価上昇圧力の高まり)

以上のように2年度のわが国経済は湾岸危機に伴う原油価格高騰という外生ショックをも乗切って景気拡大を持続してきたが、一方こうした中で物価上昇圧力がじわじわと高まったのも事実である。

2年度の物価をみると、大枠においてはこれまでの落ち着き基調を持続したものの、

年度後半にかけて、国内卸売物価（63年度△0.5%→元年度+2.6%＜消費税導入による上昇を含む＞→2年度+1.5%）、企業向けサービス価格（63年度+1.7%→元年度+5.4%＜同＞→2年度+3.6%）、消費者物価（63年度+0.8%→元年度+2.9%＜同＞→2年度+3.3%）とも上昇率を少しずつ高めてきたことは否めない（図表7）。これには、もちろん原油価格上昇の影響が大きいですが、こうした原油価格要因を除いても、緩やかな上昇傾向がみてとれる。こうした背景には、

(図表7) 物価の動向

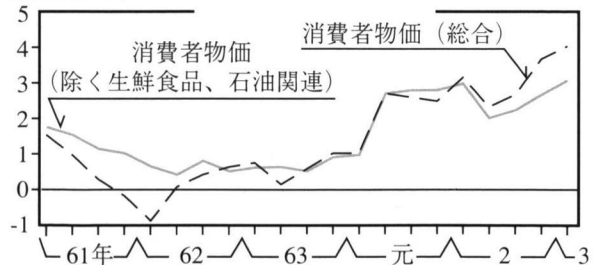


(注) 石油関連=石油・石炭製品、化学製品、プラスチック製品の合計。

(2) 企業向けサービス価格の推移



(3) 消費者物価（全国）の推移



(注) 石油関連=ガソリン、灯油、プロパンガスの合計。

(資料) 日本銀行「卸売物価指数」  
「企業向けサービス価格指数」、  
総務庁「消費者物価指数」

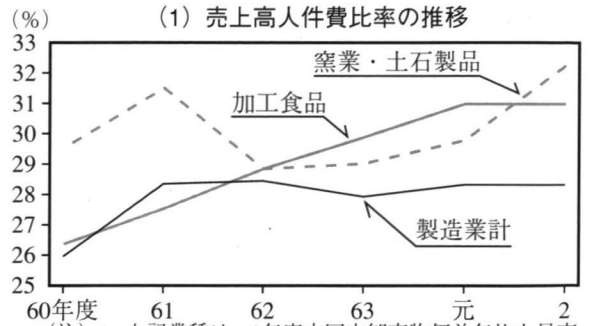


消費者物価面で、天候不順により生鮮食品が上昇するといった特殊要因もあるものの、より基本的な背景としては①製品・労働需給がかなり引締まった状態で推移し、②その下で、企業の人件費、物流費、外注加工費などが上昇傾向をたどったこと、など5%前後の高い経済成長が4年以上にわたって続いたことにより基調的な物価上昇圧力がじわじわと高まってきたことであろう。

ちなみに国内卸売物価についてみると(図表8)、加工食品や窯業・土石製品のように人件費対売上高比率の高い労働集約的な業種での製品価格引上げが目立ったのが特徴であるが、これら業種に限らず、人件費、物流費等既往コスト高を製品価格に転嫁する動きが徐々に広がりを見せてきた面も見逃せないところである。また企業向けサービス価格や消費者物価においても労働集約的な製品・サービスの価格が徐々に切上がってきた姿がみてとれる。

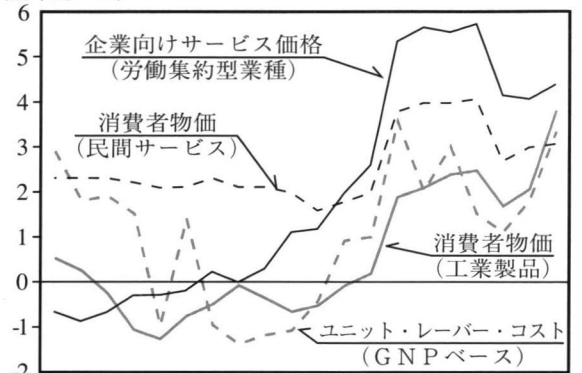
なお、景気拡大およびそれに伴う製品・労働需給の引締まりが長期にわたったという意味で最近の状況と類似点のみられる「いざなぎ景気」を例にとってみると(図表9)、消費者物価のうち工業製品(全体でのウェイト40%)は景気拡大の半ばから上昇率をじりじりと高め、景気後退局面に入ってから高止まった後、需給環境の引緩みから低下に転じている。一方、民間サービスについては景気拡大期を通じて高めの伸びで推移し、景気がピークをつけた後にはむしろ伸びを高め、上昇率が低下してくるのに時間がかかったのが特徴であった。今回の景気拡大局面では、物価上昇率自体は「いざなぎ景気」に比べて低水準であるが、長期にわたる拡大の

(図表8) 人件費増加と物価  
(1) 売上高人件費比率の推移



- (注) 1. 上記業種は、2年度末国内卸売物価前年比上昇率上位5類別のうち、原油価格高騰の影響で上昇した石油・石炭製品、プラスチック製品、化学製品を除く2類別。  
2. 売上高人件費比率は、人件費と販売および一般管理費を産出価格で実質化した売上高により除したものの。  
3. 2年度の売上高人件費比率は2年4~12月。

(2) 消費者物価、サービス価格とユニット・レーパー・コスト (前年比 %)

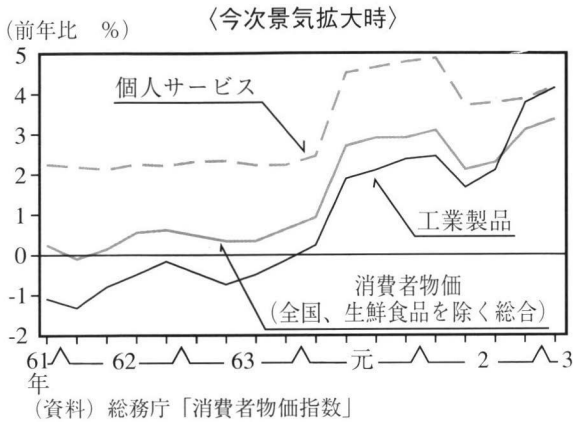
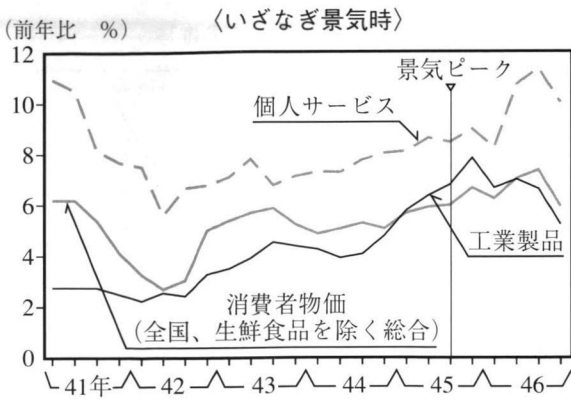


- (注) 労働集約型業種とは、運輸、情報サービス、広告、諸サービスの合計。

(資料) 日本銀行「製造業部門別投入・産出物価指数」  
「企業向けサービス価格指数」、  
大蔵省「法人企業統計季報」、  
総務庁「消費者物価指数」、  
経済企画庁「国民経済計算」

中でこうした人件費の影響を受けやすい製品・サービス価格がじわじわと一貫して上昇を続けている。足元物価上昇がさらに加速する兆しはうかがわれないものの、引締まった需給環境の下では、こうした人件費等のコスト上昇を製品・サービスの価格に転嫁しようとする動きが続く可能性があり、その意味で物価に対する注視は引続き怠ることができないものと考えられる。

(図表9) いざなぎ景気時との消費者物価の比較

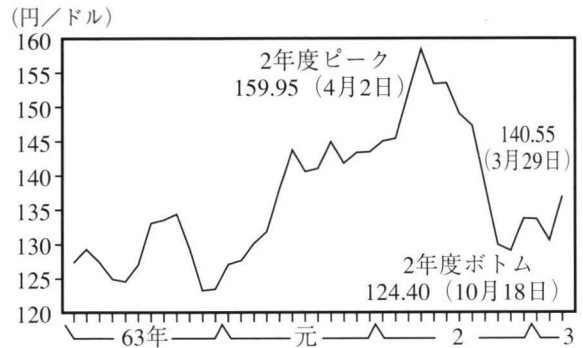


### (5) 対外収支調整の進捗

#### (為替相場の動向)

外国為替相場の動向をみると(図表10)、円の対米ドル相場(東京市場・直物終値)は、元年以降の円安基調を引継ぎ、2年4月には海外金利の強含み等を材料に1ドル159円台と61年度以来の安値を記録した。その後は、米国における景気減速懸念や金利低下、さらには国内の金利上昇などから円高方向に転じ、とくに湾岸危機発生後は、本邦機関投資家の対外証券投資が消極化するとともに、わが国経済のファンダメンタルズの相対的な良が見直されたこともあって、10月には一時124円台まで上昇した。11月以降は幾分弱含み、概ね130円~140円で一進一退の動きとなり、3年3月末は140.55円と前

(図表10) 為替相場の動向



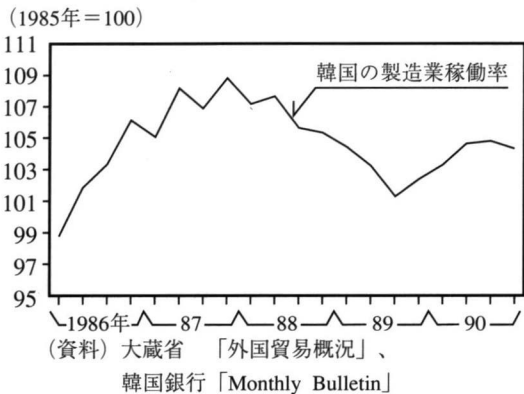
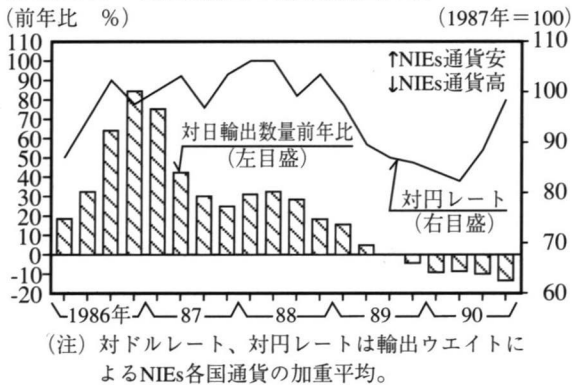
(資料) 日本銀行「経済統計月報」

年同期比12%の円高(IMF方式)になったあと、最近にかけては概ね130円台後半で推移している。

#### (輸出入数量の動向)

次に、わが国の数量ベースの実質貿易収支の動向をみてみよう。62年から元年に至る内需拡大期には、国内の製品需給のタイト化を背景に、輸出よりも輸入が伸びるかたちで実質収支の黒字幅が縮小してきた。2年度についてまず輸出面をみると、米国向けが同国の景気減速やわが国企業の現地生産の拡大を反映して前年より減少したものの、東南アジア、EC向けが、わが国企業の現地生産拡大に誘発された輸出の増加もあって好調を持続したことから、下半期にやや加速するかたちとなった。一方、輸入は、年度全体としてはわが国の内需拡大を背景に順調に増加してきたが、下半期には輸出に比べ伸びは鈍化した。これが顕著に表れたのが、アジアNIEsからの対日輸出である(図表11)。すなわち、NIEsの対日輸出は、2年度初は為替円安化による価格競争力の低下から減少した後、2年度半ば以降は、為替相場が円高に振れたにもかかわらず、各国の内需好調から対日輸

(図表11) NIEs諸国の対日輸出圧力

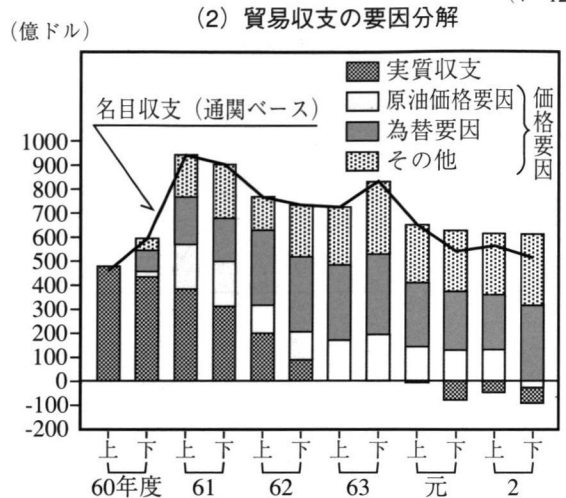
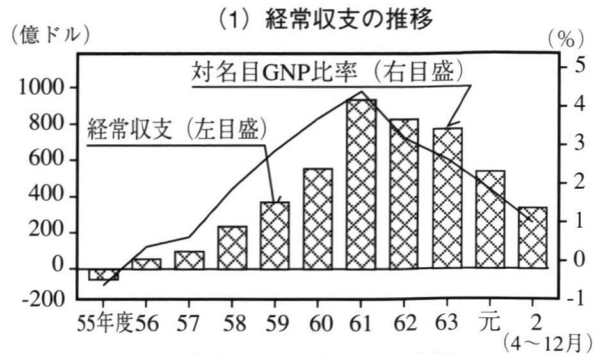


出余力が小さくなったため、対日輸出はむしろ減少傾向を加速した。

(国際収支の動向)

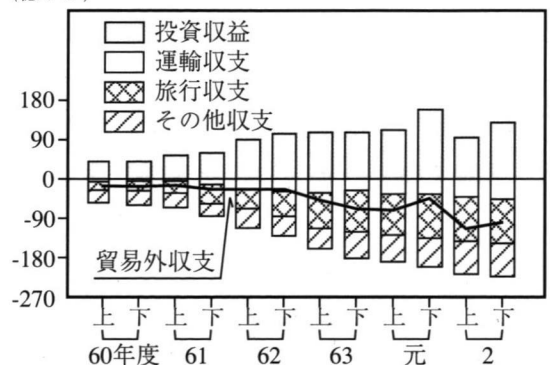
この結果、2年度の対外収支調整の状況を見ると(図表12)、まず貿易収支については、数量面では上述のような動きの結果若干の黒字縮小をみたことに加え、価格面で、原油価格の高騰が黒字縮小に大きく寄与した一方、年度後半の円高による逆Jカーブ効果に加え、自動車、船舶、精密機械等で製品高度化や円高調整値上げに伴い輸出価格が上昇したため、結局名目ベースの貿易収支全体の黒字減少はわずかにとどまった(元年度700億ドル→2年度695億ドル)。一方、貿易外収支は、ユーロ円インパクトローン借入増など借入利子支払増等に伴う投資収益の黒字幅縮

