

最近の物価動向について

〔要 旨〕

1. 53年11月に反転上昇した卸売物価は、その後相次ぐ原油価格大幅引上げの直接、間接の影響を主因に漸次騰勢を強めたが、本年5月以降は海外原料品市況の落ち着きや為替円高化、さらには国内需給の引緩みなどに伴い鎮静傾向に転じている。この間、川下段階の卸売物価完成品へのコスト波及も現在すでに峠を越えているとみられ、これを映じて消費者物価にもこのところ騰勢鈍化の兆しが見られる。
2. 今回の物価上昇局面を前回の48、49年当時と対比してみると、海外からのインフレ圧力はほぼ前回に匹敵するものであったが、海外コスト高の国内品への波及の仕方が前回よりも遙かに緩やかで、川中、川下段階の卸売物価中間品や完成品、さらには消費者物価いずれもが前回をかなり下回る上昇にとどまった点が特徴的である。これは、今回の場合、前回みられたような海外コスト高が国内要因によって増幅されるといったいわばホームメイド・インフレの事態には至らなかったことによるものである。
3. 今回このようにホームメイド・インフレを回避し得たのは、石油危機発生直前の経済情勢が前回とは対照的に落ち着いていたなど初期条件に恵まれたこともあるが、より基本的には、①今回は投機的な仮需の動きがほとんどみられず、需給の過度のひっ迫が生じなかったこと、②春闘ベア率が妥当な範囲に収まり、賃金コストが前回のような物価押上げ圧力とはならなかったこと、また③製造業の輸入原燃料の原単位向上や小売業の粗マージン率圧縮など企業の自己努力によるコスト吸収が図られたこと、さらには④機動的な政策運営が行われたこと、などによる面が大きい。このように各経済主体が冷静かつ適切に対応してきた背後には、前回の貴重な体験が活かされている(いわゆる「学習効果」)ことはいうまでもない。
4. 今回物価上昇の初期段階では、海外からのインフレ圧力に対しては金融政策はさほど力をもちえないのではないかと議論も一部にみられた。しかし早め早めに金利が上げられた結果、期待インフレ率を調整したいわゆる実質金利水準は前回に比べ高めに維持され、安易なコスト転嫁を図り難い需給環境が維持された。また金利引上げが為替相場安定化への一助となり、海外からのインフレ圧力を水際で何がしか減殺する効果もあったといえよう。この意味で金融政策は海外からのコスト圧力を起因とする局面にあっても、物価抑制に大きな役割を果たしてきたといえよう。
5. 今回このようにして物価の安定基盤を何とか維持し得たことが、原油価格大幅引上げに伴う国内景気面へのデフレ効果をそれだけ和らげ、前回のような景気の急速な落込みといった深刻な事態の回避を可能ならしめたといえる。目下国内面では、景気のスローダウンや川下へのコスト波及の減衰など物価の鎮静化が定着する条件がしだいに整いつつあるが、反面海外ではイラン・イラク紛争の行方、米国のインフレの根強さなど依然問題が少なくない。従って今後とも、企業、家計の冷静な対応と適切な政策運営とにより輸入コスト上昇にも十分対処し得るといふ今回の経験を活かしていくことが肝要である。

〔目 次〕

はじめに

1. 最近における物価の推移
(卸売物価の高騰とその収束過程)
(消費者物価もようやく騰勢鈍化の兆し)
2. 今回物価上昇局面の特色とその背景
 - (1) 今回の特徴点
 - (2) ホームメイド・インフレ回避の背景
 - イ. 初期条件の相違

ロ. 物価上昇の諸要因

- (賃金コストの落ち着いた)
- (避けられた過度の需給ひっ迫)
- (原材料消費節約の進展)
- (小売業の粗マージン率圧縮)
3. 海外からのコスト上昇圧力と金融政策
4. 若干の展望

はじめに

最近の物価動向をみると、53年末以降第2次石油危機の発生などを契機に上昇局面に入ったが、本年5月以降は卸売物価が鎮静傾向をたどっており、また消費者物価もこのところ騰勢鈍化の兆しがかがわれるなど、ここへきてようやく落着きを示しはじめています。

今回の物価上昇局面を振り返ってみると、海外からのインフレ圧力自体は48年末以降の前回石油危機当時にほぼ匹敵するものであったが、それにもかかわらず卸売物価、消費者物価はともに前回は大きく下回る上昇にとどまり、その結果、景気の安定基調が維持されるなど、前回とは様相を大きく異にしている。

もとより今回の物価上昇がすでに収束したとみるのはなお早計であり、やや中期的にみても、海外からの根強いインフレ圧力が残存していることを考慮すれば、今後とも物価安定化の努力を怠るわけにはいきまい。以下では今回の物価上昇局面を前回と対比しつつ物価パフォーマンスの違いが生じた背景を分析することにより、今後の物価問題に対する示唆を得ることとしたい。

1. 最近における物価の推移

まず最初に物価が上昇に転じ始めた53年末以降最近までの卸売物価および消費者物価の推移を簡

単に振り返ってみよう。

(卸売物価の高騰とその収束過程)

卸売物価(第1表)は52年央ごろから約1年半にわたり低下傾向を示したが、53年11月、非鉄、木材を中心とする海外原料品市況の上昇に円安要因が加わって反騰に転じ、54年入り後は円安傾向が続く中でOPECの相次ぐ原油価格引き上げの直接、間接の影響がしだいに顕現化してきた。特に春先以降、高値原油の入着に加え石油化学製品、紙・パルプ、窯業等石油関連品目の値上りが続き、また秋口以降はこうした川上の素原材料や中間品の騰勢が川下の非耐久消費財(石油製品、プラスチック製品、食料品等)や資本財(機械類が中心)等の完成品へも波及し始めた。このため54年4月以降12月までの上昇率はおおむね月率1.5%程度に達した。

さらに54年末から55年初にかけては、OPEC総会(54年12月)前後の原油再値上げやアフガニスタン問題を契機とする海外市況高の影響に加え、景気の拡大持続に伴う需給の引締りから海外コスト高の国内品への価格転嫁が一段と進んだ。このため上昇率は年初来4か月連続して月率2%台のほり、特に4月は電力、鉄鋼等の大口値上げの集中もあって前月比+2.7%、前年比では+24.0%とともに今回物価上昇局面における最大の上昇率を記録した。

しかしながら、5月以降、原油価格や海外原料

(第1表)

卸 売 物 価 の 推 移

(前期比・%、カッコ内前年比)

	53年	54年				55年			
	10～12月	1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月	7～9月	
総平均ウェイト 〔為替要因〕 <100.00%>	△ 0.7 (△ 3.2) 〔△ 0.5〕	1.9 (△ 0.8) 〔 0.5〕	4.1 (3.6) 〔 0.9〕	4.9 (10.5) 〔 0.2〕	4.3 (16.1) 〔 1.2〕	6.5 (21.2) 〔 0.4〕	4.8 (22.0) 〔△ 0.4〕	0.7 (17.1) 〔△ 0.8〕	
国内品< 80.19%>	△ 0.7 (△ 1.4)	1.0 (△ 0.1)	2.7 (2.4)	3.8 (6.9)	2.8 (10.7)	4.6 (14.6)	5.9 (18.3)	1.4 (15.4)	
輸出品< 9.42%>	0.5 (△ 5.2)	4.6 (△ 0.4)	6.3 (6.4)	2.2 (14.1)	6.1 (20.5)	2.8 (18.4)	△ 0.4 (11.0)	△ 2.2 (6.2)	
輸入品< 10.39%>	△ 0.1 (△ 16.6)	8.9 (△ 6.8)	15.4 (12.9)	15.8 (45.3)	14.7 (66.8)	21.0 (85.3)	1.7 (63.4)	△ 1.5 (39.0)	
素原材料< 10.28%>	0 (△ 12.7)	7.1 (△ 5.0)	12.2 (10.7)	14.1 (37.2)	12.7 (54.6)	18.1 (70.4)	1.6 (54.3)	△ 1.9 (32.6)	
中間品< 44.45%>	△ 1.2 (△ 3.5)	2.1 (△ 0.8)	4.7 (4.0)	6.1 (12.1)	4.3 (18.3)	7.4 (24.5)	8.1 (28.4)	1.2 (22.4)	
完成品< 35.85%>	△ 0.2 (0.1)	0 (0.3)	0.9 (0.9)	1.3 (2.0)	1.3 (3.5)	1.8 (5.3)	2.9 (7.4)	1.6 (7.8)	
資本財< 10.70%>	0.1 (1.0)	0.2 (0.9)	0.4 (0.8)	0.6 (1.2)	0.7 (1.8)	1.1 (2.8)	1.9 (4.3)	2.0 (5.8)	
消費財< 25.15%>	△ 0.1 (△ 0.2)	△ 0.1 (0.1)	1.1 (1.0)	1.5 (2.4)	1.5 (4.1)	2.0 (6.3)	3.4 (8.7)	1.5 (8.7)	

品市況の落着きや為替円高化などに伴い海外からの物価上昇圧力は後退し、また在庫調整の進展など国内需給の引緩みもあって卸売物価はしだいに落着き傾向を呈し始めた。特に5、6月および9、10月には折からの円高の進展を映じた輸出入品の下落から前月比マイナスを記録したほか、加工段階別にみても、素原材料をはじめ中間品、完成品など各段階を通じて騰勢が鈍化している。

