

平成3年度の金融および経済の動向

—— ストック調整の進展とその意義 ——

[要 旨]

1. 平成3年度のわが国経済は、最終需要が期を追って減速する下で、在庫調整の動きも加わってきたため、年度末にかけて調整色が強まる展開となった。
2. 最終需要の減速は主に耐久消費財、住宅投資、民間設備投資等ストックに関連する投資的需要の雁行的減速によってもたらされたものである。これには昨年夏までの金融引締めも影響しているが、より基本的には、過去の高い成長下で蓄積されてきたストック面における内在的調整圧力が折り重なるかたちで顕在化したことによるものである。最終需要が減速する下で昨年度後半以降在庫調整の動きが広がりはじめ、これが景気調整色を強めるかたちで作用した。とくに、4年入り後は、在庫調整が本格化し鉱工業生産は大幅に減少した。こうした状況下、製造業の収益率も大幅に低下している。もっとも、そうしたなかにあっても、雇用は所定外時間労働の調整余力が大きかったことや、非製造業での雇用拡大が続いたこと、中期的視野に立った企業の根強い雇用意欲が維持されたことから堅調な増加が続いた。
3. 物価面では、原油価格の低下や製品需給の緩和から国内卸売物価が安定化傾向をたどったほか、消費者物価も卸売物価の安定が商品に好影響を及ぼしたことから上昇率が低下するなど、総じてみれば年度後半以降落着き傾向が明確化した。もっとも、労働需給が引続きタイトな状態にあったため、サービス関連では上昇率の低下は小幅にとどまった。なお、対外収支面では数量収支が引続き安定基調で推移したものの、名目収支は2年度において黒字縮小に寄与したさまざまな一時的ないし特殊な要因が剥落したことを主因に、大幅な拡大をみた。
4. 金融面では、市場金利は景気の減速や公定歩合引下げ等を背景に長短金利とも低下した。こうした状況のなかで、近年金融機関の調達に占める自由金利調達の割合が高まってきたこともあって、貸出金利は従来以上にスムーズに低下した。一方、マネーサプライは総じて伸び率低下傾向をたどった。もっとも、マネーサプライは過去かなり高い伸びが続き、残高としては相当高くなっているため、経済活動水準と対比してもマネーが過少になっているとはみられない。また、マネーサプライの伸び率低下は、主に、不動産取引に関連した資金需要を含め全体として企業の資金需要が低調化していることによる貸出の伸び悩みや、郵便貯金等他の金融資産へのシフト・アウトによるものである。もとより、マネーサプライについては、金利自由化や金融制度面の環境変化等が、その指標性に与える影響等につき、さらに検討を深めていくことが重要であるが、以上の点からみると、現在のマネーの低い伸びが成長の制約要因となっているとはみられない。
5. 上記のように国内景気の調整色が強まる下で、物価を巡る情勢が好転しはじめたことを背景に、日本銀行は7月1日に公定歩合を4年半ぶりに0.5%引下げたのに続き、11月14日、12月

30日にもそれぞれ0.5%引下げた。さらに、年度明けの4月1日には0.75%の引下げを実施した。こうした一連の公定歩合引下げ措置は、わが国経済が過去数年にわたる高い成長から物価安定を基盤とした持続的成長経路へ移行する過程にある下で、物価安定を確認しつつ、こうした移行過程をスムーズならしめる趣旨に立って実施したものである。

6. 今回の調整局面は、過去の同様の局面と比べ、いくつかの特徴を備えている。

第1は、今回の調整が原油価格急騰や急激な円高等外的ショックを契機とするものではなく、むしろ経済内部に蓄積されてきた内在的調整圧力が表面化したという自律的色彩が強かったことである。

第2は、製造業企業活動の面において、これをピークからの落込み幅からみると、今回の調整の角度や深さは、前2回の調整期並みないしこれを幾分上回るものとなっているが、同時に設備稼働率はなお相対的に高く、また労働需給面ではかなりタイトな状態が続いたことである。

第3には、地価、株価等資産価格の下落を伴ったことである。こうした資産価格下落については、企業マインド面への影響等測り難いところはあるものの、分析的にとらえ得る範囲でみる限り、その実体経済への影響はいまのところそれ程大きなものとはみられない。もっとも、金融機関や不動産部門においては、資産価格下落に伴い不良資産や売れ残り在庫が積上がり、これが経営面のしこりとして残っているのも事実であり、これらを含めて考えればなお慎重な評価が必要であろう。

7. 以上のように昨年度のわが国経済は「高い成長が続いた後の調整局面」と位置づけられるが、調整過程には景気拡大期に生じたインバランスの是正という積極的な意味合いもある。すなわち今回の調整過程に即してみると、ひとつには需要減速に伴う製品需給の緩和から、強まりつつあった物価上昇圧力が緩和されたこと、いまひとつには地価が鎮静化したことが指摘される。

8. 当面の景気動向については、製造業分野を中心になお「調整が強まる力」が働いている一方で、財政支出が今後とも下支え要因として寄与するとみられるほか、雇用の堅調な伸びを背景に個人消費も総じて底固い推移が見込まれる。また住宅投資の持直しが明確化していることに加え、中小非製造業設備投資の関連先行指標に下げ止まり気配がうかがわれるなど、「景気底入れのモメンタム」も作用しはじめている。他方、資産価格下落の影響が金融機関や不動産部門におけるしこりとして存在しており、今後そうしたしこりの解きほぐしを図りつつ、インフレなき持続的成長経路への移行を図っていくことが、わが国経済の直面する大きな課題である。

なお、中期的な政策課題としてはやはり「労働力不足への対応」が最も大きな問題となる。この問題を克服するにあたっては労働生産性の向上や輸入品の活用等の努力が一層求められるほか、マクロ政策運営面でも「物価安定を前提とした持続的成長」という考え方を強く意識していく必要がある。

9. この間昨年度は金融システム面でもさまざまな変化が生じた年であった。第1に、金利自由化の進展や金融制度改革法案の国会上程に象徴されるようにいわゆる金融自由化に弾みを

つけるいくつかの動きがあったことである。第2は、資産価格下落の過程で金融機関の不良資産が増大し、また、金融不祥事が続発するなど、わが国の金融システム全体の信託を損ないかねない出来事が生じたことである。そして第3には、こうした出来事をひとつの反省材料として、金融機関経営や決済システムの健全化に向けた新たな努力が強化されたことである。

10. こうした変化は、わが国の金融システムがひとつの転換期を迎えるなかで多くの課題を抱えていることを示唆するものであるが、それを克服するに際しては、各々の金融市場参加者が自己責任原則に沿った行動原理を確立するとともに、そのための環境整備を図る観点から金融システム自体の改善努力を一段と強化していくことが必要である。日本銀行としても、関係者と協力しつつ自己責任原則を基軸とした金融システムの構築に向けて今後とも努力を重ねていく所存である。

(目 次)

- | | |
|--------------------|---------------------------|
| 1. 平成3年度経済の動向 | 3. 金融システムの動向 |
| (1) 実体経済の動向 | (1) 金融自由化の進展 |
| (2) 金融面の動向 | (2) 資産価格下落の影響および金融不祥事の表面化 |
| (3) 金融政策の展開 | (3) 金融機関の経営姿勢の変化 |
| 2. 今次景気調整の特徴と今後の課題 | (4) 決済システム改善の動き |
| (1) 今次景気調整の特徴 | (5) 今後の課題 |
| (2) 景気調整の意義と今後の課題 | |

1. 平成3年度経済の動向

わが国経済は、昭和62年以降4年間にわたって5%前後の高い成長を続けたあと、平成3年度には最終需要が期を追って減速するなかで、在庫調整の動きも加わってきたため、年度末にかけて調整色が強まる展開となった。このように、昨年度のわが国経済は「高い成長が続いたあとの調整局面」と位置づけられようが、本章では、まず実体面、金融面からその足取りを概観してみる。

(1) 実体経済の動向

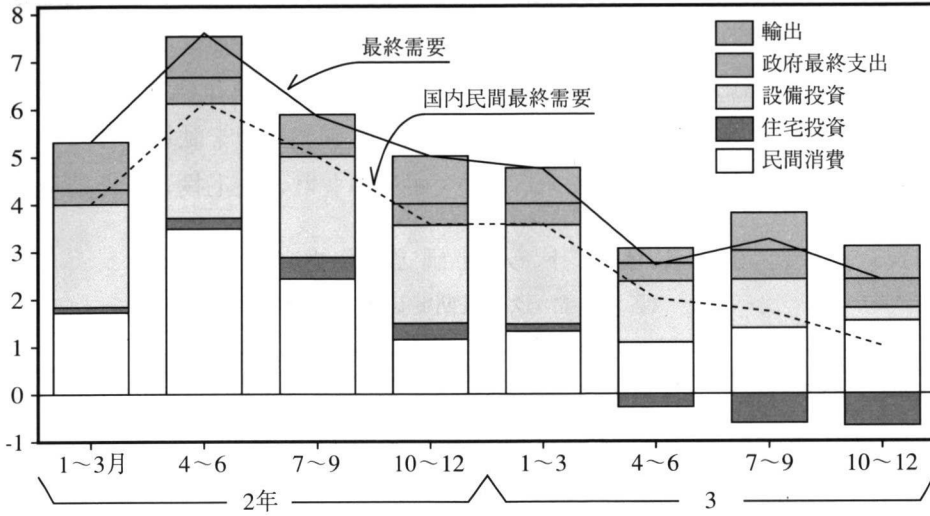
(最終需要の減速)

3年度経済が次第に調整色を強めた最も大きな要因は、言うまでもなく最終需要の減速

であった。最終需要の推移を需要項目別にみると(図表1)、輸出や政府支出が総じて安定した増加寄与を示したほか、最終需要の約5割を占める個人消費も雇用の堅調な増加等を通じた雇用者所得の着実な伸びを背景に底固い増勢を続けた。しかし一方で、住宅投資が減少傾向を強めたほか、民間設備投資の伸びも期を追って鈍化し、これらが全体の減速をもたらしてきた。なお、総じて底固く推移した個人消費にあっても、乗用車等耐久消費財購入は年度を通じて低調に推移したが、耐久消費財が投資的な性格を有していることを加味して考えると、昨年度の最終需要減速は、住宅、設備投資、耐久消費財等主にストックに関連した投資的民間需要のスローダウンによって

(図表1) 最終需要の推移

(前年比 %)



(資料) 経済企画庁「国民所得統計」

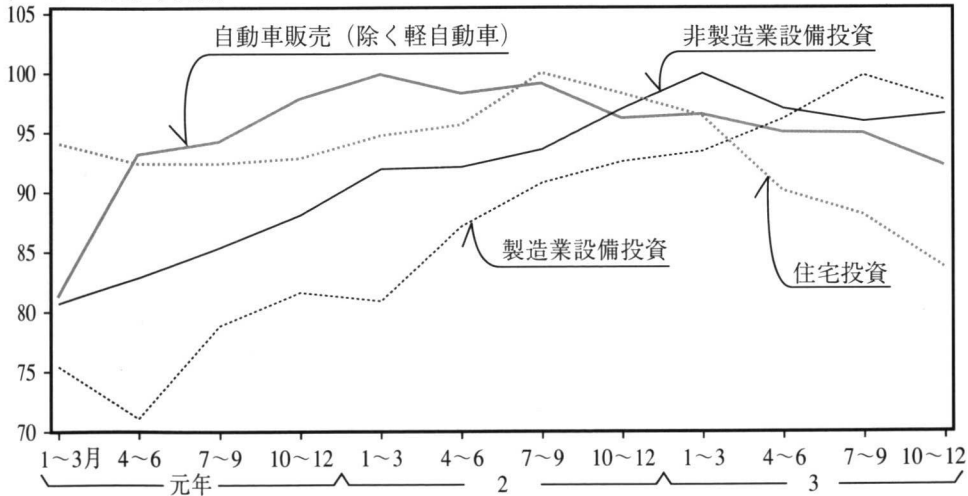
引起こされてきたと整理することもできよう。

そこで、主な4つの投資的民間需要（耐久消費財、住宅投資、非製造業設備投資、製造業設備投資）についてその推移をみると（図表2）、ひとつの特徴としてそれらが幾分のタイムラグを伴いつつ、雁行的に減速し

てきたことが指摘できる。すなわち、2年半ばから自動車購入が減少に転じたのに続き、2年末ころからは住宅投資が、さらに3年度初に非製造業設備投資がそれぞれ減勢に入り、3年度後半からは製造業の設備投資にもブレーキがかかった。

(図表2) 投資的民間需要の動向

(ピーク=100、季調済)



(注) 3/10~12月の業種別設備投資は法人企業統計等から推計。

(資料) 日本自動車工業会「自動車統計月報」、大蔵省「法人企業統計季報」、経済企画庁「国民所得統計」「民間企業資本ストック統計」

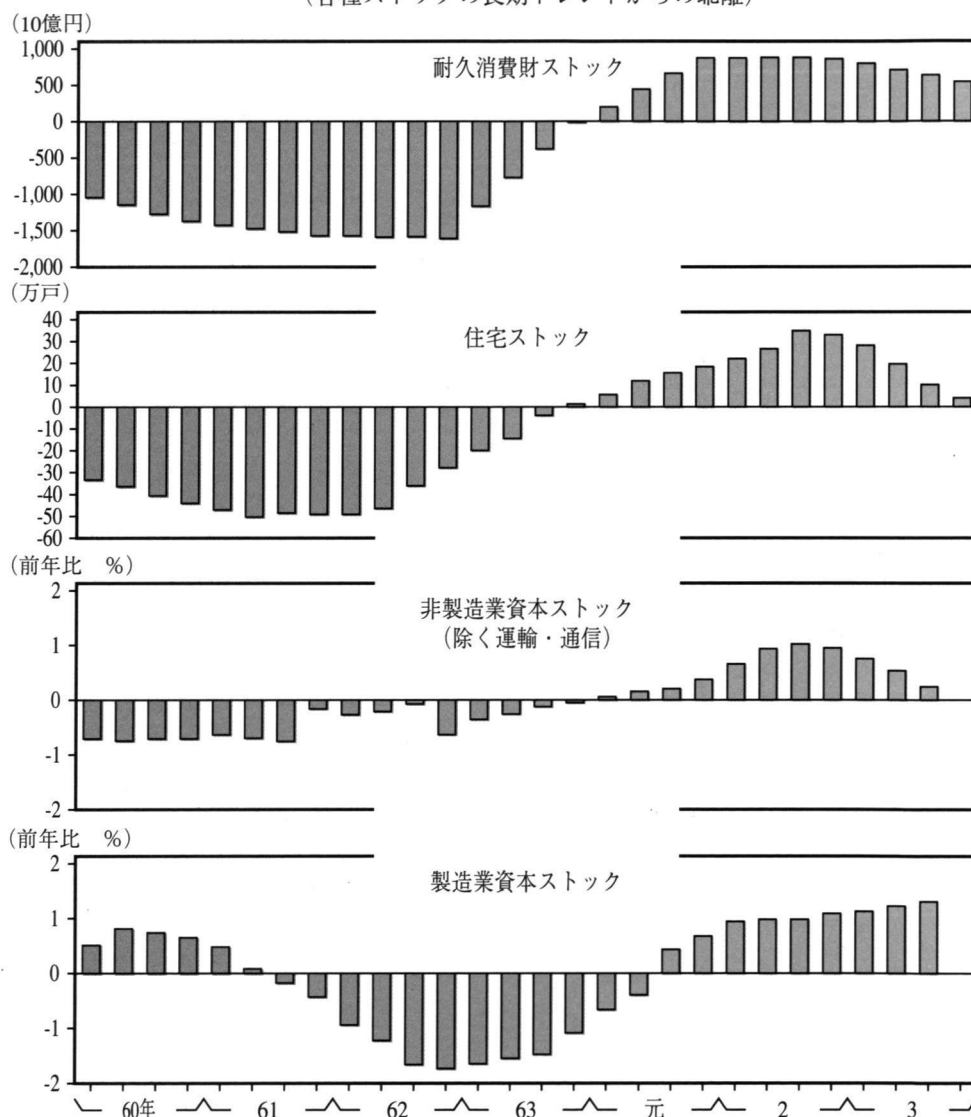
(折り重なったストック調整)

