

情勢判断資料 (61年春)

——わが国金融経済の分析と展望

〔要 旨〕

1. わが国の景気は緩やかな減速過程をたどっている。すなわち、円高の影響により、輸出数量の増勢鈍化が明らかとなり、国内においても生産・在庫の調整がひろがりを見せている。また60年度下期の製造業企業収益の減少が見込まれている中で、企業マインドも慎重の度合いを増している。もっとも国内最終需要は、全体としてはなお底固い基調にあり、当面の景気動向を下支えている。
2. 本年初来のわが国経済を巡る環境の変化としては、①年明け後の一段のドル安・円高化、②原油価格の大幅低下を指摘し得るが、③わが国をはじめ主要国において公定歩合が引下げられるとともに、長短金利が目立って低下し、また④米国、欧州諸国の当面の景気見通しが好転していることも重要な要因として挙げられよう。

こうしたなかで、61年度のわが国経済を展望すると、円高に伴う輸出数量の調整効果により、外需の寄与の大幅低下が見込まれることから、実質GNP成長率は60年度に比べ、ある程度低下を免れまい。ただ金利低下の効果、円高・原油価格低下のメリット、技術革新の大きな流れ(OA化、FA化など)、財政支出(財投その他)の伸びなどを考慮すると、国内需要には引続き景気の下支え役を期待し得よう。この間物価は一段と落着き基調を強めるものと見込まれる。なお、円相場の推移如何にもよるが、製造業の収益ひいては企業マインドがどの程度後退をみるかは注目を怠れないところである。

3. 円高・原油価格低下のメリットは、企業にとっては、交易条件改善の面から企業収益への支援材料として顕現し、また家計にとっては、実質所得の増加、金融資産の実質価値の高まりを通じて現われることとなる。こうした円高・原油価格低下メリットを、企業、家計が如何に前向きに受け止め、現実にとどの程度支出増加に結びつけていくかが注目される場所である。
4. 対外不均衡是正は、わが国経済にとって最重要と目される政策課題であり、円高は不可欠の対応であるが、輸出が増えやすく輸入が増えにくいわが国の経済体質を前提に考えると、かなりの円高をもってしても、短期間に黒字幅の縮小を実現するには困難が伴おう。円高を後ろ盾としつつ、産業構造の改変、市場開放の推進などに粘り強く取組んでいく必要がある。
5. 金融面の情勢をみると、1月末、3月初、4月下旬と、3度にわたる公定歩合引下げに伴い、長短市場金利の低下が進み、貸出金利も低下傾向が続いている。この間マネーサプライは、实体经济との対比でみて、引続きやや高目で推移している。最近の既存資産(土地、株式など)価格の上昇が、直ちに全般的な物価上昇につながる懸念があるとするのは速断に過ぎようが、これがこれまでの金融緩和を一つの背景とするものである点にもかんがみ、マネーサプライ動向には引続き十分注意を払っていく必要がある。

〔目 次〕

- | | |
|------------------|----------------------|
| 1. 最近の経済情勢 | (円高・原油価格低下の効果) |
| 2. 61年度経済の展望 | (息の長い取組みが必要な対外不均衡是正) |
| (海外環境は好転の方向) | |
| (円高に伴う輸出数量下押し効果) | 3. 最近の金融情勢 |
| (国内需要を支える条件) | (円高加速の下での公定歩合引下げ) |
| (製造業の収益基調は不芳) | (諸金利の低下) |
| | (マネーサプライの増加) |

1. 最近の経済情勢

わが国の景気は、緩やかな減速過程をたどっている(図表1)。すなわち輸出数量は、米国の景気拡大テンポの低下や中国の輸入抑制から、昨年初以来増勢鈍化の方向にあったが、昨年末頃からは円高の影響が加わり、頭打ち傾向を一層明らかになっている。このため、国内においては在庫調整がひろがりをみせており、鉦

(図表1)

最近の景気動向

(※)

	60/1~3月	4~6月	7~9月	10~12月	61/1~3月
鉦工業生産 (季節調整済み、前期比)	-0.7	2.7	-0.1	-0.7	-0.7
鉦工業在庫 (季節調整済み、前期比)	3.1	2.9	-0.7	0.0	1.7
輸出数量 (通関、季節調整済み、前期比)	-2.1	2.5	-0.4	2.1	-3.9
経常利益 (主要短観、製造業) (除く石油、前期比)	59/下期 7.6	60/上期 -5.0		60/下期(予測) -20.3	
売上高経常利益率 (主要短観、製造業) (除く石油)	5.24	4.94		3.96	
業況判断D.I. 「良い」-「悪い」 (主要短観、製造業)	16	14	9	3	-5
設備投資 (全国短観、全産業) (前期比)	59/下期 10.1	60/上期 2.7		60/下期(予測) 3.4	
全国百貨店売上高 (前年比)	4.8	4.4	3.7	4.7	6.6

工業生産は昨年後半来緩やかな低下傾向を続けている。また60年度下期の製造業企業収益の減少が見込まれる中で、企業マインドも慎重の度合いを増している。もっとも、国内最終需要は、製造業の能力増強投資に抑制強化の動きがみられるものの、研究開発投資や非製造業の設備投資は堅調に推移しており、また個人消費も比較的着実な足取りを示すなど、全体としてはなお底固い基調にあり、当面の景気動向を下支える役割を果たしている。