コスト波及の最終段階にある完成品の動きをやや仔細にみても(第1図)、本年5月に非耐久消費財が石油製品を中心に前年比上昇率のピークをつけたあと、耐久消費財、資本財も順次騰勢が頭打ちとなっている。しかもこの間特徴的なことは、

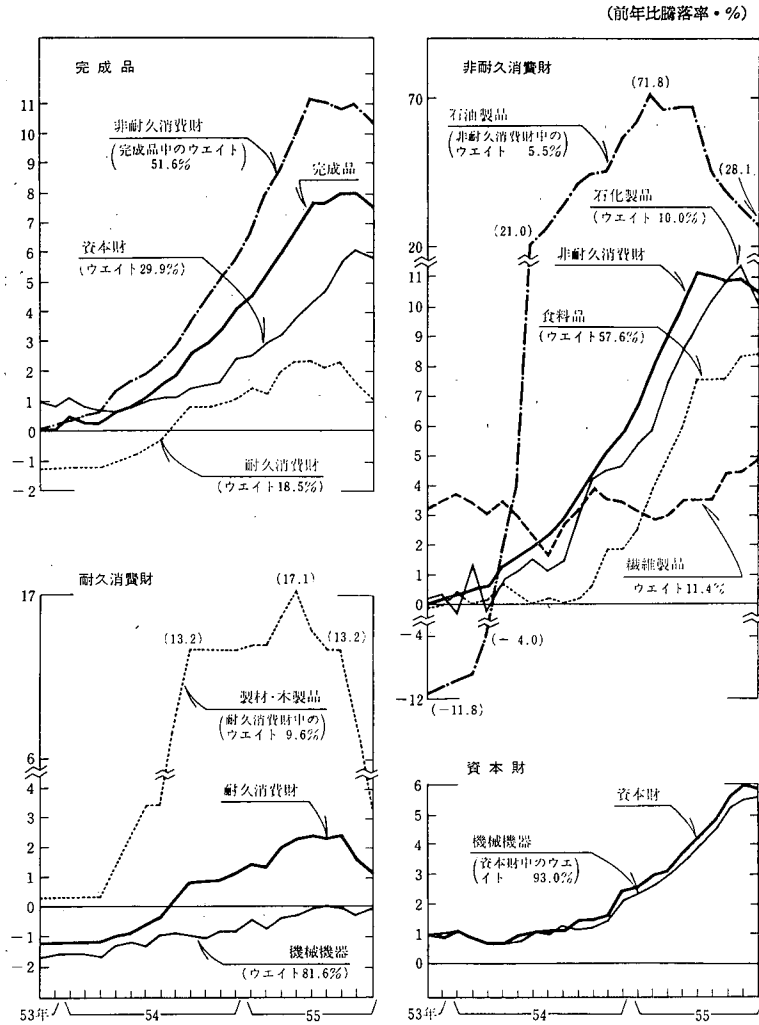
素材、加工業種ともに製品1単位当りの利益額が今回物価上昇局面直前の水準を一応確保し得ているとみられることで(後述)、こうした物価の騰勢鈍化が企業収益を犠牲にして実現されたものでないことがわかる。この点からみて、過去のコスト上昇の完成品段階への波及は大勢としてすでに峠を越えていると判断して差支えないものと思われる(注1)。

(消費者物価もようやく騰勢鈍化の兆し)

一方、消費者物価(第2表)は卸売物価にやや遅れ、前年比上昇率では54年3月(+2.3%)をボトムに上昇に転じた。54年秋口までの上昇は主として石油製品(ガソリン、灯油)の上昇を映じた小幅

(注1) この点は中間品から完成品への波及ラグの計測によってもある程度裏付けられる。すなわち、今回物価上昇局面では中間品から完成品への波及はおおむね5か月間で終了するとの計測結果が得られており(後掲第3図)、中間品の騰勢が5月以降かなり鈍化していることと併せみると、この点からも完成品へのコスト波及はすでにピークを越えたものとみられる。

〔第1図〕 完成品の品目別価格動向



都区部速報ベース)には季節商品が好天に伴う野菜の大幅値下りから急落したため、同+6.8%と本年1月以来の6%台となった。また、季節商品を除くベース(全国)では8月(前年比+8.9%)をピークに騰勢は頭打ち傾向にあり、さらに半分近いウエイトを占める工業製品が卸売物価完成品の騰勢鈍化を反映してすでに6月をピークに騰勢が鈍化に向っていることから、基調的にみても消費者物価は着着きの方向にあるものと期待される。

なお、卸売物価から消費者物価への波及については、卸売物価完成品から消費者物価工業製品への直接的波及のほか、サービス部門への中間投入物の値上り等を通じる間接的な波及があり、こうした直接、間接の波及を含めたラグ関係を定量的に計測してみる

なものであったが、秋口からは台風や長雨の影響に伴う野菜等季節商品の高騰が加わったために上昇テンポを早め、55年3月の前年比上昇率は+8.0%と大きくはね上った。

4月以降は野菜等季節商品が反落に転じたものの、電灯、ガス料金等公共料金の大幅引上げ(4月)に加え、卸売物価の上昇が完成品段階にもしだいに波及してきたことを映じて、前年比上昇率は8%台の高い伸びを続け、9月には冷夏に伴う野菜の急騰も加わって前年比+8.9%と52年5月以来の大幅上昇となった。もっとも、10月(東京

と、卸売物価国内品から消費者物価(除く季節商品)への波及は4か月間でほぼ終了すると計測結果が得られる(後掲第3図参照)。

2. 今回物価上昇局面の特色とその背景

(1) 今回の特徴点

以上のように物価はこのところ鎮静の方向にあるが、ここで今回の物価上昇局面を前回の48、49年当時と対比しつつその特色を探ってみよう。

第1に、海外からのインフレ圧力はほぼ前回並みであったことが指摘できる。卸売物価が上昇に

(第2表)

消費者物価(全国)の推移

(前期比・%、カッコ内前年比)

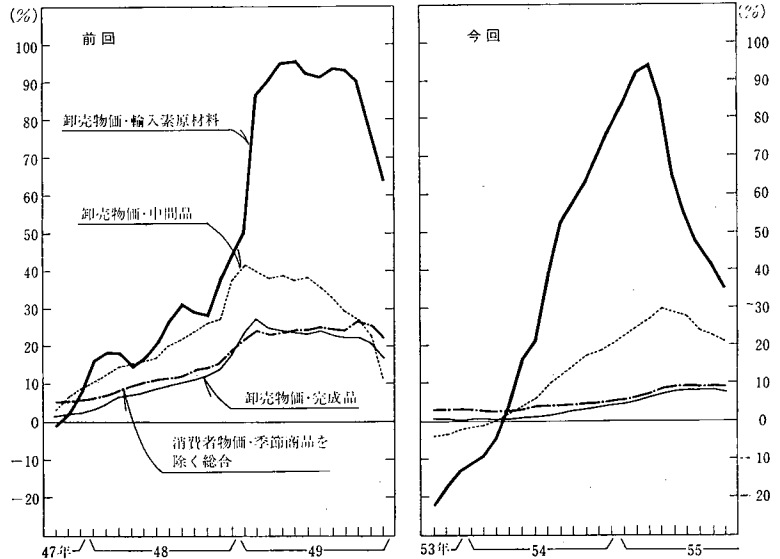
	53年	54年				55年			
		10~12月	1~3月	4~6月	7~9月	10~12月	1~3月	4~6月	7~9月
総合ウエイト 合<100.00%>	0.2 (3.4)	△ 0.3 (2.7)	2.5 (3.2)	1.0 (3.5)	1.6 (4.9)	2.2 (7.5)	3.2 (8.3)	1.2 (8.4)	
季節商品を除く総合<91.66%>	0.7 (3.0)	△ 0.1 (2.7)	2.1 (3.1)	1.0 (3.7)	1.6 (4.6)	1.0 (5.8)	4.8 (8.5)	1.2 (8.7)	
工業製品<46.59%>	0.9 (1.7)	△ 0.8 (1.6)	2.0 (2.2)	1.3 (3.4)	2.2 (4.7)	0.7 (6.3)	4.5 (8.9)	0.9 (8.5)	
サービス<33.62%>	0.1 (4.9)	0.7 (4.4)	2.8 (4.5)	0.9 (4.5)	0.7 (5.1)	1.4 (5.9)	6.1 (9.3)	1.0 (9.4)	
公共料金<10.91%>	△ 0.3 (5.5)	0.8 (4.6)	3.4 (5.2)	1.0 (4.9)	0.6 (5.9)	0.8 (5.9)	10.8 (13.5)	0.9 (13.4)	
季節商品<8.34%>	△ 4.1 (8.0)	△ 2.3 (2.6)	7.1 (4.4)	0.9 (1.3)	3.9 (9.6)	12.7 (26.4)	△ 9.6 (6.7)	0.4 (6.2)	
野菜<2.80%>	△ 11.7 (19.1)	△ 6.1 (5.2)	9.8 (0.7)	8.0 (1.7)	16.1 (29.3)	34.3 (84.9)	△ 31.3 (15.7)	5.7 (13.2)	