このような投資的民間需要の雁行的減速は、昨年央までの金融引締めの影響が、それぞれの需要のもつ金利感应度の違いに応じて、タイムラグを伴いつつ顕在化してきたことによってもたらされた面であろう。ただ、

それと同時に、これらの需要がそれぞれ独自のストックサイクルによって規定されていた点も見逃し得ないところである。ちなみに、やや大胆な前提の下で、4つの需要に関するストック調整圧力を試算してみると(図表3)、耐久消費財、住宅投資、非製造業設備投資に

(図表3) 各種ストック調整圧力の推移

(各種ストックの長期トレンドからの乖離)



(注) 1. 耐久消費財ストックは国民所得統計、鉱工業指数統計等から推計。

住宅ストックは住宅着工戸数、除却戸数等から推計。

2. 耐久消費財と住宅については、世帯数から導き出されるストックの長期トレンドからの乖離幅をとったもの。一方、設備資本ストックについては、資本ストック伸び率(前年比)のトレンド(55年以降)からの乖離幅をとったもの。

(資料) 経済企画庁「国民所得統計」「民間企業資本ストック統計」、通商産業省「鉱工業指数統計」、建設省「建設統計月報」、自治省「住民基本台帳に基づく全国人口世帯数表」

については、すでに2年中にかなりのストック調整圧力が蓄積されていたこと、製造業設備投資に関するストック調整圧力については、2年中は比較的低位にとどまっていたが3年度に入って一段と高まりをみせたこと、が看取され、各需要の減速がそれぞれのストックサイクルと深くかかわっていたことがわかる。つまり、最終需要の減速に伴って生じた今回の調整は、金融引締めをひとつの契機とするものではあったが、より基本的には4年にわたる高い成長の下でさまざまな分野に蓄積されてきたストックの内在的な調整圧力が、折り重なるかたちで顕在化したことによって引き起こされてきたとみることができる。

なお、3年度中におけるこれらストックの調整進捗状況を見ると、製造業設備投資につ

いてはなお相当の調整圧力が残存しており、自動車等耐久消費財についても、引続き調整圧力が残っている状況にあるが、住宅投資や非製造業設備投資に関しては、上記分析からみる限り調整圧力は3年度末にかけてかなり軽減されてきている。

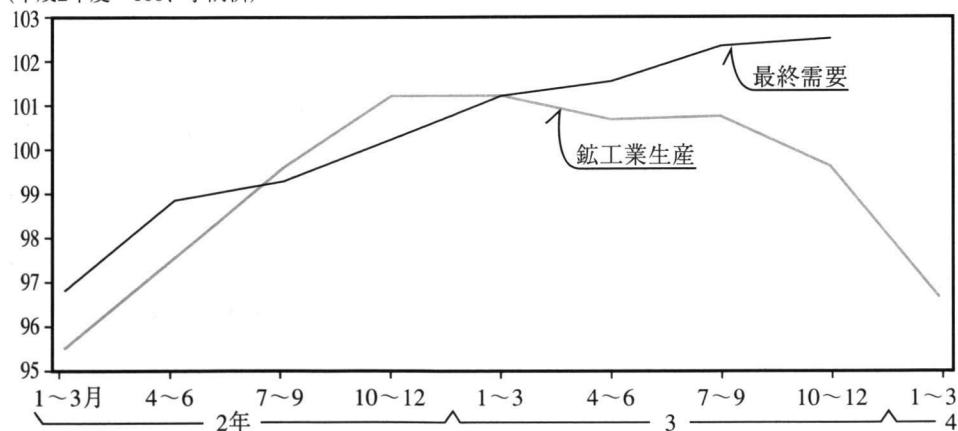
（在庫調整と生産の低下）

こうした最終需要の減速は当然製造業の生産活動にも影響を及ぼした。鉱工業生産の推移をみると（図表4）、平成2年前半は増勢を示したが、2年末ころから頭打ちとなり、3年中はほぼ一貫して足踏み状態が続いた。さらに、その後4年に入ってからはかなり急角な落込みを示した（注1）。

このように最終需要が減速しつつも増加を続けたにもかかわらず、鉱工業生産がシャープ

（図表4） 鉱工業生産と最終需要の推移

（平成2年度＝100、季調済）



（資料）経済企画庁「国民所得統計」、通商産業省「鉱工業指数統計」

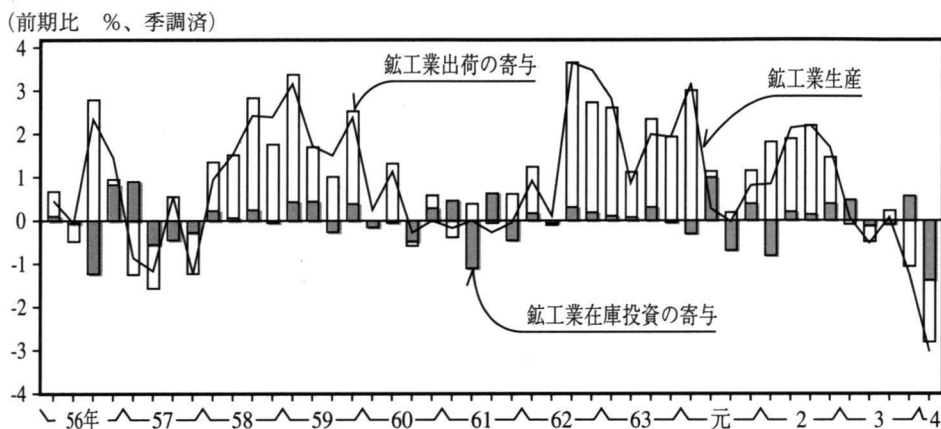
（注1）4年1～3月の鉱工業生産は前期比△3.1%と四半期としては第1次石油危機時以降では最も大きな減少幅となり、前年比でも△4.7%と50年7～9月（同△8.3%）以来の大幅な減少を記録した。

に落込んだ背景として、ひとつには上述したように、最終需要の減速が相対的に生産誘発効果の大きい投資的需要の伸び悩みによってもたらされたことが指摘できようが、短期的により重要な要因としては在庫調整の影響が

挙げられる。ちなみに在庫変動が生産に及ぼした影響を試算してみると、とくに4年1～3月の大幅な生産減少についてはその過半が在庫変動によってもたらされたものと考えられる(注2)。

(注2) 4年1～3月の生産減の約半分はメーカーの製品在庫圧縮によってもたらされたものと試算される。また、出荷の減少についても、ユーザー、流通段階での在庫調整が影響している可能性も強く、これらを考慮すると、1～3月の生産減の相当部分は各段階での在庫調整によって引きこされたものと推測される。

在庫変動の鋳工業生産への寄与



(推計式)

$$\text{鋳工業生産} = 0.99 \times \text{鋳工業出荷} + 0.25 \times \text{鋳工業在庫前期差}$$

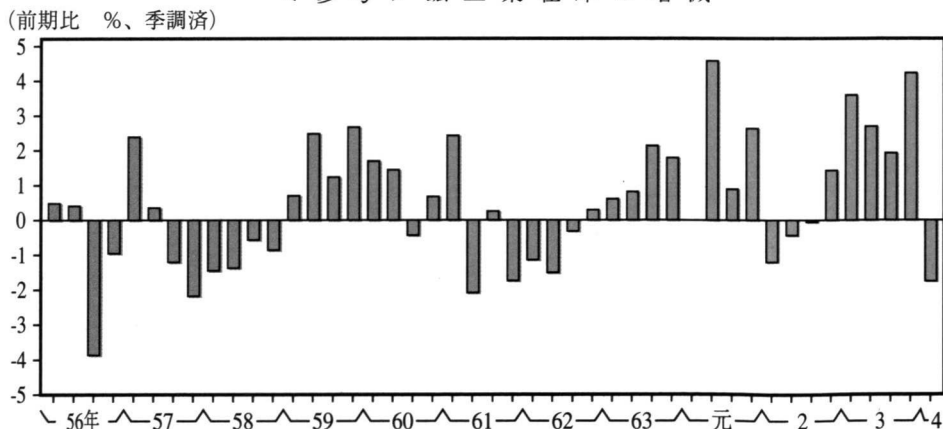
(1187.8)

(5.5)

推計期間：55/10～12 ～ 4/1～3月

$R^2=0.999$ $DW=0.56$ () 内 t 値

< 参考 > 鋳工業在庫の増減



(資料) 通商産業省「鋳工業指数統計」

そこで、3年度中における在庫動向と生産面の対応を業種別に振返ってみると（図表5）、まず素材業種では、住宅投資の落込みを主因とした建設関連需要の停滞等から、2年度後半以降在庫が漸増傾向に転じ、3年度央にかけてかなりの積上がりをみため、これに対応して夏場以降在庫圧縮のための生産抑制が始まった。一方、加工業種でも、在庫は年度前半から増加していたが、このなかにはニューモデル投入を控えた乗用車の前向きの積み増し等もあって、必ずしも後ろ向きの積上がりとは意識されていなかった。しかし回復が期待された乗用車販売が秋以降も伸び悩んだほか、電機、一般機械等でも予想外の販売落込

みから在庫が大幅に増えるなど、3年末にかけて在庫は急速な積上がりをみせた。このため、加工業種では年明け以降思い切った減産に踏切っている。このように製造業では、年度後半以降在庫圧縮のための減産の動きが広範かつ本格化した。ちなみに製品在庫率指数をみると昨年末には107.4と円高調整期のピーク（昭和61年3月104.6）を上回るレベルまで高まったが、4年3月には106.0と水準はなお高いものの若干低下に転じてきており、年明け後在庫調整が漸く進捗しはじめたことを示している。

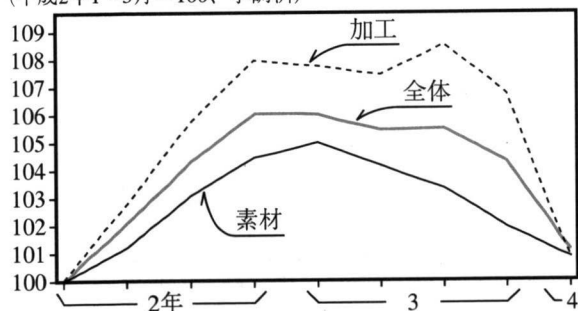
（製造業の収益は大幅な減益）

上記のような生産の抑制を反映して製造業の収益も低下傾向を強めた。法人企業統計季報により製造業の収益動向をみると（後掲図表6）、経常利益対売上高比率は平成元年に6%前後まで達した後、2年以降低下に転じ、3年に入ってからはそのテンポが幾分加速した。同比率は計数の判明している直近の3年10～12月で3.96%となっているが、生産が大幅に減少した4年1～3月にはさらに低下しているものとみられる（第2次石油危機後および円高調整期のボトムは各々3.48%＜昭和58年7～9月＞、3.29%＜昭和61年4～6月＞）。もっとも、こうした収益の悪化は生産の低下のみならず、過去数年にわたる高成長の下で企業の収益体質がやや水膨れしたことも影響している点には注意が必要である。すなわち、製造業の収益率と稼働率とを比べてみると、稼働率が過去の調整期に比べ高めにとどまっている一方で、収益率の低下テンポが相対的

（図表5） 鉱工業生産・在庫の動向

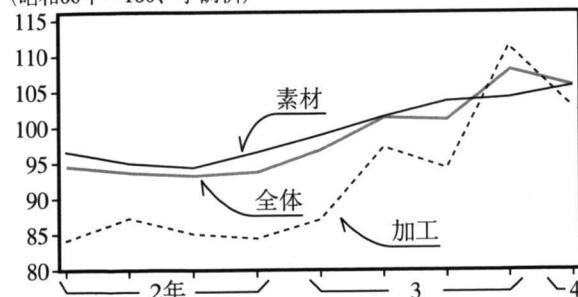
（1）生産の推移

（平成2年1～3月＝100、季調済）



（2）在庫率の推移

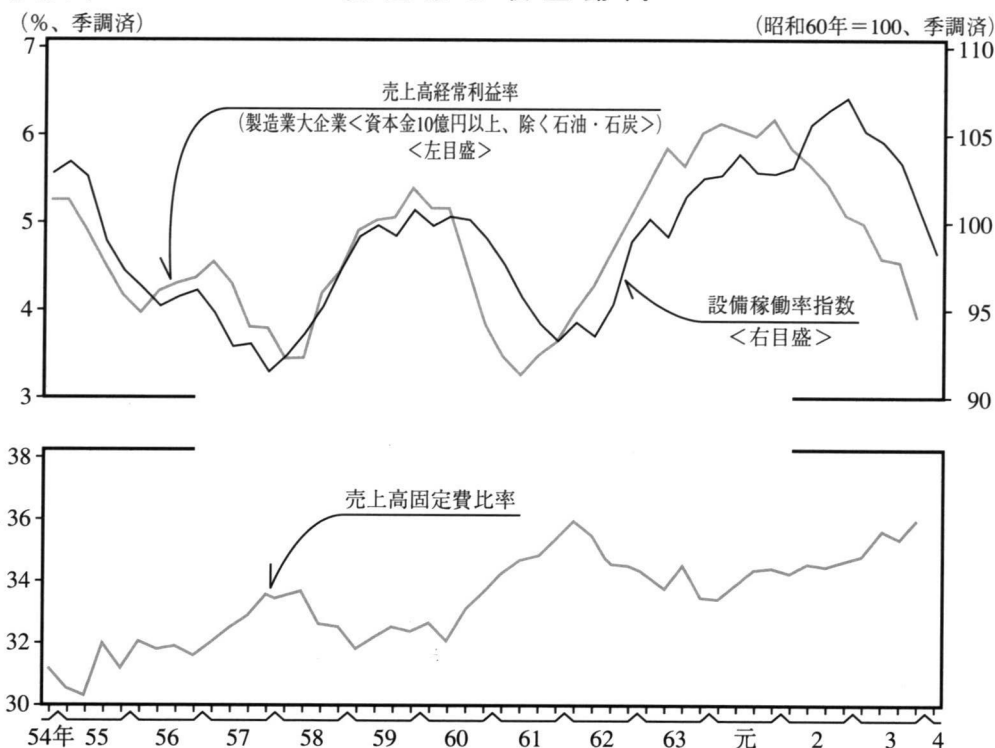
（昭和60年＝100、季調済）



（資料）通商産業省「鉱工業指数統計」

(図表6)