(図表12) 経常収支の動向



- (注) 1. 通関ベース、記念硬貨用金の輸入を除く、季節調整済み(年率換算)。  
2. 数量ベース収支戻は、輸出入金額を60年基準の輸出入価格指数でデフレートして求めた実質輸出入の差。  
3. (価格要因) = (ドルベース収支戻) - (数量ベース収支戻)  
4. 価格要因のうち為替要因は、円建て輸出入の為替変動による評価増減を計上。

(億ドル) (3) 貿易外収支の要因分解



(資料) 大蔵省「外国貿易概況」、  
経済企画庁「国民経済計算」、  
日本銀行「国際収支統計月報」

小に加え、海外旅行の盛行に伴う運輸・旅行収支の赤字幅拡大や直接投資に絡んだ海外事務所関連の経費増大等から、赤字幅が大幅に拡大した（元年度△126億ドル→2年度△221億ドル）。このほか、湾岸支援に伴う移転支出増大もあって、2年度の経常収支計では、338億ドルと前年度（534億ドル）に比べ黒字幅が一段と縮小し、経常黒字の名目GNPに対する比率をみても、1%程度にまで縮小した（61年度4.4%＜ピーク＞→2年4～12月1.0%）。

なお、この間、長期資本収支については、本邦資本（資産）の対外債券・株式投資が大きく落込んだ一方、外国資本（負債）の対内株式投資が大幅取得超に転化したことや借款の借入れが増加したこと等から、収支尻では△169億ドルの流出超と前年度（△997億ドル）の約6分の1にとどまった。

## 2. 金利引き上げの効果波及

### (1) 金融市場の動向

2年度中のわが国の金融市場の動きを概観すると、年度前半は長短市場金利とも総じて上昇を続けた後、10月以降は金利先安観が強まり長期金利が低下した一方、短期金利は概ね横ばい圏内で推移した。この間、日本銀行は2年3月に続き8月に公定歩合を0.75%引上げた。以下では、まずこうした2年度のわが国の金融市場の動向につき分析を交えて振り返ってみよう。

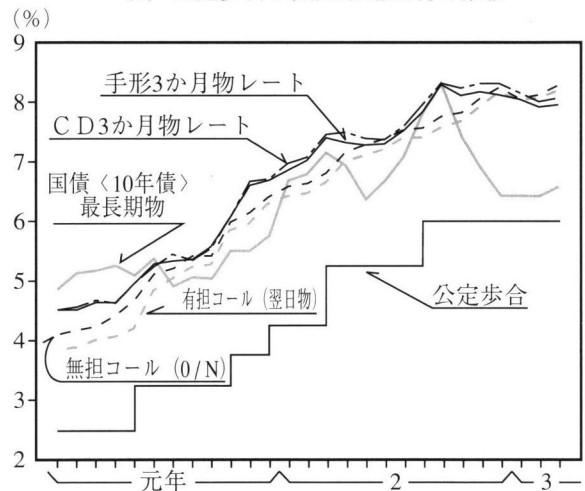
#### (長短市場金利の動向)

長短市場金利の動向をみると(図表13(1))、まず、短期市場金利は、2年度入り後9月ま

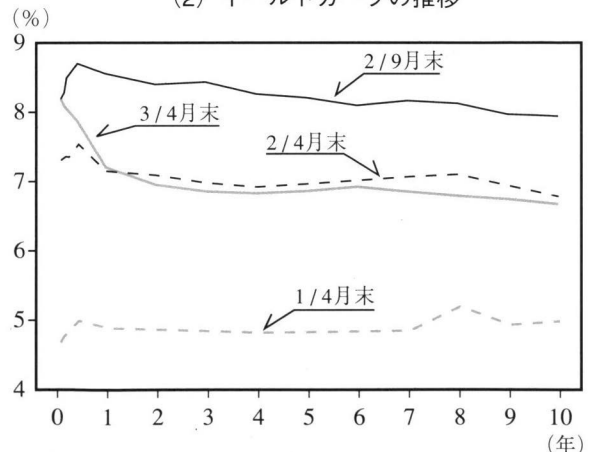
でインターバンク・オープン市場金利とも総じて上昇傾向をたどったあと、ほぼ横ばい圏内で推移した。こうした短期市場金利の動向を受けて、短期プライムレートは2年度初の7.125%から8月（2回）、12月の計3回引上げられ、12月中旬以降8.25%で推移したあと、3年4月以降7.875%となっている。

一方、長期市場金利は、2年度当初は為替相場の円安修正等を背景に低下する局面もみられたものの、6月以降は国内短期金利の(図表13) 金利の推移

(1) 公定歩合と長短市場金利の推移



(2) イールドカーブの推移



(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」

上昇や物価上昇圧力の高まりなどを背景に上昇基調に転じ、9月下旬には2年度のピークを記録した(上場国債<10年債>最長期物、9月26日8.28%)。10月以降は原油価格の反落、為替円高や米国の金融緩和などを背景に金利先安観が強まり、3年2月央にかけて大幅に低下し、年度末には6.54%(前年度末比△0.57%ポイント)となった。

この間、元年6月以降続いている長短金利逆転現象(以下、長短逆転)は2年度中も持続した。2年度中の推移をみると(図表13(2))、8月の湾岸危機発生後の長期金利急騰期に逆転幅はいったん縮小したものの、その後の長期金利下落により再び拡大した。今回の長短逆転の特徴は、逆転幅が最大2%弱と第2次石油危機の頃(最大4%半ば)に比べて小幅ではあるものの、逆転期間が既に7四半期もの長期に及んでいる点である。今回の長短逆転の背景としては、基本的には①長期のインフレ期待が、日本銀行のインフレ抑止姿勢や市場の中長期的な為替相場の円高観もあり、短期の期待に比べれば相対的に落ち着いた状況にあったことや、②米国長期金利が2年度後半に低下したことの寄与が大きいと思われるが、このほか③わが国財政再建の進捗を反映した国債発行残高の伸び率鈍化に典型的にみられるように、長期債需給が近年引締まり気味で推移したことも構造的要因としてある程度影響していると考えられている。

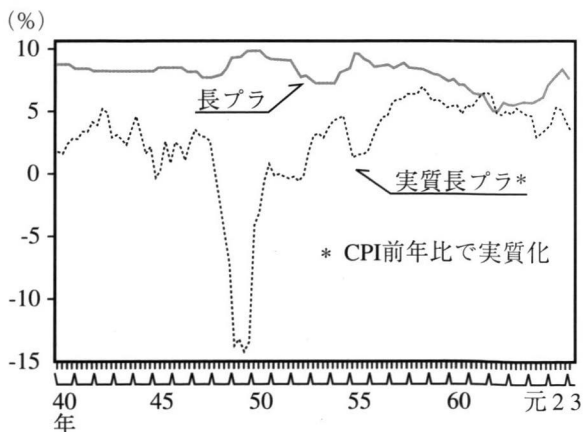
なお、長期プライムレートはこうした長期市場金利の動向を受けて2年度初の7.9%から10月には8.9%と今次景気拡大局面でのピークをつけたあと低下に転じ、3年3月に

は7.5%と2年3月の公定歩合引上げ前の水準まで低下した。長期プライムレートが、短期貸出金利の高止まりにもかかわらずこのように大幅に低下したことは過去の金利上昇局面では例をみないことであった(図表14)。

#### (短期金融市場運営の見直し)

短期金融市場においては、各市場間の円滑な金利裁定取引を促進するなどの観点から、昭和63年11月以降、市場運営方式のさまざまの見直しが講じられてきた。2年度においても、短期金融市場研究会報告書の提言等をも踏まえて、11月以降有担保コール取引につき、オファー・ビッド制が導入されたほか、本年1月からは手形市場での取引にかかる担保の範囲が拡大されるに至っている。また、日本銀行は、インターバンク市場の運営に関し、直接取引(ダイレクト・ディーリング)およびインターバンク預金取引については自由であること、ならびにインターバンク資金仲介業務については、かねて新規参入自由の原則が確立していることを改めて確認する旨昨年

(図表14) 長期プライムレートの推移



(資料) 日本銀行「経済統計月報」、  
総務庁「消費者物価指数」

末表明した。なお、上記手形取引の担保範囲の拡大に合わせ、日本銀行の金融調節手段のひとつである手形オペレーションに関しても、担保範囲の拡大および入札方式による1～3か月物手形オペの導入といった拡充措置がとられた。

こうした63年以降の一連の改革によって、短期金融市場間の裁定取引が活発化しているほか、各金利が一段と弾力的に変動するようになってきている。

## (2) 金融政策の展開

日本銀行は、上述のように景気が堅調に推移する中で、製品・労働需給が引締まりの度を強めるなど潜在的な物価上昇圧力が一段と高まりつつあったことに加え、市場金利の上昇等をも踏まえて、金融政策の適切かつ機動的な運営を確保し、インフレ抑止に対する姿勢をより明確にするため、8月に公定歩合の引上げを実施した(8月30日、5.25%→6.0%)。この結果、公定歩合は62年2月～元年5月の2.5%という低水準から5回の利上げにより累計3.5%ポイント上昇した。

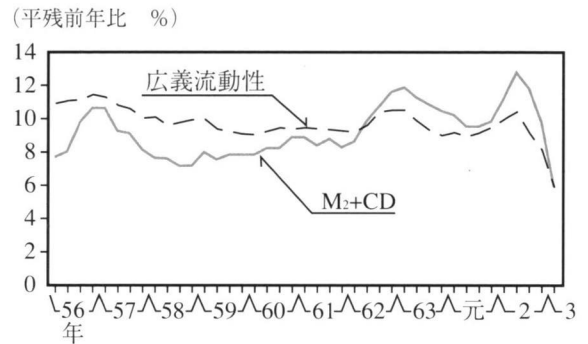
その後は、製品・労働需給が総じてタイトに推移する中、物価の安定基調を確実にしていくことが肝要との判断から、日本銀行は内外の諸情勢を勘案しながらこれまでの利上げ効果の浸透状況を注意深く見守っている状況にある。

## (3) マネーサプライの増勢鈍化

### (マネーサプライの動向)

次に、金融の量的指標であるマネーサプライについてみると(図表15)、M<sub>2</sub>+C D

(図表15) マネーサプライの推移



(資料) 日本銀行「経済統計月報」

(平残、前年比)は元年度後半から騰勢を強めてきたが、2年4～6月に前年比で+13.0%と最近におけるピークをつけた後、伸びが鈍化しはじめ、3年1～3月には+6.0%へと急低下した。

このようなM<sub>2</sub>+C Dの伸び率低下は、何といっても一昨年来の金利上昇の効果が浸透し、後述のように住宅投資を中心に名目GNPの伸びが鈍化してきたことに加え、不動産や株式などの資産取引の減少もあって、マネーに対する需要が2年度半ばから低下してきたことによる面が大きい。また、事業法人によるコマーシャルペーパー(CP)と大口定期預金などの金利差を利用した調達運用の両建て取引が金利差の縮小に伴い急減したこともマネーの需要に少なからず影響した。

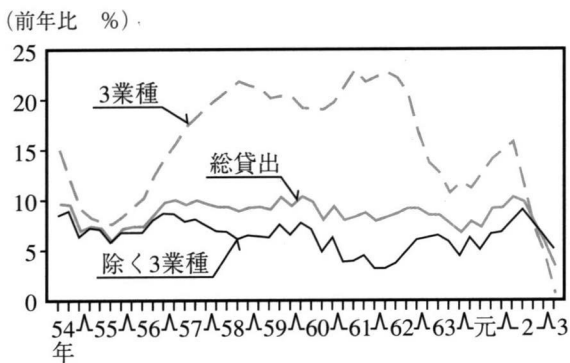
一方、マネーの供給面から考えると、国際決済銀行(BIS)の自己資本比率規制や大蔵省による不動産関連融資規制に伴って、金融機関が信用リスクや採算性をより重視する方針を強めつつあることが影響している。

ちなみに、金融機関の貸出の推移をみると（図表16）、元年度から2年度前半にかけて前年比2桁の伸びを示した不動産、建設、ノンバンク（注4）の3業種向け貸出は、2年度後半には伸びが大きく鈍化した。一方、3業種以外向けの貸出をみると、金利引上げの効果浸透から2年6月末をピークに伸びが徐々に鈍化しているものの、3業種に比べれば上昇、低下とも緩やかである。また、金融機関はB I Sの自己資本比率規制への対応等の観点から有価証券やC Pのうち収益率の悪

いものについて2年7～9月以降保有残高をかなり圧縮したが、こうした動きもマネーサプライの低下の一因となってきた。

この間、マネーサプライ対象金融資産と対象外金融資産との間でシフトが生じたこともマネーサプライの振れを増幅させた。すなわち、2年4月には郵便貯金の8%定額貯金が大量に満期を迎え、払出された資金が銀行預金等マネーサプライ対象資産に大量にシフト・インしたことが2年4～6月のM<sub>2</sub>+C Dの伸びを押し上げる方向で働いた。一方、2年10～11月には長期金利の先安観の強まりを背景に、銀行預金から長期信用銀行等の取扱う利子一括払い型利付金融債（通称ワイド）へのシフト・アウトが大量にみられたが、こうしたシフト・アウトは3年1～3月にも続いた。このような現象は、1983～1986年の米国のM<sub>1</sub>でもみられたとおり、金融市場が自由化の途上にある中で、規制の濃淡により金利水準が商品によって区々となっている場合に発生しやすく、自由化が一段落するまでは金利環境次第で起こりうる事態といえよう（注5）。