転じてから前年比上昇率がピークをうつまでの期間(今回54年1~3月~55年4~6月、前回47年10~12月~49年4~6月)をとってみると、今回の輸入素原材料価格の累積上昇率は、ドル建ベースでは前回は遙かに及ばない(例えば、原油は今回2.4倍、前回4.4倍)が、円建ベースではこの間の大幅な円安(22.2%の円安、前回は逆に7.0%の円高<欧州方式による>)を映じて111.7%と前回(129.0%)にはほぼ匹敵する上昇をみており(第2図)、またその卸売物価

[第2図]

加工段階別物価の推移

(前年比騰落率・%)



全体に対する上昇寄与度は輸入素原材料のウエイトがかなり高まっていることから、今回(6.8%)の方がむしろ前回(4.2%)を上回っている。

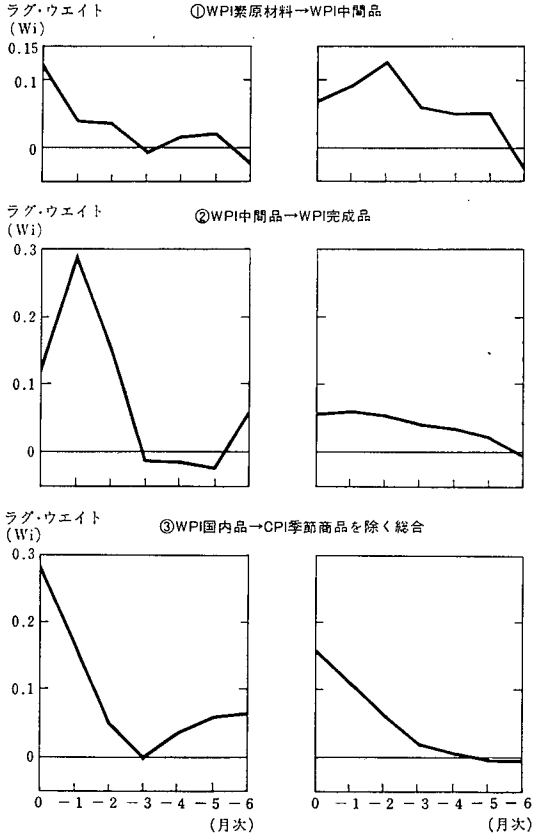
第2の特徴としては、このように物価面への外

庄が前回石油危機並みであったにもかかわらず、川中、川下段階の卸売物価中間品、完成品および消費者物価は前回はかなり下回る上昇にとどまり、かつその波及の仕方も非常に緩やかであった

〔第3図〕

物価波及ラグ・パターンの相違(注2)

(1) 前回 (47年1月~50年12月) (2) 今回 (52年1月~55年8月)



(注) 1. いずれもシラール型推計法により、前月比上昇率ベースで計測。

2. CPI (季節商品を除く総合)は季節調整済み。
3. <計測式> ()内はt値、オイルショック・ダミー(DUM)はいずれも48/12月=1.0

① WPI 素原材料→WPI 中間品
 前回: (中間品) $t = \sum_{i=0}^{-6} W_i \cdot (\text{素原材料})_{t+i} + 8.7DUM + 0.51$
 (5.2) (8.3) (2.7)
 $\bar{R}^2 = 0.67, D.W. = 1.45$

今回: (中間品) $t = \sum_{i=0}^{-6} W_i \cdot (\text{素原材料})_{t+i} + 0.28$
 (13.4) (3.3)
 $\bar{R}^2 = 0.82, D.W. = 1.83$

② WPI 中間品→WPI 完成品
 前回: (完成品) $t = \sum_{i=0}^{-6} W_i \cdot (\text{中間品})_{t+i} + 1.5DUM + 0.13$
 (11.6) (1.9) (1.4)
 $\bar{R}^2 = 0.81, D.W. = 1.53$

今回: (完成品) $t = \sum_{i=0}^{-6} W_i \cdot (\text{中間品})_{t+i} + 0.10$
 (12.8) (3.0)
 $\bar{R}^2 = 0.69, D.W. = 1.93$

③ WPI 国内品→CPI 季節商品を除く総合
 前回: (除く季節) $t = \sum_{i=0}^{-6} W_i \cdot (\text{国内品})_{t+i} + 0.1DUM + 0.45$
 (11.7) (0.2) (4.6)
 $\bar{R}^2 = 0.65, D.W. = 1.64$

今回: (除く季節) $t = \sum_{i=0}^{-6} W_i \cdot (\text{国内品})_{t+i} + 0.28$
 (9.1) (6.2)
 $\bar{R}^2 = 0.48, D.W. = 1.09$

ということである(第3図)。加工段階別に前年比上昇率のピークを比較してみると(前掲第2図)、卸売物価中間品(今回+28.4%、前回+39.8%)、完成品(今回+7.8%、前回+25.0%)、消費者物価(今回+8.4%、前回+24.5%)の各段階とも前回をかなり下回り、特に卸売物価完成品、消費者物価が低い上昇にとどまっているのが目立つ。

以上の諸点は、今回局面における物価の上昇が主として輸入素原材料価格の上昇によるものであり、前回のように国内要因がさらにこれを増幅するといったいわばホームメイド・インフレ併発の事態には至らなかったことを示唆しているといえよう。この点は、GNPデフレーターの動きからも裏付けることができる(第4図)。GNPデフレーターは実質GNP1単位当りの付加価値額(賃金コスト+資本コスト)をあらわすもので、これが上昇することは生産性を上回る賃金の上昇やコストを上回る価格引上げなどホームメイド・インフレが生じていることを示している。この点今回局面ではGNPデフレーターは1~2%程度の低い伸びにとどまり、前年比20%程度の上昇をみた前回ピーク時とは様相を大きく異にした。

この結果、最終財、中間財およびサービスの価格を網羅的にとらえているという意味で物価の総合指標ともいえる総需要デフレーター(輸入デフレーターとGNPデフレーターの加重平均)の推移をみても、前回は輸入デフレーターのみならずGNPデフレーターも大幅上昇し典型的なホームメイド・インフレとなったのに対し、今回は輸入デフレーターの上昇が主因の「輸入インフレ」にとどまっていることが看取できる。

今回の物価上昇局面でGNPデフレーターが極めて安定的に推移した要因をみるため、これを賃金、利潤等に要因分解してみると、今回は両者と

も低い伸びにとどまっていることが指摘できる。これは、前回みられた便乗値上げによる企業収益の水ぶくれとか、物価・賃金の悪循環が避けられたことによるものであるが、この点については次節でやや詳しく検討することとする。

(2) ホームメイド・インフレ回避の背景

このように今回の物価上昇局面では前回とは異なりホームメイド・インフレの発生を回避してきたが、その背景としては次の諸事情があげられる。

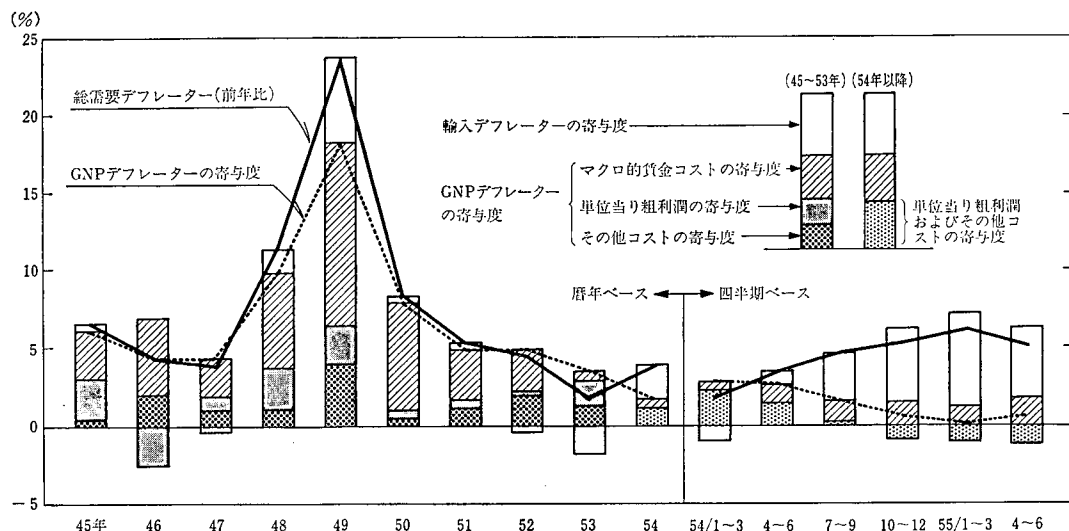
イ. 初期条件の相違

まず最初に、原油価格引上げが実施される直前の経済情勢が今回は非常に恵まれていたということが指摘できよう。

すなわち、前回は46年10～12月をボトムに景気は急速な回復を示し、48年4～6月までの1年半に実質GNPは18.5%という急速な成長を記録し、稼働率もかなりの高水準に達していた。加えて48年7～9月には水不足や工場事故などの供給ネックも生じたため、需給引締り感が一段と高ま

〔第4図〕

総需要デフレターの要因分解



(注) 1. 総需要デフレターの要因分解は次式による。

$$(1) \text{ 総需要デフレター} = (1 - \alpha) \cdot \text{GNPデフレター} + \alpha \cdot \text{輸入デフレター}$$