製造業の収益動向



(対売上高対比、単位 %、%ポイント)

	固 定 費 計					(参考) 主要経分ベース					
		減 価 償却費	人件費	支払金利	販 売 管理費	販売管理費					
						販売手数料	広告費	試験研究費	その他		
60年	32.90	3.59	12.61	2.25	14.45	60年度	13.96	0.42	0.81	1.50	4.19
3年	35.53	3.93	13.07	1.87	16.66	2年度	15.79	0.34	0.90	2.14	5.53
60～ 3年	2.63	0.34	0.46	△0.38	2.21	60～ 2年度	1.83	△0.08	0.09	0.64	1.34

(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」、通商産業省「鉱工業指数統計」、日本銀行「主要企業経営分析」

に大きいことがわかる。これは、販売管理費や、人件費、減価償却費等の固定費が、過去数年大幅に膨らみ、その結果として損益分岐点が上昇したことによるものである。

(雇用は順調に増加)

以上みたように、平成3年度のわが国経済は高い成長が数年にわたって続いたなかで蓄積さ

れてきた内在的な調整圧力が次第に顕在化し、それが在庫調整を巻込むかたちで展開してきた。しかし一方で、雇用環境をみると年度を通じて良好な状態が維持された。このことは、今回の景気調整のひとつの大きな特徴である。

3年度中の常用雇用者数の推移を毎勤統計によってみると、景気が調整局面に入るなかにあっても、前年度とほぼ等速の伸びを示し

た(2年度前年比+3.0%→3年度同+3.1%)。景気が調整局面にある下でも雇用の順調な増加が続いた背景としては次のような諸要因を

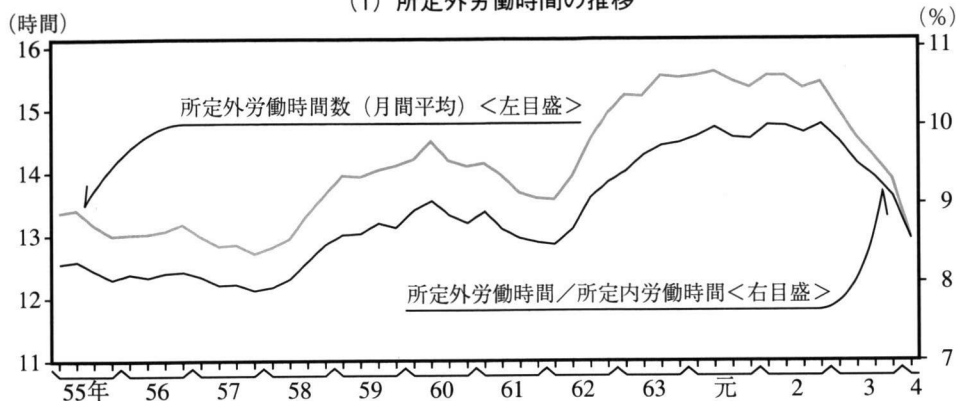
指摘し得る(図表7)。

第1は、所定外労働時間による調整余地が大きかったことである。すなわち、今回の景

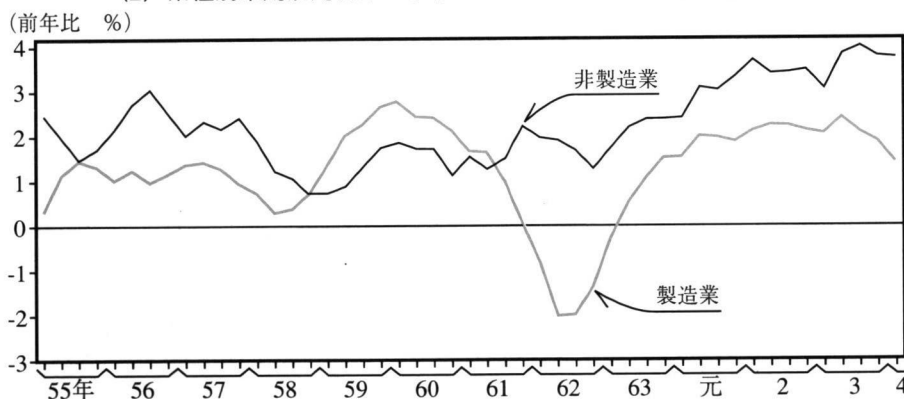
(図表7)

雇 用 の 動 向

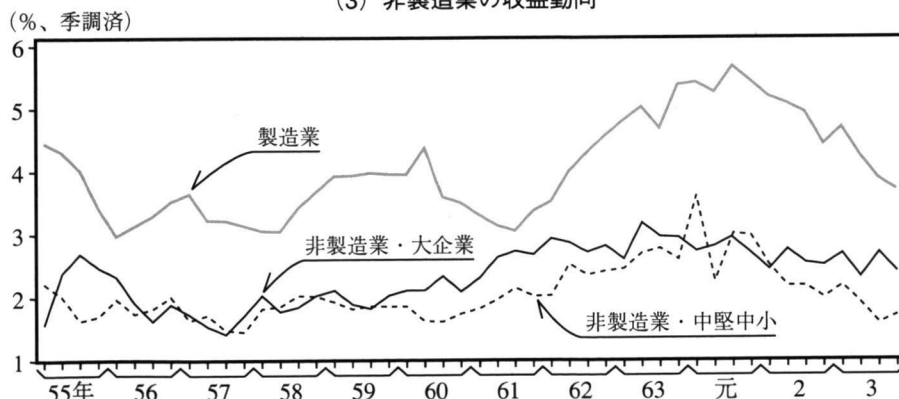
(1) 所定外労働時間の推移



(2) 業種別常用雇用者数の推移(毎勤統計ベース、30人以上事業所)



(3) 非製造業の収益動向



(資料) 労働省「毎月勤労統計」、大蔵省「法人企業統計季報」

気調整に先立つ大型景気の下で、経済活動は極めて高い水準に引上がったため、労働時間に占める所定外労働時間の割合が過去10年余りのなかでは最も高いレベルまで上昇した。この結果、景気が調整局面に入るなかでも雇用投入量の調整は主に所定外労働時間の削減の範囲内にとどまっている。第2には、非製造業での雇用拡大が継続したことである。上述したように年度末にかけてはとくに製造業で景気調整の影響が強く表われ、雇用者数をみても製造業の伸びは年度後半以降目立って低下をみているが、反面で非製造業については年度後半においても4%近い伸びが続いた。これは、製造業分野を中心とした調整の動きとはやや独立に、サービス消費の安定的増加→非製造業活動の安定的拡大→非製造業の雇用増大→家計所得の増加→サービス消費の増加、という好循環がある程度維持されたためである。なおこの間、非製造業の収益率をみても、金利上昇の影響を受けやすい中小企業では年度前半まで低下をみたものの、これも金利が低下した年度後半以降は下げ止まり、非製造業全体としてみれば製造業に比べ安定的に推移している。第3は、長い目でみた成長に対する自信が維持される下で、「時短」の進行や将来の生産年齢人口の伸び率低下を見越して企業の根強い雇用意欲が継続したことである。このうち「時短」の影響については、所定内労働時間が昭和

63年以降ほぼ年率1%強のテンポで着実に減少しており、これがかなりの程度雇用押上げ効果として作用しているものとみられる。

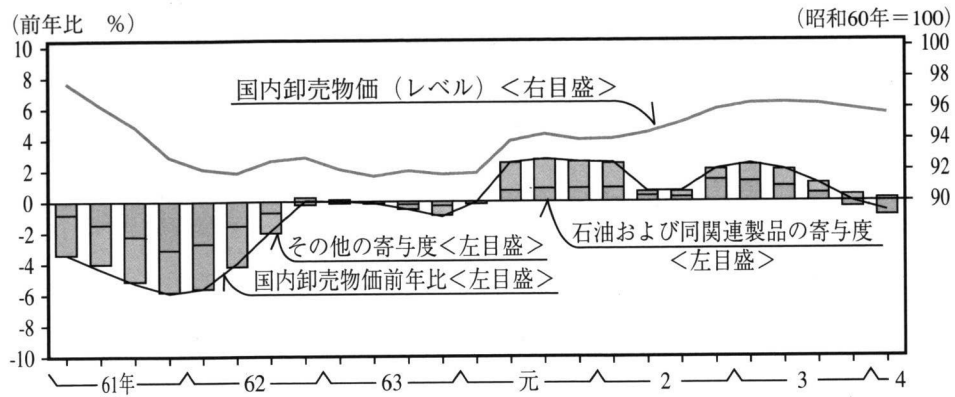
(物価は年度後半以降落着き傾向を明確化)

次に物価情勢をみると、総じてみれば年度後半以降落着き傾向が明確化した。すなわち、まず卸売物価についてみると、①原油価格低下(原油通関価格、2年度23.3ドル/バーレル→3年度18.9ドル/バーレル)が投入コスト面から好影響を及ぼしたことに加え、②生産の減少や物流・人件費コストの上昇により単位当たり固定費が上昇したものの、製品需給の引緩みを背景にこうしたコストアップの製品価格への転嫁が抑制されたことから、国内卸売物価は3年秋以降前年比上昇率がマイナスに転じるなど、安定化傾向が明確化した。一方、企業向けサービス価格や消費者物価についてみると、企業向けサービス価格は製造業や不動産部門の活動伸び悩みの影響から年度後半にかけて上昇率が低下したものの、タイトな労働需給を反映して、なお前年比2%台の上昇が続いている。また、消費者物価も卸売物価の落着きを反映して商品を中心に上昇率を徐々に低下させてきたが、サービス関連では堅調な個人サービス需要の下で根強い賃金コスト圧迫が続いているため、上昇率の低下は比較的小幅なものにとどまっている(図表8)。

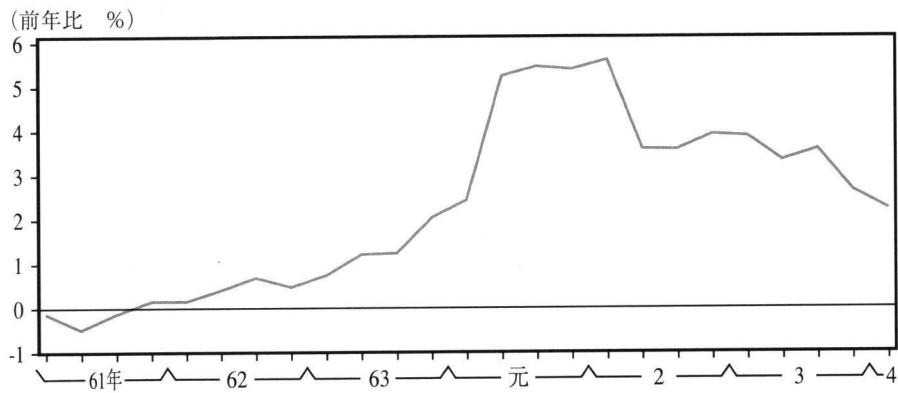
(図表8)

物 価 の 動 向

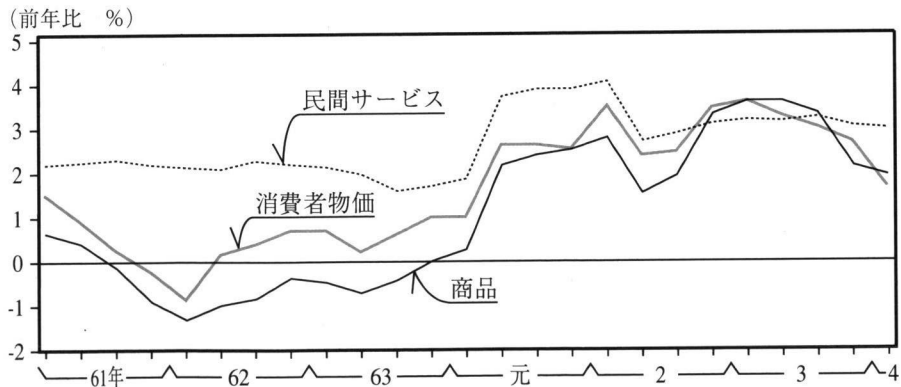
(1) 国内卸売物価の推移



(2) 企業向けサービス価格の推移



(3) 消費者物価の推移



(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」

(対外数量収支は安定基調)

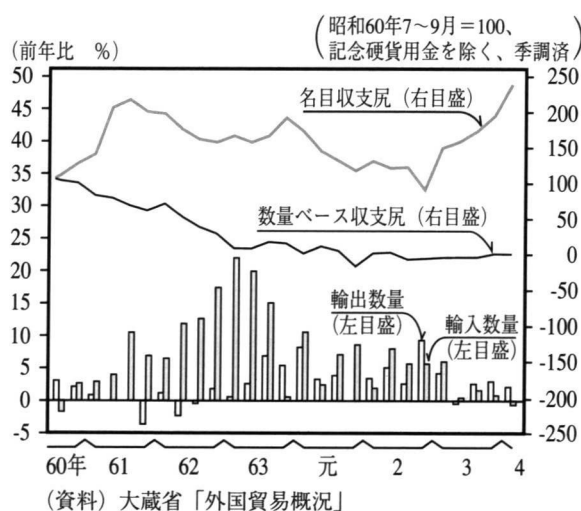
この間、対外収支については、数量収支が安定的に推移する一方、名目収支の黒字が大幅に拡大するなど対照的な動きがみられた

(図表9)。すなわち、数量面では国内景気の減速を反映して、輸入数量の伸びが鈍化したものの、海外景気の後退等から輸出数量の伸びも緩やかなものにとどまったため、収支は安定的に推移した。もっとも、年度末にかけては、鉱工業生産の低下等を背景に輸入数量が伸び悩みの度をやや強めたため、数量収支面でも幾分黒字拡大の動きを示した。一方、3年度の名目収支(国際収支・ドルベース)は、貿易収支が既往最大の黒字を記録(2年度699億ドル→3年度1,134億ドル)したほか、経常収支黒字も5年ぶりに大幅拡大をみた(同337億ドル→901億ドル)。これには、輸出品目の高付加価値化等による輸出単価の上昇も寄与しているが、黒字拡大の約4分の3は、原油価格の低下に加え、高級乗用車・絵

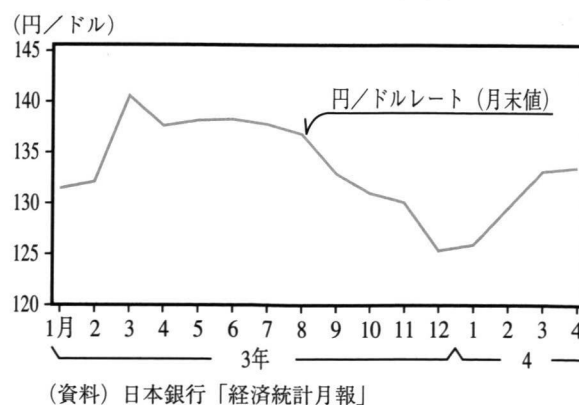
画等奢侈的商品の輸入減少や、一昨年度に増加をみた金輸入の反動減等一時的ないし特殊な要因によってもたらされたものとみられる(注3)。

