

情勢判断資料 (61年冬)

—わが国金融経済の分析と展望

〔要 旨〕

1. 円高の影響も加わり輸出が頭打ち傾向を強めており、それに誘発されて在庫・生産調整の動きが徐々に広がりを見せているなど、景気は次第に減速傾向を明らかにしている。もっとも、国内最終需要はひと頃に比べ多少テンポを落としつつもなお拡大基調を維持しており、企業収益がそこそこの水準を保っていることも相まって、当面の景気の「底固さ」を支えている。

2. 61年度のわが国経済を展望すると、外需はかなりの鈍化が見込まれるほか、在庫、設備投資面での内生的な調整圧力も尾を引くとみられるため、成長率は60年度に比べある程度の低下を免れまい。内需について多くは期待し得まいが、実質所得面を通ずる円高のプラス効果や原油価格の低下、さらにはわが国経済に内在する自律的な安定化要因(賃金決定の伸縮性と企業収益基盤の安定性)を考慮すると、比較的底固い展開になるものと想定される。

61年度経済を展望するにあたってのひとつの大きな問題は、円高定着を前提としても、短期的には対外不均衡のはかばかしい改善を見込み難い点である。価格変動を捨象した数量ベースの対外収支でみれば、円高なかりし場合に比べ相応の調整効果を期待できることは確実であるが、わが国経済にとって、対外不均衡の是正がこの先とも容易ならざる政策課題であり、産業構造の調整を含め相当長期的な取組みが必要とされる問題であることを改めて銘記しなければならない。

3. 金融面の情勢をみると、昨年10月下旬以降11月にかけて、日本銀行の金融調節姿勢の変化を反映して長短市場金利が全般的に上昇し、これが為替円高化を金融面からも促す役割を果たした。その後長短市場金利は再び低下してきているが、この間における資本流出圧力の状況等からみて、円高の十分な定着という観点からは引続き内外金利差の動向に対しては慎重な配慮を怠れまい。

こうした市場金利動向の下で、貸出市場でも11月を中心とする一時期貸出実効金利がごくわずかながら上げられるなどの動きがみられたが、企業金融は全体として依然かなり緩和した状態が続いている。

一方、マネーサプライはこのところ増加テンポを一段と強めており、当面1～3月も引続き高目の伸びとなる見通しである。金融自由化の影響(マネー保有採算の相対的な向上)や昨年12月の長期プライム・レート引上げ前の長期貸出の一時的な急増などに基づく面もあるわけであるが、名目経済成長率との対比でもマネーサプライがかなり高い水準にあることは否めないため、今後の動向には十分注意を払っていく必要があると考えられる。

〔目 次〕

- | | |
|--|---|
| 1. 景気の現局面
2. 61年度経済の展望
(外需はかなりの鈍化)
(国内需要にはなお底固さ)
(経常黒字は引続き高水準) | 3. 最近の金融情勢
(日本銀行の金融調節姿勢の変化とその影響)
(マネーサプライの伸びはかなり上昇) |
|--|---|

1. 景気の現局面

輸出の鈍化と、それに誘発されたメーカー在庫調整の影響等から、鉱工業生産がこのところ緩やかながら減少傾向をみせている(季調済み前期比、60年4～6月+2.7%→7～9月-0.1%→10～12月<速報>-0.7%)など、景気は次第に減速傾向を明らかにしている(図表1)。輸出の鈍化は米国景気の緩慢化や中国の輸入抑制を起点とするものであったが、この先年度末にかけては、円高の輸出数量調整効果も加わるため、これに伴い景気の減速感が幾分強まることが予想される。もっとも、国内最終需要は、上期までに比べややテンポを落としながらも、なお拡大基調を維持しており、企業収益がそこそこの水準を保っていることとも相まって、当面の景気の「底固さ」を支えている。

まず、輸出面をみると、円高定着感が強まるにつれて、業種間で対応の差は

(図表1)

最近の景気動向

(季調済み前期比、%)

		59年度 上期	下期	60年度 上期	60年 4～6月	7～9月	10～12月
実質GNP		2.3	2.7	1.9	1.4	0.6	/
項目別寄与度	国内最終需要	1.5	1.6	1.6	0.7	1.0	
	民間在庫投資	0.1	0.1	△0.1	△0.1	△0.2	
	経常海外余剰	0.5	1.0	0.4	0.8	△0.3	
鉱工業生産		5.2	3.2	2.2	2.7	△0.1	△0.7
鉱工業在庫 (期中変化率)		4.7	5.9	2.2	2.9	△0.7	0.0
通関輸出数量		8.2	4.3	1.2	3.1	△1.0	2.6