(α = 輸入原単位 = 実質輸入 / 実質総需要)

$$(2) \text{ GNPデフレター} = \frac{\text{雇用者所得}}{\text{実質GNP}} + \frac{\text{営業余剰}}{\text{実質GNP}} + \frac{\text{その他}}{\text{実質GNP}}$$

(マクロ的賃金コスト) (単位当り粗利潤) (その他コスト)

2. 経済企画庁「国民経済計算」による。

(注2) 卸売物価の段階別波及ラグ(シララグ*による)を前回と比較してみると、前回は素原材料→中間品、中間品→完成品の波及期間がいずれも2か月程度となっている(波及のピークは当月～1か月後)。これに対し、今回の場合は波及期間がいずれも半年程度と前回に比べ長くなっており(波及のピークは1～2か月後)、それだけ価格転嫁が緩やかに進んだことが読みとれる。なお、卸売物価から消費者物価(振れの大きい季節商品を除く)への波及も今回は前回に比べ極めて緩やかなテンポで進んでいる。

* 分布ラグの推定法としては、従来、①分布ラグ・パターンに対し一定次数の多項式をあてはめるアーモン・ラグ、②ラグ・ウェイトが幾何級数的に減少することを仮定するコイク・ラグ、が一般的に利用されてきたが、いずれも推定法のもとになっている仮定自体が極めて制約的かつ恣意的との批判が多かった。これに対し、近年開発されたシララグは「ラグ・ウェイトは比較的なめらかに変化する」との先験的情報をもとにラグ・パターンを推定する方法であり、従来の分布ラグ推定法に比べラグ・パターンやラグ期間に対する恣意性が入りにくいといった利点があり、最近欧米で広く利用されている。

り、石油ショック直前の48年10月には卸売物価は前年比 +20.3%、消費者物価は同 +13.4%とすでに大幅な上昇をみていた。こうした状況の下で、産油国による原油価格の大幅引上げや生産削減措置が実施されたため、これを引き金として物価先高観や物不足感が急激に強まり、いわゆる買い溜め、売り惜しみが横行しその後の狂乱物価につながったことは記憶に新しいところである。これに対し、今回の場合原油価格上昇が決定された53年末は、景気が自律回復の緒についてまだ日が浅く、稼働率も48年のピークを13%ポイント程下回るなど供給余力はなお十分にあり、また物価面をみても53年12月時点では卸売物価が前年比 -2.3%、消費者物価も同 +3.5%と落ち着いた状態にあった。また今回の場合イラン問題などがあったものの、原油供給量の削減が前回ほど短期的に深刻な問題をもたらすものとは意識されず、これによる物不足感が発生しなかったことも大きな違いといえる。

しかしながら、54年以降景気の着実な拡大に伴い需給が引締りに向い、また原油価格も前回の一過性のものとは異なり、幾度にもわたって大幅引上げが行われたといった事情を考慮すれば、単にこうした初期条件の違いだけでは、今回のホームメイド・インフレの回避を説明できない。その背後には、企業の原単位引下げ等の合理化努力やベアの抑制、さらには機動的な政策運営が大きく寄与したものとみられる。そこで次に物価動向に大きな影響を及ぼすいくつかの要因について前回局面との比較を行ってみたい。

ロ. 物価上昇の諸要因

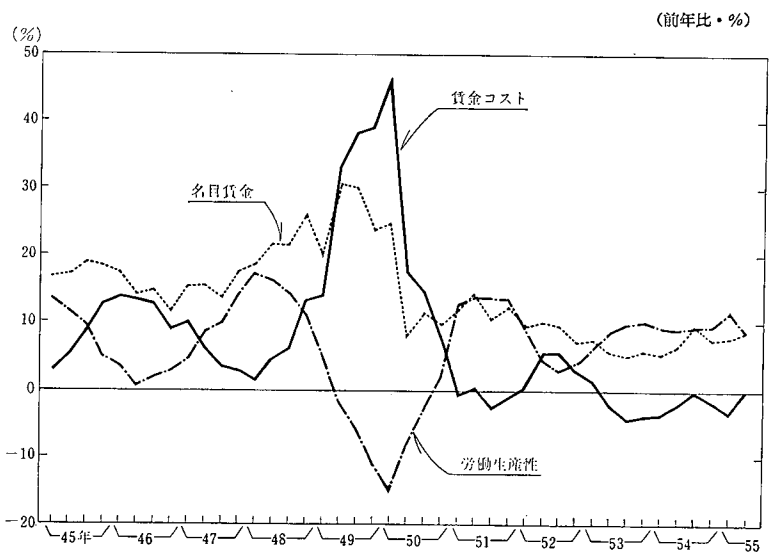
物価の動きを規定する要因としては、原材料、賃金といったコスト要因のほか、製品価格へのコスト転嫁の難易度を左右する需給動向があげられるが、今回はこうした要因それぞれが前回局面よりも物価の異常な騰勢を防ぐうえで好条件として作用したといえる。

(賃金コストの落ち着き)

第5図は製造業の賃金コストの推移をみたものである。これによれば、前回には、名目賃金が大幅ベアの実施(労働省調べ、48年 +20.1%、49年 +32.9%)を主因にピーク時には前年を3割方上回る異常高となった反面、労働生産性は49年初からほぼ1年間にわたり総需要の減少などを反映して減勢を続けた。このため賃金コストはしだいに増勢を強め49年央以降は海外要因を上回る最大の物価上昇圧力となった。しかも折からの需要減退に伴い製品価格への十分な転嫁が難しくなり、企業収益は急速に悪化した。その結果企業が減量経営を進めたため景気調整局面をそれだけ長引かせ、生産性の向上、賃金コストの吸収を困難にす

〔第5図〕

製造業賃金コストの推移



(注) 「毎動統計」および「通産統計」により作成。

るという悪循環も短期的にはあらわれている。これとは対照的に、今回の物価上昇局面では、賃金コストは比較的安定した推移をたどり、むしろ物価押下げ要因として働き、原油価格上昇のデフレ効果を減殺する方向で景気の安定的拡大に寄与した。一方で、こうした景気の安定的拡大は着実な労働生産性の上昇やそれに伴う賃金コストの落ち着きをもたらした。ところで、このような賃金コストの落ち着きは、これまでのところ春闘ベア率が穏当な範囲に収まっていることが大きく貢献している。特に本年の春闘では、組合側においても物価重視の姿勢がみられその観点から賃上げとマクロ経済との斉合性を重視すべきだとの声が高まりをみせた点が注目される。

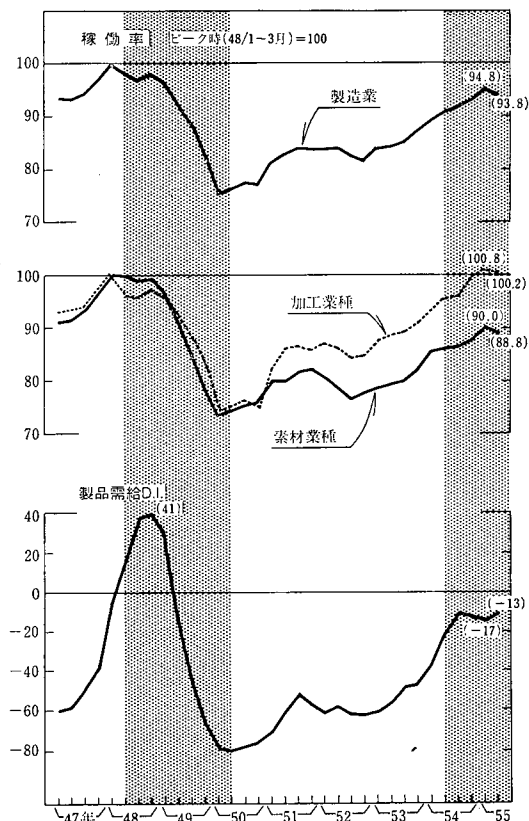
なおこの間、欧米諸国においては、前回に比べればマイルドとはいえ、賃金上昇率が物価スライド条項等を背景に消費者物価の高騰に追随するかたちで上昇したため、賃金のコスト・プッシュ体質がしだいに強まってきている点が問題とされている。

(避けられた過度の需給ひっ迫)

次に需給動向について代表的な指標である稼働率の推移をみてみよう(第6図)。まず製造業全体では前回のピーク(48年1~3月)を100とすると50年1~3月の76弱をボトムに反転上昇し、55年前半には94強とかなりの回復をみている。これを素材、加工業種に分けてみると、加工業種は前回ピークをわずかながら上回っているのに対し、素材業種ではまだ10ポイント程度下回っており、物価上昇を阻止する見地からは好材料として作用した。つまり原油等輸入素原材料の投入比率が大きいこれら素材業種の稼働率が低いことは、わが国の海外原材料市場における購入シェアが高いだけに、こうした素原材料の海外スポット価格の上昇を抑える意味で好影響をもたらし、また川下段階のユーザーとの値上げ交渉においても、前回局面