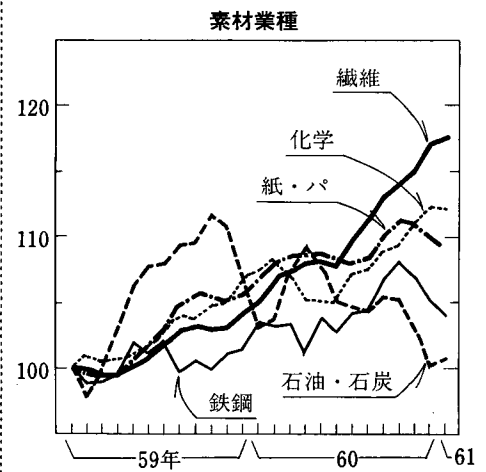
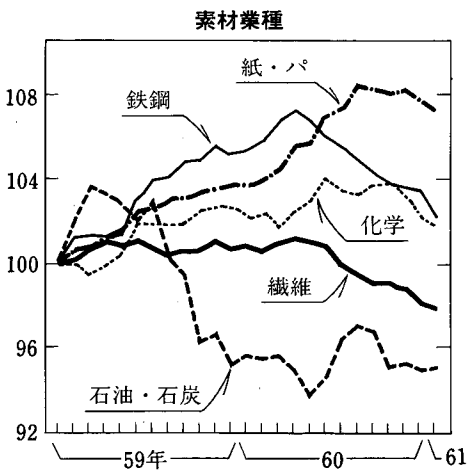
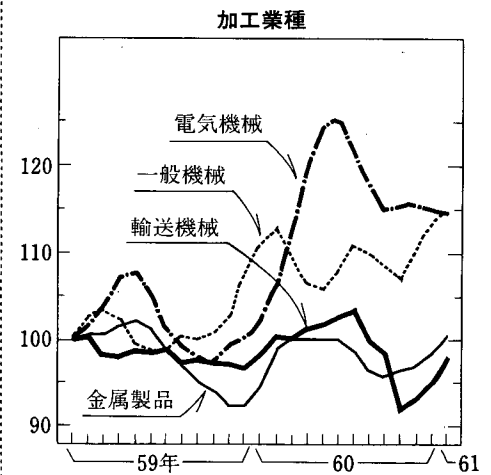
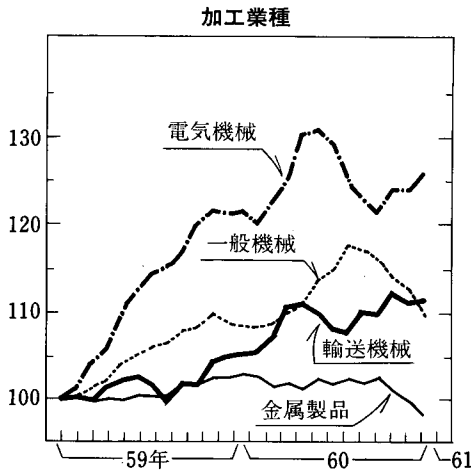
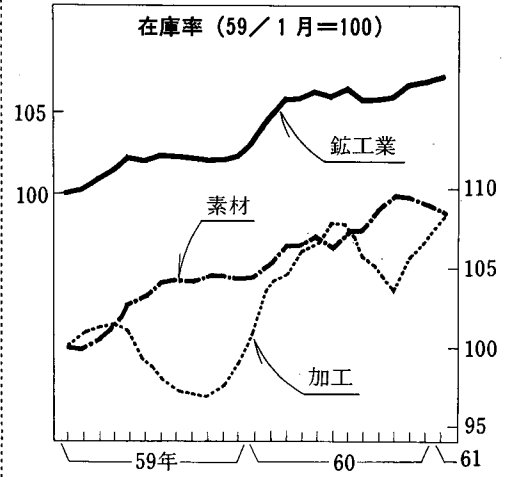
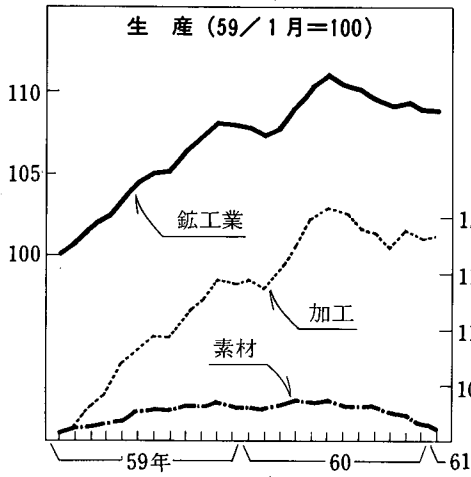
まず輸出面をみると、輸出数量(通関・季節調整済み前期比)は昨年7～9月に減少(-0.4%)したあと、10～12月には自動車(米国向けトラック、欧州向け乗用車)、鉄鋼(中国滞船問題の漸次解消、中近東向けスポット)等を中心に再び増加(+2.1%)したが、本年1～3月に入ると円高による数量調整効果(東南アジア向け自動車、中国向け鉄鋼・合繊等)のほか、対米乗用車自主規制の枠余裕が乏しくなった事情も加わり、かなり大幅な減少(-3.9%)となった。このように輸出数量はこのところ振れの大きい展開となっているが、ならしてみると増勢は次第に鈍化している(59年度下期前期比+3.9%→60/上+1.2%→60/下-0.1%)。

このような輸出数量の増勢鈍化は国内において生産・在庫の調整を誘発している。すなわち、昨年4～6月まで増勢を続けた鉱工業生産は、7～9月以降本年1～3月まで3四半期連続して減少している(図表2)。その内容を具体的にみると、素材業種で鉄鋼、繊維など軒並み生産調整が続いているのに加え、加工業種でも電気機械が半導体を皮切りに昨年後半次第に生産調整品目を拡大、続いて一般機械も10～12月以降生産水準の落込みを示している。このような生産調整の結果、業種別のバラツキを伴いながらも在庫調整は徐々に進捗しつつある(半導体では調整がかなり進展)が、総じてそのテンポは鈍く、今後にかなりの調整余地を残している。今回の場合、企業の慎重な在庫投資態度を反映して、もともと調整圧力はさほど大きかったわけではないが、なお今後の生産動向を制約する要因として注目を怠れないところである。

円高による輸出採算の悪化が顕著に認められるのに加え、以上のような輸出数量の減少およびその生産・在庫面への波及は、製造業の下期収益見通しを下押ししており、2月時点調査の日本銀行「企業短期経済観測」によれば、主要企業・製造業の60年度下期経常利益は前回調査比かなり下方修正されている(前期比-12.6%、前回調査比修正率-11.3%)。業種別にみると、円高に伴う原燃料コストの低下を主因に石油精製のほか、食料品、化学が上方修正されたものの、鉄鋼、繊維、紙パ等の素材業種をはじめ、輸出関連の加工業種で電気機械、一般

(図表2)

最近の生産・在庫動向



機械、自動車など軒並み減額修正されている。このような状況の下で企業の景況感も後退をみつある。前記「短観」によれば、主要企業・製造業の業況判断 D. I. は2年ぶりに小幅ながら「悪い」超に転じ、先行き6月にかけてさらに低下する予測となっている（「良い」—「悪い」社数構成比、60年8月9%→11月3%→61年2月-5%→6月予測-9%）。

このように景気の減速感が徐々に強まる中で、国内最終需要の動向をみると、個人消費は緩やかな増加を継続している。すなわち、冬物衣料などの季節商品が好伸し、CDプレーヤー、8ミリビデオなどの新商品も比較的順調な売行きを続けているほか、レジャー関連支出も底固く推移している。また乗用車販売も自賠責保険料引上げ前の駆込み需要の発生から高水準であった前年並みの水準を維持している。これは、名目賃金所得の伸びは次第に鈍化しつつある（冬季賞与<大企業>の前年比伸び率、労働省調べ、60年+4.4%、59年+5.2%）ものの、消費者物価の着着きが実質所得を支え、また雇用のそこそこの伸びが確保されている事情を背景とするものである。次に民間設備投資についてみると、前記「短観」（全国企業）の60年度下期の設備投資実績見込みによれば、輸出の増勢鈍化の影響から製造業で能力増強投資を抑制する動きが出てきているが、新製品開発投資がなお大幅な伸びを示し、非製造業でも小売、不動産中心に好調を保っており、この結果全体では底固い伸びを維持している（60/上前年同期比+13.1%→60/下同+6.2%）。

2. 61年度経済の展望

本年初来のわが国経済を巡る環境の変化は次の4点に集約されよう。すなわち、①年明け後の一段のドル安・円高化、および②原油価格の大幅低下をまず指摘し得るが、③わが国をはじめ主要国において公定歩合が引下げられるとともに、長短金利水準が目立って低下し、また④米国、欧州諸国の当面の景気見通しが好転してきていることも重要な要因として挙げられよう。こうした環境変化は今後のわが国経済にプラスの影響を持つ面も少なくないが、現段階で61年度経済動向を展望すると、円高を通ずる輸出数量調整効果の本格化により、外需（実質GNPベース経常海外余剰）の寄与の大幅低下が見込まれ、その結果、成長率は60年度に比べある程度低下を免れないとみられる。ただ、国内需要にはなお比較的底固い推移を期待し得るものと判断され、これが成長の下支え要因となろう。この間物価は一段と着着き基調を強めるものと見込まれる。なお、円相場の推移