（図表16）業種別貸出（業種別貸出動向ベース）



（注）3業種は不動産、建設、ノンバンク。

（資料）日本銀行「経済統計月報」

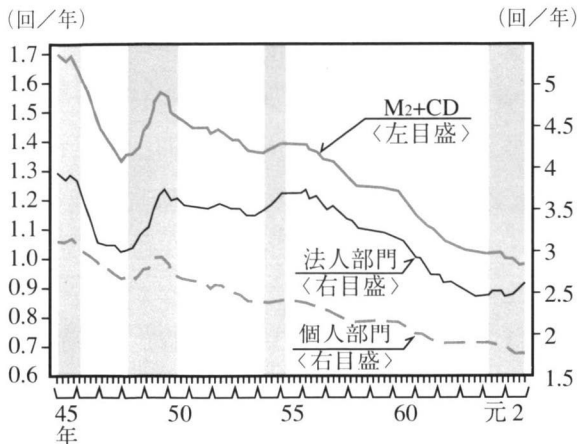
（注4）ノンバンクとは、貸金業の登録をしているもののうち、リース会社、クレジットカード会社、ファクタリング会社、事業者向け貸金業者、信販会社に該当するものおよび住宅金融専門会社をいう。ただし、ここでは統計の制約上、金融・保険業のうち証券・保険を除いた「その他の金融業」、およびサービス業のうち「物品賃貸業」の合計をノンバンク向けとしている。

（注5）2年度のM<sub>2</sub>+C Dは、種々の要因が重なってスイングが激しくなり、かなり実勢を評価しにくくなったのが特徴である。こうした背景を整理してみると、①金融自由化の過程ではM<sub>2</sub>+C Dと対象外金融資産との間で大規模な資金シフトが発生しやすいこと、②同じく金融自由化の過程で企業がポートフォリオ選択の観点から金融資産を保有するようになったこと、③経済のストック化の進行の過程で、マネーの取引需要に占める資産取引に絡む需要が増えてきたこと、等が挙げられる。こうしたことを考慮すると、金融の量的な面の評価にあたっては、M<sub>2</sub>+C Dだけでなく、他の流動性指標（広義流動性、企業の手元流動性等）や金利と資産収益率の関係も合わせてみながら総合的に判断をしていく必要があるものと考えられる。

(マネーサプライの水準評価)

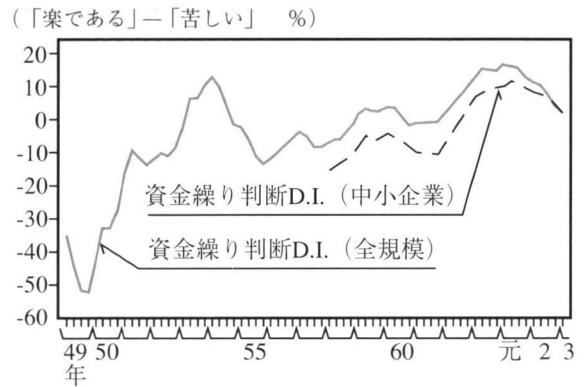
この間、マネーサプライの水準を実体経済活動と対比したM<sub>2</sub>+CDの流通速度の動きをみると(図表17)、61年以降の金融緩和局面で一段と低下した後、2年度前半も低下傾向をたどったが、後半に至りようやく下げ止まり、これまでのマネー過剰の状態は徐々に修正されつつある。これを法・個人別に分けると、個人の流通速度は金融資産の蓄積を反映して2年度も緩やかに低下し続けている一方、法人部門ではこれまでの急激な低下のあと反転上昇し始めている。もっとも、企業の資金繰り判断D.I.(図表18)や手元流動性比率をみると、企業金融の緩和感が後退しつつあるのは事実ながら資金繰りはなお「楽である」とみている先が「苦しい」とする先を上回っており、手元流動性水準もまだ高い。また、現行の金利や資金のアクセスラビリティ(量的な面での調達容易さ)の下で企業の設備投資など実物投資が底固く推移する見込みにあることなどからみても、わが

(図表17) 流通速度の推移



(注) シャドローは公定歩合上昇局面。  
 (資料) 日本銀行「経済統計月報」

(図表18) 資金繰り判断D.I.(全国短観)



(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

国経済が安定的拡大を確保していくうえで金融面から制約がかかり過ぎている状況にはまざるものとは判断される。

(4) 金融自由化の進展と金利引上げの効果波及

今回の利上げ局面のひとつの特徴点として、金融自由化の進展している中における金利の上昇であったことに留意しておく必要がある。過去の金融引締めは規制金利体系や外国為替管理の下で実施されてきたが、その後の金融自由化や為替取引の自由化は銀行行動および企業金融に大きな変化を及ぼし、金利機能の強まりを通じて金融政策の波及のメカニズムを変質させている。

以下、まず2年度における金融自由化の歩みについて述べた後、上述の観点から近年における銀行行動、企業金融の変化を分析し、最後に家計への影響を概観するかたちで、利上げ効果の波及経路の変化や浸透度合いをみてみよう。

(金融自由化の歩み)

金融自由化は近年着実に進められてきた



が、2年度においても次のような動きがみられた（詳細は付表1、2参照）。まず預金の自由化についてみると、小口MMCの最低預入金額は、2年4月に300万円から100万円へ、さらに3年4月からは50万円に引下げられた。また上限金利についても、2年11月に大口定期預金利率連動型となり変更回数が原則月2回（従来1回）となったほか、キャップ、フロアルール（注6）も廃止され、市場金利との連関がより強まるようになった。

さらに、有価証券等に関しては、2年4月から短期国債（TB）、政府短期証券（FB）の応募、売買単位が5千万円から1千万円に引下げられたほか、証券会社によるCPの発行も解禁されるなど、こうした一連の措置が短期金融市場の拡大にも少なからず寄与しているものと思われる。

一方、金融自由化を反映して、先物、オプション等のオフバランス取引の拡大も指摘できよう。とりわけ東京金融先物取引所の日本円金利先物（ユーロ円3か月物）取引は2年中前年比3.2倍（注：ただし、前年は取引が開始された6月以降の取引量）と急拡大したほか、大阪証券取引所の日経平均先物取引も前年に比べ2.5倍と増加した（図表19）。このほか、東京証券取引所では、2年5月、新たに国債先物オプション取引が上場された。

（銀行貸出金利の速やかな上昇）

前回引締め期（54年4～55年8月）までの金利上昇の波及については、貸出金利や預金金利の相対的硬直性が原因となって銀行貸出

（図表19）世界の主な金融先物の取引数量

（単位 千枚）

|    | 商品名        | 取引所                      | 1990年  | 1989年  |
|----|------------|--------------------------|--------|--------|
| 1  | 米国債先物      | シカゴ・ボード・オブ・トレード（CBOT）    | 75,499 | 70,303 |
| 2  | ユーロ・ドル金利先物 | シカゴ・マーカンタイル・エクスチェンジ（CME） | 34,696 | 40,818 |
| 3  | 日本国債先物     | 東京証券取引所（TSE）             | 16,294 | 18,942 |
| 4  | 仏国債先物      | フランス金融先物取引所（MATIF）       | 15,996 | 15,005 |
| 5  | 日本円短期金利先物  | 東京金融先物取引所（TIFFE）         | 14,414 | 4,495  |
| 6  | 日経平均先物     | 大阪証券取引所（OSE）             | 13,575 | 5,442  |
| 7  | S&P500先物   | シカゴ・マーカンタイル・エクスチェンジ（CME） | 12,139 | 10,560 |
| 8  | 独国債先物      | ロンドン国際金融先物取引所（LIFFE）     | 9,582  | 5,330  |
| 9  | 独マルク通貨先物   | シカゴ・マーカンタイル・エクスチェンジ（CME） | 9,169  | 8,186  |
| 10 | 英ポンド短期金利先物 | ロンドン国際金融先物取引所（LIFFE）     | 8,355  | 7,114  |

（注）1989年の出来高のうち、日本円短期金利先物は6月から12月までの累計。

（資料）東京金融先物取引所調べ

の限界的採算の悪化や預金からオープン市場への資金流出（デイスインターミディエーション）が生じ、銀行が貸出を抑制する行動に出た結果、マネーサプライが供給面から押さえられ、需要を押下げるという経路が作用すると考えられてきた。しかしながら、今回の利上げ局面においては、金融自由化の進展の下で、市場金利と預貸金利との連関が強ま

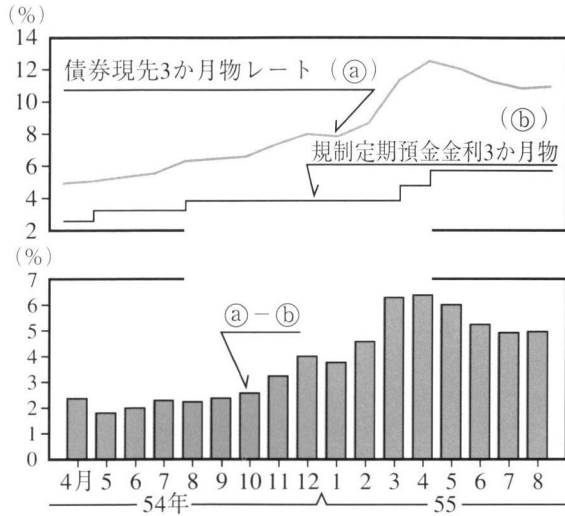
（注6）2年以下の利率が3年物の利率を上回らない（キャップ）、あるいは期間が対応する規制預金金利+0.15%を下限とする（フロア）といった金利設定上のルール。

り（図表20）、上述の波及経路が弱くなってきた反面、貸出金利の上昇や企業の資産選択を通じて、金融政策の効果波及を一段と高めていると評価できよう。

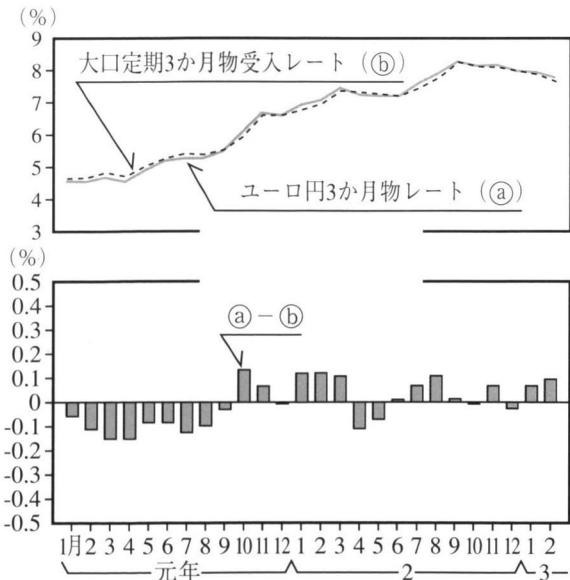
この点を検証するためにまず貸出約定平均金利（全銀、総合）の動きをみると（図表21）、前回引締め期に比べ、市場金利の上昇に対

（図表20） 市場金利と預金金利の動向

（1）前回引締め期における公開市場金利と預金金利の推移

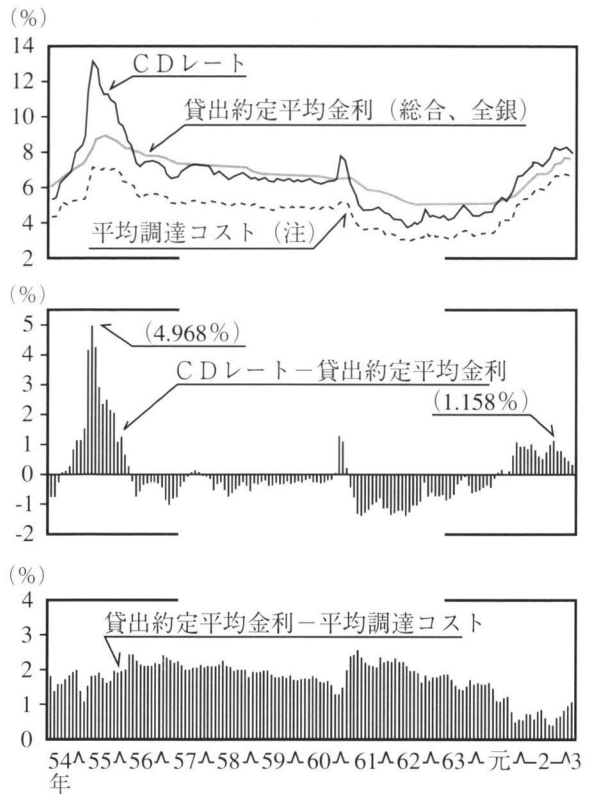


（2）今回金利上昇期における公開市場金利と自由預金金利の推移



（資料）日本銀行「金融市場動向」「経済統計月報」

（図表21） 市場金利、貸出金利、調達コストの推移



（注）銀行のバランスシート上の負債項目ごとの調達レートを加重平均。

（資料）日本銀行「経済統計月報」、  
全国銀行協会「全国銀行財務諸表分析」等

する貸出約定平均金利の追従が総じてスムーズで、両者の格差があまり広がらなかったのが特徴である（最大格差、前回：55年4月4.97%、今回：2年9月1.16%）。

この背景としては、金融自由化の進展に伴う自由金利調達比率の大幅な上昇から金融機関の資金調達コストが市場金利との連関を強めたことが挙げられる。負債サイドでは（図表22）、自由金利預金の総預金に占める割合が、60年の大口定期預金およびMMCの導入、ならびにその後の預入単位や預入期間の緩和によって大きく上昇（都銀、地銀、第2地銀、日本銀行取引先信金計、61年度末：16.1%→2年末：63.4%）したため、総

(図表22) 自由金利調達の推移

(単位 %)

|              |       | 61年度末 | 62年度末 | 63年度末 | 元年度末 | 2年12月末 |
|--------------|-------|-------|-------|-------|------|--------|
| 自由金利<br>預金比率 | 都 銀   | 23.6  | 37.1  | 47.2  | 61.1 | 69.8   |
|              | 地 銀   | 12.8  | 21.3  | 31.3  | 48.2 | 61.1   |
|              | 地 銀 2 | 14.8  | 20.5  | 28.5  | 44.1 | 59.8   |
|              | 信 金   | 2.3   | 8.8   | 15.7  | 30.6 | 50.0   |
|              | 4業態計  | 16.1  | 26.5  | 36.0  | 51.1 | 63.4   |
| 自由金利<br>調達比率 | 都 銀   | 36.1  | 46.0  | 55.0  | 66.8 | 73.2   |
|              | 地 銀   | 16.3  | 24.7  | 34.5  | 50.8 | 63.5   |
|              | 地 銀 2 | 17.7  | 23.4  | 31.7  | 48.1 | 62.5   |
|              | 信 金   | 5.4   | 10.1  | 16.8  | 32.1 | 50.8   |
|              | 4業態計  | 24.4  | 33.1  | 42.0  | 55.7 | 66.5   |