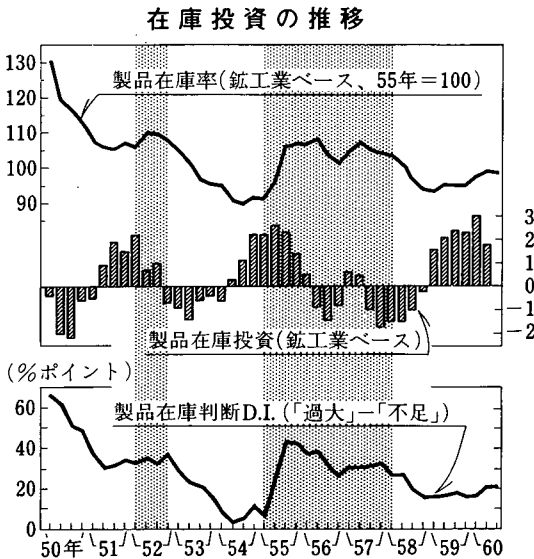
あるものの、採算確保を目的とした輸出価格引上げの動きが次第に本格化している。すなわち、ドル・ベース通関輸出価格(円建て契約分を含む)は、60年10月以降12月までの平均で+7.8%上昇、さらに本年春頃までを展望すると、通算では+10%程度引上げられる見通しが強い(その場合、60年9月のG-5以降の為替円高分<欧州方式で約17%>に対する輸出価格の転嫁率は6割前後^(注1))。この先の輸出動向にその影響が次第に現われるほか、かねてよりみられる米国市場での現地在庫の調整圧力(VTR、カラーテレビなど)、中国の輸入規制の影響本格化(とくに家電製品、自動車)といった事情もあり、60年度下期の輸出数量は、頭打ち傾向を強めるとみられる(通関ベース季調済み前期比、59年度下期+4.3%→60年度上期+1.2%→下期はほぼ横ばいの見通し)。

こうした輸出の鈍化に誘発されて、メーカー製品在庫が素材業種(とくに鉄鋼、繊維)に続いて電気機械等でも積上がりを示し、それに伴う在庫・生産調整の動きが60年夏場頃から次第に広がりを見せている。これまでの企業の慎重な在庫投資態度を反映して、在庫率の水準

が比較的低位にあり、また、企業の在庫負担感自体もさほど大きくない(図表2)ことなどからおして、その調整圧力はマイルドにとどまると考えられるが、当面の生産の下押し要因としてなお尾を引かざるを得ないとみておくべきであろう。

一方、国内最終需要をみると、設備投資面では、58年以来増加傾向をたどってきた製造業の能力増強投資について、輸出の鈍化に伴って電気機械や一般機械等の業種で計画繰延べの動きが続いている

(図表2)



- (注) 1. 製品在庫投資は鉱工業ベース在庫指数の前期差による(3期移動平均)。製品在庫判断D.I.は「主要企業短観」(60年11月)による。
2. シャドローは景気後退期。

(注1) この場合、今回円高局面での輸出価格への転嫁率は、前回の52~53年当時のそれ(8~9割)に比べ幾分低目のかたちとなるが、これには、輸出相手国におけるインフレ率の相対的な低下や品目によっては中進国による厳しい追上げといった事情が響いているとみられる。

など、緩やかなストック調整局面に入っているよううかがわれる。他方、日本銀行「短期経済観測調査」(60年11月)によっても、大企業・製造業の新製品開発投資や非製造業の投資(とくにサービス、小売、不動産)は依然根強い増加基調にあり、このため、全体としての60年度設備投資計画は引続き底固い伸びを維持している(全国企業ベース前年度比、60年8月時点+5.6%→11月時点+7.8%、図表3)。

この間、個人消費については、冬季賞与の伸び悩み(日経連ベース前年比、60年夏+5.8%→冬+4.2%)等を反映して、家計の名目所得の伸びが下期にかけて幾分低下している可能性があるが、ここへきて消費性向が下げ止まり気配にあり(勤労者世帯では7月を底に幾分持直し気味)、また、最近の百貨店売上高の動き(全国ベース前年比、7~9月+3.7%→10~11月+5.6%)等からもうかがわれるように消費者マインドが底固さを保っていることを勘案すると、これまでの緩や

(図表3)

設 備 投 資 動 向

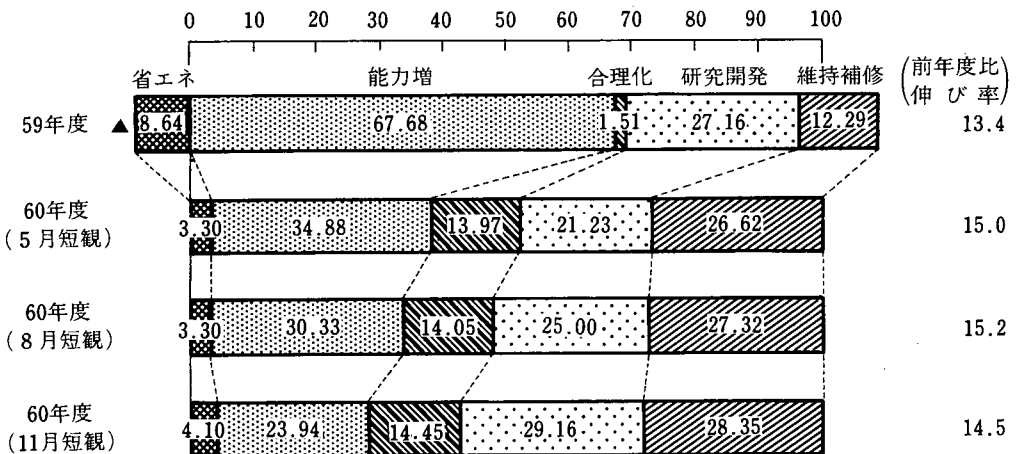
(1) 60年度設備投資計画(全国短観ベース)