如何にもよるが、製造業の収益ひいては企業マインドがどの程度後退をみるかは注目を怠れないところである。

(海外環境は好転の方向)

まず海外環境をみると、主要な鍵となる米国経済については、ひとところに比べれば明るい展望が開けつつある(図表3)。その要因の一つはこれまでの在庫調整の進捗である。実質GNPベースの在庫投資は昨年7～9月以降2四半期連続して純減し、景気押下げ要因となってきたが、昨年末あたりで調整をほぼ完了したものとみられる。第2は昨年秋以来のドル高修正により、いわゆる import penetration の影響が徐々に後退していく見通しがたちつつある点が挙げられる。しかもドル安の進行は、他方で輸入物価を押し上げ、一般物価水準を上昇させる筋合いにあるが、原油価格の大幅低下と組合わされたことにより、ドル安下でも、物価の落ち着き基調の維持が可能となった。このため、第3に、期待インフレ率低下の下で、金利の低下が進み、個人消費、設備投資などの国内最終需要への好影響が期待される。

(図表3)

米 国 の 景 気 動 向

	1984	1985				1985	1986		
	10～12月	1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	12月	1月	2月	3月
実質GNP (前期比・年率・%)	0.6	3.7	1.1	3.0	0.7	(1986/1～3月 3.2)			
小売売上高 (前期(月)比・%)	2.0	1.7	2.4	2.2	△ 0.8	1.2	0.4	0.1	△ 0.8
個人所得 (前期(月)比・%)	1.3	1.7	1.2	0.6	1.7	1.1	0.1	0.4	0.2
民間住宅着工 (年率・千戸) (前期(月)比・%)	1,613 △ 3.7	1,762 9.2	1,743 △ 1.1	1,688 △ 3.2	1,773 5.1	1,882 13.8	2,034 8.1	1,997 △ 1.8	1,949 △ 2.4
非国防資本財受注 (前期(月)比・%)	△ 4.0	1.7	△ 1.6	5.6	△ 0.0	18.5	△ 19.7	17.7	△ 6.5
鉱工業生産 (前期(月)比・%)	0.2	0.5	0.3	0.5	0.5	0.8	0.2	△ 0.7	△ 0.5
製造業稼働率 (%)	81.1	80.5	80.3	80.3	80.1	80.4	80.7	79.9	79.3
失業率 (%)	7.1	7.2	7.2	7.0	6.9	6.8	6.6	7.2	7.1
消費者物価 (前年比・%)	4.1	3.6	3.7	3.4	3.5	3.8	3.9	3.2	2.3
卸売物価(最終財) (前年比・%)	1.6	0.6	0.9	0.6	1.4	1.8	1.4	△ 0.1	△ 1.4
貿易収支 (月平均・億ドル)	▲ 109	▲ 98	▲ 117	▲ 128	▲ 139	▲ 149	▲ 144	▲ 125	...

(注) 1. 消費者物価、卸売物価、および貿易収支は原計数、その他は季節調整済み。
2. 失業率は労働人口に軍人を含むベース。

もっとも金利低下のこれ以上の大幅な進展を期待するためには、やはり財政赤字について具体的な削減措置がとられることが前提となろう。米国議会における財政均衡法(グラム・ラドマン法、86財政年度以降毎年度の赤字上限額を定め、91財政年度には赤字脱却を目指す)の成立にもかかわらず、赤字削減の先行きについては依然不透明さが払拭されていない。また家計部門の借入残高の高水準や資本ストックの調整圧力は引き続き米国経済の先行きに対する懸念材料をなしている。さらに原油価格低下も、全体としては米国経済にとって好材料であるとみられてはいるが、石油産業への悪影響を通じマイナスのインパクトを及ぼす面があることも事実である。こうした点についての留保はなお必要であるが、総じてみれば緩やかながら昨年を上回る拡大を可能とする条件が整えられつつあるということができよう。

この間、E C諸国では西独を筆頭に、フランス、その他においても設備投資の増加に加え、個人消費の足取りも着実であり、内需主導によるモデレートな持続的拡大への展望が確実味を加えつつある。とくに、原油価格低下はE C諸国の景気に好材料を提供するものと期待され、西独をはじめ成長率の上方修正を見込む向きが多い。

わが国周辺のアジア諸国に目を転ずると、ASEAN諸国では、原油をはじめとする一次産品需要の低迷から、総じて停滞状態を脱し得ないものとみられているが、NICs諸国等では、円やE C諸国通貨と比べた自国通貨安や原油価格低下の効果から、おしなべて景気は回復に向かうものと期待されている。なお、中国については、当面、昨年央以降強化された金融・財政両面からの引締め策の持続による経済拡大テンポの減速が見込まれよう。

(円高に伴う輸出数量下押し効果)

以上のように海外環境は総じて好転が予想される状況にあるが、それにもかかわらず、わが国経済に対し外需の寄与の大幅低下を見込まざるを得ないのは、いうまでもなく、円高に伴う輸出数量下押し効果がこれを上回ると考えられるからである。円高の輸出数量調整効果は、もとより円高の程度とともに、円高の下での輸出企業の輸出価格引上げ態度に依存する。この点についてみると、10~12月中の円高(240円/ドル→200円/ドル レベル)に対しては一部(オートバイ、時計、カメラ等)ではすでに10~12月中からドル建価格を引上げる動きがみられたが、鉄鋼、自動車、家電など大方の業種では年明け後値上げを進めており、円建輸出を含む輸出全体としては、円高率に対し船積価格で6割程度の転嫁を行って

いる模様である。さらに年明け後の一層の円高に対しては、輸出数量の急減を避けようとする追加的値上げがかなり困難との声も聞かれるようになっており、目下のところ業種や企業によりかなり区々の対応をとっているやに見受けられる。輸出価格引上げ幅の最終的な帰趨はなお見定め難いが、仮に平均して円高率に対し6割程度の価格転嫁を行った場合^(注1)、やはりかなりの数量調整効果を持つと見ておくべきであろう。

なお、輸入面をみると、原燃料は輸出停滞や在庫調整延引に基づく生産の増勢鈍化などを反映して減少が見込まれるものの、3割のウエイトを占める製品類(半製品を含む)では円高を背景に鉄鋼・繊維などが増加するほか、化学でも海外新プラント製品が流入、また家電等では円高に対応して部品の海外調達比率を高める動きもみられるため、全体では幾分の増加が見込まれる。

以上のうち、61年度の実質GNP成長率に対してはとくに輸出数量停滞の影響が大きく、経常海外余剰(輸出等－輸入等)の寄与は前年度に比べ大幅な低下を免れまい。

(国内需要を下支える条件)

輸出の停滞や国内産業と競合する製品輸入の増大は、在庫・設備投資への調整圧力や所得循環を通じ、当然、国内需要にもマイナスのインパクトを及ぼす筋合いにある。前述のとおり、60年度中においてすでに、輸出関連製造業の能力増強投資に部分的ながら下方修正が加えられ、またメーカー在庫調整も遅れ気味に推移していることはその現われであり、こうした動きは61年度にも尾を引く形勢にあるが、他方で、61年度のわが国経済についてみると、国内需要の下支えを期待し得るいくつかの条件が存在することを看過すべきではない。