(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 < 元年度末 ~ > + 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 < 元年度末 ~ > + 大口定期預金 + CD) / 調達勘定計

\*日本銀行取引先ベース

(資料) 日本銀行「経済統計月報」等

調達に占める自由金利調達の比率はここ数年で大幅に上昇している（同、61年度末：24.4%→2年末：66.5%）。ちなみに、市場金利と平均調達コストの推移をみると、前回は平均調達コストが市場金利に比べ小幅の上昇にとどまったのに対し、今回、とくに2年半ば以降は両者がほぼ平行して上昇しており、銀行は採算悪化を食い止めるため、本支店レートを引上げるなどして市場金利の上昇に合わせて貸出金利を引上げざるを得なかった事情がうかがわれる（注7）。

ただ、元年6月から2年半ばにかけては、

市場金利の上昇につれ、銀行の平均調達コストが上昇した割には、貸出約定平均金利の上昇がやや鈍く、結果的に銀行が自らの収益を悪化させてきた様子がうかがわれる。これには、長期にわたる金融緩和の下で低金利が続いた後だけに、企業が借入金利の上昇に強い抵抗を示したことや企業の資本市場からの調達コストが低い状態が2年初まで続いたことなどを背景に、銀行自身も規制金利時代あるいは金融緩和時代の行動様式を引きずって量的拡大志向を続け、貸出金利引上げへの対応が遅れたことをうかがわせており、初期の利上げ効果の浸透については、課題を幾分残したかたちとなっている。

(企業金融の変化に伴う利上げ効果の強まり)

このように銀行の貸出金利が市場金利をより反映するようになった裏返しとして、企業の借入金利コストはより一層変動幅が大きくなっている。また、大口定期預金の導入により、企業の金融資産収益率（手元流動性の運用利回り）は市場金利との連関を強めており、企業が株式や社債の発行によってファイナンスした資金は、設備投資を実施するまでの間、手元流動性のかたちで機会費用を小さくとどめながら保有することが可能となった。この結果、徐々にではあるものの、金利の変化が企業の金融資産とのポートフォリオ選択を通じて実物資産投資に影響を与えるようになってきていると評価しえよう（注8）。

(注7) なお、貸出金利の付利方法については、元年1月に短期プライムレート（短プラ）の設定方式が公定歩合連動方式から市場金利連動方式に変更され、短プラは市場金利との連関をより強めたかたちとなり、また、3年4月からは一部銀行等において短プラ連動長期貸出金利の導入が始まっている。

(注8) 詳細は、日本銀行月報平成3年3月号論文「金融自由化の下での企業金融のマクロ的動向」参照。

こうした観点から、実物資産収益率、金融資産収益率（受取利息・配当金のほかキャピタル・ゲインを含む）、資金借入れコスト（ここでは長期プライムレートで代替）の動きについてみると（図表23）、61年以降金融資産収益率が資金借入れコストを上回る状況が続いていたが、2年入り後は①利上げの影響から資金借入れコストが上昇基調をたどったこと、②大口定期預金金利が上昇したものの株価下落等により金融資産収益率の上昇がマイルドなものになったこと、などから、金融資産収益率は資金借入れコストを下回り始めた。一方、手元流動性は、61年から元年にかけて、設備投資の伸び率が上昇したにもかかわらず、金融資産収益率が資金借入れコストを上回っていた状況下、むしろ積上がってきたが、2年入り後は、金融資産収益率が資金借入れコストを下回りだした一方、実物資産収益率が金融資産収益率よりなお高く、ま

た企業の設備投資意欲が旺盛であったこともあって、高水準にあった手元流動性が取崩され、これが設備投資に充てられ、金利上昇下でも設備投資を下支えしてきたとの見方ができよう。もっとも、このところ実物資産収益率がほぼ横ばいに推移する中で、資金借入れコストのみならず金融資産収益率との格差も縮小していることから、今後はこれまで高い伸びを示していた設備投資がある程度減速していくものと考えられる。

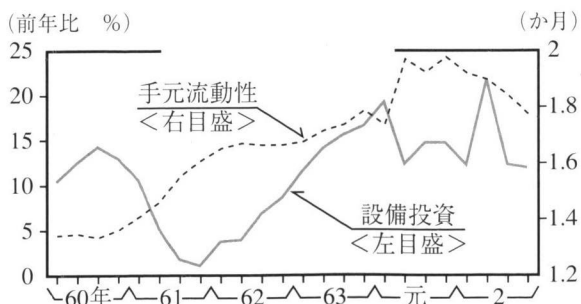
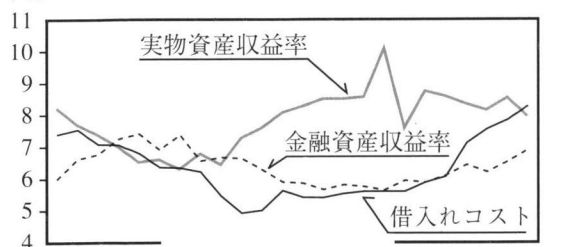
#### （家計への利上げ効果の浸透）

次に家計に対する金利上昇の影響に関し、個人消費と住宅投資についてみてみよう。

まず、個人消費についてみると、2年度は金利上昇の影響を受けて消費関連の借入金の伸びが鈍化している。全国銀行の消費者信用の新規貸出額をみると、2年10～12月以降ウエイトの高い用途不特定分（いわゆるフリーローン）のほか、消費財・サービス向けも前年を下回っているため、前年比で昭和56年7～9月期（△1.1%）以来のマイナス（2/7～9月15.4%→3/1～3月△15.4%）となっている。もっとも、家計の金融資産・負債は全所得階層でネット資産超となっており、金利の上昇は、利子受取りの増加をもたらすため、全体として消費を抑制しているとは考えられない。

家計に対する金利上昇の影響はむしろ住宅投資に顕著に表れている（図表24）。2年度は10月にかけて住宅金融公庫金利や民間住宅ローン金利が上昇し、これが持家の取得能力と貸家採算を低下させ、年度後半から住宅着工戸数の伸び鈍化に影響を及ぼしはじめている。全国銀行の住宅信用（ローン）の推移

（図表23）各種収益率と設備投資、手元流動性の動向（%）



（注）借入れコストには長期プライムレートを使用。

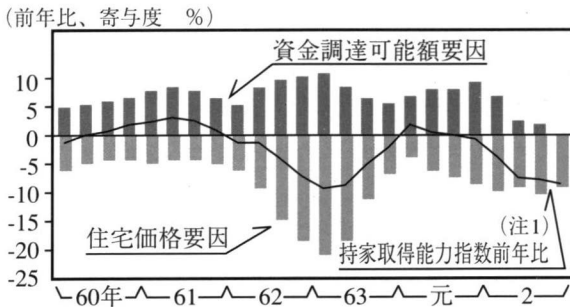
（資料）大蔵省「法人企業統計季報」、  
日本銀行「経済統計月報」

(図表24) 住宅投資と金利

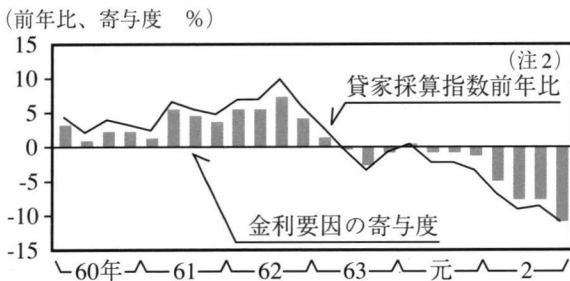
(1) 住宅ローン金利の推移



(2) 持家取得能力の推移



(3) 貸家採算指数の推移



(注1) イ. 持家取得能力指数 = 住宅取得資金調達可能額 / 住宅価格  
 ロ. 住宅取得資金調達可能額

$$= \left\{ Y/4 - C \cdot \frac{r(1+r)^n}{(1+r)^n - 1} \right\} \cdot \frac{(1+i)^t - 1}{i(1+i)^t} + C + S - L$$

ただし Y: 可処分所得 (全国・勤労者世帯)

C: 住宅金融公庫個人住宅建設資金  
 貸付限度額

r: 住宅金融公庫貸付利率

i: 民間住宅ローン貸付利率

n: 住宅金融公庫返済期間

t: 民間住宅ローン返済期間

S: 期首貯蓄残高 (全国・勤労者世帯)

L: 期首負債残高 (全国・勤労者世帯)

ハ. 住宅価格 =  $\alpha \cdot PL + \beta \cdot PH$

ただし  $\alpha$ : 全国市街地価格指数 (住宅地)

$\beta$ : 建設工事費デフレター (住宅総合)

PL: 基準時地価 (63年度公庫利用者平均)

PH: 基準時建築費 (〳)

(注2) イ. 貸家採算指数 = 家賃 / 貸家建築費負担

$$\text{ロ. 貸家建築費負担} = \frac{r(1+r)^n}{(1+r)^n - 1} \cdot PH$$

ただし、PH: 建設工事費 (CPI設備修繕維持)

r: 民間住宅ローン貸付利率

n: 民間住宅ローン返済期間

をみても、住宅ローン金利利上げの影響等から新規貸出額が大幅に前年を下回っている (前年比・元/10~12月13.1%→3/1~3月△25.2%)。こうした影響から、実質GNPベースの住宅投資は2年10~12月には前期比マイナスに転じた。

以上みてきたように、今回の利上げ局面においては、銀行の貸出金利や預金金利が市場金利の上昇に過去と比べ速やかに追随するようになってきた一方で、企業サイドでは、ポートフォリオ選択の観点から踏まえて実物、金融資産投資に関する意思決定を行うように

なってきたおり、金利機能が全般に強まってきたと評価しえよう。

一方、家計サイドでは、過去の引締め局面と同様、金利上昇はコスト効果を通じるかたちで、2年度後半以降住宅投資を抑制する方向で作用している。

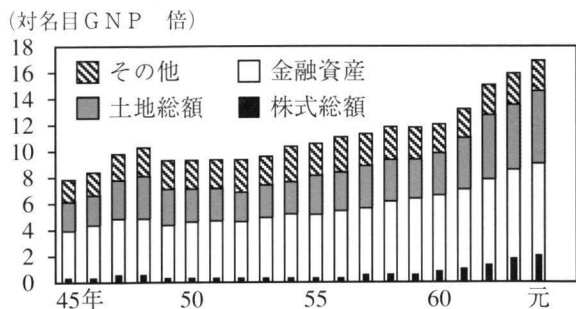
なお、このほか金利上昇に伴って不動産や株式等の資産価格の調整が引き起こされた点、あるいは株式の下落がさらに企業の資本市場からの調達コストを上昇させた点なども利上げの波及経路としては無視しえないが、これらの側面については、次章でみてみよう。

### 3. 資産価格の変動と影響

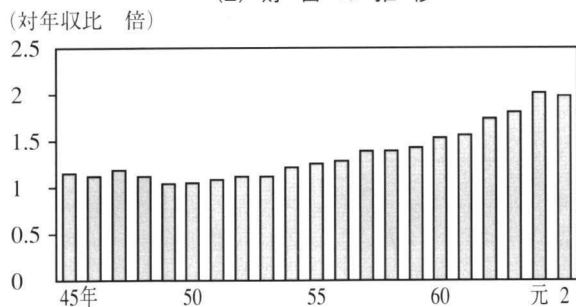
わが国の名目資産額は、近年急速な勢いで増加してきた（図表25）。これには、対外収支黒字の累積が寄与してきたことは当然としても、昭和50年代末頃からの土地や株式など

（図表25）日本経済のストック化

（1）総資産額の推移



（2）貯蓄の推移



（資料）経済企画庁「国民経済計算」、  
総務庁「貯蓄動向調査」

の資産価格の急騰による面が強かったのも事実である。

こうした資産価格の上昇は、インフレ期待を強める、ないしは将来の物価上昇を現時点で先取りして上昇しているという意味で、一般物価水準に対して先行性を持っていると考えられる（注9）。また、資産保有者と非保有者の所得配分をゆがませ、両者間の不平等感を拡大するとともに、経済全体が投機色を強め不健全化したり用地費の上昇を通じて社会資本整備の妨げとなるなど、長期的にみて安定的な経済成長を阻害する可能性が強い。さらに、資産価格の過度の上昇のあと、急激な調整が生じれば、金融システムの安定性が脅やかされるという側面も否定できない。

日本銀行は、一昨年5月以降5回にわたり公定歩合の引上げを実施してきたが、こうした利上げ措置の決定に際しては、景気堅調の下での物価上昇圧力の高まりといった点に加えて、総合判断の一環として、地価の上昇とそれがもたらす弊害といった点も考慮に入れてきている。

平成2年度のわが国経済を振り返ると、こう

（注9）この点を統計的に検証するため、わが国の地価と物価との間で時差相関をみると、地価が物価に1年程度先行して上昇している。ただ、最近では、このタイム・ラグが以前よりも長くなっており、56年以降で計測すると、2年まで伸びている。一方、株価は、地価に対しさらに1年程度先行して変動していることがわかる。

資産価格と物価の関係  
（時差相関分析）

|                                | 時差相関、( )内ラグ   |           |
|--------------------------------|---------------|-----------|
| 地価 → GNPデフレーター<br>〈昭和46年～平成2年〉 | 0.60          | (1年)      |
|                                | うち 昭和56年～平成2年 | 0.53 (2年) |
| 株 価 → 地 価<br>〈昭和46年～平成2年〉      | 0.69          | (1年)      |

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

した資産価格の騰勢が鈍化、あるいは下落したことが大きな特徴として挙げられるが、以下では、資産価格の動向を振り返るとともに、その変動が経済活動に及ぼした影響について検討してみよう。