(前年度比、%)

	59年度 (実績)	60年度(計画)		
		60年5月調査	8月調査	11月調査
製 造 業	21.3	4.5	4.2	5.2
非 製 造 業	1.9	△ 1.4	6.9	10.1
うち電 力	△ 8.0	4.4	4.4	3.1
除 く 電 力	5.8	△ 3.0	9.9	13.1
全 産 業	10.1	1.3	5.6	7.8

(2) 目的別設備投資(主要短観・製造業)

(増加寄与率、%)



(図表 4)

個人消費動向

(季調済み前期比、%)

	59年度 上期	下期	60年度 上期	60年 1～3月	4～6月	7～9月
名目可処分所得*	2.6	1.7	2.2	1.5	△ 0.2	3.3
消費性向(水準)*	78.5	78.6	77.7	78.6	78.3	77.0
名目消費支出*	1.4	1.8	0.9	1.5	△ 0.7	1.7
民間最終消費支出 (実質GNPベース)	1.0	1.4	1.3	1.2	0.5	0.5

(注) *印は「家計調査」ベース勤労者世帯による。

かな増加基調(実質GNPベース季調済み前期比、59年度下期+1.4%→60年度上期+1.3%、図表4)にさして変わりはないものとみられる。

2. 61年度経済の展望

61年度経済を展望すると、円高の輸出数量調整効果が本格化するほか、国内需要面でも、在庫投資や能力増強投資にかかる調整圧力が尾を引くとみられるため、成長率は60年度に比べある程度の低下を免れまい。

(外需はかなりの鈍化)

まず、58年初めからの景気拡大の大きな柱となってきた外需(実質GNPベース経常海外余剰)からみると、為替円高の定着を前提とすれば、かなりの鈍化が避け難いとみられる。これは実質成長率の押下げ要因とならざるを得ないが、そもそも円高が輸出入数量の調整を目的とする以上、それ自体やむを得ざるコストとして受止めることが必要であろう。

外需の動向は、もとより、為替相場のほか、海外景気の如何にも依存するわけであるので、ここで海外の景気動向を概観すると、鍵を握る米国経済については、ひと頃に比べ景気拡大持続への展望が拓けつつあるやにうかがわれる。これは、ドル高による純輸出の減少や在庫調整の影響から国内生産が1984年夏場以降長期にわたりやや足踏みの状態を示すなど経済全体として緩慢な動きを余儀なくされてきた(図表5)ものの、在庫調整の進展から生産にも当面持直しの気配がうかがわれ、また本年央以降はドル高修正による数量ベースの対外収支改善の効果が予想されるほか、これまでの金利低下も個人消費等に対し望ましい効果を持つものと見込まれることによるものである。ただ、他方で、これまでの活発な設備投資の生産能力化に伴う資本ストック調整圧力が尾を引き、家計部門でも借入金

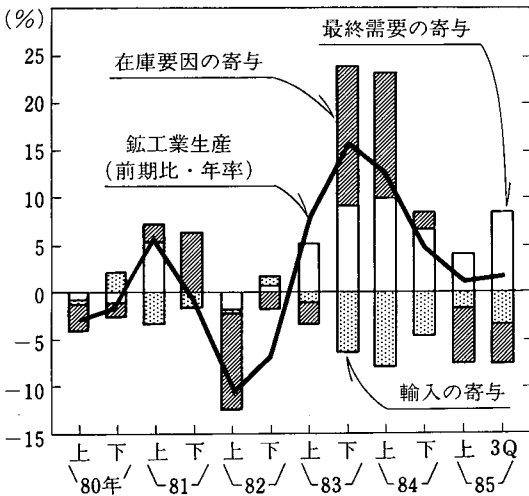
(図表5)

米 国 の 景 気 動 向

(季調済み前期比、%)

		1984年	85年	84/ 上 期	下 期	85/ 上 期	下 期	85/ 1~3月	4~6月	7~9月	10~12月
実質GNP (年率)		6.6	2.3	8.9	2.4	2.3	2.4	3.7	1.1	3.0	2.4
項目別寄与度	国内民間最終需要	5.6	3.5	5.7	3.5	3.4	3.1	3.1	3.6	3.7	1.6
	民間在庫投資	2.1	△ 1.6	3.8	△ 1.4	△ 2.0	△ 0.9	△ 2.3	△ 0.1	△ 1.9	0.2
	純輸出	△ 1.9	△ 0.6	△ 1.7	△ 1.1	0.5	△ 2.1	3.3	△ 3.3	△ 2.1	△ 0.9
鉱工業生産		11.5	2.2	6.2	2.4	0.6	0.8	0.5	0.3	0.5	0.3