その第1は、いうまでもなく金利低下の効果である。金利低下が総需要に及ぼす効果の総体を、その心理的效果も含め定量的に明らかにすることは必ずしも容易でないが、金利弾性値が相対的に高いと考えられる中小企業非製造業設備投資(その設備投資全体に占めるウエイトは60年度で4割弱)や耐久消費財支出(貯蓄との代替性)等への影響はかなりのものが期待されよう。第2は、円高、原油価格低下のメリットである。この点については後にやや詳しく述べる。第3は、OA化、FA化を軸とする技術革新の大きな流れであり、これが需要の短期的な振れにもかかわらず、引続き製造業・非製造業を通じて独立投資の支えとなろう。

(注1) ちなみにドルベース通関輸出価格は、昨年9月以来本年3月まで17%上昇しており、この間の為替円高(33%)に対する輸出価格の転嫁率は5割強となっている。

第4は、政府支出である。61年度政府予算は、一般歳出の伸びを引続き抑制しつつも、財政投融资の活用等により、GNPベースでみた投資的支出についてかなりの伸びを見込んでおり、厳しい財政制約下において最大限の景気面への配慮を払ったものと評価し得よう。さらに、予算策定後における円高進行、原油価格低下による資材価格の一層の鎮静見通しは、実質ベースでの財政支出を当初考えられた以上に拡大する効果を持つ可能性がある。

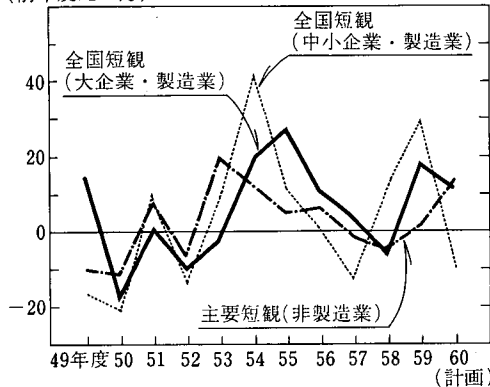
こうした条件の下で、設備投資、個人消費の61年度中の姿につき、おおまかな見当をつけてみると、まず設備投資については(図表4)、輸出関連

製造業の能力増強投資は、ストック調整圧力の強まりから大企業、中小企業とも減少が見込まれるが、製造業でも研究開発・新製品開発投資は引続き増加し、また非製造業ではリース等サービス業をはじめ各業種おしなべて堅調に推移するものとみられる。さらに電力の政策協力分上乗せ(60年10月、および本年4月の経済対策に伴う設備投資追加分)もあって、全体としての設備投資増加テンポは、60年度を下回ることは避けられないものの、なおそこそこの伸びを確保し得る公算が大きい。また個人消費については、生産の停滞や企業収益の不冴えなどを背景に名目家計所得の伸びは鈍化が見込まれるものの、一方で消費者物価の一層の落ち着きがこれを打消す方向に作用し、実質家計所得の伸びを下支えるかたちとなって、引続き緩やかな増加を期待し得よう。

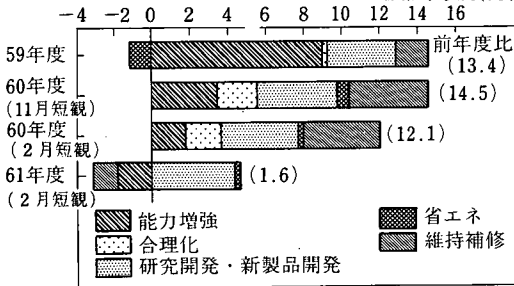
(図表4)

設備投資の動向

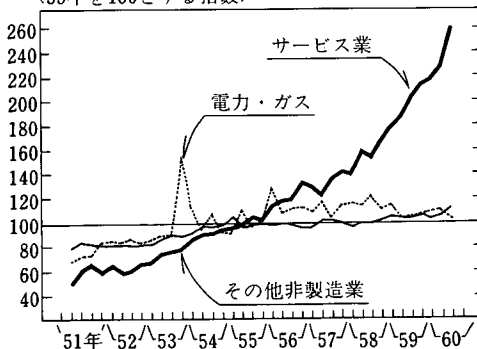
(前年度比・%) (1) 短観の設備投資動向



(2) 目的別設備投資動向 (主要短観・製造業) 増加寄与度(%)



(3) 非製造業の設備投資動向 <55年を100とする指数>



(製造業の収益基調は不芳)

こうしたなかで企業収益がこの先どうなるかは、企業マインドの動向とも絡み重要なポイントである。上述のとおり国内需要は引続き成長の下支え要因となろうし、金利低下や円高メリット、原油価格低下はともに企業収益の支援材料ではあるが、61年度経済の場合何といっても円高を通ずる輸出数量調整効果が大きく、製造業においてはとくに輸出関連業種を中心に引続き収益基調は不芳を免れまい。前記「短観」(2月調査)によれば、主要企業・製造業(除く石油精製)の収益は60年度下期に続き61年度上期にも減益が予測され(前期比-5.0%、図表5)、売上高経常利益率も一段の低下が見込まれている(3.74%)。ただこれとは対照的に非製造業においては、円高を通ずる輸出数量調整の直接効果を免れる一方で、交易条件好転効果は享受し得る立場にあるため、収益見通しは概して良好である。同じく「短観」により61年度上期の主要企業非製造業の収益見通しをうかがうと、小売等での季節的なパターンから前期比小幅の減益予想となっているが、前年同期比では大方の業種でかなりの増益を期待している(60年度下期+16.3%→61年度上期+30.7%)。

(円高・原油価格低下の効果)

ここで、上述の国内需要下支え等の好影響を期待し得る条件のうち、円高・原油価格低下の効果について、さらにやや立ち入って検討してみよう(注2)。

これらの効果は、ともにわが国輸入コストの低下を起点とし、とりあえず企業部門に留保されたあと、次第に川下段階の物価低下となって波及し、家計部門に伝

(図表5)

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	△ 12.6
	除く 石油精製	18.0	7.6	△ 5.0	△ 20.3
売 上 高 経 常 利 益 率 (水準、%)	製 造 業	4.65	4.64	4.41	3.85
	除く 石油精製	5.06	5.24	4.94	3.96