なお、この間昨年度の外国為替相場の動向を振り返ると、円の対ドルレート(東京市場・直物終値)は、2年度に比べ円高化した(2年度平均141.3円/ドル→3年度平均133.2円/ドル<月中平均の年度間平均>)。年度中の流れを若干数延すると(図表10)、当初は米国景気の回復期待等を主な背景としつつ、東欧・ソ連情勢の不安定化によるドイツマルクの下落につれた面もあって円安傾向が続き、6月には一時140円/ドルを越えた。しかし、その後は米国景気回復のもたつきを主因に円高傾向に転じ、4年1月には123円/ドルまで円高化した。なお、年度末にかけては日米景気のすれ違い等を材料に130円台前半まで戻した。この間取引高をみると、東京市場の出来高は前年度に比べ3割方減少した(1日平均出来高、直先スワップ計、2年度242億ドル→3年度177億ドル<月中平均の年度間平均>)。

(図表9) 通 関 収 支 の 動 向



(図表10) 為 替 相 場 の 動 向



(注3) 日本銀行月報平成3年11月号「最近の対外収支動向について」参照。

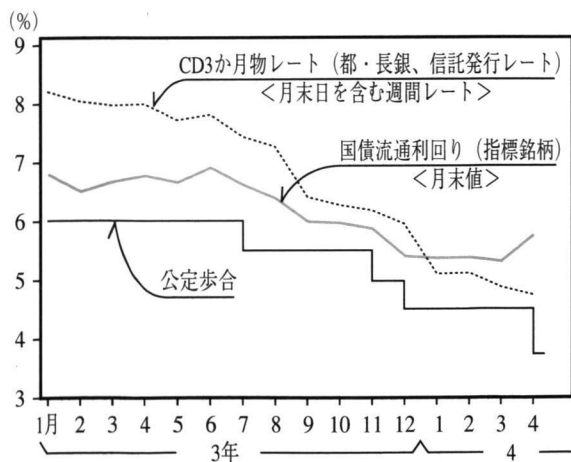
(2) 金融面の動向

(市場金利は全般的に低下)

一方、金融面に目を転じると市場金利は景気の減速や公定歩合引下げ等を背景に全般的に低下した(図表11)。

まず短期金利(CD3か月発行利回り)の動きをみると、平成2年11月に8.4%台でピークをつけた後、3年6月までに8%前後の水準まで緩やかに低下した。その後景気減速や公定歩合引下げを受け年末にかけてさらに低下し、年度末には5%を割込んだ。また長期金利(国債指標銘柄流通利回り)も、7月の公定歩合引下げまでは6%台後半で推移していたが、その後は物価上昇率の鈍化、景気減速感の強まりや、国内短期金利の低下を受けるかたちで緩やかな低下を続け、年度末には5.5%程度となった。こうした状況下、4年初には2年半ぶりに短期金利が長期金利を下回った。

(図表11) 市場金利の推移

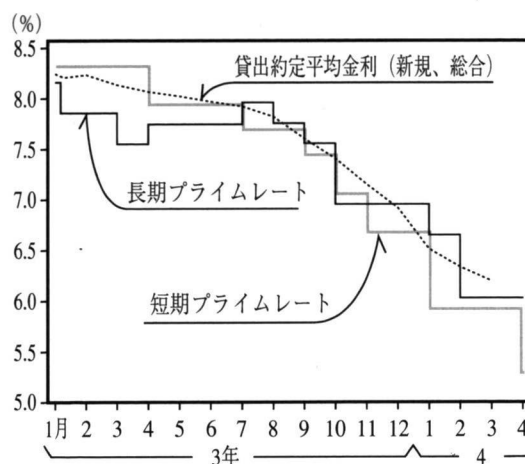


(資料) 日本銀行「経済統計月報」

(貸出金利はスムーズに低下)

次に貸出金利の動きをみると(図表12)、市場金利の低下を反映して長短貸出金利とも着実に低下した。これをプライムレートの変更回数、幅の両面からみると、3年7月から

(図表12) 貸出金利の推移



(資料) 日本銀行「経済統計月報」

4年4月の間、公定歩合は都合4回、2.25%低下したのに対し、短期プライムレートは、6回、合計2.625%低下した。また、長期プライムレートも1.9%低下した。この結果、3年9月以来日本銀行が公表を開始した新規貸出約定平均金利(総合)をみても、第4次公定歩合引下げ前の4年3月段階でも、6.157%とピーク(3年2月8.173%)に比べ約2%ポイント低下している。

短期プライムレートは、元年1月の新方式導入以降、各行がその調達コストに応じて設定することとなったが、最近では、市場金利の動きをよりビビッドに反映するかたちで弾力的に変更されるようになってきている。このように貸出金利の弾力性が高まってきたのは、基本的には金融機関の調達に占める自由金利商品の比率が傾向的に上昇してきたことによるものである。なお、都市銀行以外の業態においても自由金利調達比率が高まったことから、今回の金利低下局面では、こうした業態の貸出金利も従来以上のテンポで低下した。このことは、金融緩和の効果が中小企業等へもよりスムーズに浸透し得るようになって

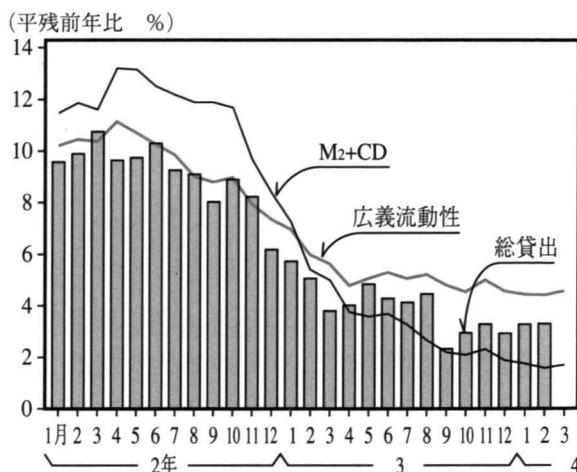
たことを示している（注4）。

（マネーサプライは低い伸び）

一方、マネーサプライ（ $M_2 + CD$ 、平残）の伸び率をみると（図表13）、平成3年1～3月にかけて急低下した後、3年度中も総じて伸び率低下傾向をたどった。この結果、年度平均の伸び率は+2.6%と、統計開始（昭和42年）以降最低の伸び率を記録した。従来マネーサプライは、金利の低下局面では伸び率を高めており、また景気や物価との関連でもかなり明りょうな先行関係が看取されていただけに、こうしたマネーサプライの伸び率低下をどう評価するかが問題となる。

この点に関し、第1に指摘し得るのは、マネーサプライは平成2年まできわめて高い伸びを続けた結果、その残高が相当高水準になっていることである。すなわち、マネーの

（図表13） マネーサプライの推移



- （注） 1. $M_2 + CD$ 対象金融機関＝日本銀行＋全国銀行の銀行勘定＋信用金庫＋農林中央金庫＋商工組合中央金庫
 2. 広義流動性＝ $M_2 + CD$ ＋郵便貯金＋農漁協・信組・労金の預貯金（含むCD）＋全国銀行信託勘定の信託元本＋債券現先＋金融債＋国債＋投資信託＋金外信託＋外債
 3. 総貸出（末残ベース）は全国銀行の銀行勘定と信託勘定における貸出の合計。

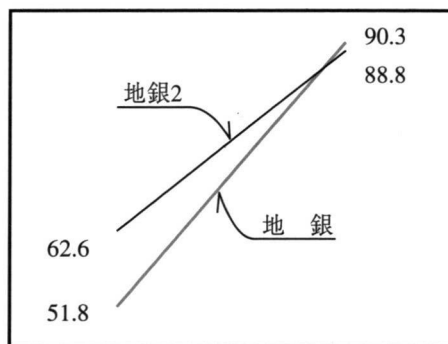
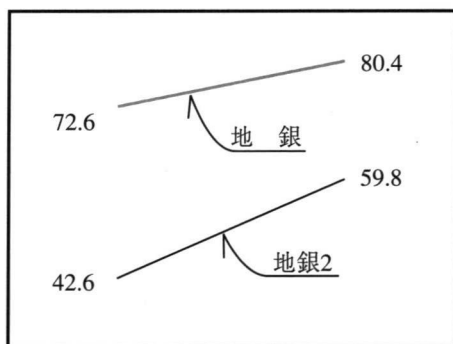
（資料）日本銀行「経済統計月報」

（注4）下図にみられるように、前回の金利低下局面に比べ今回は、地方銀行（地銀）、第2地方銀行協会加盟行（地銀2）の調達コストの低下幅が、都市銀行（都銀）のそれに近づいてきたことがみてとれる。これを反映して前者の貸出金利の低下幅も都銀のそれに近づいてきている。なお、このことは、金利上昇局面においてもこれら業態の貸出金利が従来以上に上昇しやすいことを意味している。

金利低下局面における業態別調達コスト・貸出金利の低下

貸出金利の低下幅（都銀の低下幅＝100）

平均調達コストの低下幅（都銀の低下幅＝100）



前 回
(55/4～56/6月)

今 回
(2/12～4/2月)

前 回
(55/4～56/6月)

今 回
(2/12～4/2月)

（注） 1. 貸出金利は新規貸出約定平均金利（総合）。

2. 平均調達コストは、流動性預金、規定期、インターバンク調達およびオープン市場調達の残高による加重平均金利に預金経費率を加えたもの。

（資料）日本銀行「経済統計月報」

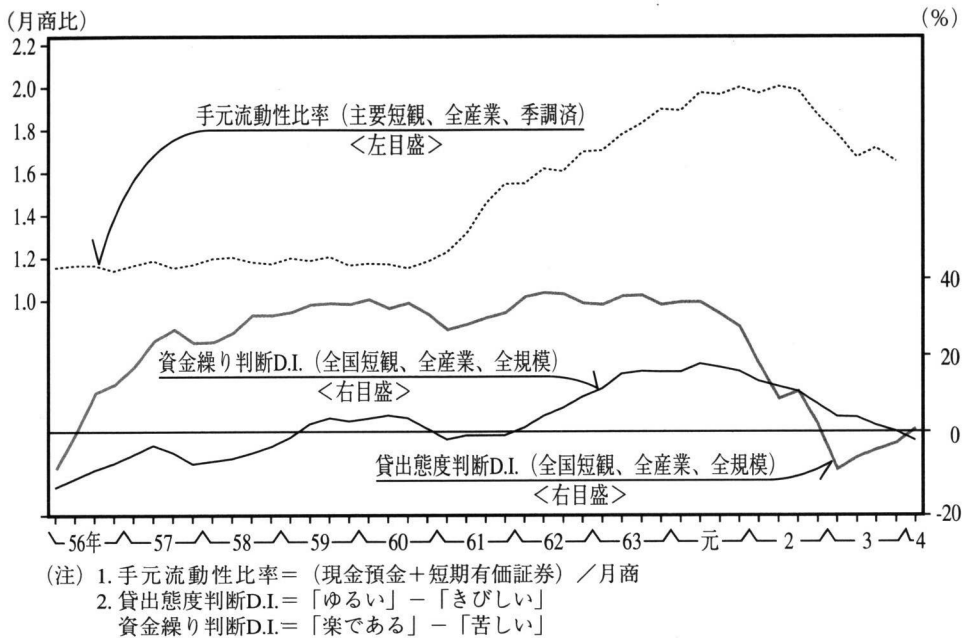
残高を名目GNPと対比し、その流通速度をみると、昨年以降上昇に転じているとはいえ、趨勢的低下を勘案しても、上昇の程度は限られたものにとどまっている。なお、日本銀行企

業短期経済観測調査の「企業の資金繰り判断」をみても、中小企業を含めかつてに比べとくに逼迫感が高いとはみられない（図表14）。

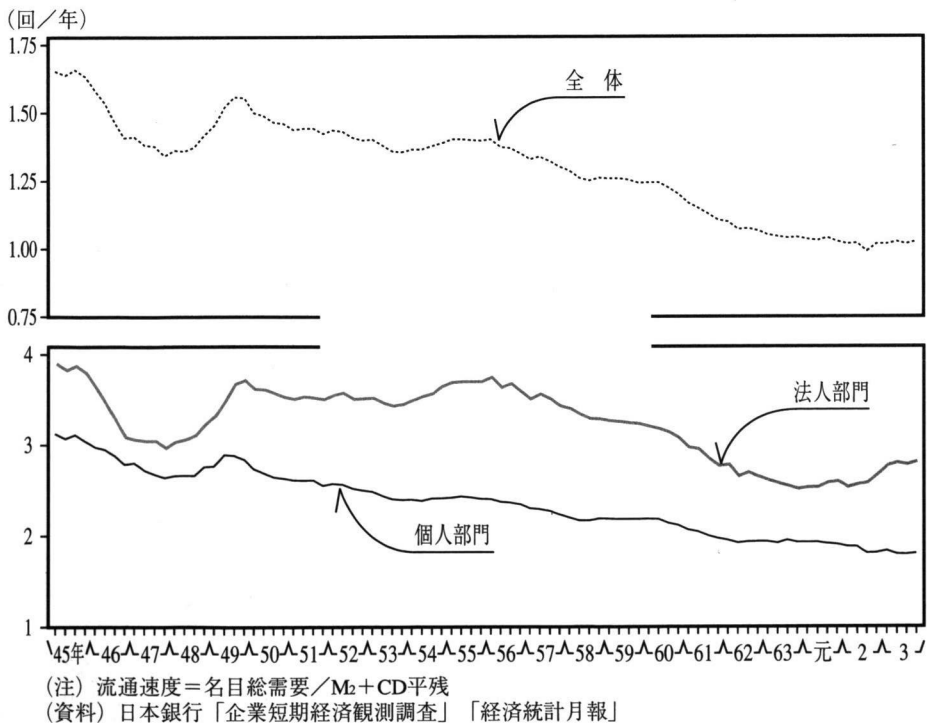
第2に、マネーサプライの低い伸びは、主

(図表14) 企業金融と流通速度の推移

(1) 企業金融の動向



(2) マネーの流通速度



として銀行貸出が低調に推移していることによるものであるが、その原因としては、一面で金融機関が信用リスク等に配慮して慎重な融資姿勢を示していることも影響しているものの、基本的には不動産等資産取引に関連した資金需要を含め、全体として景気減速に伴い企業の資金需要自体が低調化したことが大きい。

第3に、量的な金融指標のうちでも、郵便貯金や金融債等を加えた広義流動性の伸びをみると、3年度平均の伸びは+4.8%と $M_2 + CD$ の伸び（同+2.6%）を上回っており、とくに年度後半については、 $M_2 + CD$ の伸びが低下傾向をたどるなかで、ほぼ前年比+4%強で安定的に推移している（前掲図表13）。このように広義流動性の方が $M_2 + CD$ の伸びを上回っていることについては、定額郵便貯金等マネー対象外資産へのシフト・アウトの影響も無視しえないが、近年の金利自由化進展により、マネーサプライ対象資産のなかで市場金利並みに付利される預金のウエイトが高まったことの影響も大きいと考えられる。こうした状況下では、金利の変更がマネー保有の機会費用を変えることによってマネーサプライの増減につながるルートが働きにくくなり、このためマネーと金利との関係にも変化の生じている可能性が高い。

