

# 情 勢 判 断 資 料 (62年夏)

## ——わが国金融経済の分析と展望

### 〔目 次〕

- |                  |                            |
|------------------|----------------------------|
| 1. 概 況           | (国内民需は堅調持続)                |
| 2. 景気の現局面        | (ドルベース対外収支の黒字幅は<br>引続き高水準) |
| (家計・非製造業部門の堅調持続) |                            |
| (在庫・設備ストック調整の進捗) | (企業収益、雇用の動向)               |
| (「二面性」の変貌)       | (物価は下期にかけて注視の要)            |
| 3. 本年後半以降の経済の姿   | 4. 最近の金融情勢                 |
| (海外経済の動向)        | (金利は依然低水準)                 |
| (輸出入および政府支出の動向)  | (マネーサプライの高い伸び)             |

### 1. 概 況

為替相場の大幅な円高化から、輸出型製造業では業況が引続き停滞しており、このため設備・雇用面での調整が尾を引いている。しかし物価安定や金利の低下を背景として、家計支出や非製造業の設備投資は一貫して強調を維持し、その間に製造業においても在庫調整がほぼ一巡したことから、生産に対する重石がとれ、また設備ストック調整もかなりの進展をみているため、景気は全体として緩やかな上昇を展望しうる局面に入ってきていると判断される。

こうしたなかで、昨年来のわが国経済を特徴づけてきた、製造業と非製造業の間の際立った業況の「二面性」は、非製造業の好調が続くなかで、製造業でも内需型業種は好転に向かい、その一方で輸出型業種の業況が停滞を続けるという形に変貌している。

本年後半以降の経済を展望すると、海外環境については、為替相場の動向、貿易摩擦の行方、さらには累積債務問題の展開など、依然として不透明な要因が多いが、世界経済は総じて緩やかながら拡大基調を維持しよう。為替相場についても、主要国の為替相場安定に向けての政策協調が漸次具体化されつつあること等から、ひと頃に比べれば落ち着いた動きとなっている。

こうした展望の下で、わが国の輸出数量は、本年後半以降、極めて緩やかながら、増加に向かう公算が大きい。もっとも、輸入面には円高の経済構造転換インパクトがすでに顕著な形であらわれており、今後も部品等中間財や最終製品の輸

入が引続き増加するとみられるため、62年度を通じてみても、外需全体としては前年度に引続き、かなりのマイナス寄与が見込まれる。

一方、政府支出については、今回の緊急経済対策に基づく財政面からの追加措置によって、補正後の62年度公共事業関係費は54年度以来の高い伸びとなる見込みである。

上記のような為替相場や外生需要の動向を前提とすると、本年後半以降、生産は回復傾向をたどり、つれて製造業の収益も持直しに向かうものと思われる。国内民間最終需要については、個人消費や住宅投資が引続き好調に推移する一方で、設備投資についても非製造業が堅調を続けると見込まれ、また製造業でも資本ストック調整圧力が後退し、年度下期には緩やかな増加に向かうことを想定できよう。

この結果、62年度のわが国経済においては、外需の寄与が61年度に続きマイナスとなるなかで内需の伸びが高まるという、当面の課題である対外不均衡は正の観点からみて、望ましい姿が展望でき、成長率としても前年度をかなり上回るものとなろう。とくに、下期のいわゆる「瞬間風速」（実質G N P前期比伸び率＜年率＞）は、かなり高まることが予想される。

ただ雇用情勢については、地域間、職種間のミスマッチによる摩擦的失業の増大は避け難く、また女子の労働市場参入なども勘案すると、失業率が早期に低下に向かうことは期待薄であるが、最近の求人の増加などからみて、マクロ的にみればある程度の雇用の伸びを確保しえよう。

このような状況の下で、物価については、①多くの業種において需給ギャップがなおかなり大きいこと、②NICs 諸国の供給能力増等による輸入の増加も見込めること、③今春の賃上げ率が小幅にとどまったため、生産の増加も考え合わせると、労働コストの上昇が軽微にとどまると予想されること、等から、当面は安定基調が崩れる可能性は小さいと思われる。ただ、国際商品市況の持直し傾向や円高の一服などから、これまで大きく物価を押下げてきた輸入物価が反転上昇するうえ、在庫調整の完了や景気の立上がりに伴い、需給地合いも次第に引締まりの方向をたどることを展望すれば、今後の物価動向については十分に注視していく必要がある。この点、今回の追加的な公共投資の配分にあたっては、ボトルネックの発生を回避するため、細心の工夫と配慮が必要であり、また63年度の財政についても、景気の実態を踏まえるとともに、中長期的な財政再建の必要性をも考慮した運営が望まれる。さらに、物価抑制効果を確保するためにも、輸入の円