(参考) 鉱工業生産の要因分解



(注) 左記要因分解は以下の式による。

$$\begin{aligned}
 \text{鉱工業生産} &= 51.18 + 0.090 \times \text{最終需要} \\
 &\quad (4.5) \quad (18.8) \\
 &\quad - 0.221 \times \text{輸入} \\
 &\quad (5.7) \\
 &\quad + 0.382 \times \text{在庫増加額} \\
 &\quad (10.8) \\
 &\quad - 379.28 \times \text{在庫率} \\
 &\quad (5.3)
 \end{aligned}$$

$\bar{R}^2 = 0.98, D.W. = 0.93$

計測期間 70/1Q~85/3Q

(データ面の制約から、上記関数は旧GNP) Pベースで推計。

残高が高水準に上っている(消費者信用残高の対可処分所得比は7~9月平均で18.3%と既往ピークをさらに更新)など、今後の経済活動に対するマイナス要因の存在を無視することはできず、また、財政赤字圧縮のための歳出削減努力も、金利の引下げ余地を広げる効果が期待される一方で、さしあたりは総需要を抑制する方向に作用する面がある。

以上の状況を勘案すると、諸般の条件がうまくかみ合えば、本年は85年を若干上回る拡大も可能となろうが、いずれにせよ拡大テンポは緩やかなものにとどまろう。

この間、EC諸国は、自国通貨高の影響もあって輸出の一層の増勢鈍化を免れないものとみられるが、物価の安定に加え国内金利低下の効果もあり、引続き内需主導型の緩やかな景気拡大を展望し得よう。これに対しアジア諸国は、米国で

の輸入規制問題を含む輸出環境の制約 (NICs) や一次産品市況低迷(ASEAN)から総じて当面目立った回復を見込み難く、また、最近わが国輸出に占めるウエイトが急速に上昇している中国でも、総需要抑制策の下でしばらく厳しい輸入規制が継続される可能性が大きい。

(国内需要にはなお底固さ)

このように外需のかなりの鈍化が予想されるのに加え、在庫、設備投資面での内生的な調整圧力が続くとみられるため、国内需要の伸びについても61年度にかけて多くを期待することは困難であろう。ただ、円高の国内所得に与えるプラス効果や原油価格の低下、さらにはわが国経済に内在する自律的な安定化要因(その基本的な枠組みは賃金決定の弾力性と、それに基づく企業の収益基盤の安定化。詳細は調査月報60年11月号「近年の景気変動の特徴と今後の課題」)を考慮すると、比較的底固い展開になるものと想定されよう。

ここで、円高のプラス効果を一応整理しておく、G-5以降の円高によりわが国全体の輸入コストは名目GNPの1.5%に相当する約5兆円削減される筋合いにある。その一部は円ベース輸出価格の低下(円高分のドル・ベース輸出価格への完全転嫁が制約されるため)により海外部門に再流出する可能性があるが、国内に残る部分(わが国の対外交易条件の改善に対応)については、企業部門に収益改善要因として一部留保されるとともに、消費者物価の低下等を通じて家計部門にも配分され、「実質所得」増加要因(注2)として寄与することになる。

こうした点を念頭に置きつつ、国内需要動向を展望すると、設備投資については、製造業の能力増強投資は外需の鈍化を反映して引続き抑制基調を避けられない。しかし、製造業でも新製品開発等の独立投資については、後述のような収益環境を前提とする限り、これまでの腰の強さが崩れるおそれは少なく、また非製造業では、収益水準の蓄積(前記「主要企業短観」によると、非製造業<除く電

(注2) 交易条件改善のマクロ効果、いいかえれば「実質所得」増加の大きさを測るひとつの方法は、次のような定義に基づく「実質国民所得」(交易条件の変化によって生じる国内購買力の増減を実質GNPに加算した概念)の変化を通じてみることである。