〔第6図〕

マクロ需給指標の推移



(注) 日本銀行「主要企業短期経済観測」、「通産統計」による。

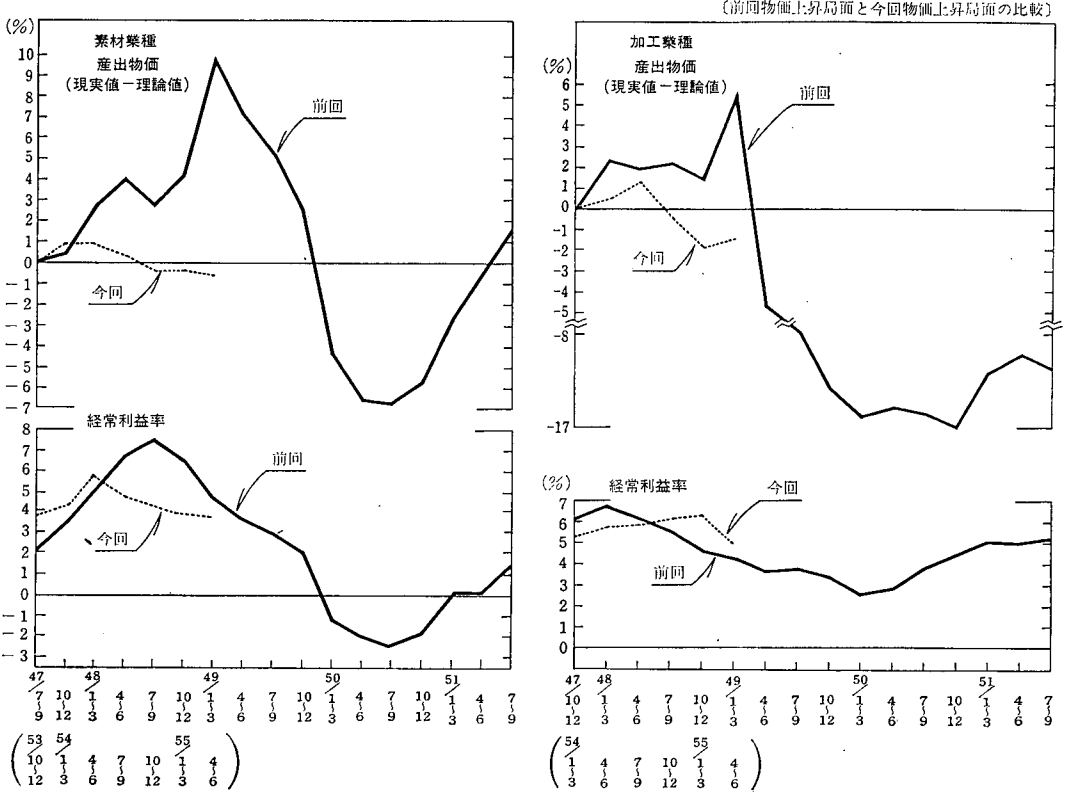
のように供給不足をてこに値上げを図るといった動きを難しくした。一方、日本銀行「短期経済観測」の需給判断D. I. (「需要超過」-「供給超過」)をみると(前掲第6図)、53年以降急テンポの回復をみているとはいえ、今回局面のピーク(55/5月調査、△13)は、なお「供給超過」とみる企業の割合が多く、前回局面(ピーク48/11月調査、41)を大幅に下回るのみならず、前々回局面(ピーク45/2月調査、7)をも下回っており、景気回復局面としては異例の低い水準にある。このことは、現実の業況の改善にもかかわらず、企業経営者は慎重姿勢を維持していることを示している。この点は、流通・ユーザー筋の在庫投資態度に端的にうかがわれる。確かに今回も、OPEC原油値上げの前後

など石油をはじめ、木材、非鉄など海外関連品を中心に先高観から仮需の台頭がみられたが、これも長期化することなく比較的短期間に収束しており、前回のように仮需の盛り上がりから需給が過度に

ひっ迫し、それがまた先高観をあおるといった悪循環を招来する事態には至らなかった。こうした企業の慎重な在庫投資態度には、前回過度の在庫積上げに走り、その後の景気後退で収益面に大き

〔第7図〕

素材・加工業種別コスト転嫁状況



- (注) 1. 素材業種は天然繊維紡績、化学繊維紡績、紙・パ、窯業、鉄鋼、非鉄の6業種。加工業種は一般機械、精密機械、電気機械、輸送機械の4業種。
 2. 産出物価現実値は製造業部門別投入産出物価指数による。
 3. 産出物価理論値は原単位の変化等を考慮し、次式より算出。

$$P^* = \alpha \left(\frac{\dot{k}}{1 + \dot{Q}_0} P_I + \frac{\dot{F}}{1 + \dot{Q}_0} P_I \right) + \beta \dot{f}$$

変動費コストの寄与度 固定費コストの寄与度

ここで

$$\dot{k} = \frac{\dot{Q}_I - \dot{Q}_0}{1 + \dot{Q}_0} \text{ (原単位変化率)}$$

$$\dot{f} = \frac{\dot{F} - \dot{Q}_0}{1 + \dot{Q}_0} \text{ (単位当り固定費変化率)}$$

α = 売上高変動費比率
 β = 売上高固定費比率
 P_I = 投入物価
 Q_0 = 生産指数
 Q_I = 原材料消費指数
 F = 固定費

(α , β は主要企業経営分析、 F は主要企業短観による)

4. なお加工業種の投入物価については1期のラグを考慮。

な打撃を受けたという教訓(いわゆる「学習効果」)に加え、今回は金融・財政政策が機動的に発動されたことも少なからず寄与しているものと思われる(金融政策の影響については後述)。

このように今回は、前回のような過度の需給ひっ迫が生じなかったため、便乗値上げ的な動きもほとんどみられなかった。いま、コスト上昇分を織込んだ理論価格(ただし、製品1単位当りの利益水準は一定)と現実の価格との差を試算してみると(第7図)、今回はその差はほとんどなく、ほぼコスト見合いの値上げにとどまっていることを示している。これに対し今回は特に原油価格の大幅引上げが行われた48年末から49年にかけて、コスト上昇を大きく上回る値上げ(いわゆる便乗値上げ)が行われた。その結果、収益も著増したが、49年後半からは値上げに伴う需要減に加え、物価高の賃金へのはね返りもあって、製品価格はコストアップをカバーできなくなり、特に影響の大きかった素材業種の収益はその後ほぼ2年にわたって大幅な落込みを余儀なくされた。こうした前回の経験は、需給の異常なひっ迫を利用した便乗値上げは物価面で好ましくないことは当然としても、企業経営の面からも好ましくないことを示したものといえよう。今回の石油値上げに際し需給が前回ほどのひっ迫を示さず、また企業の価格政策が非常に冷静であった背景には、こうした前回の轍を踏みたくないとの反省が少なからず響いているとみられる。

(原材料消費節約の進展)

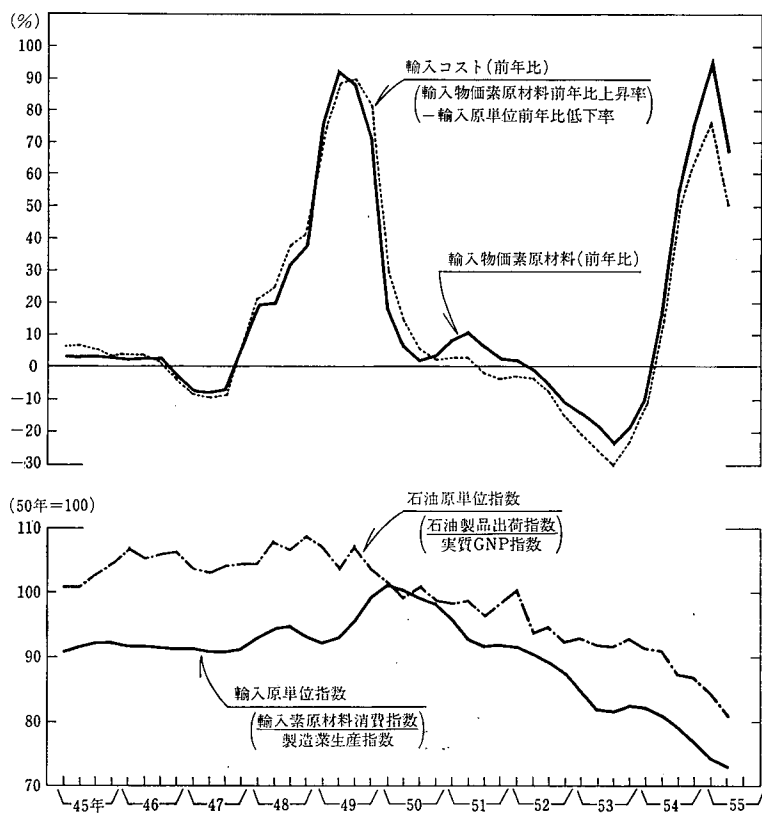
すでにみたとおり、今回の輸入素原材料価格の上昇はほぼ前回物価上昇局面に匹敵する大幅なものであったが、前回石油危機以降の減量経営を通じて培われてきた企業の原材料消費節約努力により、その影響がかなり緩和されている。