(注) 60年度下期は「主要企業短観」(61年2月)による。

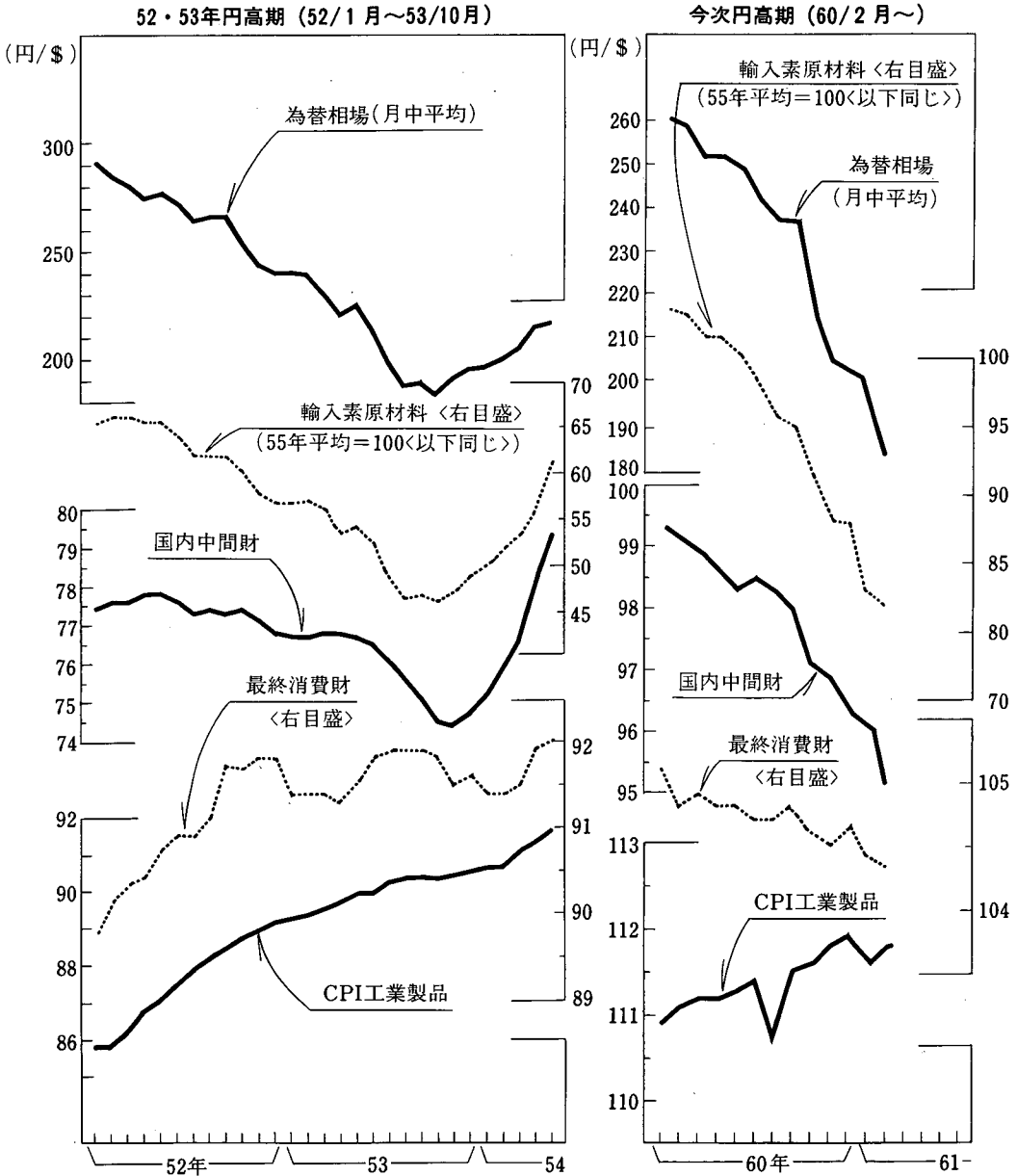
(注2) 円高のマクロ経済効果を図式的に整理すれば、輸出入数量調整効果(景気にはマイナス)と、交易条件効果(景気にはプラス)に大別できることはいうまでもない。ここでは、後者の効果を概念上抽出してその筋道の整理を試みたものであるが、現実には、前者の効果と複合して現われることに留意しておく必要がある。

わっていく(注3)(図表6)。

すなわち、61年度の卸売物価は円高定着と原油価格低下を前提とすれば前年水準を大幅に割込み、また、消費者物価も電力・ガス料金引下げの効果を含め、一段と落着き基調をたどると見込まれる。しかも、円高や原油価格低下など輸入コ

(図表6)

物価に対する為替円高効果



(注3) 過去の円高期のデータによって跡付けてみると、輸入原材料価格の低下の消費者物価への反映がピークに達する時期は7か月程度経過後となっている。

スト低下に端を発する物価低下は、企業にとっても家計にとっても、仕入(または購入)のコストが売上げ(または収入)の単価を上回って低下することが特徴であり、これが企業の「交易条件の改善」あるいは家計の「実質所得の増加」を形成することとなる^(注4)。

この点をまず企業の立場からみると、卸売物価の上昇率について、輸入物価→素原材料価格→中間財価格→最終財価格と投入段階を追って低下度合いが小幅化すると見通されることが、各段階における企業にとっての交易条件の改善をもたらすこととなる。次に家計についてみると、家計にとって消費財等の購入の「コスト」の尺度はいうまでもなく消費者物価である一方、その収入の実質価値を測る目安は付加価値(賃金所得と企業粗収益)の実質価値尺度としてのGNPデフレーターである。円高や原油価格低下により輸入コストが下がるとき、消費者物価は輸入品目自体を含みあるいは原料としての輸入品価格の影響を受けるのに対し、GNPデフレーターは直接これに左右されない。このため、輸入コスト低下に基づいて物価が下がる局面においては、GNPデフレーターの上昇率低下幅^(注5)が消費者物価のそれを下回るのが通例であり^(注6)、このことが、円高メリットや原油価格低下の効果を家計が享受しうる経路を形成することとなる。

さらに、円高や原油価格低下は、物価上昇率の低下を通じて家計の保有する金融資産(預金、債券など)の実質価値を高め、消費性向をある程度上昇させる効果(実質金融資産残高効果)をもたらすことが期待され、これもプラス効果が波及する一つのルートとして位置づけられよう。

このように円高・原油価格低下のメリットは企業部門に一部留保されるとともに、家計部門にも消費者物価上昇率の低下を通じて配分されるが^(注7)、これがどの程度需要追加効果を持ち、今後の経済活動水準を押し上げていくか(ひいては企業収益や家計の名目所得の伸びの回復に資するか)は、あげて企業や家計の支出態度に依存していることに留意されなければならない。その意味で、この先企業

(注4) このことは、国全体としてみれば、円高あるいは原油価格低下に伴い円ベース輸出価格もある程度低下をみるのが通例であるが、その低下幅が円ベース輸入価格の低下度合いを下回るため、一国としての交易条件改善がもたらされることと対応している(この点は、輸出入価格をともにドルベースでみても変わらない)。

(注5) 輸入コストと直接の関係をもたないGNPデフレーターも低下する場合はあるのは、円高の他の側面である輸出入数量調整効果(円高のデフレイナクト)を通じ、名目賃金・名目企業収益に下押し力が働く結果である。

(注6) 現に、最近円高の進行が顕著であった53年度についてみると、消費者物価の上昇率は、GNPデフレーターのを上回って鈍化した(消費者物価、52年度前年度比+6.7%→53年度+3.4%、GNPデフレーター、同、+5.4%→+4.4%)。

や家計が交易条件の改善あるいは実質所得の増加をどの程度前向きに受止め、具体的な支出活動に結びつけていくかが注目される場所である。

(息の長い取組みが必要な対外不均衡是正)

わが国経済にとって引続き最重要と目される政策課題は、対外不均衡の問題である。この問題に対処するためには、円高は不可欠ではあるが、現状のように円相場が相当に高いところまで来ても、次のような諸要因を考慮すると、短期間のうちに対外収支黒字幅の縮小を実現していくことにはかなりの困難が伴うことは、改めて指摘しておく必要がある。