$$Y = GNP + EX \cdot \left(\frac{P_{ex}}{P_{im}} - 1 \right)$$

ここで Y : 実質国民所得 GNP : 実質GNP
EX : 実質輸出 P_{ex} : 輸出デフレータ
 P_{im} : 輸入デフレータ

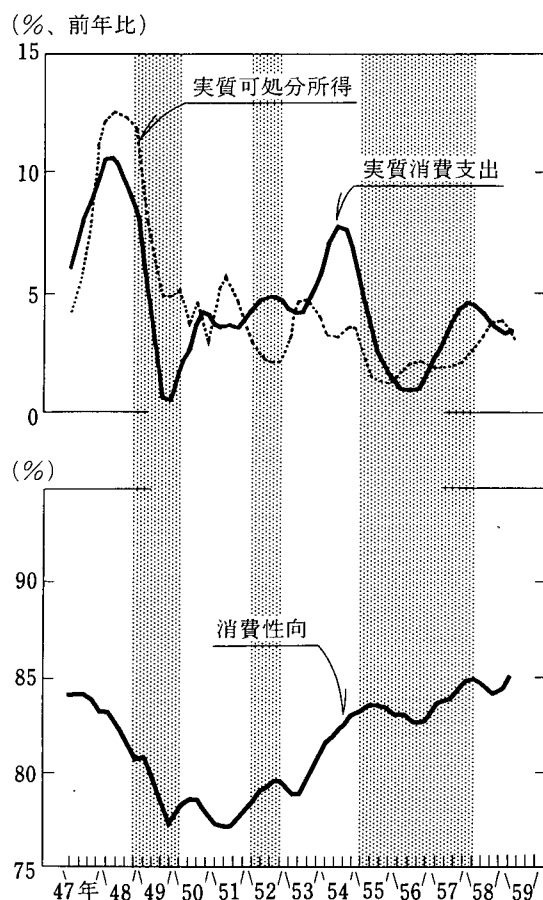
定義から明らかなように、この場合の「実質所得」の変化は、交易条件の変化を通じて、ある実質輸出額でどれだけの輸入が可能になるかの変化を意味するものであって、このような「実質所得」が増加しても、これが現実には支出の増加に結びつかない限り、実質GNPを押し上げるとは限らない点に留意する必要がある。

力・ガス>の60年度売上高経常利益率は53年度以来の高い水準となる見込み)に加え電力投資の上積みもあり、引続き堅調な足取りを見込み得ることから、設備投資全体としては61年度もなお底固い伸びを維持できよう。なお、製造業の能力増強投資に関しても、これまでの需要拡大局面での企業の慎重な対応によりこの先とも稼働率の大幅低下は防がれる方向にあるため、累積的な資本ストック調整圧力の高まりは回避できる公算が大きい。

また、個人消費も引続き緩やかな増加を期待し得よう。これは、弾力的な賃金決定の下で、家計の名目所得の伸びはさらに鈍化を免れまいが、円高の物価安定効果により実質所得のベースではある程度の下支えが見込まれるほか、最近の平均的観察によると、所得の伸びが鈍る時期には、消費性向が上昇して消費の低下

(図表6)

消費性向の推移



(注) 1. 実質可処分所得、実質消費、消費性向は3期移動平均値。

2. シャドーは景気後退期。

に歯止めをかける傾向があり(図表6)、雇用情勢に大きなかく乱が生じない限り、今回もそうしたメカニズムの作動を期待し得ることによるものである。

なお、政府支出も、61年度予算(政府案)等によれば、財投や地方財政を中心に前年度に続いてある程度の伸びを見込み得る。

このように、外需の伸びがかなり鈍化する中で国内最終需要の動向に引続きある程度の底固さを期待し得るのは、国内均衡の要となる企業収益や雇用が大きくバランスを失するような事態は避け得ると想定されることにも負うところが大きい。すなわち、企業収益は、59年度下期をピークに低下傾向に転じており(主要企業・製造業<除く石油精製>の売上高経常利益率、59年度下期5.24%→60年度上期4.94%→下期見込み4.43%、図

(図表7)

企 業 収 益(主要企業)

		59年度 上期	下期	60年度 上期	下期(見込み)
経常利益増減率 (前期比、%)	製 造 業	10.9	5.4	△ 5.9	△ 1.5
	除く石油精製	18.0	7.6	△ 5.0	△ 9.3
売上高経常利益率 (水準、%)	製 造 業	4.65	4.64	4.41	4.25
	除く石油精製	5.06	5.24	4.94	4.43

(注) 60年度下期は「主要企業短観」(60年11月)による。

表7)、さらに61年度上期にかけても、売上げ数量の伸び悩みや輸出採算悪化の影響等から引続き減益の方向が予想されるが、収益レベルとしては過去の景気調整局面に比べある程度のゆとりを残し得る見込みである(例えば、前回ボトムの前57年度下期は3.42%)。これは、既に述べたような賃金決定の弾力性や円高による輸入コスト削減のメリットが収益の下支え要因として働くこと期待されるためであるが、また、このようなそこそこの収益水準の確保を前提とすれば、雇用に対する調整圧力が大きく高まる懸念も比較的少ないと考えられよう。

この間、物価面では、円高による輸入コスト低下の影響が国内に漸次波及する中で、卸売物価は当面軟化傾向を続ける見込みである。また消費者物価は、卸売物価低下の影響等からさらに安定感を強めることが予想され、これが円高の国内所得へのプラス効果を家計部門に均てんさせる重要なルートとして働くことになる。なお、卸売物価は60年6月以来7か月連続して前年比マイナスとなり、12月には-4.2%と昭和35年以降では最大の下落率となったが、企業収益との関係を整理すれば、①輸入原材料価格の下落分(対総合寄与度-1.0%)は企業収益にとり直接的にプラスであるほか、②国内物価のうち、輸入品を加工した財の低下分(同-1.4%)は企業収益に概ね中立的であり(投入輸入原材料価格の低下により相殺)、③さらに為替要因に基づく輸出価格の低下分(同-1.1%)は、円高調整値上げの浸透につれて値上げ比例部分は復元される、と理解され、いずれもそのまま企業収益の圧迫要因となるものではない(12月の前年比下落率のうち、①~③の寄与度合計が概ね8割を占める)。

(経常黒字は引続き高水準)