### (1) 2年度における資産価格の動向

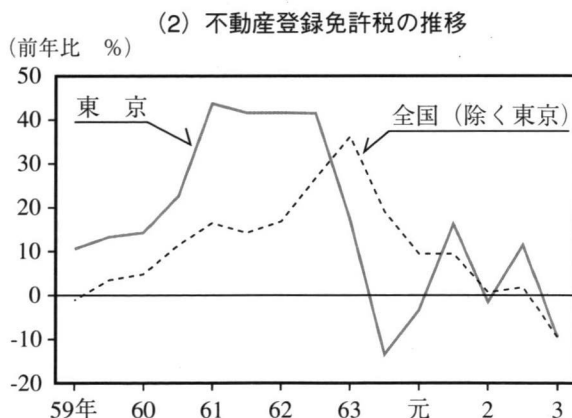
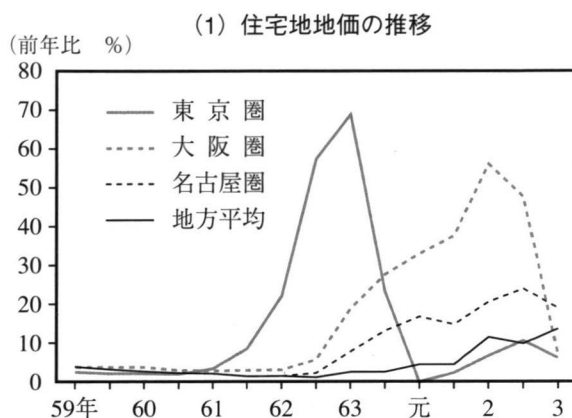
地価については(図表26)、平成2年度の前半まではまだ上昇傾向がみられたところが多く、名古屋圏や地方都市の一部では高い上昇率を示したが、金利の上昇や不動産関連融資規制などの影響から秋以降全般に騰勢は鈍化し、下落に転じた地域もみられはじめている。この間、不動産取引金額の動向を反映する不動産登記にかかる登録免許税の収入をみると、2年度半ばから減少に転じている(注10)。

一方、株価についてみると(図表27)、日経平均株価(東証1部、225種、終値)は元年12月29日の38,915円をピークに、2年に入ると下落傾向に転じ、とくに8月の湾岸危機発生後は金融経済情勢の先行きに対する不透明感の強まりを受けて、10月1日には20,221円(2年度中最安値)にまで急落した。その後は、薄商いの中一進一退の展開となったが、3年2月に入り米国株式市況の上伸などを受けてやや戻し、3月末は26,292円(前年度末比△12.3%)で年度越えした。この間、

東証1部市場の1日あたり売買代金は2年度は6,585億円にとどまり、ピークであった前年度と比べ42%減少した(注11)。

このほか、ゴルフ会員権や絵画の価格も一昨年まで急激に上昇したが、2年度にはかなり下落したものとみられる(注12)。

(図表26) 地価と不動産取引金額の動向



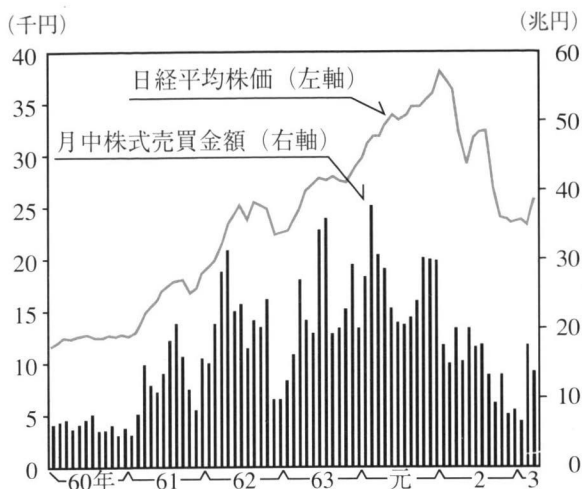
(資料) 国土庁「公示地価」「都道府県地価」、  
法務省「法務統計月報」

(注10) 平成元年度までの地価上昇の背景と影響については、日本銀行調査月報平成2年4月号研究「わが国における近年の地価上昇の背景と影響について」参照。

(注11) この間、こうした上場市場の不振とは対照的に株式の店頭市場は活況を呈し、2年中の店頭登録銘柄の売買代金は6兆408億円で前年比3倍に急増し、店頭公開企業も大幅に増加した。

(注12) 土地、株式を除けば、ゴルフ会員権、絵画などの資産については客観的な価格指標がないため、正確な価格動向を把握するのは難しい。ちなみに、日経産業新聞の調査による全国主要500コースのゴルフ会員権相場指数によれば、57年1月を100として、2年3月に948まで上昇したあと、3年2月には640まで3割強下落した。もっとも、その後は値頃感からの買いが入り、下げ渋っている。

(図表27) 日経平均株価と株式売買金額の推移



(注) 日経平均株価は東証225種月中平均。  
月中株式売買金額は東証第一部。

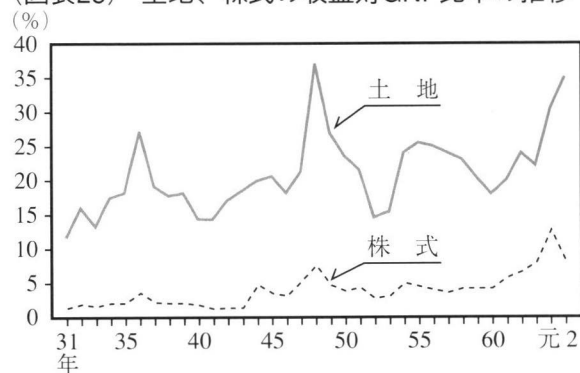
(資料) 日本銀行「経済統計月報」、  
東京証券取引所「東証統計月報」

土地・株式といった資産の価格を、資産が生み出す収益の名目GNPに対する比率によって評価してみると(図表28、注13)、土地の同比率は、岩戸景気のピークであった昭和36年や既往ピークの48年を除けば15~25%の範囲に収まってきたが、61年以降大幅な上昇が始まり、2年入り後も、地価上昇率の鈍化によって増加ピッチはわずかに鈍ったものの同比率は引続き上昇し、48年に迫る水準にまで達している。また、大都市圏の地価の上昇はとりわけ著しく、首都圏の新規売出しにかかるマンションや建売

住宅の平均価格を京浜地区の勤労者世帯の平均年収で除した値(年収倍率)も、62年頃から急速に上昇し、2年は8倍前後にまでなっている(図表29)。さらに、わが国の地価を米国、EC諸国と比較しても、わが国の相対的な高さがみてとれよう。

次に、株式の同比率をみると、40年代半ば以降緩やかな上方トレンドがみられるが(注14)、とくに61年以降上昇が加速化しており、元年には12.9%と過去最高水準にあった48年を大きく上回った。もっとも、2年

(図表28) 土地、株式の収益対GNP比率の推移



(注) 1. 資産総額×利子率/ GNPにより算出。  
2. 利子率には上場電話債、国債最長期(10年)を使用。  
3. 平成2年は国民経済計算ベースの資産総額が発表されていないため、土地資産総額としては、前年末土地資産総額×公示地価前年比上昇率(3年1月1日現在)を、株式資産総額としては、前年末株式資産総額×日経平均株価前年比上昇率(2年12月28日現在)を使用。

(資料) 経済企画庁「国民経済計算」、  
日本銀行「経済統計月報」、  
国土庁「公示地価」

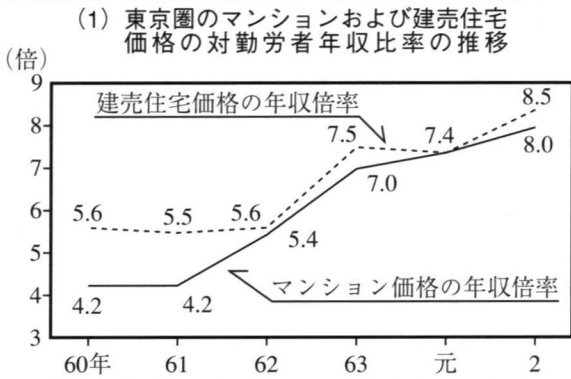
(注13) 本来は土地利用収益として地代の推移をみるべきであるが、わが国の現状では地代が借地法の制約等のために極めて低いまま放置されていることが多く、土地利用収益の適切な指標となり得ないのが実情である。そのため、ここではマクロ的に土地利用収益を計測することとした。具体的には、

$$\begin{aligned} \text{資産価格} &= (\text{資産が生み出す}) \text{収益} / \text{利子率} \quad \text{より} \\ \text{収益総額} / \text{GNP} &= \text{資産総額} \times \text{利子率} / \text{GNP} \quad \text{という関係が} \\ &\text{成り立つので、この式に基づいて収益水準を計測した。} \end{aligned}$$

(注14) 株式の場合、企業収益の伸びが公的部門と民間部門、あるいは企業と家計の分配の変化により名目GNPの伸びと必ずしも一緒にならないうえ、特に昭和30~40年代には株価が過小評価されていたとみられる点に留意が必要であろう。



(図表29) 住宅地地価水準の対年収・GNP比率



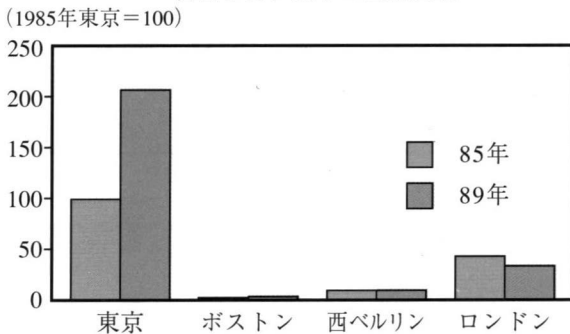
(注) 1. 住宅価格は、(株)不動産経済研究所の調査による東京圏の新規売出マンションおよび建売住宅の平均価格である。

\*東京圏：

- 〈マンション〉東京、神奈川、千葉、埼玉
  - 〈建売住宅〉東京、神奈川、千葉、埼玉、茨城南部
2. 年収は、総務庁「貯蓄動向調査」による京浜地区の勤労者世帯の年収の平均である。

(資料) 国土庁「平成2年度土地の動向に関する年次報告」より転載

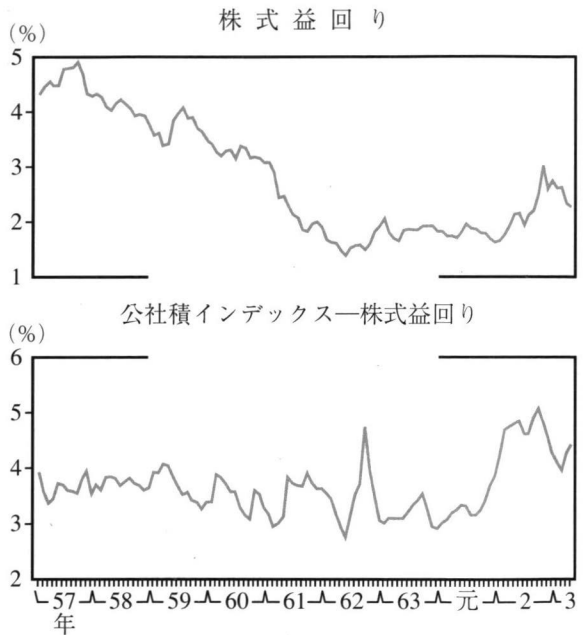
(2) 住宅地地価の対1人当り名目GNP比率の国際比較



(資料) 国土庁「公示地価」、Urban Land Institute「Urban Land」、独連邦統計局「Statistisches Jahrbuch」、英国内国歳入庁評価局「Property Market Report」、経済企画庁「国民経済計算」、日本銀行「国際比較統計」、国際連合「Monthly Bulletin of Statistics」

に入ると、株価の急落により水準の修正が進んだ。こうした関係を株式益回り（1株当り利益/株価、 $PER < 株価収益率 >$ の逆数、図表30）で見ると、62～元年にかけては株価の上昇や株式数の増加によって大幅に低下してきたが、2年入り後は株価の下落により上昇に転じたことがわかる。また長期金利との関係でも（注15）、過去10年間の平均的な推移に比べ、株式益回りが長期金利との関係でかなり低いレベルに

(図表30) 株式益回りの推移



(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

(注15) 株価は将来の企業収益を適当な割引率で割引いたものの総和と考えられ、単純化すれば、

$$\text{株価} = \frac{1 \text{株当り利益} \times 100}{\text{長期金利} + \text{リスクプレミアム} - 1 \text{株当り利益の期待成長率} (\%)}$$

と表される。

$$\begin{aligned} \text{したがって、株式益回り} (\%) &= 1 \text{株当り利益} / \text{株価} \times 100 \\ &= \text{長期金利} + \text{リスクプレミアム} - 1 \text{株当り利益の期待成長率} \end{aligned}$$

という関係が成立する。

$$\begin{aligned} \text{この結果、株式益回りと長期金利の関係は、} \\ \text{長期金利} - \text{株式益回り} &= \text{長期金利} - (\text{長期金利} + \text{リスクプレミアム} - 1 \text{株当り利益の期待成長率}) \\ &= 1 \text{株当り利益の期待成長率} - \text{リスクプレミアム} \end{aligned}$$

となり、両者の差は理論的にはこの2変数のみで表される。

あったことが、2年入り後の株価水準の訂正につながった面もあるものと考えられる。

## (2) 資産価格変動の経済的影響

次に、最近の資産価格の変動が各経済主体に及ぼした影響について具体的にみてみよう。

### (イ) 家計部門

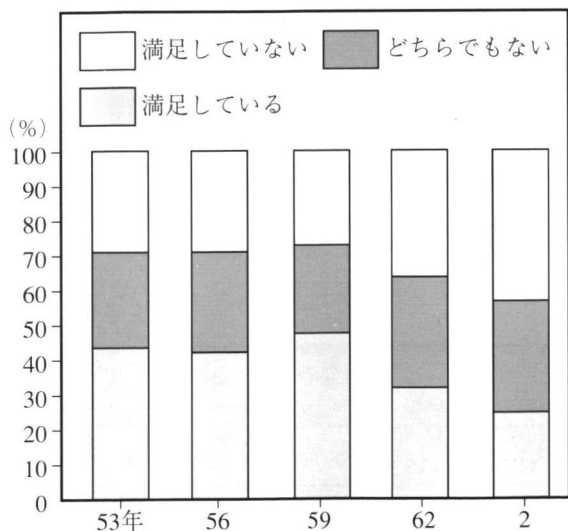
#### (不平等の拡大)