その第1は円高の価格効果である。すなわち、円高に伴うドル建輸出価格引上げが、名目輸出額したがって名目貿易収支黒字幅を拡大することとなる点である。

第2に現在の対外不均衡の規模がすでに膨大なものとなっていることである。いいかえれば出発点の輸出額(60年1,740億ドル)と輸入額(同1,180億ドル)の水準にかなり差があるため、不均衡是正のためには、輸入額の伸び率が輸出額の伸び率を相当程度上回る必要がある。しかし、原油価格低下による原燃料輸入金額の減少という要因もあって、そのような状況がなかなか現実のものとはなり難いという事情をも指摘することができよう。

さらに第3の要因として、わが国の輸出構成が常にその時々の世界需要の伸びが高い品目について比較優位を保ってきたという状況が挙げられる。これはわが国が活発な設備投資によって高い生産性の伸びを確保するとともに、世界市場における需要シフトに対応して産業構造を柔軟に転換させてきたためであるが、この結果、海外諸国がいくばくかでも成長する限り、円高の下にあってもわが国の輸出が増えやすい体質となっていることも見逃せない。

このように、円高が実現・定着したからといって、直ちに不均衡是正が現実のものとなるわけではないが、一方で、円高の数量調整効果を通じ、この分海外での生産や雇用機会の増加が確保されていることを考えれば、不均衡是正問題が、円高が実現しない場合に比べ緩和されていることは間違いのないところである。

(注7) 円高メリットのうち、ある部分は国内にとどまらず海外に流出する。すなわち、円高をすべてドル建輸出価格の引上げに転嫁すれば、輸入コスト低下を通ずる円高メリットはそのまま国内に温存されることになるが、現実には完全転嫁はできにくい状況にある。過去の円高局面である53年度と比べてみると、当時は、ドル建輸出価格引上げの円高率に対する追随率は8割近くにも達した。しかし今回と当時とは、(1)世界経済の拡大テンポ(53年の実質世界輸入は前年比+5.7%の伸び)、(2)世界的な物価上昇基調(53年の世界輸入品価格は同+9.9%)、(3)NICsの競争力、(4)わが国の景気局面等の点で大きな相違があり、それだけ今回の場合、ドル建輸出価格の引上げへの制約が強まっている。

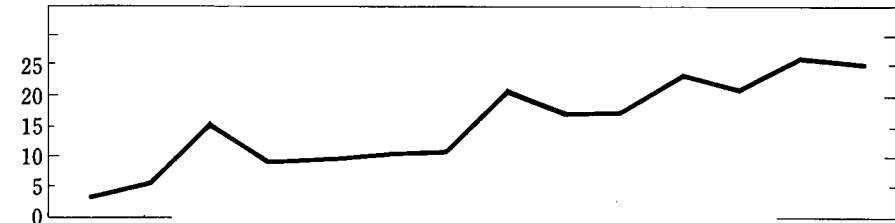
したがって、対外不均衡是正については、円高を後ろ盾としつつ産業構造の改変、市場開放の推進を含め、今後とも粘り強く取組んでいく覚悟が必要である。貿易摩擦の激化に伴い、米国、ECなどにおける現地生産の動きがかねてみられたところであるが、円高進行の下で、最近これを一段と積極化する先が目立って増加しているほか、韓国、台湾などから部品調達を図る向きも、にわかにはろがりをみせており、これもこうした長期的対応の一環として位置付けられよう(図表7)。

(図表7)

対外直接投資の動向

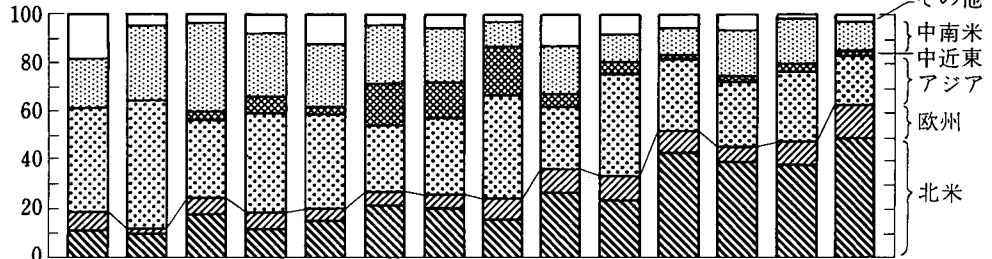
(億ドル)

(1) 対外直接投資額の推移 (製造業)



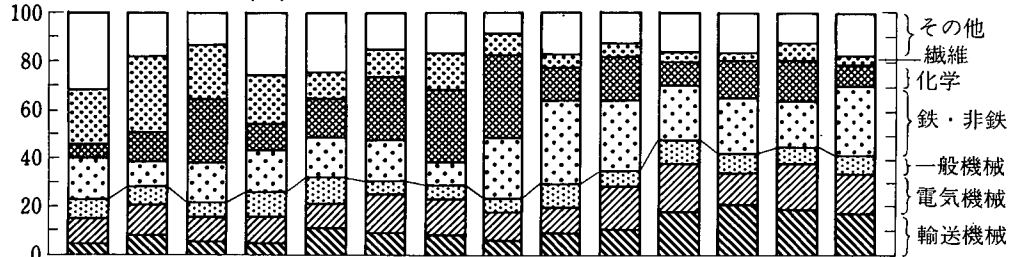
(%)

(2) 地域別動向 (製造業、金額構成比)



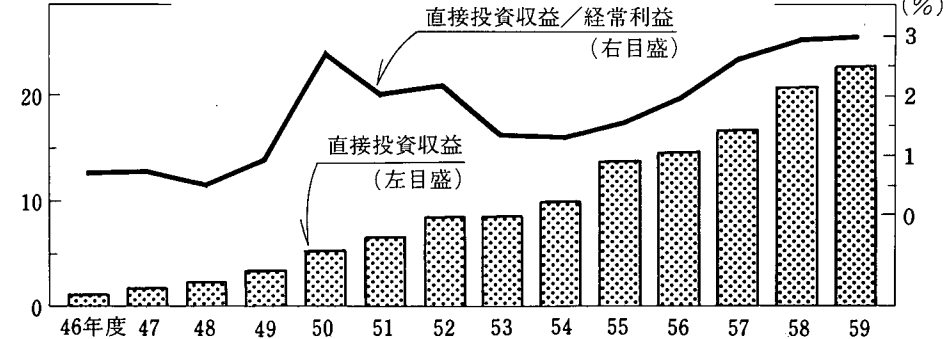
(%)

(3) 業種別動向 (製造業、金額構成比)



(億ドル)

(4) 企業収益に占める直接投資収益のウェイト推移 (全産業)



わが国経済の輸出依存度は50年代後半以降急速に高まっている。そのような状況の下で円高を通じて輸出にブレーキをかけ、対外バランスの改善を図っていく過程においては、国内経済に強いインパクトが及ぶなど相当の困難を伴うこととなろう。企業や消費者のマインドが不測の下振れを示す可能性もないとはいえず、今後の状況の推移を慎重に注視しながら経済情勢の変化に機敏に対処していくことが必要である。