61年度を展望するにあたってのひとつの大きな問題は、円高定着を前提としても、短期的には対外不均衡のはかばかしい改善を見込み難い点である。これは、ドル・ベースでの経常収支黒字幅が円高の価格効果、すなわちドル・ベース輸出

価格の引上げ効果から高水準を続ける可能性が強いことによるものであるが、繰返し指摘しているように、価格変動を捨象した数量ベースの対外収支(「実質収支」)の面における円高の調整効果を見落としてはなるまい。数量ベースでも、みかけ上目立った黒字幅縮小が実現しない可能性もあるが、これは、わが国の輸出数量に関しては、所得弾性値がかなり高いという事情があることから、海外景気が緩やかながらも拡大方向をたどる限り、それに伴うわが国からの輸出誘発効果が円高の輸出数量調整効果をかなり減殺する可能性があることによるものである。円高なかりし場合と比べる限り、円高の下で数量ベースでの不均衡縮小を展望し得ることは間違いのないところである。

ただ、みかけ上の収支、とくに「名目収支」についてはかばかしい改善を見込み難いことは事実であり、これは、既に著しい高水準に達したわが国経常黒字の是正が容易ならざる政策課題であることを物語っている^(注3)。この問題に対しては今後とも円高を後盾としつつわが国の産業構造自体を粘り強く調整していくことが肝要であり、相当息の長い取組みが必要である。

3. 最近の金融情勢

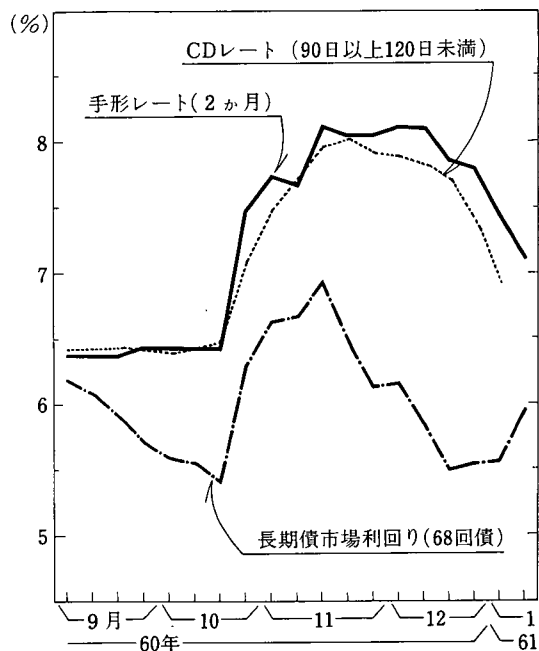
(日本銀行の金融調節姿勢の変化とその影響)

次に金融情勢をみると、60年9月のG-5以後、日本銀行は為替相場の円高化を金融面からもサポートすることを狙いとして短期金融市場における需給の引締まりをそのまま市場金利に反映させる方針の下に金融調節を実施した。その結果、10月下旬以降、インターバンク市場金利が急テンポで上昇し、それにほぼ連動するかたちでCD、現先等の短期オープン市場金利が上昇に向かうとともに、債券市場でも、それまで下げ足の目立っていた長期債市場利回りが急反発を示した(図表8)。また、これに伴い円相場は一段と上伸した。このように日本銀行の政策意図はインターバンク金利を起点として急速に波及したといえる。その後、長期債市場利回りは、米国長期金利の低下に加え国内短期市場金利の天井感台頭などを反映して、11月央をピークに再び低下傾向をたどった(指標銘柄の第68回国債市場利回り、10月19日5.420%→11月14日7.080%→12月末5.550%)が、円相場はその後も概ね落ち着いた足取りを続けている。こうした状況にか

(注3)「数量ベースの対外収支」に対する円高の調整効果と景気要因に基づく所得効果がどのように相殺し合うかは、もとより、円高化の程度と内外成長率格差との関係に依存することになる。

(図表 8)

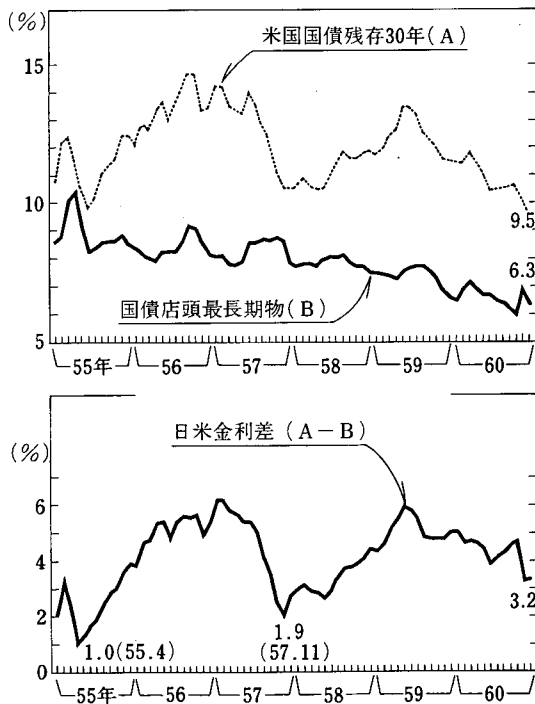
最近の金利動向



(注) 各週末の金利水準。

(図表 9)