家計部門についてみると、資産価格上昇の過程で、既に資産を保有している家計と保有していない家計との間で、また家計と企業との間での双方で不平等が拡大した。

まず、家計間についてみると、家や土地を保有していない者が新規に家を取得することが困難な状況となりつつある。経済企画庁の調査によっても、「持とうと努力すれば自分の家が持てること」という質問に対しては、不満足を示す家計の回答が2年度に入ってもなお拡大を続けた(図表31)。

(図表31) 不公平感の高まり

持とうと努力すれば自分の家が持てること

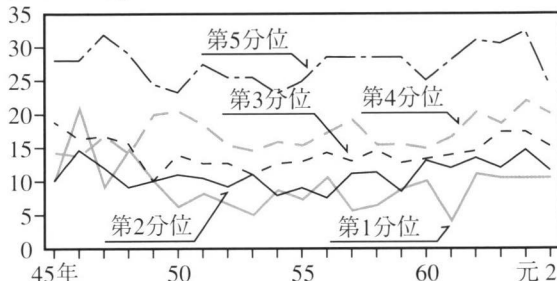


(資料) 経済企画庁「国民生活選好度調査」

家計間の金融資産保有状況をもても(図表32)、61年以降元年までは高額所得層ほど金融資産に占める有価証券保有シェアが高く、この格差が拡大してきたほか、高額所得層ほど財産所得を伸ばしてきたことがうか

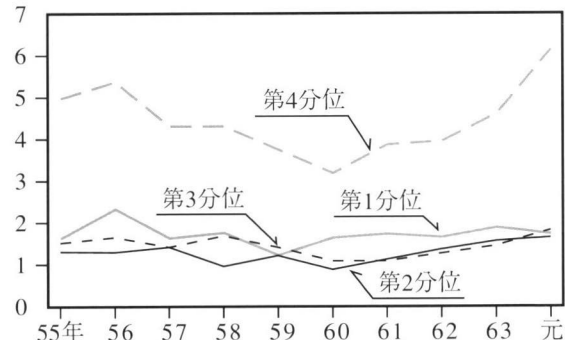
(図表32) 有価証券保有状況と所得の関係

(1) 金融資産に占める有価証券のシェア(勤労者世帯)  
(シェア %)



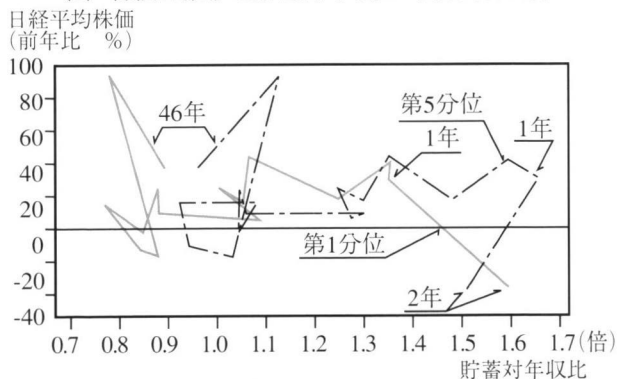
(注) 貯蓄動向調査による分類。第5分位が最高額所得層。

(2) 所得に占める財産所得のシェア  
(構成比 %)



(注) 国民生活基礎調査による分類。第4分位が最高額所得層。

(3) 株価の推移と貯蓄対年収比(勤労者世帯)



(資料) 総務庁「貯蓄動向調査」、厚生省「国民生活基礎調査」

がわれる。しかしながら、2年になるとこれまで金融資産のキャピタル・ゲインによって増えてきた高額所得層の貯蓄が、株価の急落によるキャピタル・ゲインの縮小によって年収対比でみて減少している姿がみてとれる。

一方、家計と企業との関係についてみると、評価額の上昇に伴う家計の相続税負担が増加しており、とくに大都市圏では、相続税支払いのため、保有不動産の全部ないしその一部を売却するケースが増えている。これに対し、企業には相続税と同種の税が存在せず、したがって、長期的にみて家計のキャピタル・ゲインは税収というかたちで政府に吸収されがちな一方、企業は多額の含み益を抱えたまま資産を保有している状態が続いてきた。

#### (資産価格の変動と家計支出)

資産価格の変動が、家計支出に与える影響については、まず個人消費面では、2年度においては、とくに株価下落が与えたインパクトが目立つが、これについてはわが国の場合、家計の保有する金融資産に占める株式の比率が14%（平成元年末現在）と比較的低い（例えば米国は88年末23%）ことを考慮す

ると、マクロ的には所得要因による影響などと比較して必ずしも大きくないものと考えられる。もっとも、マクロ的には軽微でも、これを所得階層別にみれば様相はやや異なり、資産蓄積の進んだ高額所得層の消費はいくらか株価下落の影響を受けたもの(注16)とみられ、実際、絵画、輸入車、高級衣料などの高額商品の売れ行きが昨年半ばから減少している背景にはこうした影響もあったと考えられる。

次に住宅投資へのインパクトについては、株価下落に加え地価の騰勢鈍化の影響が考えられるが、61年以降元年までは高額所得層ほど住宅・土地向け負債を増加させる一方、一層のキャピタル・ゲイン獲得ないし節税の目的で一段と住宅・土地購入意欲を高めてきたことがうかがわれるが、2年度入り後は株価の下落と地価上昇の鈍化により、こうした高額所得層が、住宅・土地向け負債を減少させるとともに、住宅・土地購入意欲を減退させたのがみてとれる（図表33）。つまり、2年度には株価下落による資産の目減りや地価の上昇期待の弱まりから、高額所得層の不動産需要が次第に後退したとみることができよう(注17)。

(注16) なお、今後地価が下落した場合の消費への逆資産効果についてみると、家計部門の保有資産の53%（元年末）が土地によって占められているだけに、地価下落のインパクトは無視することはできないが、実際に土地資産と金融資産を独立の説明変数として加えた消費関数を推計してみると、地価変動による資産効果は必ずしも有意に検出されず、その影響を過大視するべきではないと思われる。

(注17) ただし、地価が今後下落していくと仮定しても住宅投資一般が急激に冷え込む可能性は小さい。例えば地価下落の住宅投資への影響を計量マクロ・モデルによるシミュレーションでみると、1年目は土地値上がり期待による着工が剥落するために減少するが、中期的には割安感の出た住宅に対しては低所得層においても購入意欲が高まるため、プラスの効果が上回る。したがって、むしろ地価下落は中長期的には住宅投資推進効果を持っていると考えられる。

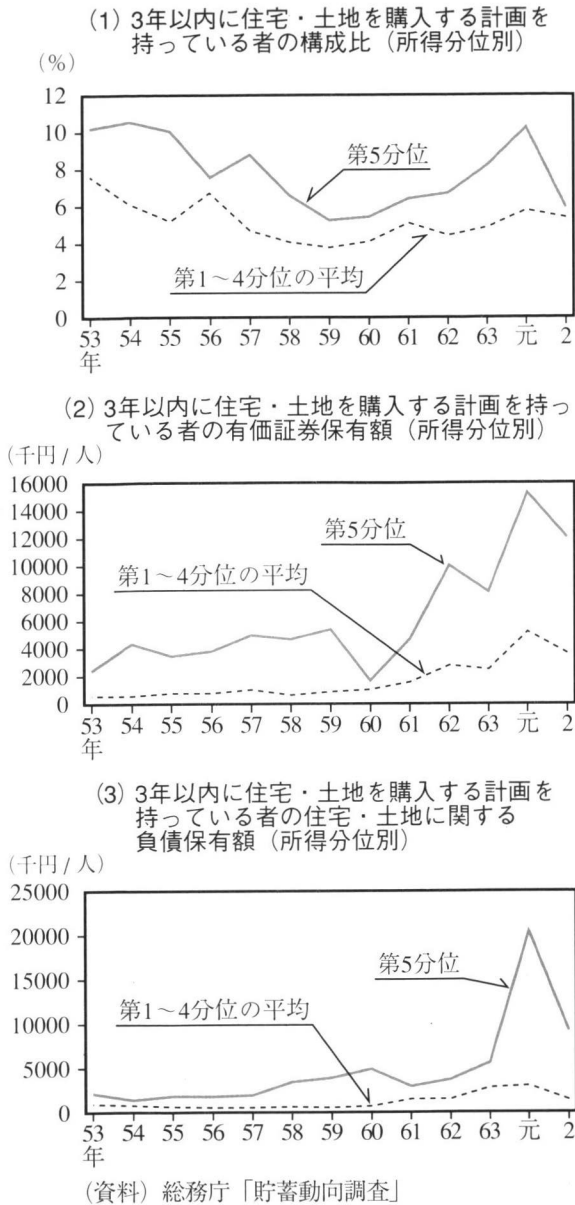
地価下落の住宅投資への影響  
地価10%下落時のシミュレーション

(単位 %)

|                    | 1年目  | 2年目  | 3年目 |
|--------------------|------|------|-----|
| 実質住宅投資<br>(GNPベース) | △3.0 | 0.3  | 5.0 |
| 持家着工戸数             | △6.8 | △1.3 | 7.3 |

(注) 日本銀行マクロ・モデルによる試算。

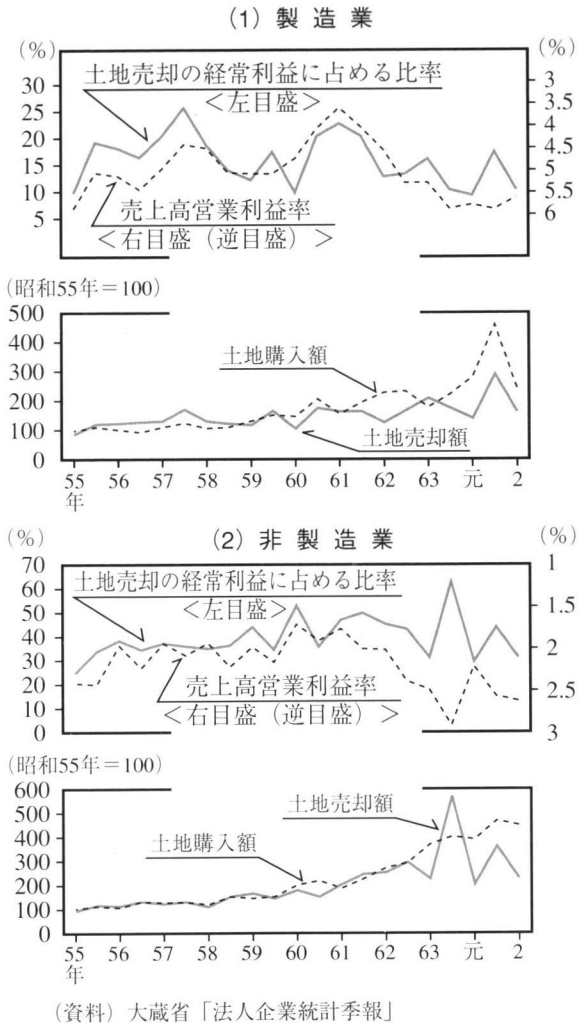
(図表33) 住宅・土地購入計画と資産価格



(口) 企業部門

不動産業、金融関連を除いた企業部門において資産価格変動が及ぼした影響をみると、製造業では、60年以降土地の売買を活発化し元年度後半には急増させてきたが、これを収益面からみると(図表34)、61年には土地売却額の経常利益に占める割合が上昇しており、営業利益の補てん機能を果たしたことがう

(図表34) 土地資産売買と売上高営業利益率



かがわれる。元年以降は、高収益が続いた中、むしろ工場増設や本社移転等設備投資のためや社宅、厚生施設建設のために、土地売買を積極化させてきたものと思われる。一方、非製造業(除く不動産、電力、運輸・通信、金融)では、60年以降は土地の買入れを増やす中で、売却も63年後半には急増した。2年に入ってから動向をみると、製造業、非製造業のいずれについても土地の売却額が減少しており、土地売却額の経常利益に占める比率も低下している。

一方、元年までの株価急騰は、内外資本

市場におけるわが国企業のエクイティ・ファイナンス（転換社債、ワラント債の発行、有償増資といった資本増加につながる資金調達）を61年度以降急増させ、元年度には合計26兆円の調達規模に達した。しかしながら、2年度に入り、株価下落の影響でエクイティ・ファイナンスは5兆円と著しく落

込んだ（図表35）（注18）。なおこうした動きが企業行動に与えた影響を資本コストの面から考えてみると、2年度は、エクイティ・ファイナンスの不調から企業は資金の調達方法を借入りにシフトさせたが、こうした企業の資金調達割合の変化により、資本コストは追加的に1%弱上昇した程度（図表36）と

（図表35） 全国上場企業のエクイティファイナンス

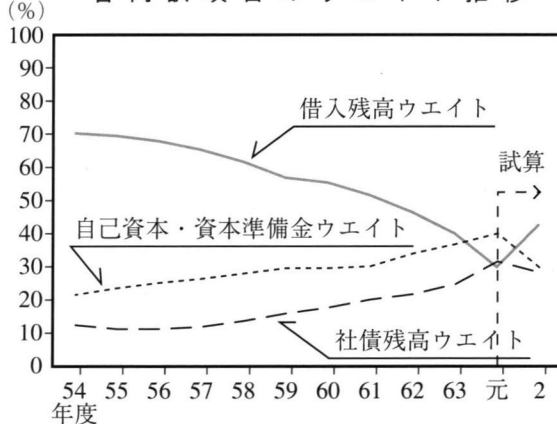
（単位 億円）

| 年度 | 転換社債   |        |        | ワラント債 |        |        | 増資     |       |        | 合計      |
|----|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|-------|--------|---------|
|    | 国内     | 海外     | 小計     | 国内    | 海外     | 小計     | 国内     | 海外    | 小計     |         |
| 60 | 15,855 | 9,480  | 25,335 | 550   | 8,662  | 9,212  | 6,513  | 107   | 6,620  | 41,167  |
| 61 | 34,680 | 4,853  | 39,533 | 1,040 | 19,932 | 20,972 | 6,315  | 6     | 6,321  | 66,826  |
| 62 | 50,550 | 10,766 | 61,316 | 0     | 34,390 | 34,390 | 20,839 | 390   | 21,229 | 116,935 |
| 63 | 69,945 | 10,732 | 80,677 | 0     | 49,798 | 49,798 | 45,638 | 165   | 45,803 | 176,278 |
| 元  | 76,395 | 17,421 | 93,816 | 9,150 | 81,801 | 90,951 | 75,630 | 3,364 | 78,994 | 263,761 |
| 2  | 9,110  | 4,594  | 13,704 | 3,950 | 26,279 | 30,229 | 6,455  | 0     | 6,455  | 50,388  |