3. 最近の金融情勢

(円高加速の下での公定歩合引下げ)

円相場は、昨年9月のニューヨークG-5後の協調介入、10月下旬以降のやや厳し目の金融市場調節の影響から、11月末頃には、1ドル=200円近くまで上昇した。その後1月中旬まで概ねこの水準で落ち着いた推移を示してきたが、1月下旬以降は1ドル=200円の水準を突破して円高が一段と進行した。市場の相場観も、円安逆戻りよりは次第に円高方向へと比重を移し、これがまた現実の円相場を支えるというかたちとなってきた。こうしたことから、日本銀行としては円高基調がほぼ定着したと判断、前述のように実体経済の減速傾向が次第に明確となってきている状況に対処して、1月末に公定歩合の0.5%引下げを決定した。

その後、円相場はさらに一段と上昇をみることとなった。その背景としては、1月のロンドンG-5において「これまでの為替調整の成果を後戻りさせない」との合意が成立し、それに加えて原油価格低下によりわが国や西独の貿易収支黒字幅が一段と拡大するとの見方が内外で強まったことなどから、為替市場において根強いドル安センチメントが形成された事情が挙げられよう。

対外不均衡是正のためには、今後とも、長期的にみて円高基調が望ましいところであるが、円高があまりに急激に進むとわが国経済の対応が著しく困難となるほか、国際通貨情勢安定の観点からも問題なしとしないところである。以上のような状況の下で、日本銀行は、欧米主要国における金融情勢、金融政策動向をも勘案のうえ、3月初および4月下旬にそれぞれ0.5%の公定歩合の追加引下げを決定した。

(諸金利の低下)

公定歩合引下げに伴い長短市場金利の低下が進んでいる。まず昨年10月下旬以降急速に上昇した短期市場金利は11月入り後次第に低下していった。これは為替レートの円高傾向が次第に確実なものとなる一方、米国においては長期金利の顕

著な低下傾向が認められるようになったため、日本銀行の金融市場調節が比較的早い時点で緩和されようとの期待が生じたことによるところが大きい。事実、日本銀行は12月央頃から厳し目の市場調節を次第に緩和し、自然体の方向に戻していった。この結果、一時8.4%台まで上昇したコール・レート(無条件物)は漸次低下、3度にわたる公定歩合引下げもあって最近では4%近傍にまで低下してきている。

一方、長期債流通利回りは、10月下旬以降上昇し、11月央には指標銘柄である68回国債利回りは、上場以来のピーク(7.080%)に達した。もっともその後は再び低下し、本年3月に入ってから、指標銘柄(78回債)で戦後初めて4%台となった。こうした動きは、前述のような短期金融市場での金利先高観の解消および現実の短期金利低下と整合的なものであるが、同時に昨年長期債流通利回りの基調的低下を支えてきた要因(長期性資金の需給緩和、米国長期金利の低下傾向)が引続き作用した結果といえよう。

この間貸出金利の低下傾向が続いている。まず短期金利は昨年末には短期市場金利が高水準となったことを眺めて、都銀等が貸出採算重視の姿勢を強めたことなどから、小幅上昇(都銀の短期貸出約定平均金利は60年10~12月中に0.017%上昇)をみたが、年明け後は再び低下、とくに2~3月には2度にわたり短期プライムレートが引き下げられた(それぞれ-0.5%、2月24日および3月31日実施)こともあって大幅低下となった(2~3月中の同金利低下幅は-0.285%)。一方長期金利は、昨年末末3度にわたる長期プライムレートの引下げ等を反映して緩やかに低下してきている。このように金利が低下傾向を続ける中で、企業金融は引続き緩和した状態にある。前記「短観」(2月調査)の「資金繰り判断D.I.」をみると、売上げ不振ないし企業収益の悪化もあって余裕感はこのところやや後退をみているものの、なお高水準にある(図表8)。

(マネーサプライの増加)

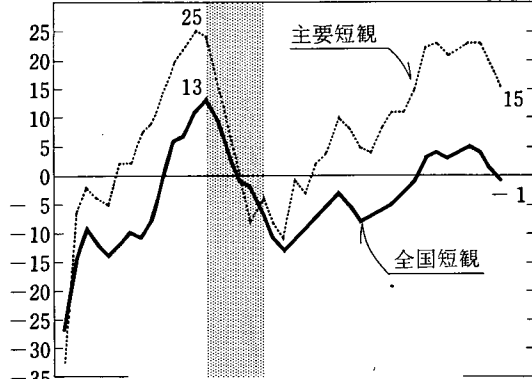
次にマネーサプライの動向($M_2 + CD$ 平残の前年同期比)をみると、1~3月は+9.0%と前期(+9.0%)並みの高い伸びとなった。このマネーサプライ増加率の変動要因を分析してみると、(1)景気の減速を反映して、実体経済面からみてマネーに対する取引需要の伸びが低下していることに加え、(2) CD レートなど $M_2 + CD$ に含まれている金融資産の利回り低下が増加率押下げ方向に寄与している。その一方、(3) $M_2 + CD$ と競合関係にあるその他の金融資産(国債、金融債など)の利回り低下や、(4)昨年中のMMC導入、大口定期預金金利の自由化等の措置の

(図表 8)

企業金融の推移

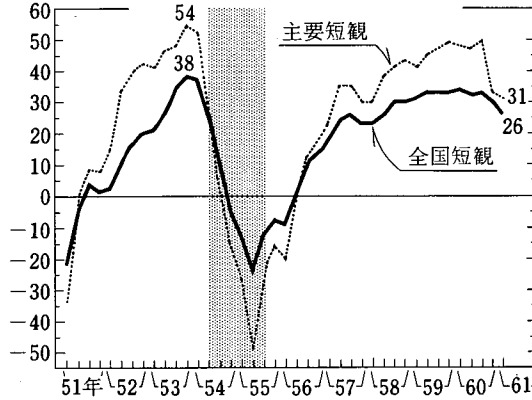
1. 資金繰り判断D.I. (「楽である」-「苦しい」)

(%ポイント)



2. 銀行の貸出態度判断D.I.

(%ポイント) (「ゆるい」-「きびしい」)



影響が、 $M_2 + CD$ 内の自由金利商品の増加を強めるモメントとなっている。

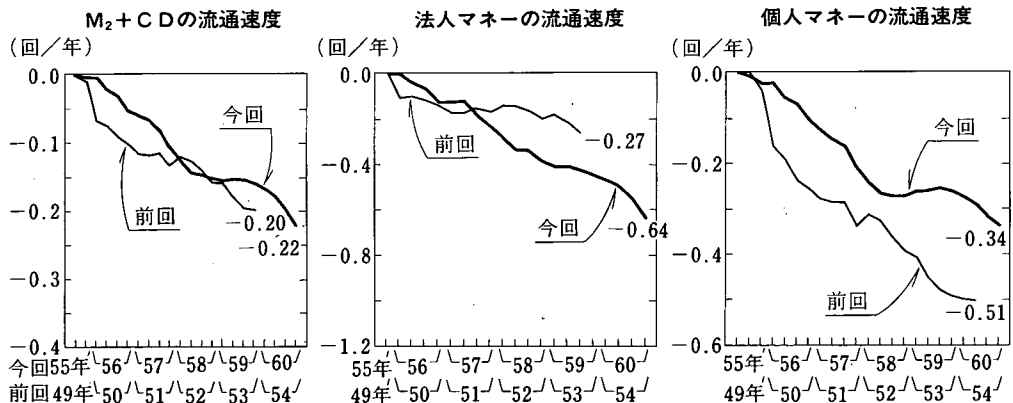
当面4～6月のマネーサプライについても、取引需要は实体经济活動の鈍化に伴って一段と後退しようが、中長期の金融資産の利回りが低下をみていることや、自由化の流れの中で $M_2 + CD$ 内の自由金利商品増加のインセンティブが持続すると予想されることから、増加テンポはやや鈍化するとしても引続き高目の伸びとなる可能性が強い。