日米金利の推移



(注) 金利は月中平均による。

んがみ、日本銀行は12月央以降市場調節を漸次自然体の方向に戻している。

ところで、10月下旬以降の短期市場金利の上昇は為替相場にどのようなルートを通じて影響を与えたかと解すべきであろうか。第1に指摘されるのは、短期金利の上昇が長短金利間の裁定関係を通じて長期の内外金利差の縮小期待を生み、それが資本流出の抑制効果に結びついて為替市場の需給に影響を与えたことである。この点は、10月下旬から11月央にかけての時期に对外証券投資が大幅な減少をみた事実からもある程度裏付けられる。もっとも、米国長期金利の低下傾向にもかかわらず、11月央以降の国内長期債市場利回りの反落から日米の長期金利格差が現実にはさほど縮小せず(図表9)、それを反映してその後对外証券投資が再びかなりの増加傾向に転じていることからおして、このルートを通じた為替相場への影響はあるいは一時的なものにとどまったということもできよう。しかしながら、G-5以後の状況をさらに仔細にみると、為替変動リスクが再認識された結果、对外証券投資についてカバー付き、あるいは外貨借入れに基づくものが増大してい

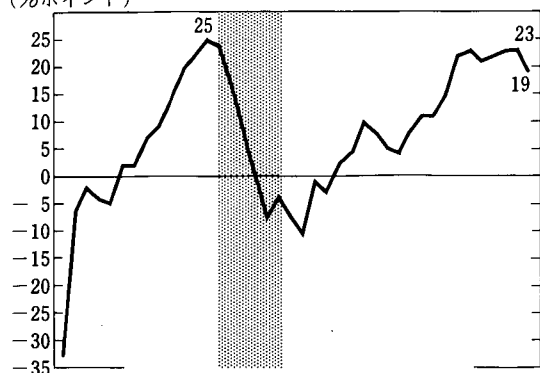
る事実を指摘することができる。その限りで内外金利差と為替相場、あるいは資本流出と為替相場との関係がそれまでに比べ多少弱まっている面があるといえよう。こうした点から考えると、第2のそしてより重要な波及経路は、為替市場への介入強化と並んで短期金利の上昇自体が為替相場に対する政策当局の強い姿勢の表明と理解され、それが米国の政策姿勢の修正と相まって、直接的に、為替市場参加者の間での予想為替相場の水準にインパクトを及ぼしたとみられる点である。G-5以降為替市場における相場観が徐々に変わりつつあっただけに、この時期の短期市場金利の上昇はそうした期待の変化を一挙に促進させるかたちとなったと評価することができよう。このように、最近の為替相場の変動については市場の「期待」が重要な役割を果たしており、他方では、国内金融の全般的な緩和状況を背景に海外への資本流出圧力に変化がうかがわれなことを勘案すると、円高相場を十分に定着させるという観点からは、市場関係者の相場観の動向に細心の注意を払いつつ、引続き内外金利差に対する慎重な配慮を怠れないと考えられる。

この間、貸出市場では市場金利の上昇局面で注目すべき二つの現象がみられた。その一つは都市銀行等においてごくわずかではあるが貸出実効金利の引上げを図り、あるいは、短期プライム・レートによる貸出を部分的に抑えるという動きがみられたことである(ちなみに、都市銀行の短期貸出約定平均金利は60年10~12月中に+0.017%と小幅上昇)。いま一つは、長期債市場利回りの上昇に見合っで長期プライム・レート引上げ予想が一般化する下で、引上げ前の長期プライム・レート水準(11月当時7.0%)に対する見直し気運が強まり、長期信用銀行や信託銀行に対し長期資金の前倒し借入申込みが急増したことである。これらの動きは、進展しつつある金利自由化との関連で注目すべき問題を含んでいる。まず、都市銀行等の貸出姿勢の変化は、MMCの創設や大口預金金利の自由化等に伴って資金調達に占める市場性資金のウエイトが大幅に上昇していることを背景とするものであり、その結果、これまでのような規制金利を前提とした貸出姿勢のあり方自体の見直しを迫られつつある事情を示すものであるが、同時に現実には、短期プライム・レートが市中において弾力的に変更されるようになるまでにはまだ若干の距離があることをも示した点は見逃せない。また長期資金の借急ぎ(あるいは、これに対応した貸込み)の動きは、自由金利市場拡大の中にあっても、長期プライム・レートを中心とする長期貸出金利がなお弾力性を欠いているところから、自由市場金利が急激に変動するとき、資金需要の大幅かつ予測困難