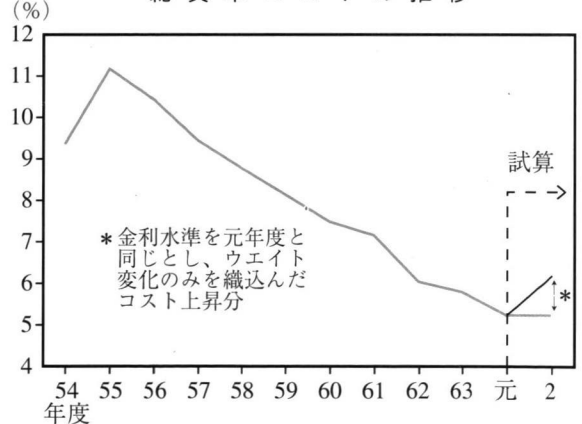
（資料）公社債引受協会「公社債月報」等

（図表36） 資本コストの試算

各内訳項目のウエイト推移



総資本コストの推移



（試算の方法）

- ① 企業（15業種（注）に分類）の資金調達残高に占める借入、社債、増資のウエイトの推計式を日経平均株価、社債利息率、資金繰り判断D.I.を用いたパネル分析によって回帰。
- ② 同式を用いて2年度の各ウエイトを推計。
- ③ ②のウエイトを用いて、企業の資金調達ポートフォリオの変化のみによって起こされる資本コストの上昇を計測。

（資金調達ウエイトの推計式は以下のとおり）

$$W_{1i} = \alpha_i + \beta \cdot \frac{1}{2} \sum_{t=0}^{-1} SPI_{it} / 1000 + \gamma \cdot RBND_{i,t-1} < 0.96 >$$

$$W_{2i} = \alpha'_{i'} + \beta' \cdot \Delta SPI_{it} + \gamma' \cdot \frac{1}{2} \sum_{t=0}^{-1} DI_{it} < 0.98 >$$

$$W_{3i} = 1 - W_{1i} - W_{2i} < > \text{内 } \bar{R}^2$$

W<sub>1</sub> : 社債による資金調達残高  
W<sub>2</sub> : 増資による資金調達残高  
W<sub>3</sub> : 借入による資金調達残高  
SPI : 業種別日経平均株価  
DI : 資金繰り判断D.I.  
RBND : 社債利息率

（注）食品、繊維、紙パ、印刷、化学、石精、窯業、鉄鋼、非鉄、金属、一般機械、電気機械、輸送用機械、精密機械、その他。

（資料）日本銀行「主要企業経営分析」「主要企業短期経済観測調査」「経済統計月報」、東京証券取引所「東証統計月報」

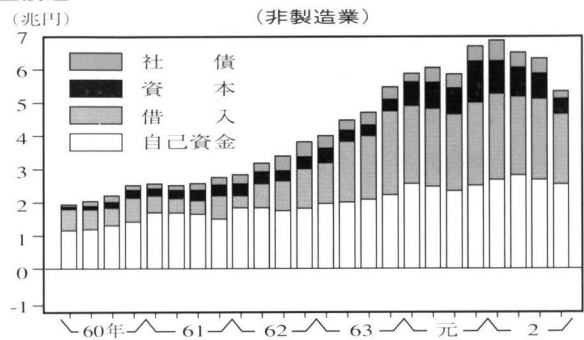
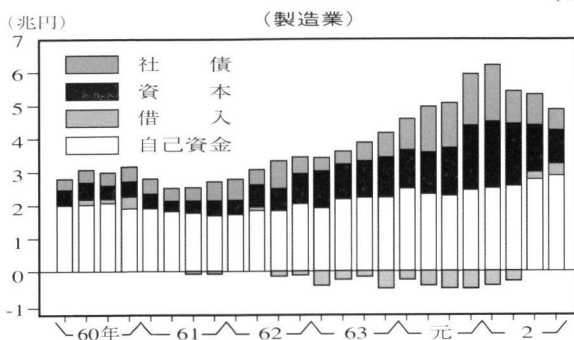
試算され、先にみたように実物投資の収益率が引続き高い状況の下では、こうした資金

調達の変化が直ちに設備投資の大きな抑制要因とはならなかったと評価できよう。

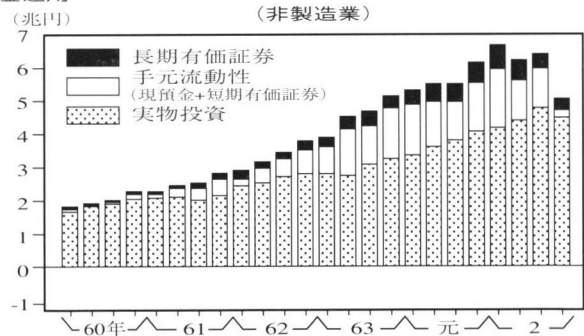
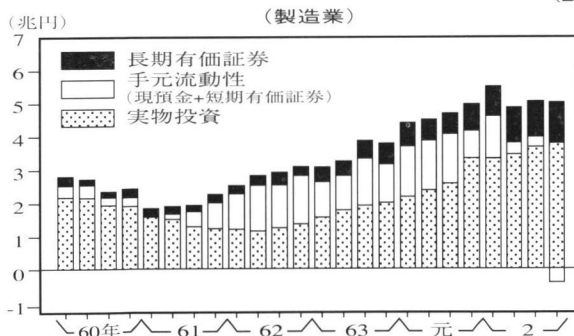
(注18) こうした資本市場環境の悪化が企業財務に与えたマクロ的影響をチェックすると、製造業と非製造業ではかなり異なった姿がみられた。すなわち、製造業では60年代に入って起債および増資形態で調達した資金を実物投資や借入返済に充ててきたが、非製造業では、エクイティ・ファイナンス以上に借入れ(含むCP)による調達を積極化させ、資金を実物資産投資に充てたほか、大口定期や特定金銭信託・ファンドトラストで運用する傾向が元年度までみられた。こうした資金調達・運用形態の両者の差異から、2年度の株価下落の影響については、製造業では、元年度までの財務体質の改善により金利上昇の影響を比較的小幅にとどめたのに対し、非製造業については、金融収支の悪化に加え株式等の売却損や評価損の計上の規模が比較的大きかったとみることができよう。

### 企業の資金調達と運用

(1) 資金調達



(2) 資金運用



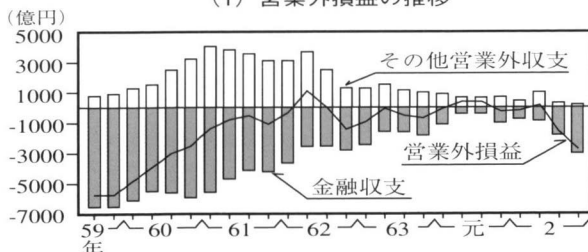
(注) 後方4期移動平均。

(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

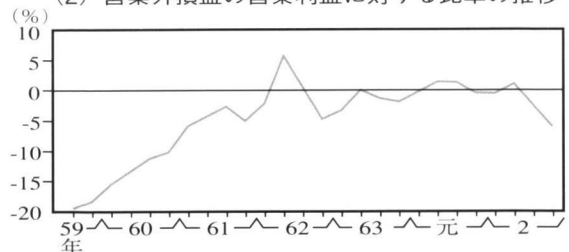
この結果、全産業ベースでも、営業外損益は2年度に入り悪化しているが、金融収支のほか、株式等の売却損益や評価損が一般に計上されるその他の営業外収支も減少しつつある。

### 営業外損益の動向

(1) 営業外損益の推移



(2) 営業外損益の営業利益に対する比率の推移



(注) 1. 「金融収支」とは、(受取利息+有価証券利息+受取配当金) - (支払利息および割引料 + 社債利息) を指す。「其他営業外収支」とは、(有価証券売却益 < 投資有価証券を除く > + 仕入割引等) - (有価証券売却損 < 投資有価証券を除く > + 売上割引等) を指す。

2. いずれも後方2期移動平均。

(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

(ハ) 不動産業

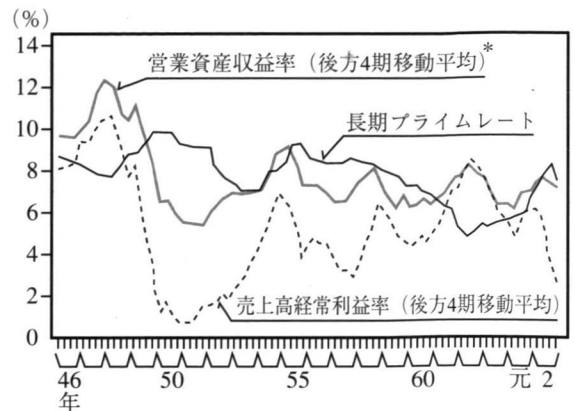
2年度の地価騰勢鈍化は一方で不動産取引量の減少を招いたが、こうした影響を最も強く受けたのは不動産業であろう。不動産業の収益状況をマクロ的にみると(図表37)、2年度半ばから、調達コストの上昇に加え、不動産売買件数の減少などもあって売上高経常利益率が急速に低下している。ただ、売上高経常利益率の水準は、なお50年代前半の不動産不況期ほどには低下しておらず、大手企業の中には3年3月期決算で史上最高益を記録した先が少なからずみられる。

資金繰り面でも不動産業者の緩和感は後退しており、倒産も増加傾向にある(図表38)が、倒産件数を既存企業数との対比でみれば、50年代後半のレベルにまで増加した程度で、第1次オイルショック後と比べ水準は低い。また倒産企業の負債金額も大型化しているが、これは過去数年来、企業体力をはるかに越えた借入れを行って業容を急拡大させてきた一部企業の蹉跌を映じたものである。

(二) 金融部門

金融機関についてみると、地価上昇の過程で不動産業向け貸出を積極的に増加させた結果、全国銀行の総貸出に占める不動産業向け貸出のシェアは上昇を続け、2年3月末には12.3%(60年末は8.6%)まで上昇した(注19)。しかしながら、2年度に入ってから、地下の騰勢が鈍化する下で大蔵省による不動産関連融資規制の影響等もあって金融機関が信用リスクをより重視するようになった結果、3年3月末には同シェアは11.8%まで低下するとともに、不動産業向け貸出

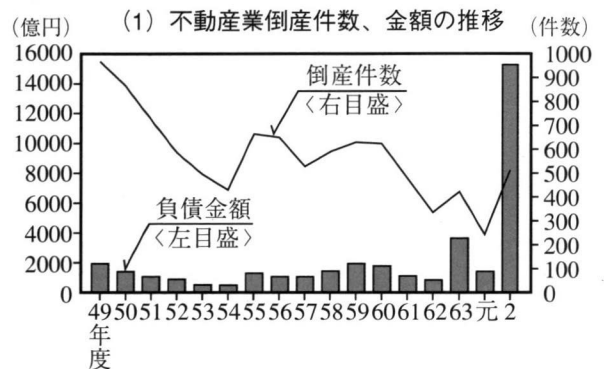
(図表37) 不動産業の収益率推移



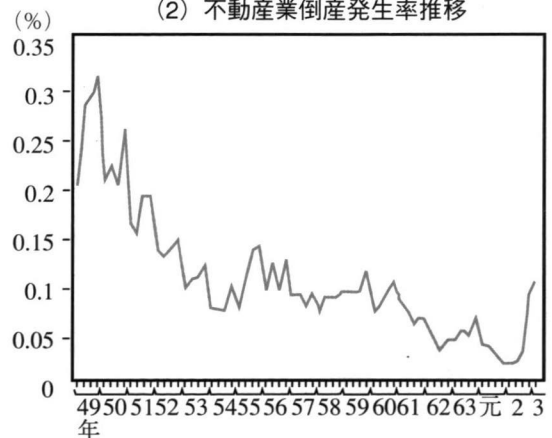
\*営業利益/[棚卸資産(原材料を除く)+固定資産(有形+建設仮勘定)]

(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

(図表38) 不動産業の倒産動向



(2) 不動産業倒産発生率推移



(資料) 東京商工リサーチ「倒産月報」、大蔵省「法人企業統計季報」

(注19) 不動産担保融資比率をみても、全国銀行計で2年3月末には25%にのぼっている。

の前年比増加率も、2年3月末の+15.3%から3年3月末には+0.3%まで急速に下がってきている（注20）。

株価変動の影響については、これまで金融機関は、株価急騰に伴う保有株の含み益増大と自らのエクイティ・ファイナンス実施によって含み益を算入したベースの自己資本を増加することができたが、2年度に入ってから株価下落等により、収益面では保有する株式や特定金銭信託の償却がかなり拡大したほか、一部の銀行では63～元年にかけて発行されたプット・オプション付スイス・フラン建て転換社債のオプション行使期限到来に伴い為替差損・償還損も発生した。このほか、資金利鞘の縮小なども加わって、経常利益、当期利益とも減益を余儀なくされた業態が多い。

また、2年度前半の株価急落によって中間決算時には一時的にB I S基準による自己資本比率がかなり低下した。このため、銀行各行では同比率を引上げるべく8～9月だけで2兆2千億円にのぼる大量の劣後ローン調達（B I S比率算定上自己資本に算入）を図ったほか、不採算取引の抑制を中心とする資産規模の伸び圧縮に年度半ば以降本格的に取り組んできた。こうした結果、年度末にかけての株価の戻りもあって、2年度末については、中間決算期末と比べ自己資本比率が改善した先が多く、B I S基準による2年度末の経過