もとより、マネーサプライについては、金利自由化や金融制度面における環境変化等がその指標性に与える影響等につき、今後さらに検討を深めていくことが重要であるが、上記の諸点から考えれば、現在の $M_2 + CD$ の低い伸びが企業金融の逼迫感をもたらし、企業活動の制約になっているとはみられない。

（3）金融政策の展開

上記のように国内景気に調整の動きが強まる下で、物価を巡る情勢が好転しはじめたことを

背景に、日本銀行は昨年7月1日に公定歩合を引下げ（6.0%→5.5%）、金融緩和政策に転じたのに続き、11月14日、12月30日にそれぞれ0.5%の引下げを実施した。さらに年度明けの4月1日には第4回目の引下げ（4.5%→3.75%）を実施した。こうした一連の公定歩合引下げ措置は、わが国経済が過去数年にわたる高い成長から物価安定を基盤とした持続的成長経路へ移行する過程にある下で、物価安定を確認しつつ、そうした移行過程をスムーズならしめる趣旨で実施してきたものである。

なお、日本銀行は3年10月に、準備預金負担をある程度軽減し、金融調節を一層円滑にし得る環境を整備する趣旨から、準備預金制度の準備率を61年12月以来約5年ぶりに引下げた。

2. 今次景気調整の特徴と今後の課題

前章では昨年度のわが国経済を「高い成長が続いたあとの調整局面」と位置づけ、その足取りを振り返った。本章では、改めて今回の景気調整の特徴点を整理したあと、景気調整の意義と今後の課題について触れてみる。

（1）今次景気調整の特徴

（自律的調整）

今回の景気調整を過去の同様の局面と比較した場合、主に3つの特徴点が指摘できる。

第1に、今回の調整は、原油価格の急騰や急激な円高等相対価格の大幅な変化を伴う外的ショックを契機とするものではなく、むしろ、経済内部で蓄積されてきた調整圧力が金融引締めをきっかけとして表面化したという、優れて自律的な色彩が強かったことである。

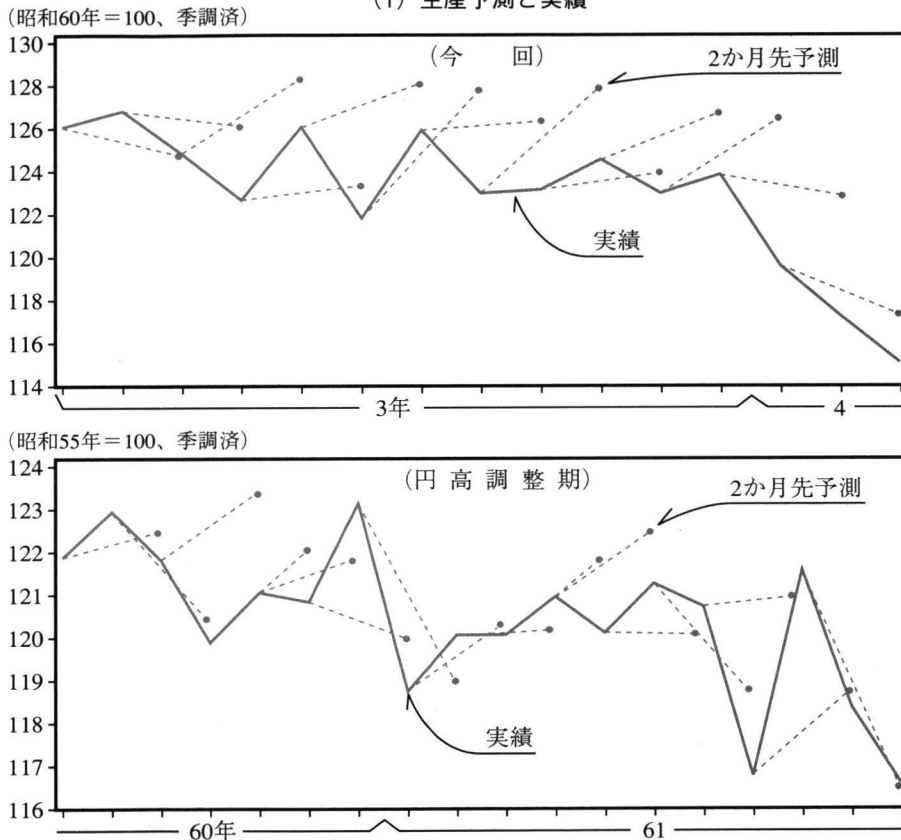
この点についてはすでに第1章で分析したところであり、ここでは今回の調整が自律的性格を強くもっていたことと関連し、その過

程で企業の先行き期待がいかに修正されてきたかという観点から若干の補足を試みたい。

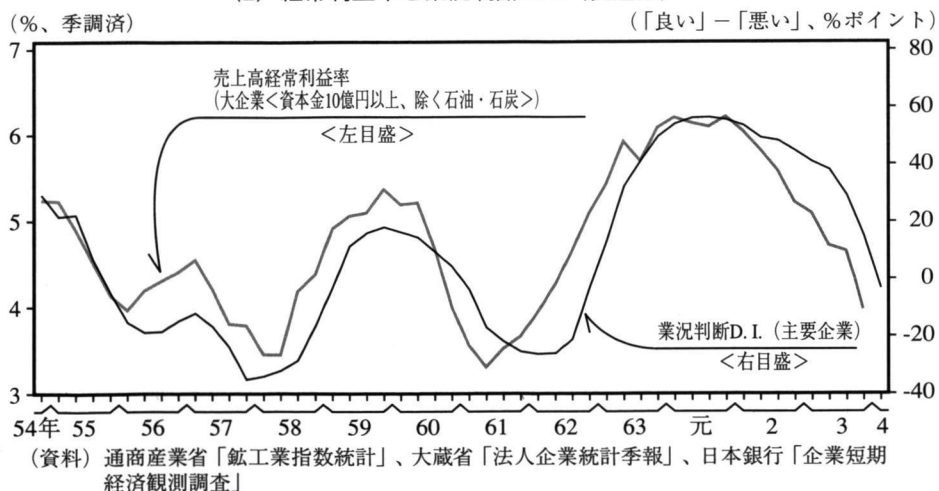
原油価格の急騰や急激な円高等外的ショックが生じた場合、企業はそれに対応して比較的迅速に先行きの見通しを修正し、新たな環境

に備えることができるが、景気が自律的に成熟、調整に向かう場合、実態変化に対する企業のかじ取りは緩やかなものになりがちである。今回の調整局面においてはこうした現象が生じた（図表15）が、これは今回の調整が

(図表15) 企業の先行き見通しと実績の乖離
(1) 生産予測と実績



(2) 経常利益率と業況判断D.I. (製造業)



長期にわたって高い成長が続いた後の自律的な調整という色彩が強かったことに起因する面が大きいように思われる。もっとも、企業の景況感は昨年末から本年初にかけてかなり急速に低下したようにうかがわれるが、こうした期待の大幅な修正が現在生じている在庫

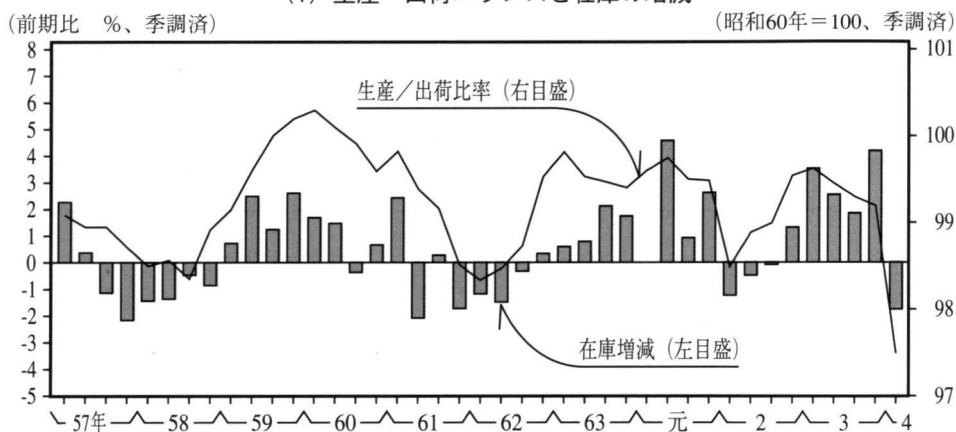
調整等のテンポをかなり速いものに行っているとみられる(注5)。

なお、自律的調整はその進行のなかで、やがて自律反転への契機を生ぜしめることとなる。既にみた住宅投資における調整一巡はそのような表われとして理解できる。

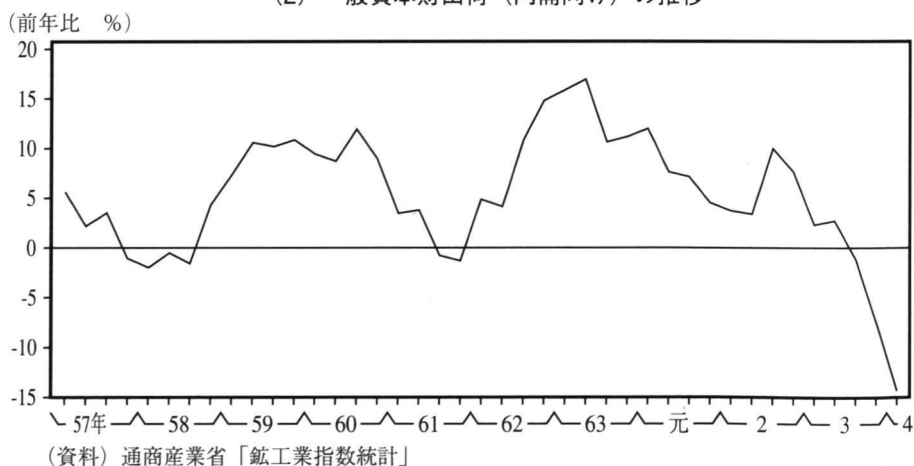
(注5) 生産・出荷比率からみると、今回の場合前2回の調整期よりも在庫調整のスピードが早くなっていることが示唆されるほか、一般資本財出荷(内需)の動きからみると、足元での製造業の設備投資の減少テンポはかつてに比べ大きいようにうかがわれる。

在庫、設備の調整スピード

(1) 生産・出荷バランスと在庫の増減



(2) 一般資本財出荷(内需向け)の推移



(労働需給はタイトに推移)

今回の調整局面における第2の特徴点は、労働需給が総じてタイトに推移したことである。今回調整局面における雇用環境については、既に前章で分析したところであるが、ここで改めて調整度合いの総体的評価との関連でこれを位置づけてみたい。

製品在庫や製造業資本ストックの積上がりを見ると、今回は第2次石油危機後あるいは円高調整期と同程度か、それを上回る規模となっている。この結果、昨年度後半、とくに4年入り後は、上述したような期待の修正も加わってかなりのテンポでその調整が生じ、生産は大幅な落込みをみせた。こうした状況を反映して製造業の収益率も昨年度後半以降低下テンポが速まり、水準としても前2回の調整期のボトムに近いレベルまで低下しているものとみられる。このように企業活動、とくに製造業企業活動をみると、今回の調整はその角度において前2回の調整期を上回るものとなっているほか、企業収益等からみた調整の深さという点でも前2回の調整期に比べ浅いとは言い難い。やはり前章でみたように、今回の調整期に先立つ景気拡大が長期にわたり、各種ストックの積上がり度合いも大きかっただけに、いったん始まった調整はかなりの深さに及ばざるを得なかった。しかし、他方で、調整開始時の経済活動のレベルが高かったことから、需給の水準はなお高位にある。すなわち、製造業の設備稼働率はひとところに比べかなり低下したとはいえなお過去の調整期に比べれば高めで推移しており、さらに、有効求人倍率等の雇用需給指標につ

いては幾分低下方向にあるものの、水準としては最近でも昭和50年代以降の景気ピーク時をも上回る状態が続いている（後掲図表16、20）。

このように、資源、とくに人的資源の利用状況という点からみれば現在の経済の活動水準は依然として高く、この面からみれば深刻な景気調整が生じているとは言い難い。景気調整局面においても雇用需給がタイトな状態を続けていることは、一面で、①雇用の堅調な増加を通じて消費等の需要を下支えする要因として寄与しているが、反面で、②サービス価格の上昇率高止まりをもたらす要因にもなっている点には注意が必要である。

(資産価格の下落とその影響)

第3の特徴点としては、今回の調整が株式や土地等資産価格の下落を伴っていたことである。

まず、資産価格の動向を振り返ってみると、株価は日経平均株価でみると平成元年末にピーク（38,915円）をつけた後、2年中は一貫してかなりのテンポで低下し、3年中も総じて弱含みで推移した。4年に入ってから再び低下をみせ、3年度末には19,345円となった。また、地価についても、国土庁の公示地価でみると、3年に入ってから大都市圏で下落に転じたほか、地方都市でも騰勢がかなり鈍化した（後掲図表17）。

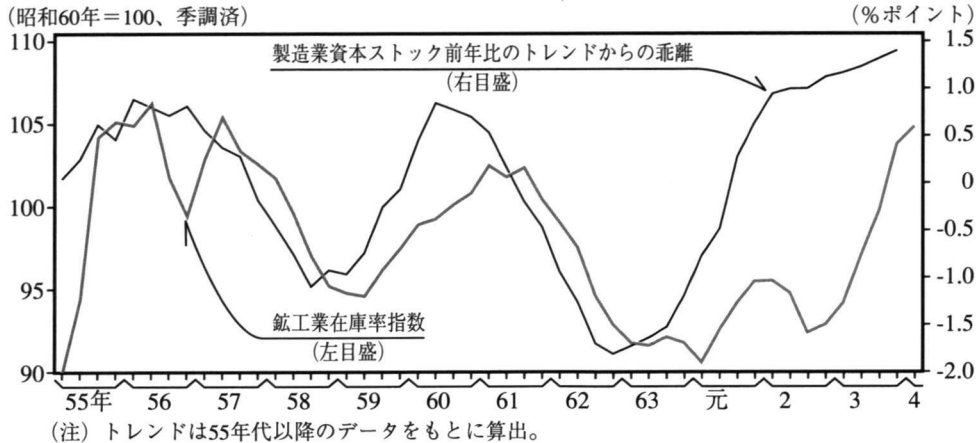
こうした資産価格の下落が、实体经济へどのような影響を及ぼしたかを利用可能なデータから検討してみる。

まず、個人消費については、株価下落によ

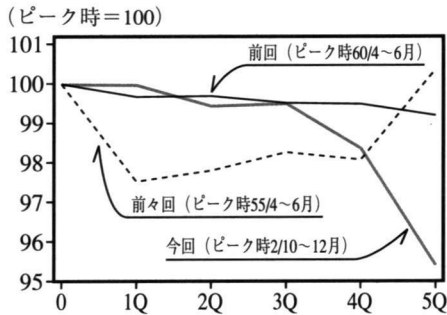
(図表16)