鉱工業生産指数と原材料消費指数を用いて、輸入素原材料投入原単位の動向を試算してみると(第8図)、今回は投入原単位がむしろ上昇したのに対し、今回は急テンポで低下している。この結果、輸入素原材料値上りの影響は節約が行われなかった場合に比べ2割近くも緩和されたとの試算も可能である。

このように今回と前回とでは原材料消費の節約度合いに大きな差異が生じたが、これには、まず

〔第8図〕

輸入素原材料の価格動向と原単位引下げの進展



(注) 「卸売物価指数」、「通産統計」等より作成。

第1に需給地合いの相違が響いている。すでにみたように、今回は需給がひっ迫し製品先高観もかなり強かったため、海外原料コスト高の製品価格への転嫁が安易に行われたのに対し、今回は過度の需給ひっ迫が避けられたためそうした安易なコスト転嫁ができなかった。従って、企業は収益維持のため省資源、省エネ技術の開発、導入や合理化投資の実施など自己努力によってコストの吸収に真剣に取り組まざるを得ず、結果としてそれなりの成果を挙げたといえる。節約の度合いに差をもたらした第2の要因としては、石油製品に対する価格政策の違いが寄与している。すなわち前回は、原油の大幅値上げの転嫁に際し、一部の石油製品について価格統制が実施された(注3)。これは短期的には物価の上昇抑制に役立ったといえるが、やや長い目でみれば先高観やこれに伴う仮需を残存させたのみならず、腰の入った消費節約を阻害する要因ともなった。これに対し今回は石油製品値上げの時期については在庫量を勘案して2~3か月のラグが置かれたが、値上げ幅については原油価格の実勢をそのまま反映する政策がとられた。こうした価格政策の相違が石油の消費節約に差を生じ、さらには川下段階にある製品の値上げ幅にも好影響をもたらしたと考えられる。

(小売業の粗マージン率圧縮)

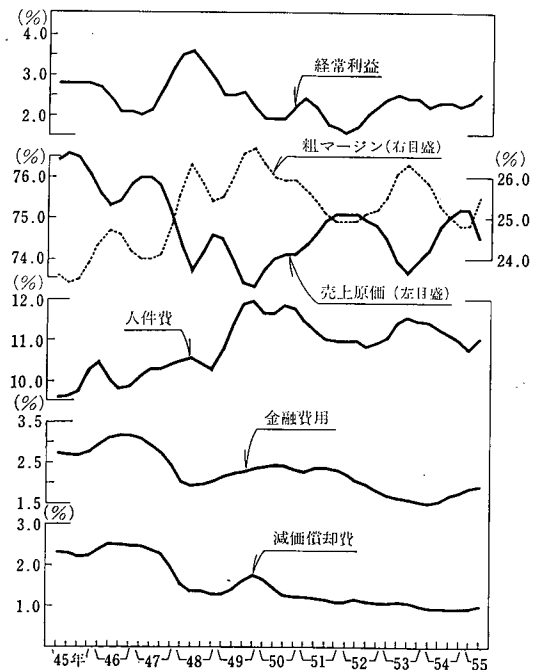
この間、消費者物価も前回を大きく下回る上昇にとどまっているが、これは①卸売物価の中でも消費者物価に影響の大きい完成品の上昇率が前回に比べ低水準にとどまっていること、②3割強の

ウエイトを占めるサービスについては、人件費のウエイトが高いだけに今年の穏当なベアが好影響を与えているといった事情のほか、③小売業においても低率ベアに伴う人件費コストの低下のため、かなり高い経常利益率を維持しながら、粗マージン率を縮小しえたという点も見逃せないところである。

すなわち、第9図にみられるとおり、47年から48年にかけての前回物価上昇局面では、小売り段階において物不足感の強まりによる需給ひっ迫から価格上乘せが行われ、この結果粗マージン率お

〔第9図〕

小売業のコスト構造の推移(対売上高比率)



(注) いずれも「法人季報」による3期加重移動平均値、季節調整済み。

(注3) 48年末の原油価格の第2次大幅引上げ(1バーレル当り公示価格5.12→11.65ドル<2.3倍>)に対して政府は49年3月16日石油製品の指導価格を決定、同18日から実施。概要は次のとおり。

① 輸入原油価格の上昇に伴う石油製品価格の引上げ幅を全油種平均でキロリットル当り8,946円(+62%)にとどめる。

② 油種別価格については、家庭用灯油、家庭用LPGの価格を当面据え置くほか、軽油、A重油についても値上げ幅を極力抑える。

なお、49年夏場に至って石油製品の需給緩和に伴う市況軟化が目立ってきたため、49年8月17日以降価格指導を打ち切り(家庭用灯油、家庭用LPGは国民生活安定緊急措置法による標準価格制へ移行、他油種は価格動向を注視する扱い)。

よび経常利益率とも大幅に上昇した。これに対し、今回局面ではこうした事態が避けられた結果、53年末以降の卸売物価上昇局面で小売業の粗マージン率はほぼ一貫して縮小しており、その分だけ卸売物価の消費者物価への波及が軽減されている。こうした粗マージン率圧縮の一方で小売業においても低率ベアや投資抑制等によって固定費コストの抑制が図られた結果、経常利益率は比較的高水準を維持している。

以上みたように今回局面では、賃金、需給、原材料消費などの各面を通じて、輸入インフレの国内増幅を阻止するとともに各段階で自己努力によるコスト吸収が図られた。そこでこうした諸要因がそれぞれ物価変動に対しどれ程の寄与をしたかという点について卸売物価国内品を対象に回帰式

(第3表)

卸売物価国内品の要因分解

(四半期平均伸び率<前期比>ベース、カッコ内は寄与率、単位・%)

	実績値		推計値		需給要因 (D/S)		賃金コスト要因 (ULC)		輸入物価要因 (IPI)	
	平均伸び率	累積上昇率	平均伸び率	累積上昇率	寄与度	平均D.I.水準	寄与度	累積上昇率	寄与度	累積上昇率
前回局面 (47/10~12~49/4~6)	5.7	46.8	5.6 (100.0)	46.7	1.8 (32.1)	9.1	0.6 (10.7)	37.9	3.2 (57.1)	115.1
今回局面 (54/1~3~55/4~6)	3.5	22.7	3.5 (100.0)	22.6	0.6 (17.1)	△ 25.5	△ 0.1 (△ 2.9)	△ 0.3	3.0 (85.7)	110.2

(注) 1. 要因分解は次式による(いずれも四半期<前期比>ベースで計測)。

(前回:計測期間 44/7~9~49/10~12)

$$\begin{matrix} \text{パラメーター計} & \text{パラメーター計} \\ 0.1515 & 0.2285 \end{matrix}$$

$$WPI_t = 0.0848D/S_t + \sum_{i=0}^{-3} w_i \cdot ULC_{t+i} + \sum_{i=0}^{-1} w'_i \cdot IPI_{t+i} + 4.4585DUM1 + 5.3931DUM2 + 0.4060$$

(7.25) (5.02) (7.70) (9.43) (4.22) (1.96)

$\bar{R}^2=0.98$, $D.W.=2.14$, F 値=149.48、カッコ内 t 値

シララグによるウェイトの明細 ($w_0=0.0597$, $w_{-1}=0.0839$, $w_{-2}=0.0360$, $w_{-3}=-0.0281$)
($w'_0=0.1644$, $w'_{-1}=0.0641$)

(今回:計測期間 44/7~9~55/4~6)

$$\begin{matrix} \text{パラメーター計} & \text{パラメーター計} \\ 0.0747 & 0.1746 \end{matrix}$$

$$WPI_t = 0.0880D/S_t + \sum_{i=0}^{-3} w_i \cdot ULC_{t+i} + \sum_{i=0}^{-1} w'_i \cdot IPI_{t+i} + 5.2890DUM1 + 9.5577DUM2 + 0.6541$$

(6.51) (1.81) (7.36) (6.50) (8.41) (0.65)

$\bar{R}^2=0.92$, $D.W.=1.36$, F 値=53.72、カッコ内 t 値

シララグによるウェイトの明細 ($w_0=0.0323$, $w_{-1}=0.0658$, $w_{-2}=0.0066$, $w_{-3}=-0.0300$)
($w'_0=0.0409$, $w'_{-1}=0.1337$)

- WPI = 卸売物価国内品前期比変化率、DUM1 = 石油ショックダミー(48/IV=1.0)
- D/S = 製品需給判断D.I.前期比ポイント差、DUM2 = 石油ショックダミー(49/I=1.0)
- ULC = 製造業賃金コスト前期比変化率、
- IPI = 輸入物価素原材料前期比変化率、

2. 日本銀行「主要企業短期経済観測」、「通産統計」等による。

による要因分解を行ってみよう(第3表)。

これによれば前回物価上昇局面では需給要因が約3割、賃金コスト要因が約1割それぞれ物価上昇に寄与しているのに対し、今回局面では需給要因は需給判断D.I.が低水準にとどまったことから前回の半分程度の寄与にとどまり、また賃金コストはマイナスの寄与となって、賃金・物価の悪循環が避けられたことを示している。この結果上昇幅の9割近くが輸入素原材料価格の上昇によるという計測結果となり、前記GNPデフレーター動きとほぼ符合するかたちとなっている(なお、計測期間を最近時までとした場合と前回オイルショック直後の49年までとした場合の推計結果を比較してみると、前者の方が輸入素原材料価格のパラメーターの値が低くなるが、これは前述のよう