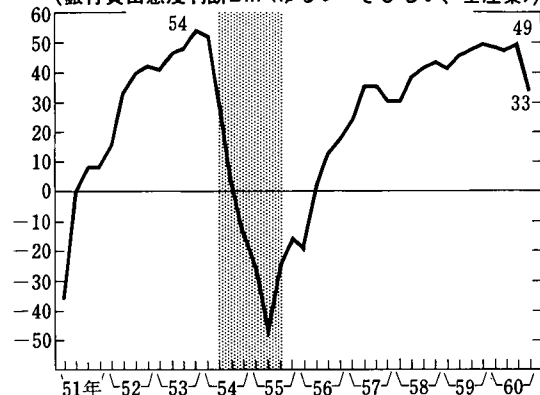
(図表10)

企業金融の推移

(資金繰り判断D.I. <楽であるー苦しい、全産業>
(%ポイント)



(銀行貸出態度判断D.I. <ゆるいーきびしい、全産業>



(注) 「主要企業短観」による。

なシフトをひきおこした事態として理解されよう。

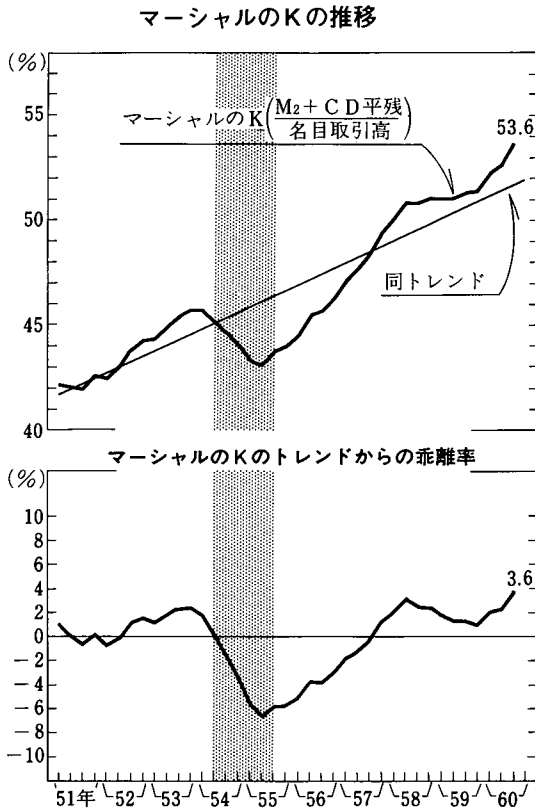
なお、こうした状況下、企業金融の動向を「主要企業短観」(60年11月)によりみると、前記のような金融機関による実効金利引上げ等の動きを反映して「金融機関の貸出態度判断D.I.」は8月調査時点に比べて低下しているが、「資金繰り判断D.I.」は引続きかなり緩和した状態にあり、格別の変化はうかがわれない(図表10)。

(マネーサプライの伸びはかなり上昇)

次に、マネーサプライ(M₂+C D平残前年比)の動向をみると、58年7~9月(+7.1%)を底に緩やかな上昇傾向を続けてきたが、60年4~6月以降はやや増加テンポを強め(4~6月、7~9月とも

+8.3%)、10~12月には+9.0%(速報)と一段と上昇したかたちになっている。こうした最近のマネーサプライの伸び率上昇の背景には、①一連の金融自由化措置(CD発行条件の弾力化、MMCの創設、大口定期預金金利の自由化)に伴ってマネー対象金融資産の保有採算が相対的に向上していることや、②とくに10~12月については、既に述べたように、長期プライム・レート引上げ(12月2日、7.0%→7.5%)を前に長期貸出が急増し、当該資金が外貨預金、大口定期預金等の自由金利商品に歩留まったことなどがあり、その限りでは、特殊要因が直接・間接に大きく影響しているといえようが、そのほか、③マネー保有の機会費用としての長期債市場利回りの水準が基調的に低下する中で、資産動機に基づくマネー需要が高まりやすい事情にあったことも見逃せない。当面61年1~3月のマネーサプライについても、实体经济面からのマネーに対する取引需要は鈍化が見込まれるものの、①10~12月に急増した長期貸出のマネー押上げ効果が残存するほか、

(図表11)



②M₂+CD内の自由金利商品への資金流入のインセンティブは引続き強いと予想されることなどから、高目の伸びを続ける可能性が大きい。

こうしたマネーサプライの動向を実体経済活動との関連で判断すると、引続き名目経済成長率を上回っているばかりでなく、その乖離幅も一段と広がる傾向にある(図表11)。最近のマネーサプライ増加のうちには、前記のとおり金融自由化の進展や長期プライム・レートの変更に絡む特殊要因に基づく部分もあることや、一般に実体経済活動が減速する局面にあつては、名目経済成長率との対比で

みてマネーサプライの伸びが幾許か上振れする傾向があることなどを考えあわせると、その水準判断にあたってはある程度幅をもってみる必要もあろう。ただ、当面物価が安定基調を強めているとはいえ、従来の経験からすれば、長期的にみてマネーサプライの伸びと物価上昇率の間にはかなり強い相関関係が存在することも事実であり、また、マネーサプライの増加が海外への資金流出圧力をさらに高めることによって、為替相場に悪影響を及ぼす可能性も否定できないだけに、今後のマネーサプライの動向には十分注意を払っていく必要があると考えられる。