景気調整の深度

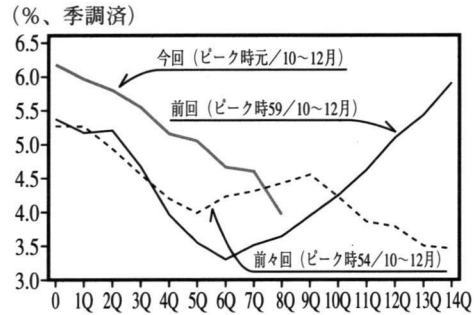
(1) 鉱工業在庫率および製造業資本ストックの推移



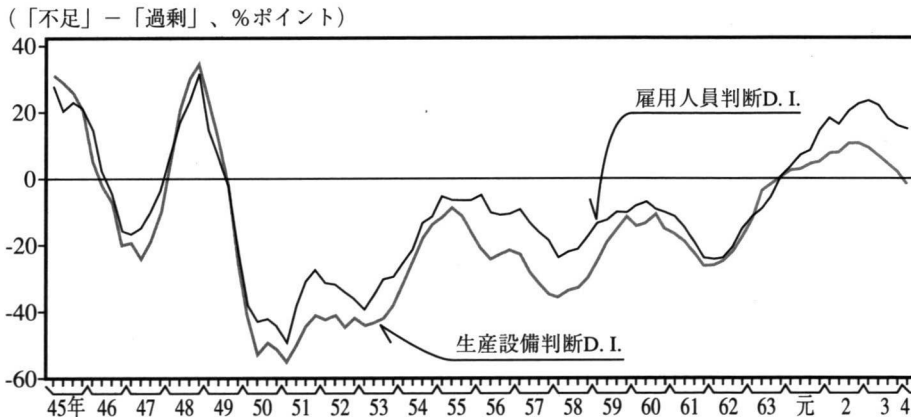
(2) 鉱工業生産



(3) 製造業売上高経常利益率 (大企業、除く石油・石炭)



(4) 生産設備判断D. I. および雇用人員判断D. I. (主要短観)



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

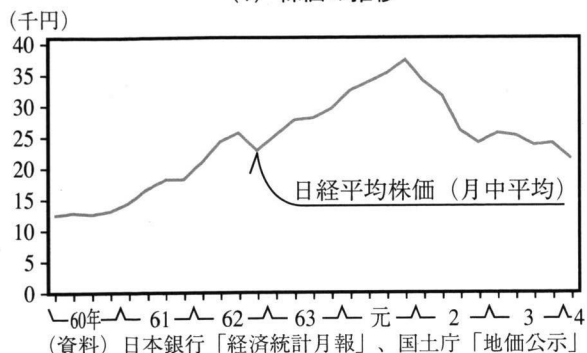
り高額品や耐久消費財等の売れ行きが鈍化したことが指摘されているが、簡単な財別消費関数を推計してみると、確かに耐久消費財に

関しては株価が統計的に有意な影響を及ぼしていることが看取される(図表18)。もっとも、資産効果が明確に表われると思われる消

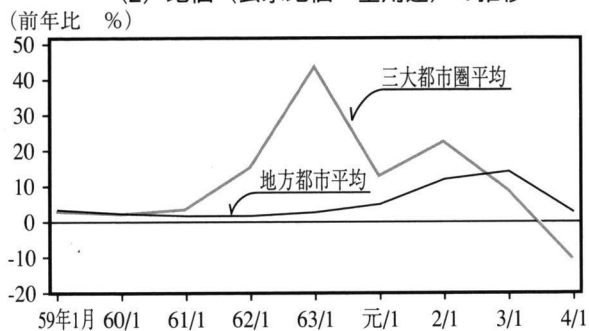
(図表17)

株 価 ・ 地 価 の 推 移

(1) 株価の推移



(2) 地価 (公示地価・全用途) の推移



(図表18)

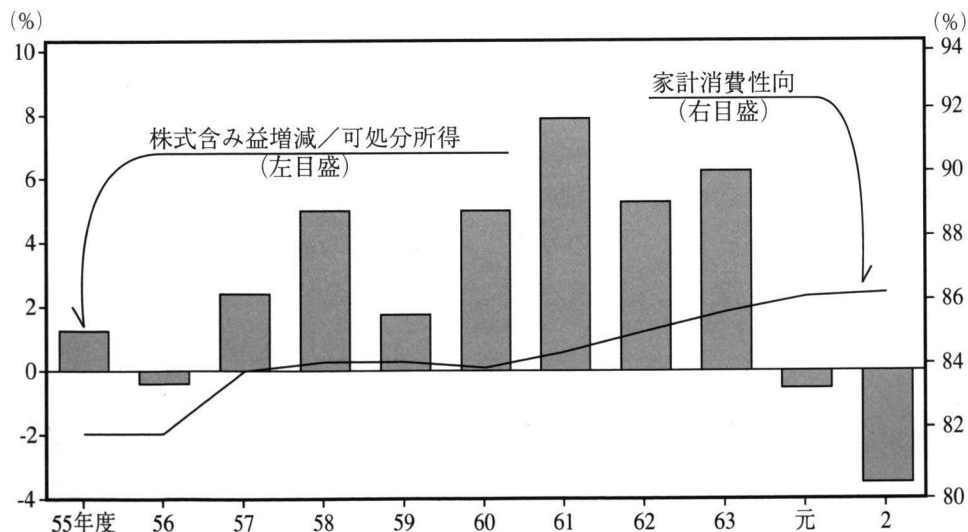
株 価 下 落 の 個 人 消 費 へ の 影 響

(1) 株価を含む消費関数の推計結果

	ln (可処分所得)	ln (株を除く金融資産)	ln (株式市場価額)	定数項	\bar{R}^2 /DW
ln (耐久財消費)	0.902 (4.5)	0.458 (4.3)	0.174 (4.4)	-10.85 (- 6.5)	0.99 1.31
ln (半耐久財消費)	0.399 (3.1)	0.190 (2.8)	-0.012 (- 0.5)	3.72 (3.5)	0.98 1.54
ln (非耐久財消費)	0.488 (10.9)	0.158 (6.6)	-0.050 (- 5.8)	4.37 (11.8)	0.99 2.50
ln (サービス消費)	0.381 (5.3)	0.393 (10.3)	-0.046 (- 3.3)	2.70 (4.6)	0.99 1.50
ln (消費全体)	0.441 (8.5)	0.289 (10.5)	-0.021 (- 2.1)	3.80 (8.9)	0.99 1.75

(注) () 内は t 値。推計期間：昭和45～平成2年。

(2) 消費性向とキャピタル・ゲイン・ロスの関係



(資料) 経済企画庁「国民所得統計」、日本銀行「経済統計月報」

費性向の動きをみると、人口の高齢化を背景とした上昇トレンドが観察されるものの、達観すれば、株式のキャピタルゲイン・ロスによって大きく左右されているようにはうかがわれない（前掲図表18）。このように株価変動が全体としての消費に及ぼす影響は、わが国の家計金融資産に占める株式のウェイトが約1割（3年9月末 9%）と米国（3年12月末 24%）等に比べ低いことや、資産価格変動の影響を受けるとみられる耐久消費財の消費全体に占める割合が1割弱と低いこともあって、全体としてみればその影響は限られたものであったと推測される（注6）。

次に住宅投資については、地価上昇下で相続税等の節税を目的とした貸家建設や、投機目的のマンション建設等がみられ、これが住宅の過剰ストックの一因を形成したものと思われる。実際、マンションについてはなお相当な売れ残り在庫が残っている。もっとも、前章でみたように、貸家におけるストック調整進展からすでに全体としてみれば住宅のストック調整はかなり進捗をみており、この点からみれば、地価変動の住宅投資への影響はすでに一巡しかけているとみることができよう。

さらに企業の設備投資に及ぼす影響については、さまざまな視点から検討する必要があるが、以下のような点からみて一定の影響はあったにしても、それが企業の投資行動に支配的な影響を及ぼしたとはみなし難い。

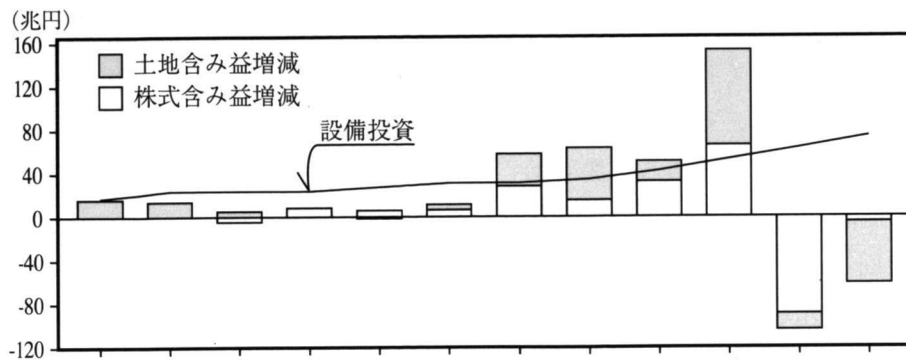
まず第1に株式や土地のキャピタルゲイン・ロスと設備投資との関係についてみると、図表19にみるとおり、マクロ的にみると両者の間には必ずしも密接な関係は見出し難い。次にエクイティ・ファイナンスと設備投資との関係についてみると、過去昭和63年、平成元年に大量のエクイティ・ファイナンスが実行され、また、平成2、3年にはこれが大幅に減少するなかで、大企業の設備投資はこれとはほぼ独立して増加する動きが看取される一方、エクイティ・ファイナンスの変動は主に金融資産の動きと連動してきた（図表19）。こうした点からみる限り、エクイティ・ファイナンスが企業の設備投資行動に直ちに結びついていたわけではない。したがって、エクイティ・ファイナンス困難化による設備投資への影響についてもあまり過大視すべきではなからう。第3にB I S規制等との兼ね合いでみた金融機関の資金供給への影響についても、日本銀行企業短期経済観測調査の「金融機関の貸出態度判断D.I.」がひとところに比べ「厳しい超」幅を縮小させていることなどからみて、企業の投資活動等に対しいまのところ明確な制約要因になっているとは考え難い（前掲図表14）。

以上のように、資産価格上昇下で乗用車販売や住宅建設が必要以上に刺激された結果、資産価格の反落が昨年度に生じたストック調整圧力を増幅したことは否定できないが、上記のような分析に立つてとらえ得る限り、総じて資産価格下落が家計、企業の支出活動に

（注6）消費全体を可処分所得、株式を除く金融資産および家計保有株式価額で説明する消費関数を推計してみると、株式を除く金融資産については統計的に有意な資産効果が観察されるものの、株価については明確な資産効果は計測されない（前掲図表18）。

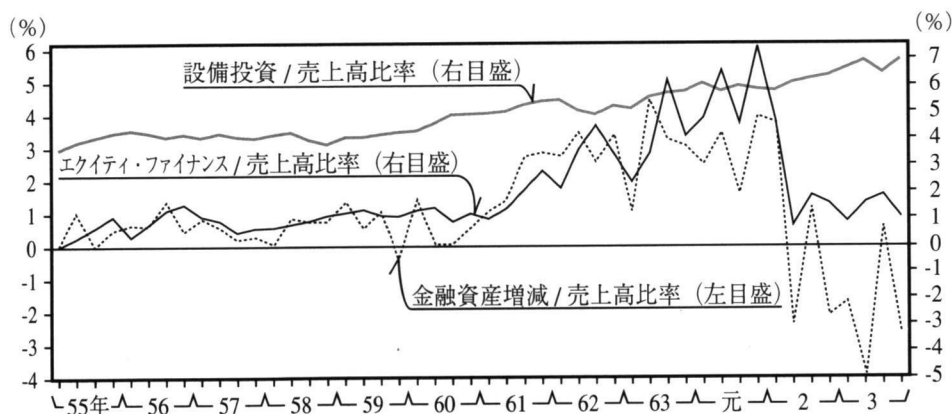
(図表19) 資産価格変動の設備投資への影響

(1) 含み益増減と設備投資 (法人季報ベース、全産業、全規模)



(注) 含み益はGNPベースの時価総額(非金融法人分)から推計したそれぞれの時価総額(法人季報ベース)と簿価総額との差をとったもの。なお3年の時価総額については、日経平均株価と公示地価(国土庁調べ)を基に推計。

(2) エクイティ・ファイナンスと設備投資 (大企業)



(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」、経済企画庁「国民所得統計」、公社債引受協会「公社債月報」

及ぼしている影響は、これまでのところそれほど大きなものであったとはみられない。もっとも、資産価格の下落が、幾分なりとも企業マインドを慎重化させている可能性があるほか、また後にもみるように、金融機関や不動産部門においては、不良資産や売れ残り在庫が積上がっているだけに、これらが実体経済面に及ぼす影響についても注視を怠れないところである。

(2) 景気調整の意義と今後の課題

(物価、地価の安定化)

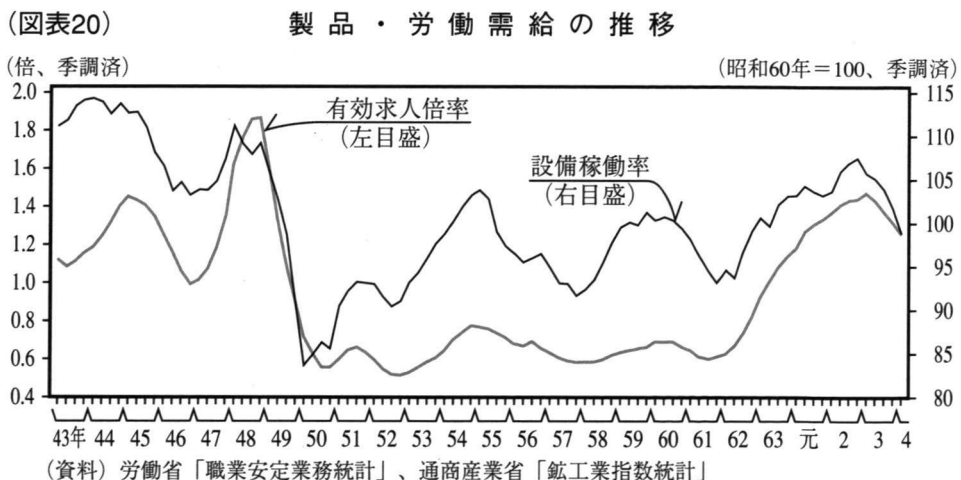
景気が調整過程に入れば、企業収益が低下し、家計所得の伸びも鈍ることとなるが、景気調整はそうしたマイナス面だけをとりえて評価すべきではなかろう。景気調整にはそれに先立つ拡大期において生じたインバランスを是正するという積極的な意味合いがある点も見逃してはなるまい。こうした積極的な意味で景気調整を評価するとすれば、具体的に

は次の2点が指摘できよう。

第1は物価上昇圧力の緩和である。今回の景気拡大期を振り返ると、原油が急騰した一時期を除けば、表面上目立って物価が上昇したわけではなかった。しかし、そうしたなかで製品需給を示す代表的な指標である稼働率指数は昭和63年8月に前回のピーク（昭和59年11月101.6）を上回り、平成2年10月には108.5に達するなど逼迫度を増していた。また、労働需給を表わす有効求人倍率も昭和62年11月に早くも前回ピーク（昭和54年12月0.78倍）を上回り、平成3年3月には1.47倍といざなぎ景気時を上回る水準にまで達した（図表20）。しかし、金融引締めをひとつの契機として、景気が自律的に減速したことにより、設備稼働率は3年入り後徐々に低下し、有効求人倍率も3年度入り後ごく緩やかではあるが低下をみた。第1章でみたように、サービス価格の上昇率がなお高めにあるなど、消費者物価には問題が残されているとはいえ、物価が昨年度後半以降降着き傾向を明確化した背景には、こうした需要減速に伴う製品需給の緩和が大きく寄与していた。