滑化を一層推進していくべきであろう。

この間、対外収支については、数量ベースでは引続き不均衡縮小の方向をたどろうが、ドルベースでは、輸出価格の引上げ効果が残存するうえ、現在の輸出入のギャップが極めて大きいだけに、小幅の黒字縮小にとどまろう。したがってわが国には引続き黒字国としての責任が求められよう。

一方金融面をみると、金利が歴史的にも、国際的にも極めて低水準となるなかで、マネーサプライが急速に伸びを高めており、当面7～9月も、前年比では引続き高い伸びとなる見通しである。これは、一つには金利低下の直接的な効果として、マネー保有の機会費用が低下していることによるものであるが、同時に、金融緩和が長期化する中で金融機関の与信態度が弾力化する一方、各経済主体がキャピタル・ゲインを狙って株式や土地などの既存資産取引を活発化させてきたことも、大きく寄与している。

もとより、こうしたマネーの高い伸びは、為替相場の安定と内需の拡大を目的とした金融緩和政策の結果であり、そうした緩和政策がこれまで景気を下支えする役割を果たしてきたことはいうまでもない。ただ、現在の水準からみて、実体経済活動を支えるのに必要な通貨は十分に供給されていると判断されることや、前記のとおり、今後の物価を巡る環境には十分な注意が必要であることを考えると、マネーサプライの高い伸びに示される金融情勢については、極めて慎重な対応が求められている。また、経済主体のキャピタル・ゲイン指向の高まりや、それに支えられた既存資産価格の上昇については、それが一般的なインフレ期待の再燃につながらないかという観点に加え、社会的公正や経済の健全性・安定性を損なわないか、といった点にも配慮する必要があるだろう。

日本銀行としては、こうした内外経済情勢の下で、当面、現在の金融緩和基調を維持していく方針である。ただ、緩和基調を安定的に維持するためには、緩和の行過ぎに伴う弊害の発生を未然に防止することにより、長い目でみた物価安定に対する人々の信認を維持し、また経済全体としての健全性を確保していくことが、不可欠の条件である。そうした観点から、マネーサプライを含めた流動性全般の動きについては一層の注意が必要であり、金融機関においても、節度ある融資態度を堅持していくことが強く望まれるところである。

## 2. 景気の現局面

60年後半以降の景気の流れを改めて整理してみると、急速な円高の進展に伴

い、わが国経済に対しては、①輸出入数量の調整を起点とする景気調整圧力(「円高デフレ」)と、②物価の安定や金利の低下に基づく景気押上げ効果(「円高メリット」)という、二つの力が作用してきた(図表1)。こうしたなかで、61年中は前者が後者を上回り、景気は停滞基調をたどったが、最近の状況をみると「円高メリット」を起点とする国内需要の堅調さが、自律的な拡大メカニズムを作動させている一方で、「円高デフレ」圧力については、3月末以降一時的に円高が一段と進展をみたこともあって、輸出型製造業ではなお尾を引いているものの、全体としては減衰する方向にある。このため、国内的な循環の側面に限ってみれば、景気は全体として、緩やかな上昇を展望しうる局面に入っていると判断される。

(図表1)

## 景 気 の 足 取 り

		60年 7～9月	10～12月	61年 1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	62年 1～3月	4～6月
デ フ レ ・ イ ン パ ク ト	輸 出 数 量 (前年比、%)	4.0	2.2	△ 0.1	△ 0.7	0.3	△ 4.3	△ 0.2	△ 4.8
	製 品 在 庫 率 四 半 期 末 (55年=100)	99.3	100.6	103.7	101.7	100.9	99.5	97.1	93.6
	生 産 (前年比、%)	4.7	1.1	1.2	△ 0.8	△ 1.1	△ 0.7	0.7	0.5
	商 品 市 況 (前期末比、%)	△ 2.6	△ 2.1	△ 8.7	△ 6.6	△ 4.6	0.4	0.3	1.4
	製 造 業 売 上 高 経 常 利 益 率(%) (除く石油精製)	(60年度) 上 期 4.94	3.60		2.96		3.34		(62 年 度) 上 期 予 測 3.14
	製 造 業 設 備 投 資 (前期比、%)	(60年度) 上 期 4.8	3.9		△ 6.7		△ 13.7		(62 年 度) 上 期 予 測 3.0
物 価 安 定 効 果	消 費 者 物 価 (前年比、%)	2.1	2.0	1.5	0.9	0.2	△ 0.2	△ 0.9	(4, 5月) 0.0
	1人当たり実質賃金 (前年比、%)	2.3	1.4	3.2	3.0	3.1	3.3	4.1	(4, 5月) 2.5
	実 質 消 費 支 出 勤 労 者 世 帯 (前年比、%)	1.3	△ 0.8	△ 0.7	1.1	1.6	2.0	2.7	(4, 5月) 1.7
	新 設 住 宅 着 工 (前年比、%)	△ 0.7	5.7	5.5	2.8	17.8	15.1	12.3	(4, 5月) 21.9
	非 製 造 業 売 上 高 経 常 利 益 率(%) (除く電力・ガス)	(60年度) 上 期 0.90	1.06		1.20		1.26		(62 年 度) 上 期 予 測 1.19
	非 製 造 業 設 備 投 資 (同上、前期比、%)	(60年度) 上 期 5.7	△ 5.3		5.3		14.2		(62 年 度) 上 期 予 測 1.3