基準（7.25%以上）を対象行全行が達成した模様である。

一方、証券会社については、元年度まで株価上昇に伴う株式市場の活況に支えられ収益を順調に拡大してきたが、2年9月中間決算は、株式や転換社債の委託手数料の大幅減、エクイティ・ファイナンスの急減に伴う引受手数料等の減少に加え、株式、ワラント等の売買損益の悪化も加わって、大幅な減益となった。下期についても、株式売買代金やエクイティ・ファイナンスの低迷から収益低調が続いた。

以上各部門ごとにみてきた資産価格変動の影響をまとめてみると、地価の騰勢鈍化は不動産などの収益を圧迫するとともに金融機関の与信リスクへの認識を高める一方、株価の下落は、企業のエクイティ・ファイナンスを急減させたほか、金融機関、証券会社等の収益悪化を招いた。このように株価の下落等が、金融機関・証券会社の経営面に少なからぬ影響を与えたのは事実であるが、わが国の金融機関、証券会社はいずれもここ数年の高収益局面で内部留保の蓄積を進めてきた結果、経営基盤も充実してきていると考えられる。この間、金融機関の行動については、信用リスクや採算性をより重視する姿勢が強まっている。一方、実体経済面については、住宅投資にマイナスの影響が出ているほかには、これまでのところ目立った需要の下押しには結び

（注20）この間、ノンバンクは、融資業務を中心に近年業容を急拡大させてきた（平成2年3月末の貸付金残高は69兆円）が、平成2年度に入って金利の上昇、不動産関連融資規制、地価の騰勢鈍化などにより、経営環境は厳しさを増した。ノンバンクの資産内容を大蔵省による上位200社の任意調査によってみると、平成2年9月時点で貸付に占める不動産向けが35.7%、建設業向けが4.5%となっている。また、不動産を担保とする貸付金は61.5%にのぼっている。こうした実態等を踏まえ、土地に係るノンバンクの貸付の実態把握等を目的として貸金業の規制等に関する法律の改正が3年5月に国会で成立し、事業報告書の提出義務づけ等が新たに定められた。



ついていないとの評価が可能であろう。

こうした状況の下、資産価格の上昇によって引起こされた家計間における不平等感の拡大が、勤労意欲等への影響にも絡んで引続き問題として残されており、今後とも地価の沈静化傾向を定着させていくことが重要であろう。

#### 4. わが国経済の展望と課題

これまでみてきたように、平成2年度のわが国経済は、湾岸危機による原油価格の急騰や株価急落といった変化をも乗越え、景気の持続的拡大を実現させてきた。

わが国経済の先行きを展望すると、一昨年来の金利上昇効果が徐々に浸透していく中で、国内需要を中心に景気の拡大テンポの減速が予想されるが、その程度は比較的緩やかなものにとどまる可能性が強く、全体として景気は底固く推移するものとみられる。すなわち、企業収益は原油価格低下などによる交易条件の改善を主因に好転に向かうほか、湾岸戦争終結に伴い企業家・消費者心理の面でも先行きに対する不透明感が薄らぎつつある。このため、企業の設備投資は、研究開発や人手不足対応を目的とする独立投資誘因の強さを背景に、堅調を持続すると見込まれるほか、家計においても個人消費が所得環境の良好な中で増加傾向を続けるとみられる<sup>(注21)</sup>。

こうした状況下、製品・労働需給の引締め感が続くともみられる中で、人件費、物流費や外注加工費などのコスト上昇を販売価格に転嫁しようという企業の意欲は根強く、物価

面では注意を依然怠れない状況にある。

したがって、長い目でみて持続的な成長を達成していくという観点からは、4年余に及ぶ5%前後の高い成長の下で強まってきたこうした基調的なインフレ圧力にしっかりと歯止めをかけることが何よりも重要な課題である。

さらに、市場開放や規制緩和についても、より一層前向きな取組み姿勢が必要である。競争制限的なさまざまな規制や慣行の見直しは、内外価格差の是正や国内産業の一層の活性化を通じて国民生活をより豊かにすることにつながるからである。また、世界的な観点でみて、保護主義的な動きが強まることを牽制し、多角的自由貿易体制を維持強化するためにも、不可欠な対応といえよう。

一方、わが国の金融面に目を転じると、金融・資本市場については、一層の自由化やそのための諸条件の整備が内外から求められている状況にある。まず、金利自由化の面では、流動性預金金利の自由化に関する金融問題研究会の報告書がこのほどとりまとめられ、今後は流動性預金金利の自由化が小口定期預金金利の自由化と合わせて進展し、自由化総仕上げの段階に入っていくことが予定されている。また、金融制度面でも、金融制度調査会や証券取引審議会場で検討されてきた銀行業内部および銀行・証券間における相互参入などが具体化の方向にある。

また、金融市場をより自由かつ効率的で、また安定性の高いものとしていくためには、金融取引にかかる税制の検討や、「短期の国

(注21) 景気の現状分析と当面の展望については、日本銀行月報平成3年5月号「わが国金融経済の分析と展望—情勢判断資料(平成3年春)—」参照。

---

債」の市場整備および拡充が不可欠である。

さらに、決済システムの整備を進めていくことも重要な課題である。自由化や国際化の進展に伴い各種金融取引が急拡大する中で、そうした金融取引を支えるインフラストラクチャである決済システムを効率的で安全な、しかも国際的にも通用するものにしていくことは世界的な金融市場を抱えるわが国の重要な責務といえよう。日本銀行としても、日銀ネットの開発・稼働等によりそうした方

向にむけての改善に努めてきているが、今後とも、金融機関をはじめとする内外の関係者とも協力しつつ、わが国決済システムの整備について努力を払っていく所存である。

以上、わが国経済の置かれた状況やその課題をさまざまな観点から考えてきたが、通貨価値の安定を図るとともに、金融システムの安定性を維持していくことが、日本経済、ひいては世界経済の健全な発展にとって、ますます重要になってきていると認識している。

(調査統計局)

(付表1)

## 大口定期預金、MMC、小口MMC、CDの自由化の推移

|        | 大口定期預金     |        | MMC (相互、信金等は60/3月から、<br>その他は4月から取扱い開始)     |             |        |   | 小口MMC  |            |  | CD                 |                      |                             |
|--------|------------|--------|--|-------------|--------|---|--|------------|--|--------------------|----------------------|-----------------------------|
|        | 最低預<br>入金額 | 期 間    | 上 限<br>金 利                                 | 最低預<br>入金額  | 期 間    | 受入枠   | 上 限<br>金 利   | 最低預<br>入金額 | 期 間  | 最低発<br>行金額         | 期 間                  | 発行枠                         |
| 60/03月 |            |        | CDレート<br>-0.75%                            | 5,000<br>万円 | 1~6か月  | 自己資本の<br>75%、CD<br>未消化枠の<br>25%以内で<br>相互流用が<br>可能<br>(以下同じ) |  |            |  | 59年1月<br>以降<br>3億円 | 54年5月<br>以降<br>3~6か月 | 60年1月<br>以降<br>自己資本<br>の95% |
| 60/04月 |            |        |  |             |        |   |  |            |  | 1億円                | 1~6か月                | 100%                        |
| 60/10月 | 10億円       | 3か月~2年 |  |             |        | 150%  |  |            |  |                    |                      | 150%                        |
| 61/04月 | 5億円        |        |  |             | 1か月~1年 | 200%  |  |            |  |                    | 1か月~1年               | 200%                        |
| 61/09月 | 3億円        |        |  | 3,000万円     |        | 250%  |  |            |  |                    |                      | 250%                        |
| 62/04月 | 1億円        |        | 1年まで<br>CD-0.75%<br>1年超<br>2年まで<br>CD-0.5% | 2,000万円     | 1か月~2年 | 300%<br>(外銀の枠<br>は撤廃)                                       |  |            |  |                    |                      | 300%<br>(外銀の枠<br>は撤廃)       |
| 62/10月 |            | 1か月~2年 |  | 1,000万円     |        | 撤 廃   |  |            |  |                    |                      | 当分の間 撤 廃                    |
| 63/04月 | 5,000万円    |        |  |             |        |   |  |            | 5,000万円  | 2週間~2年             |                      |                             |
| 63/11月 | 3,000万円    |        |  |             |        |   |  |            |  |                    |                      |                             |
| 元/04月  | 2,000万円    |        |  |             |        |   |  |            |  |                    |                      |                             |
| 元/06月  |            |        |  |             |        |   | 6か月、<br>CD -1.25%<br>1年、<br>CD -0.75%  | 300万円      | 6か月、1年   |                    |                      |                             |
| 元/10月  | 1,000万円    |        | ( 告 示 廃 止 )                                |             |        |   | 6か月、<br>1年は同上<br>3か月、<br>CD -1.75%<br>2年、<br>CD -0.5%<br>3年、<br>国債クーポン<br>-0.7% (注1)   |            | 3か月、<br>6か月、<br>1年、<br>2年、<br>3年、                                      |                    |                      |                             |
| 元/11月  |            |        |  |             |        |   | フロアルール<br>設定 (注2)  |            |  |                    |                      |                             |
| 2/04月  |            |        |  |             |        |   |  | 100万円      |  |                    |                      |                             |
| 2/11月  |            |        |  |             |        |   | 大口定期預金<br>利率に一定の<br>掛目を乗じた<br>もの。なお、<br>「100万円以上<br>300万円未満」<br>と「300万円以<br>上」の2階層別<br>金利設定方式<br>(注3)。<br>(キャップ、<br>フロアルール<br>は廃止) |            | 3か月以上<br>3年以下<br>(なお、<br>3か月超<br>3年未満の<br>範囲で満<br>期日指定<br>型の設定<br>が可能) |                    |                      |                             |
| 3/04月  |            |        |  |             |        |   | 「50万円以上<br>300万円未満」<br>と「300万円以<br>上」の2階層別<br>金利設定方式<br>(掛目の変更は<br>なし)。  | 50万円       |  |                    |                      |                             |

(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(キャップルール)。  
なお、3年物小口MMCのみ半年複利、他は単利。

(注2) 2年以下の小口MMCの上限金利は、対応する期間の規制定期預金金利+0.15%を下回らないものとする。  
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%を下回らないものとする(フロアルール)。

(注3) 対応する期間の大口定期預金利率に以下の掛目を乗じたものを上限金利とする。

|             | 300万円未満 | 300万円以上 |
|-------------|---------|---------|
| 3か月以上~6か月未満 | 0.80    | 0.85    |
| 6か月〃~1年〃    | 0.83    | 0.88    |
| 1年〃~2年〃     | 0.86    | 0.91    |
| 2年〃~3年〃     | 0.89    | 0.94    |
| 3年          | 0.89    | 0.94    |

なお、従来と同様に3年物のみ半年複利、他は単利。

(付表2)

## 近年の短期金融市場における主要事項

|                       |  |
|-----------------------|--|
| 有担保コール市場              | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 60/08月 2、3週間物の新設</li> <li>・ 63/11月 6日物までに限定</li> <li>・ 01/01月 レートの刻み幅を0.0625%から0.03125%に変更</li> <li>・ 02/11月 オファービッド制の導入</li> </ul>   |
| 無担保コール市場              | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 60/07月 市場創設（翌日物、7日物）</li> <li>・ 60/09月 2、3週間物の新設</li> <li>・ 62/07月 2～6日物の新設</li> <li>・ 63/11月 1～6か月物の新設</li> <li>・ 01/01月 レートの刻み幅を0.0625%から0.03125%に変更</li> <li>・ 01/04月 7か月～1年物の新設</li> <li>・ 01/04月 仲介手数料の引下げ（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>・ 60/06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、日本銀行による期間1か月未満の手形買いオペ開始</li> <li>・ 01/01月 レートの刻み幅を0.0625%から0.03125%に変更</li> <li>・ 01/04月 7か月～1年物の新設</li> <li>・ 03/01月 入札方式により日本銀行が買いオペを実施</li> <li>・ 03/01月 大口取引（1か月以上かつ50億円以上）の仲介手数料の引下げ（出し手・取り手双方から1/32%→1/64%）</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<br>（譲渡性預金）     | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 60/06月 証券会社のC Dの流通取扱い認可</li> <li>・ 61/03月 短資会社向け貸出を利用した日本銀行によるいわゆるC D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>   |
| C P 市場<br>（コマース・ペーパー） | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 62/11月 市場発足</li> <li>・ 63/01月 非居住者の国内C P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>・ 01/05月 C P オペ開始</li> <li>・ 02/04月 証券会社のC P発行解禁</li> <li>・ 02/04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、<br>短期国債市場     | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 56/05月 日本銀行による政府短期証券の市中売却開始</li> <li>・ 61/01月 政府短期証券の売却方式を現先方式に変更</li> <li>・ 61/02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>・ 62/08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>・ 01/09月 3か月物短期国債の発行開始</li> <li>・ 02/01月 T B オペ開始</li> <li>・ 02/04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> <li>・ 02/07月 短期国債の月2回入札開始</li> <li>・ 02/07月 短資会社、短期国債のデーリング業務開始</li> <li>・ 02/10月 国債入札オペに際し、基準利回りとの利回り格差による入札方式導入</li> <li>・ 02/10月 短期国債の業者間取引、4日目決済に移行</li> </ul> |
| 東京金融先物取引所             | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 01/06月 取引所開設（日本円短期金利先物、米ドル短期金利先物、円ドル通貨先物取引上場）</li> <li>・ 02/10月 米ドル短期金利先物、円ドル通貨先物取引にマーケットメーカー制導入</li> <li>・ 03/02月 ドル円通貨先物取引上場（円ドル通貨先物取引は3/3月に休止）</li> <li>・ 03/02月 システム取引を導入</li> </ul>  |
| 円 転、<br>オフショア市場       | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 59/06月 円転規制の撤廃</li> <li>・ 61/12月 オフショア市場（J O M）の発足</li> </ul>   |
| そ の 他                 | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 01/08月 資金需給見込み・実績等の公表開始</li> <li>・ 01/12月 貸出・オペ実績の公表開始、据置担保貸出の対象拡大</li> <li>・ 02/08月 準備預金残高および残り所要積立額との差額の公表開始</li> <li>・ 02/08月 資金需給表の表記改訂実施</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 5千万円

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