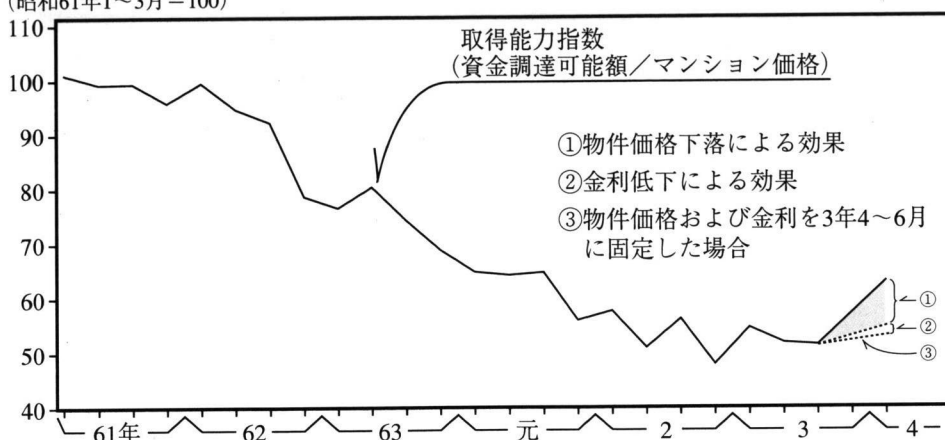
第2は地価の鎮静化である。今回の景気拡大過程においては地価が高騰を示したが、地価の上昇は土地投機の盛行等を通じてマクロ経済の不安定化要因になることはもとより、資産分配や所得分配上の不平等を拡大するなどさまざまな問題を引き起こすだけに、看過し得ない問題であった。しかし、金利が上昇する下で、不動産業、建設業およびノン・バンク向け貸出に関するいわゆる「総量規制」が2年4月から実施されたほか、4年1月の「地価税」実施に加え、同じく4年1月からは賃貸用マンション取得等に係る規制の見直し（いわゆる損益通算制度の見直し）といった税制面の対応も図られたことから地価の騰勢は鈍化し、3年度中は大都市圏を中心に鎮静傾向が明確化した。なお、「総量規制」は4年1月から解除されている。

こうした地価の鎮静化は一面で不動産、金融部門に課題を残すこととなったが、反面で先に指摘したさまざまな問題の拡大を防ぐとともに、第1次取得層の住宅取得能力を高めるかたちで、最近の住宅建設持直しの一因をも形成している（図表21）。



(図表21) マンション取得能力の動向

(昭和61年1～3月=100)



(注) 資金調達可能額は、可処分所得に占める借入金返済額割合を25%とした場合の借入可能額に貯蓄金を加えたもの(金利低下および所得の増加は資金調達可能額の増加に寄与)。

(資料) 総務庁「貯蓄動向調査報告」、長谷工コーポレーション「CRI研究レポート」、日本銀行「経済統計月報」

(当面の経済動向と政策課題)

以上、3年度経済の足取りとその特徴等についてみてきたが、当面注目されるところとしては、昨年度中調整色が強まった景気が今後どう展開していくかということであろう。

前述の分析から考えると、在庫水準がまだ高めにあるため、目先は在庫調整が継続し、これに伴って生産水準の一段低下が予想される。このため、製造業においては収益がさらに低下し、ストック調整過程にある製造業の設備投資も減少持続を避けられまい。このように、当面景気は調整色の強い状態が続くとみられるが、ただそうしたなかであって、ストック調整面からの下押し圧力が一巡しつつある下で、金利低下効果が浸透しはじめたことから、住宅投資持直しの動きがみられており、また、中小非製造業設備投資についても、関連先行指標に下げ止まりの気配がうかがわれる。また、財政支出は今後とも需要の下支え要因として寄与すると見込まれる。さらに、雇用についても製造業で抑制的な動きが強ま

る可能性があり、その分伸び率は低下するとしても、全体としてみれば非製造業中心に緩やかな増勢は見込まれるため、個人消費の底固い推移が展望されよう。したがって、漸く進みはじめた在庫調整が今後着実に進捗すれば、夏場以降生産が増加に転ずる可能性もある。

いずれにせよ、現状は製造業分野を中心に「調整色が強まる力」と、「底入れへのモメンタム」が交錯している状況だけに、事態の推移を注意深くみていく必要がある。また、資産価格下落の影響については、既にみたように、企業マインドへの影響等測り難いところがあるが、これまでのところ実体経済への攪乱は限定的とみられる。言い換えれば、このことは、今回の景気調整局面が、前章で分析したように、基本的には、耐久消費財を含めた民間資本ストックの大幅な積上がりののちのストック調整のプロセスとしてとらえ得ることを意味する。しかしながら、他方で、次章でもみるように、金融機関や不動産部門においては不良資産や売れ残り在庫等が大幅に

積上がり、経営面に少なからぬ影響が及んでいることは紛れもない事実であり、こうしたしこりの存在はこれまでの調整期にはみられなかった今回調整期の際立った特徴である。今後このようなしこりの実体経済への影響を回避しつつ、時間をかけてその解きほぐしを図っていくことが、インフレなき持続的成長経路への移行を目指すわが国経済の直面する大きな課題である。

一方、こうした短期的な視点を離れてやや長い目でみた場合の政策課題として最も大きな問題は、やはり「労働力不足への対応」である。

すなわち、先行きのわが国の労働力供給についてみると、①労働力人口の伸びが低下してくることが確実視されるほか、②労働時間の短縮もこれまで以上のスピードで進められていくことが見込まれているため、労働投入量については今後かなり制約が強まってくるとみておく必要がある。このため、労働生産性の上昇テンポが相当高まらない限り、従来と同程度の成長を実現しようとするれば、わが国経済は恒常的な物価上昇圧力にさらされるリスクがある。したがって、今後中期的な課題として、労働生産性向上のためのさまざまな努力が求められようし、また、内外価格差是正も含めて市場開放政策の推進を通じて輸入の拡大を図るなど海外の資源をより活用することが重要となろう。それと同時に、マクロ政策運営にあたっては「物価安定を前提とした持続的成長」という考え方を強く意識していくことが必要となろう。

3. 金融システムの動向

次にやや角度を変えて、昨年度のわが国経

済を金融システムの観点から振り返ってみたい。特徴的な事実をあらかじめ整理すれば、第1に金利自由化の進展や、金融制度改革法案の国会上程に象徴されるように、いわゆる金融自由化に弾みをつけるいくつかの動きがあったこと、第2にこうした前向きな動きがみられた一方、資産価格の下落の過程で金融機関の不良資産の増大や、金融不祥事の続発など、わが国の金融システム全体の信認を損ないかねない出来事が生じたこと、第3にそうした出来事をひとつの反省材料として、金融機関経営や決済システムの健全化に向けて新たな努力が強化されるに至ったことがあげられる。

(1) 金融自由化の進展

(金融自由化の意義)

金融の技術革新や国際化が進展するなかで、わが国金融市場が自由にして透明度が高くかつ国際的にも通用するマーケットへと発展していくためには、金利および金融業務の両面において自由化を推進し、競争を促進することが必要である。こうした状況の下では、金融活動に携わる各々の経済主体が、自らの責任において自由な選択を行い得るようになり、各金融機関の自主的かつ弾力的な経営戦略の下、利用者に対してもより良質で多様な商品・サービスが提供されることが期待される。また、金融政策との関係においても、こうした競争の促進を通じて市場機能が強化されることは、金融政策の有効性確保にも資するものと考えられる。わが国の場合、この面ではなお多くの課題を抱えているが、そうしたなかで、後掲図表22に示したとおり、昨年度中にはいくつかの前進がみられた。

（金利自由化の進展）

まず預金金利の自由化については、3年11月に自由金利定期預金の最低預入金額が引下げられた（1,000万円→300万円）ほか、本年6月には、小口MMCの最低預入金額制限（現行50万円）の撤廃や、流動性預金金利の自由化の先駆けとしての貯蓄預金の導入が予定されている。わが国の預金金利の自由化は、3年7月に公表された自由化スケジュール（「定期預金金利については平成5年中に、その他の預金金利＜当座預金を除く＞については平成6年中に金利の完全自由化を図るべく努力する」）に沿ったかたちで、最終仕上げの段階に入ってきている。

なお、今後こうした自由化が順調に進むためには、個人預貯金残高の約3分の1のシェアを占める郵貯の金利が、民間預金金利と整

合的に設定されるとともに、定額郵貯の商品性が市場原理になじむように見直されることが必要である。

（金融資本市場における諸慣行等の見直し）

また金融市場の諸慣行の見直しについても、市場の効率性、透明性の向上に向けたいくつかの措置がとられている。

すなわち、短期金融市場面では、昭和63年以降さまざまな改善措置が講じられてきたが、こうしたなかで、3年11月には内外資金市場間の金利裁定を一層円滑化する趣旨から、1か月以上の無担保コール取引に先日付取引が導入された。また、金融税制の面でも、今通常国会において外国法人の受取るTB・FB償還差益の非課税化（源徴分の償還時還付）を盛り込んだ租税特別措置法の改正が実現

（図表22）

金融自由化関連の諸施策

（1）預金金利自由化スケジュール

（2）（参考）預金関連商品の多様化等

定期性預金		流動性預金	預金関連商品
3年	4月・小口MMCの最低預入金額引下げ（100万円→50万円） 11月・大口定期預金（期間3か月～2年）の最低預入金額引下げ（1,000万円→300万円） ・大口定期預金の預入期間の延長（2年→3年）		11月・2年物利付金融債の発行開始 （債券発行金融機関＜除く東銀＞） ・5年物利付金融債の発行開始（東京銀行） 12月・ヒットの据置期間の短縮（1年→3か月）
4年	6月・小口MMCの最低預入金額の撤廃（期日指定定期以外の規制定期の廃止） ・定期積金（1回当りの預入金額2万円以上）の市場金利連動化	6月・貯蓄預金の導入	5月・短期公社債投資信託「マネー・マネージメント・ファンド」（MMF）販売開始 ・6月・ヒットの据置期間の短縮（3か月→1か月） ・スーパーヒットの最低預入金額制限の撤廃
5年	5年中・定期預金の金利完全自由化	5年中・貯蓄預金の商品設計自由化（最低預入残高制限の緩和等）	
6年		6年中・その他の預金（除く当座）の金利完全自由化	

（注）当座預金については付利禁止を継続。
定額郵貯の見直しは4年以降。

(3) 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"> ● 60/ 8月 ● 63/11月 ● 元/ 1月 ● 2/11月 	2、3週間の新設 6日物まで短縮 レートの刻み幅を0.0625%から0.03125%に変更 オファー・ビッド制の導入
無担保コール市場	<ul style="list-style-type: none"> ● 60/ 7月 ● 60/ 9月 ● 62/ 7月 ● 63/11月 ● 元/ 1月 ● 元/ 1月 ● 元/ 4月 ● 元/ 4月 ● 3/11月 	市場創設（オーバーナイト、7日物） 2、3週間物の新設 2～6日物の新設 1～6か月物の新設、1週間物以上について気配値廃止 オーバーナイト～6日物について気配値廃止 レートの刻み幅を0.0625%から0.03125%に変更 7か月～1年物の新設 仲介手数料の引下げ（出し手・取り手双方から1/32%→1/50%） 先日付取引の導入
手形市場	<ul style="list-style-type: none"> ● 60/ 6月 ● 63/11月 ● 63/11月 ● 元/ 1月 ● 元/ 4月 ● 3/ 1月 ● 3/ 1月 ● 3/ 1月 ● 3/ 5月 	5、6か月物の新設 1～3週間物の新設、日本銀行による期間1か月未満の手形買いオペ開始 気配値廃止 レートの刻み幅を0.0625%から0.03125%に変更 7か月～1年物の新設 担保範囲の拡大（国債・政保債等公社債および外貨手形の追加） 入札方式により日本銀行が買いオペを実施 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%） 社債等代用証書制度の見直し（代用証書対象の拡大等）
債券現先市場	● 62/12月	債券現先オペ開始
C D 市場 （譲渡性預金）	<ul style="list-style-type: none"> ● 60/ 6月 ● 61/ 3月 ● 適時（注） 	証券会社のCDの流通取扱認可 短資会社向け貸出を利用した日本銀行によるいわゆるCDオペ開始 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
C P 市場 （コマーシャル・ペーパー）	<ul style="list-style-type: none"> ● 62/11月 ● 63/ 1月 ● 63/12月 ● 元/ 5月 ● 2/ 2月 ● 2/ 4月 ● 2/ 4月 ● 3/ 4月 	市場創設 非居住者の国内CP発行解禁 国内CPの見直し（発行適格企業拡大、バックアップライン設定の弾力化等） CPオペ開始 国内CPの見直し（発行適格企業拡大、格付基準への一本化<2/10月から実施>、バックアップライン設定の弾力化等） 証券会社のCP発行解禁 印紙税の定額（5,000円）課税実施（それまでは階級税率） 国内CPの見直し（格付基準の緩和）
政府短期証券、 短期国債市場	<ul style="list-style-type: none"> ● 56/ 5月 ● 61/ 1月 ● 61/ 2月 ● 62/ 8月 ● 元/ 9月 ● 2/ 1月 ● 2/ 4月 ● 2/ 7月 ● 2/10月 ● 2/10月 ● 3/11月 	日本銀行によるFBの市中売却開始 FBの売却方法を現先方式に変更 TBの発行開始（6か月物、償還差益に対し源泉課税を適用<FBについても61/1月から源泉徴収扱いに変更>） FB、TBの取引単位引下げ（1億円→5千万円） TB3か月物の発行開始 TBオペ開始 FB、TBの取引単位引下げ（5千万円→1千万円） TBの月2回入札開始、短資会社によるTBのディーリング業務開始 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 TBの業者間取引、4日目決済に移行 FB・TBオペの日銀ネット処理開始
東京金融先物取引所	<ul style="list-style-type: none"> ● 元/ 6月 ● 2/10月 ● 3/ 2月 ● 3/ 2月 ● 3/ 7月 ● 3/12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） 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（米ドル短期金利先物は3/9月まで） ドル円通貨先物取引上場（円ドル通貨先物取引は3/3月に廃止） システム取引を導入 円短期金利先物オプション上場 夜間取引開始
円 転、 オフショア市場	<ul style="list-style-type: none"> ● 59/ 6月 ● 61/12月 ● 元/ 4月 	円転規制の撤廃 オフショア市場（JOM）の発足 オフショア市場の規則緩和（入超規制の緩和および出超規制の廃止等）
そ の 他	<ul style="list-style-type: none"> ● 元/ 8月 ● 2/ 8月 	資金需給見込み・実績等の公表開始 資金需給表の表記改訂実施
（参考） 資本市場における 主要事項	<ul style="list-style-type: none"> ● 3/ 4月 ● 3/ 4月 ● 3/12月 	社債発行限度枠の拡大 一般事業債（担保付き、7年超）の引受および受託手数料の引下げ （引受3/8、11月、受託3/4、11月） 国内公募社債としては初めて均一価格販売方式による社債発行（NTT債）