实体经济活動との対比でマネーサプライ水準を評価する場合の一つの有力な指標である「流通速度」(名目総需要/ $M_2 + CD$ 平残)に着目し、その金融緩和期間中の低下幅をとると、今回の低下テンポ

は前を上回っている(図表9)。法人・個人部門別に流通速度の推移をみると、このように今回緩和期においてマネーサプライの伸びが实体经济活動との対比で

(図表 9)

通貨の流通速度のピークからの低下幅



みて相対的に大きいのは、主として法人部門におけるマネーサプライ動向によるものであることがわかる。これはこれまでの金融機関の積極的な貸出の下で、法人企業が自由金利預金商品に対する運用意欲を一段と強めている事情によるところが大きいものと思われる^(注8)。

このように、金利自由化の進展の下で、自由金利預金商品の増加がマネーサプライの無視し得ぬ押上げ要因となっていることは、マネーサプライ水準の評価を従来に比べやや難しくする面を持っている。自由化の進展に伴うマネーサプライの増加は、そのある部分はマネーサプライ外の金融資産(例えば中国ファンド、現先等)からのシフトに基づくものであり、マネーサプライの増加率が最近強まっているといっても、こうしたシフトに基づく部分は、経済全体の流動性総量という面からみた場合、割引いてみる必要があるとも考え得るからである。しかしながら、自由化に伴うシフト部分を勘案しても、实体经济との対比でみてマネーサプライの伸びが従来の緩和期と比べなおやや高目である(流通速度の低下テンポが速い)との事実は否定し得ない。マネーサプライと物価等实体经济指標との関係についてみても、わが国の場合、両者間の安定的な関係が損なわれつつあるとの証左はいまだ見出し難い。今後とも、金利自由化の一層の進展が展望される中で、自由化のマネーサプライへの影響あるいはマネーサプライと实体经济との関係等については、引続き十分にフォローしていく必要はあるが、上述の事情にかんがみ、現在のところ、わが国においてはマネーサプライを巡る考え方の枠組みを変える理由に乏しいと考えられる。

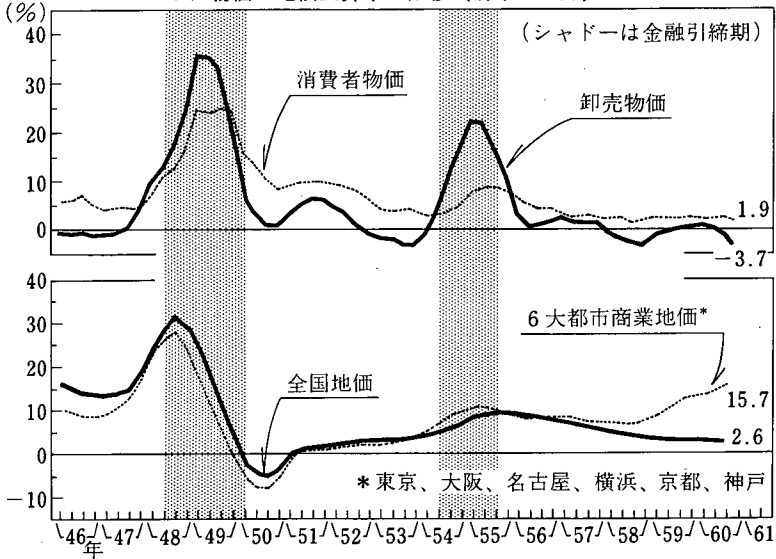
マネーサプライ動向については今一つ別の側面からも注視する必要がある。それは最近の既存資産価格(土地、株式、ゴルフ会員権等)の動向である。とくに土地価格については(図表10)、都心部の商業地価の高騰が目立ち、最近では周辺地域へ波及しつつある。この商業地価上昇の背後にはOA化や外国企業の進出等に伴うオフィススペース需要の高まりがあることは事実であるが、他方で金融の量的緩和を背景とした土地投機的な要素も完全には否定できない。もっとも過去2度の地価高騰局面(46~49年、53~56年)と比較してみると、今回は全国平均の地価上昇率が極めて落ち着いているほか、企業において一般的なインフレマインドが醸成される気配も認められない。例えば2月の主要企業短観によれば、製商品価

(注8) M₂+C D内の自由金利預金商品の増加傾向(1~2月のM₂+C D平残前年比+9.0%に対し、C D、M M C、大口定期預金等の自由金利預金商品の増加寄与度は4.9%)と照応。

(図表10)

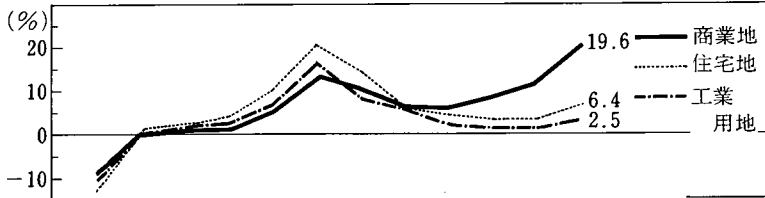
最近の商業地価等の動向

1. 物価・地価上昇率の推移 (前年比・%)



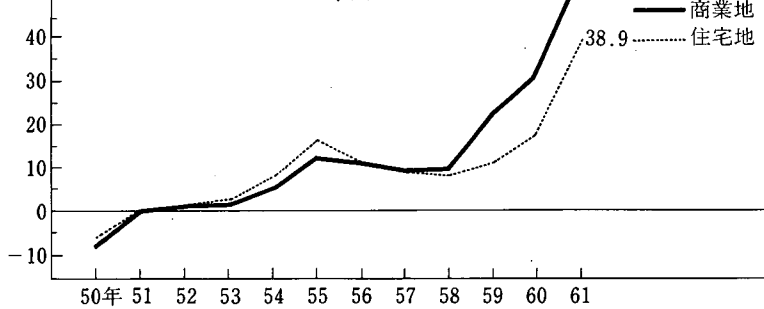
2. 東京都内の地価動向

東京都地価上昇率 (前年比)



都心3区地価上昇率 (前年比)

(千代田、中央、港)



格判断D. I. 予測値(「上昇」—「下落」社数構成比)は△25と下落が上昇を大幅に上回っている。こうした点からみて、これまでの金融緩和やこれを一つの背景とする一部既存資産価格急騰が直ちに全般的な物価上昇につながる懸念があるとするのは速断に過ぎようが、マネーサプライの流通速度の低下テンポ、企業金融の緩和状態などを勘案すると、今後とも、マネーサプライ動向には引続き十分注意を払っていく必要がある。