に石油等の節約が最近になって急テンポで進んでいることを示すものとみられる)。

3. 海外からのコスト上昇圧力と金融政策

今回物価上昇局面、特にその初期段階では、海外からのインフレ圧力に対しては金融政策はさほど力をもちえないのではないかとの議論も一部にみられた。今回、金融政策が物価にどのような影響を与えたかについてはすでにある程度触れてきたが、ここでいま一度その影響を整理しておこう。

はじめに金融政策の運営について簡単に振り返ってみると、卸売物価が上昇に転じた53年末から54年初にかけて窓口指導の運営方針はしだいに物価重視の方向へと変更され、4月には公定歩合の0.75%引上げが実施されるなど、金融政策は予防的引締め態勢に転換した。このあと、公定歩合は55年3月まで通算5回、累計5.5%と大幅に引上げられ、8月までの金利水準は9%と前回オイルショック直後と並ぶ高金利を記録した。こうした金融政策の物価面への影響は極めて多面的であり、ここではそのうち主なものを摘記することにとどめる。

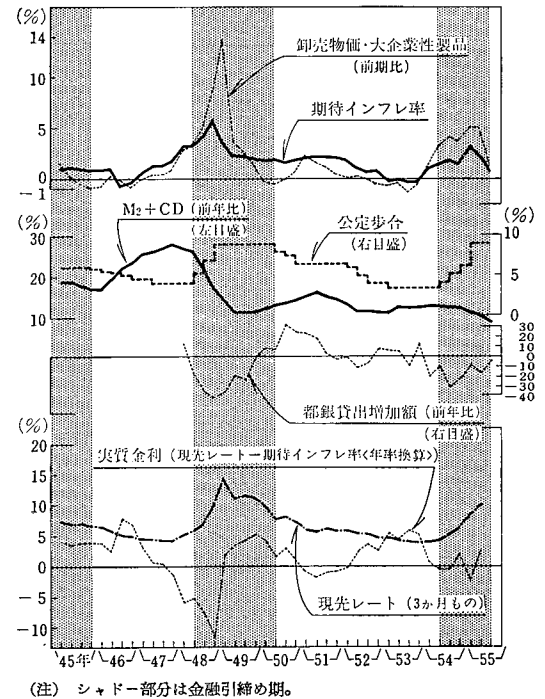
まず今回は、実質金利が前回に比べ高めに維持され、企業の在庫投資等実物投資に影響を与えたことが挙げられる。すなわち、現先レート(3か月物)から期待インフレ率(注4)(経済企画庁の「企業経営者見通し調査」による製品価格見通し判断

D. I.を用いて試算)を差引いた金利水準を「実質金利」とみなし、その推移をみると(第10図)、前回局面では47年後半から48年中を通じてかなりのマイナスとなったのに対し、今回は54年以降ならしめてみればゼロ近傍の動きにとどまっている(注5)。

「実質金利」はその性格上、実物投資と金融資産投資との選択の1つの基準となり、特に在庫投資に対しては、大きな影響をもつものといえよう。すなわち、「実質金利」がかなりのマイナス

〔第10図〕

インフレ期待と金融指標の動き



(注4) 期待インフレ率については利用可能な統計データが存在しないため、何らかの方法により既存の統計データを用いて定量化する必要があるが、近年開発された手法としては①ビジネス・サーベイのデータを利用して定量化するカールソン&パーキンの手法、②WPI等の一変数時系列モデルによる3か月先予測値を期待インフレ率の代理変数とみなす方法、が代表的である。本稿では上記2方式のうちより妥当性が高いとみられるカールソン&パーキンの手法に従って経済企画庁の「企業経営者見通し調査」の製品価格見通しD. I.をもとに期待インフレ率を試算した。具体的には、統計的手法により一種の確率変数に変換した同D. I.の平均値は長期的には(ここでは40/4~6月~55/7~9月)実際の物価上昇率(卸売物価大企業性製品の平均値と等しい)との想定を置くことによって同D. I.から期待インフレ率を算出(詳しくは Carlson & Parkin "Inflation Expectations", *Economica*, May 1975 を参照)。

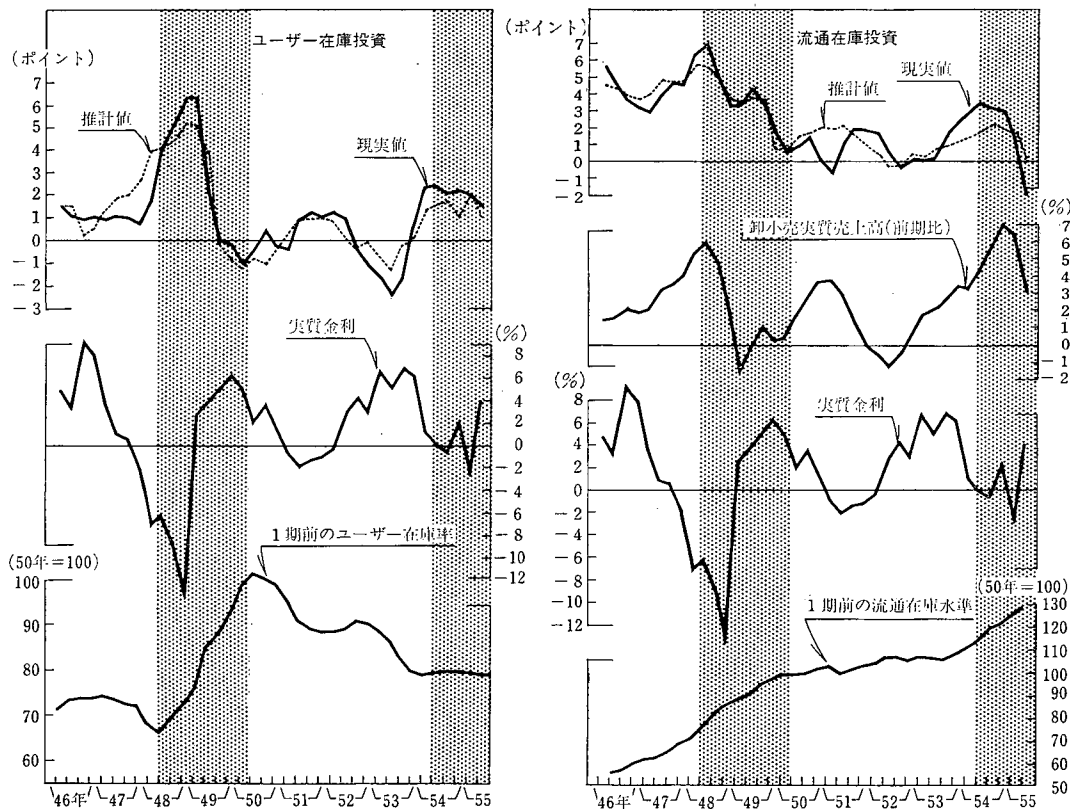
(注5) ここでは、異時点間における相対的な金利水準の差を示すため便宜上「マイナス」ないしは「ゼロ近傍」といった表現を使用したに過ぎない。もとより、ここでの「実質金利」は1つの試算結果に過ぎず、その相対的な水準に注目すべきであり、それが「プラス」か「マイナス」かを厳密に問うべき性格のものではない(この点、「調査月報」10月号所載「最近の金利変動の特色について」における実質金利も概念は異なるが、遠観してみれば本稿における「実質金利」の推移とおおむね同様の動きを示している)。

となった前回局面では在庫積増しの誘因が強かったとみられる一方、今回のようにゼロ近傍にとどまっている場合には、利回りの確定している金融資産への投資が選択される可能性が高い。「実質金利」は、こうした在庫投資への影響を通じ、企業の需給感にも影響を及ぼすものと考えられるが、このことは定量的な分析によってもある程度裏付けられる。

第11図は仮需の対象となり易い流通・ユーザー在庫について在庫投資関数の計測を試みたものであるが、これによれば「実質金利」は在庫投資に対しかなりの影響力を有しており、また今回の流通・ユーザー在庫の積増し規模が前回は下回った背景として「実質金利」が前回は大きく上回る水準で推移したのが響いていることがみてとれよう。

また、第12図はこうした「実質金利」および潜

〔第11図〕 在庫投資の変動要因



(注) 1. ちなみに在庫投資を上記要因で回帰すると次のとおり。

(1) ユーザー在庫投資

$$\Delta J = -0.2072r - 0.0900J_{-1} + 3.5785Dum + 8.6944$$

(-5.85) (-5.64) (4.83) (6.69)

$$\bar{R}^2 = 0.71 \quad D.W. = 0.96 \quad \text{計測期間 } 45/I \sim 55/II$$

ΔJ : ユーザー在庫投資 r : 実質金利 = 現先レート - 期待インフレ率 (年率換算)
 J_{-1} : 1期前のユーザー在庫率 Dum : 49/I ~ II = 1.0