（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

をみた。金融取引にかかる税制の見直しや、「短期の国債」市場の一層の整備・拡充を図っていくこと等は、引続き今後の課題として挙げられよう。

この間資本市場についてみると、社債市場では受託手数料の引下げ等が行われたほか、株式市場では、一連の不祥事とも関連して、わが国の株式等の委託手数料のあり方があらためて問題となり、現在、固定手数料の自由化が検討課題となっている。

（いわゆる「窓口指導」の廃止）

日本銀行は、金融自由化の進展の下で、金融政策面から従来以上に金利機能を活用し得る余地が広がってきたことなどにかんがみ、各金融機関の融資運営にあたって自己責任原則の一層の徹底を図っていく趣旨から、7～9月期より金融機関貸出に対する事前的抑制指導（いわゆる「窓口指導」）を廃止した。

（金融制度改革の進展）

また、昨年度には、昭和60年以来6年間にわたる審議を経て「証券取引審議会」、「金融制度調査会」報告が出され（3年5、6月）（注7）、政府はその答申等の趣旨を踏

まえ、金融制度改革法案を国会に提出している（4年3月）。

同法案の主な内容をみると、まず「金融・資本市場の整備とそのなかでの適正な競争の促進」を主眼として、①業態別子会社方式による銀行、信託、証券の相互参入、②証取法上のいわゆる幅広い有価証券の定義規定の整備、③新しい有価証券についての銀・証相乗りによる本体での取扱い等をうたっている。また、「金融機関の経営の健全性確保を図る」ため、④銀行法等に経営諸比率規制に関する所要の規定を設けているほか、「金融機関に対し経営上の選択の幅を広げこれからの自由化に備えさせる」ため、⑤長期信用銀行、外国為替専門銀行、労働金庫の普通銀行への転換やこれらと他業態金融機関との合併を可能とするための合併転換法の改正、⑥協同組織金融機関（信用組合、労働金庫、農業協同組合等）の業務規制の緩和（国債窓販、ディーリング業務、外国為替業務等への参入）等を打出している（注8）。

なお、後述する一連の金融不祥事は、金融自由化の遅れもあって、金融機関をはじめとする市場参加者の自己責任意識が未成熟であったことに起因する面が少なくないと考えられる。この点、金融制度改革の推進は従来にも

（注7）証券取引審議会報告「証券取引に係る基本的制度の在り方について」、金融制度調査会答申「新しい金融制度について」。

（注8）米国でも、金融制度改革法（The Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act of 1991）が、3年11月に議会で可決され12月に大統領の署名を得て発効した。当初財務省が議会に提出した内容からみると、州際業務規制の撤廃、銀行の証券・保険業務への参入等銀行の業務範囲の拡大を認める項目が削除されるなど、後退した感じは否めないが、預金保険基金への資金供与等緊急性を要する措置が盛り込まれたほか、金融機関の自己資本充実度に応じた規制監督の強化や破綻金融機関処理における最小コスト原則の導入等がうたわれており、問題金融機関の処理指針の明確化と、そのための規制監督上の手段の整備がなされた。

増して緊要度の高い課題となったということができよう（注9）。

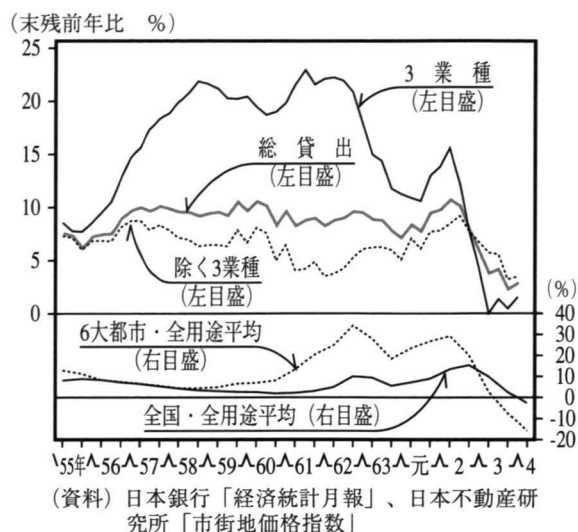
（2）資産価格下落の影響および金融不祥事の表面化

（金融機関の資産内容の悪化）

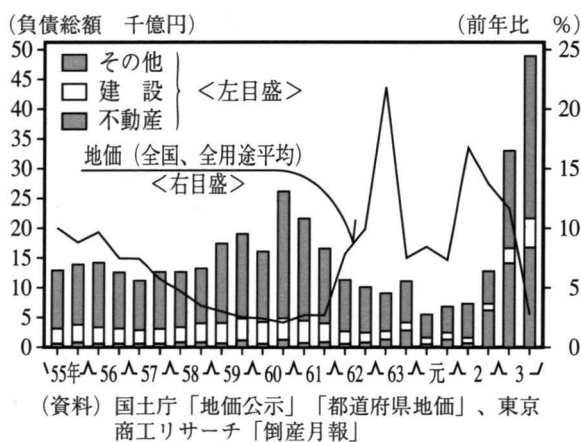
このように昨年度中は、金融自由化への前向きな動きがみられる一方で、資産価格の下落を背景とした金融機関の財務内容の悪化という事態も生じている。すなわち、わが国の金融機関貸出を建設、不動産、ノン・バンク（いわゆる3業種）向けと、その他に分けてみると、昭和60年代以降、地価が全般的に上昇をみるなかで金融機関が3業種向けの貸出への傾斜を大きく強めたことがうかがわれる（図表23）。3業種向け貸出のかかなりの部分が不動産に関連する貸出であるとすれば、これは金融機関経営において、地価の動向に左右されやすい体質が強まっていたことを示すものである。こうした状況下、昨年度の資産価格の下落は不動産関連の業種を中心に倒産の大幅増加（図表24）を招く契機となったが、この結果、これまで潜在していた信用リスクが顕在化し、金融機関の資産内容が悪化傾向をたどった。

ちなみに金融機関の3年度決算をみると、銀行については、金利低下局面にみられる調達コストの低下や後述の利益重視姿勢の強まり等から業務純益は大幅な増益（全国銀行、前年比+28%）となったものの、償却の増加等から経常利益は大幅減益（同△15%）となった。一方、証券会社の多くも、株式取引の

（図表23） 貸出の推移



（図表24） 企業倒産の推移



低迷下、赤字決算を余儀なくされた（証券会社＜大手・準大手14社＞の経常利益推移：元年度16,722億円→2年度5,622億円→3年度△1,649億円）。

なお、金融機関の3業種向け貸出の伸び率は、2年中までは総貸出を大きく上回って推移してきたが、3年度は総貸出を大きく

（注9）一連の不祥事を受けて開催された金融制度調査会フォローアップ会合や証券取引審議会の報告（金融制度調査会報告「金融システムの安定性・信頼性の確保について」、証券取引審議会報告「証券市場における適正な競争の促進等について」）には、こうした認識が示されている。

下回るところまで低下した（前掲図表23）。これは、金融機関が不動産関連貸出については、信用リスクを回避する観点から、慎重な融資姿勢に転じていることによるものである。

（金融不祥事の発生）

一方、昨年度はいくつかの金融機関で巨額の預金証書偽造事件が発覚したほか、証券界でも大口証券投資家に対するいわゆる損失補てん問題が表面化するなど金融不祥事が多発をみた。その背景には、資産価格の上昇を前提とした強引ともいえるビジネスの展開など、業容拡大に偏した業務運営、経営姿勢があったことは否めない。それと同時にこうした出来事は、金融機関ならびに証券会社の経営や市場参加者の姿勢について大きな問題を投げかけることとなった（注10）。

（3）金融機関の経営姿勢の変化

以上のような環境変化の下で、金融機関の経営姿勢にもいくつかの変化が生じている。

そのひとつの具体的な動きは、貸出にあたっての審査の厳格化である。すなわち、金融機関の融資姿勢をみると、信用リスクの管理を強化する観点から、担保評価の厳正化を図るとともに、与信先の経営内容を十分審査した

うえで、融資の適否を判断するという本来あるべき姿への回帰がうかがわれる。一方、金利面での自由化の進展と、各種金融市場の急速な拡大は、金利リスクに関する認識を一段と高めることとなったが、そうした状況の下で、金融機関の貸出金利の設定態度にも徐々に変化が生じている。すなわち、近年、金融機関が、従来以上に市場金利を意識した貸出金利の設定を行っていることは、別稿（注11）で示したとおりであるが、こうした流れの一環として、3年4月以降、都銀を中心に短期プライムレート連動長期貸出金利の導入（注12）を図る動きがみられたほか、短期プライムレートについても、個別行が自らの調達コスト等を勘案したうえで、自主的に決定するようになってきている。

このような動きは、金融機関が、リスク管理の強化と自己資本の充実を図る観点から、量的拡大から質（収益）重視へと、その経営姿勢を変化させつつあることを示すものである。また、株価の下落等に伴い、B I S規制（自己資本比率規制）に対する意識が高まり、これがリスクのバッファーとしての自己資本充実の重要性に対する認識を喚起するとともに、こうした経営姿勢の変化を促す方向に作用した面があるとみられる。

（注10）一連の証券不祥事を受け、証券取引等の公正の確保を図り市場に対する投資者の信頼を保持することを目的として、金融制度改革法案に先立ち、①証券取引等監視委員会の設置、②自主規制機関の機能強化等を柱とする証券取引法等改正法案が国会に提出され、成立をみた（4年5月）。

（注11）日本銀行月報平成3年9月「近年における貸出金利の変動について」参照。

（注12）短期プライムレート連動長期貸出金利（いわゆる新長プラ）とは、短期プライムレートに期間に応じた金利を上乗せするもの。銀行によって期間区分に相違がみられるほか、一部信金では短期プライムレート、長期プライムレートとも独自の金利設定を行う先もみられるなどプライムレートの設定方式自体にも金融機関の独自性が生じてきている。

一方昨年度は金融機関の合併が増加したが、こうした動きも経営基盤の強化を図るとともに、経営の効率化を模索する努力のひとつととらえることができよう（注13）。なお、昨年度中は、伊予銀行と東邦相互銀行の合併に際し、預金保険制度がその創設（昭和46年）以来初めて発動され、これに伴う資金援助が行われた（4年4月実施）（注14）。

この間、金融不祥事の表面化等を契機に、金融機関の業務運営姿勢や内部管理体制の見直しが行われると同時に、3年8、9月の警察庁からの要請等も踏まえ、暴力団の介入排除に向けての体制整備も図られつつある。

（4）決済システム改善の動き

昨年度中にみられたいまひとつの特徴的な現象は、決済システムに関するリスク認識の高まりである（注15）。すなわち、近年の金融

取引の増大と複雑化、国際的なネットワークの広がりの中で決済システムに内在するリスクの増大がかねてより指摘されてきたが、昨年7月のBCCI東京支店の臨時休業（注16）は、そうした決済リスクの存在を改めて現実のものとして認識させることとなった。こうしたなかで昨年度中には、①全銀システムの即日決済化の決定（5年3月実施予定）（注17）、②外為取引におけるオブリゲーションネットティングの導入（3年5月）（注18）、③各種決済システムにおける緊急時対応の検討等、決済システムの改善に向けてのいくつかの対応がとられている。このほか、証券決済システムの面では、株券保管振替システムの稼働が開始（3年10月）された。

この間、日本銀行は決済システムを最終的に支える中央銀行としての立場から、こうした市中関係者の努力と呼応し、①全銀システム

（注13）金融機関（都市銀行、地方銀行、第2地方銀行協会加盟行、信用金庫）の合併は昭和55年度から平成元年度の10年間は年平均1件にも満たなかったが、平成2年度には4件、3年度には10件と増加した。

（注14）伊予銀行が経営の悪化した東邦相互銀行を合併するに際し、預金保険機構は預金保険法第59条に基づき、伊予銀行に対し総額20億円の資金援助（貸付方式＜貸付額80億円、期間5年間＞）を実施。

（注15）最近の決済システムの動向の詳細については、日本銀行月報平成4年5月号「決済システムの課題と展望」参照。

（注16）7月5日、ルクセンブルク、英国等6か国の銀行監督当局・司法当局は、多国籍銀行グループであるBCCI（Bank of Credit and Commerce International）に対し、長年にわたる粉飾決算等を理由に業務・支払停止命令を発出、これを受けて6日に同東京支店が臨時休業届出を行い、同月22日には特別清算手続きに入るといった事態が生じた。本件は、わが国において、ヘルシュタット・リスク（外為取引に係る時差リスク）や閉鎖銀行の決済システム上の取扱い等多くの問題を提起した。

（注17）全銀システムにおいては現在、被仕向金融機関が仕向金融機関のために立替払いする資金の最終的な決済が翌日に行われるため、被仕向金融機関は資金未決済に伴うオーバーナイトリスクを負っている。こうしたオーバーナイトリスクは全銀システムを通ずる決済金額の増大により増加傾向にあったが、即日決済（同日資金決済）方式の導入は、そうしたオーバーナイトリスクの解消を図るものである。

（注18）オブリゲーションネットティングとは同一取引当事者間に生じた重複する債権、債務額をネット・アウトすることで、未決済残高を圧縮し、決済の効率化を図るとともに、信用リスク、流動性リスク等の決済リスクを削減するものである。わが国では3年5月に、東京所在銀行としてははじめて外国銀行東京支店が外為取引に係るオブリゲーションネットティングを開始したのに続き、現在数行が導入を準備中。

の即日決済への移行を支援するための日銀ネットの稼働時間延長、②国債取引における現物と資金の同時決済を展望した国債DVP (Delivery Versus Payment) システム導入に向けての具体的検討に着手している。

こうした決済システム改善の動きは、システムを構成する個々の金融機関の経営健全化努力と相まって、わが国金融システムの効率性や安定性の向上に資するものである。

(5) 今後の課題

このように昨年度は、わが国の金融システムに大きな変化がみられた年であった。そうした変化のなかには、金融機関の不良資産の増加のようにいずれは整理されていく筋合いのものと、自由化の進展のように、金融の情報化・国際化の進展や金融資産の蓄積の増大に伴う金利選好や商品選好の高まりを背景とした不可逆的な構造変化と称すべき性格のものが混在している。いずれにしても、これらは、わが国の金融システムがひとつの転換期を迎えるなかで、多くの課題を抱えていることを示唆するものである。こうした課題の克

服に際して求められることは、第1に、各々の金融市場参加者が自己責任原則に沿った行動原理を確立すること、第2に、そのための環境整備を図る観点から、金融システム自体の改革努力を、一段と強化していくことである。

すなわちこれまでみたように、確かに金融システムの各般において自由化が着実に進行しつつあるが、これがより実のあるものとなるか否かは、とりわけ金融システムを担う金融機関において、自己責任原則に沿った健全経営がいかに定着するかにかかっている。それと同時に、自己責任原則が貫徹するような金融システムのあり方という面でも種々の見直しが求められている。この点必要な改革は、いわゆる金融制度改革にとどまるものではなく、決済システム、税制、会計制度を含め、金融市場や金融取引を支えるさまざまな枠組み、諸慣行についても環境の変化に即応した見直しが喫緊の課題となっている。日本銀行としても、関係者と協力しつつ自己責任原則を基軸とした金融システムの構築に向けて今後とも努力を重ねていく所存である。

(調査統計局)