(2) 流通在庫投資

$$\Delta J = 0.4003\Delta S - 0.0903r - 0.0713J_{-1} + 2.5569Dum + 8.0031$$

(4.01) (-2.17) (-8.65) (3.52) (10.04)

$$\bar{R}^2 = 0.72 \quad D.W. = 0.66 \quad \text{計測期間 } 45/IV \sim 55/II$$

ΔJ : 流通在庫投資 ΔS : 卸・小売実質売上高(前期比)
 J_{-1} : 1期前の流通在庫水準 Dum : 49/I ~ III = 1.0

r : 実質金利 = 現先レート - 期待インフレ率 (年率換算)

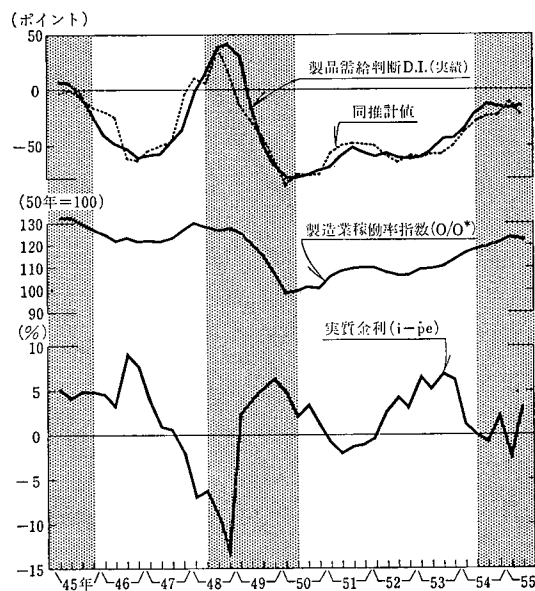
2. 「通産統計」、「法人季報」等による。

3. シャド部分金融引締め期。

在的な供給余力を示す稼働率により需給判断D. I.を説明する回帰式の計測結果である。これによれば今回局面において稼働率がかなり回復をみたにもかかわらず需給判断D. I.が比較的低い水準にとどまっている背景としては、やはり「実質金利」が前回は大幅に上回る水準となっていることが挙げられよう。

このように「実質金利」が高めに維持された背景としては、前述のような早め早めの金利上げの直接効果に加え、期待インフレ率自体が前回に比べ低めに抑制されたことも見逃せない。すなわち、期待インフレ率の推移をみると(前掲第10図)、本年1～3月にはかなりの上昇を示したが、その後、7～9月には鎮静化に向っており、容易に鎮

製品需給判断D. I.の変動要因



(注) 1. 計測式は次のとおり。

$$\begin{aligned} \text{製品需給判断D. I.} = & 2.51\text{O/O}^* - 1.57(i - \dot{p}_e) \\ & (13.47) \quad (-3.57) \\ & -30.45\text{DUM1} + 30.47\text{DUM2} - 325.72 \\ & (-4.95) \quad (2.20) \quad (-14.70) \\ \bar{R}^2 = & 0.84 \quad \text{D.W.} = 1.10 \quad () \text{内}t \text{値} \\ i = & \text{現先レート(3ヵ月物)} \\ \dot{p}_e = & \text{期待インフレ率(年率換算)} \\ \text{DUM1} = & \text{円切上げダミー(46/III} \sim \text{47/III} = 1.0) \\ \text{DUM2} = & \text{意図せざる供給力低下ダミー(48/III} = 1.0) \end{aligned}$$

2. 日本銀行「主要企業短期経済観測」、「通産統計」等による。

3. シェード部分は金融引締め期。

静傾向がうかがわれなかった前回局面とは対照的な動きをなしている。インフレマインドに影響を与える要因としては①現実の物価上昇率、②原材料や賃金等のコスト見通し、③先行きの需給見通し、などに加え、④金融政策のスタンス自体も直接、間接に影響を与えると考えられる。この点今次物価上昇局面では期待インフレ率が上昇に転じた54年1～3月に早くも金融政策が警戒姿勢に転じ、公定歩合も4月以降逐次上げられるなど機動的な金融政策の運営がその後の期待インフレ率の加速化防止にかなり寄与したとみられる。

この間、今回局面における前述のような実質金利面からみた金融資産投資の有利化は、一方で実物投資の抑制とそれに係る借入需要の鎮静化を招来するとともに、折からの金利自由化の進展や債券流通市場の整備・拡大と相まって企業の手許流動性を債券投資に封じ込める効果(いわゆるロックイン効果)を生じた(詳しくは、調査月報増刊号「昭和54年の金融経済の動向」参照)。さらに、こうした一連の動きを反映してマネーサプライは54年後半以降増勢鈍化傾向となり、物価面へも好影響を及ぼしたものとみられる(注6)。

このほか、金利上げが為替相場安定化への一助となり、海外からのインフレ圧力を水際で何かしか減殺する効果もあったといえよう。

以上のような分析結果からみて、今回のような海外からのコスト圧力を起因とするインフレ局面にあっても、為替相場を通じて海外からのインフレ圧力を水際で減殺するとか、国内要因による増幅を防止する、ないしは企業自体が自己努力によってコスト吸収を図る環境を整えるという意味で金融政策は大きな役割を果たしてきたといえよう。

4. 若干の展望

以上みてきたように、今回の物価上昇局面で

は、海外からのインフレ圧力は前回48、49年当時にはほぼ匹敵するものであったが、これを賃金・物価の悪循環などホームメイド・インフレに転化させることなく、また輸入コスト高の国内品への波及も労働生産性の上昇や原燃料の原単位向上などを通じてある程度抑制することができた。このようにして物価上昇を比較的マイルドなものにとどめ得たことが、物価上昇に伴う総需要の減退効果をそれだけ和らげ、前回石油危機後のような景気の大幅落込みといった深刻な事態を回避し得た主たる背景といえる。

物価の現状をみると、卸売物価段階では、石油をはじめとする海外原材料の高騰など既存のコスト上昇分の波及が大勢峠を越し収束に向いつつあり、また消費者物価段階でも騰勢が鈍化に向う兆しが見られ始めている。物価を取巻く環境をみても、目下国内景気のスローダウンが続き、需給も

引緩み気味であるため、国内面では卸売物価の鎮静基調が定着する条件がしだいに整いつつあるものと思われる。しかしながら、海外ではイラン・イラク紛争の行方、米国のインフレの根強さなど依然問題は少なくない。やや中期的にみても、石油価格引上げの動きは避けられないほか、他の一次産品価格にも戦争や天候不順などから上昇の可能性が秘められているなど、今後とも海外インフレの波がわが国に押し寄せてくることは十分覚悟しておく必要がある。

従って、今後とも今次物価上昇局面で得られた貴重な経験、つまり企業、消費者の冷静な対応と適切な政策があれば、原材料輸入依存度の高いわが国が輸入コスト上昇下でも他国を上回るパフォーマンスを示し得るという経験を活かすことが肝要である。

(注6) マネーサプライ、実質GNP、総需要デフレーターおよび公共投資の4変数からなる多変数時系列モデルを推定したうえ、①46~48年のマネーサプライの前年比伸び率が15%で推移した場合(実際には23~24%)、②52年以降20%で推移した場合(実際には11~12%)の2つのケースについてシミュレーションを行うと、①のケースでは、総需要デフレーターは49年から50年にかけて5%程度実績を下回り、その分だけ実質GNPが上振れする、②のケースでは、総需要デフレーターは54年以降3~5%上振れし、その分だけ実質GNPが下振れする、といった試算結果が得られた(別図)。

(ちなみに本予測に用いた時系列モデルは次のとおり)

$$(1) X_1 = \sum_{i=1}^n \alpha_{1i} X_{1-i} + \sum_{i=1}^n \beta_{1i} X_{2-i} + \sum_{i=1}^n \gamma_{1i} X_{3-i} + \sum_{i=1}^n \delta_{1i} X_{4-i}$$

$$(2) X_2 = \sum_{i=1}^n \alpha_{2i} X_{1-i} + \sum_{i=1}^n \beta_{2i} X_{2-i} + \sum_{i=1}^n \gamma_{2i} X_{3-i} + \sum_{i=1}^n \delta_{2i} X_{4-i}$$

$$(3) X_3 = \sum_{i=1}^n \alpha_{3i} X_{1-i} + \sum_{i=1}^n \beta_{3i} X_{2-i} + \sum_{i=1}^n \gamma_{3i} X_{3-i} + \sum_{i=1}^n \delta_{3i} X_{4-i}$$

$$(4) X_4 = \sum_{i=1}^n \alpha_{4i} X_{1-i} + \sum_{i=1}^n \beta_{4i} X_{2-i} + \sum_{i=1}^n \gamma_{4i} X_{3-i} + \sum_{i=1}^n \delta_{4i} X_{4-i}$$

ただし、 $X_1 = M_2 + CD$ (平残前年比、一部推計を含む)

$X_2 =$ 実質GNP (前年比)

$X_3 =$ 名目政府固定資本形成 (過去1年間の累積、前年比)

$X_4 =$ 総需要デフレーター (前年比)

$n = 9$ (AIC基準による)、 α 、 β 、 γ 、 δ はパラメーター

なお、時系列モデルについて詳しくは、日本銀行特別研究室、金融研究資料第4号(54年9月)「時系列分析について」参照のこと。

(別図)

時系列分析によるマネーサプライ、実質GNP、総需要デフレーターの推移(仮にマネーサプライを46~48年15%(前年比)、52年以降20%とした場合の予測)