(注) 商品市況は日本銀行調査統計局調べ。

収益、設備投資は日本銀行「主要企業短観」(62年5月)ベース。

（家計、非製造業部門の堅調持続）

まず「円高メリット」の流れを家計部門からみると、名目所得は低い伸びにとどまっているものの、物価の落ち着きから実質可処分所得が底固い伸びを維持し、個人消費はこれを背景として堅調な推移を続けている。最近の動きをみても、百貨店売上げ、家電等耐久財売上げなど小売商況は、堅調さを増す方向にある。また住宅投資も、上記実質所得の底固さに加え、金利の低下や貸家採算の好調もあって、一段と水準を高めている（5月の住宅着工戸数は年率162万戸と、54年7月以来の高水準）。

さらに、非製造業の業況もこうした家計支出の堅調や金利の低下、さらには投入コストの落ち着きを背景に好調を続けており（日本銀行「企業短期経済観測調査」、主要企業・非製造業の業況判断D.I.<「良い」-「悪い」社数構成比>、62年2月6%→5月8%）、設備投資意欲も根強い。

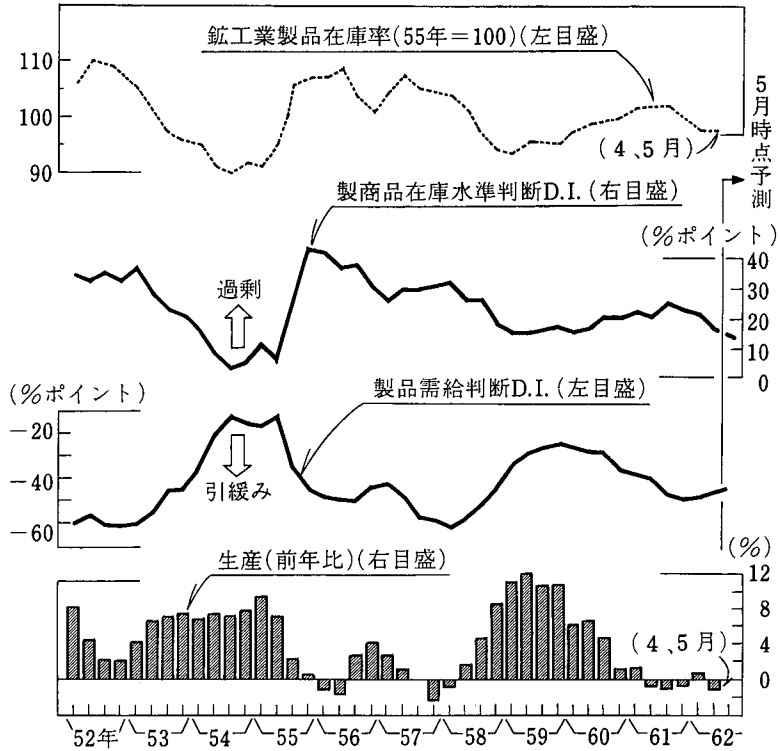
円高の物価安定効果が一巡しつつある中で、家計部門や非製造業部門の好調さがこのところむしろ強まりつつあるのは、一つには61年度中の財政支出が、補正予算の効果やデフレタの低下から、実質ベースでは大幅に増加したことにもよるが、基本的にはこれまでの堅調さ自体が新たな所得や需要を生み出すというメカニズムが働いているためということができよう。

（在庫・設備ストック調整の進捗）

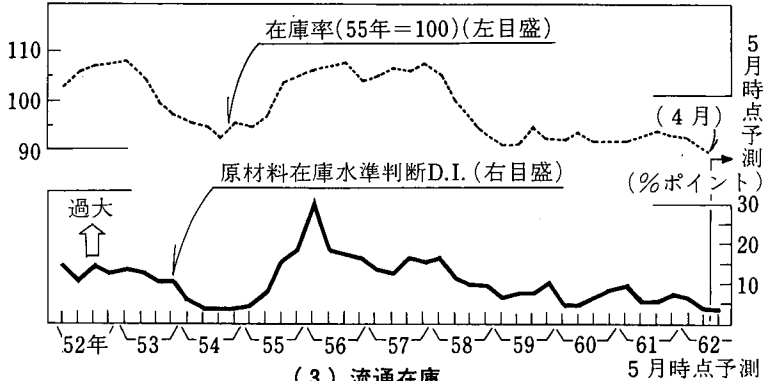
一方、「円高デフレ」圧力につき、景気循環の観点から最も注目を要するのは、在庫調整の動向である（図表2）。これをまずメーカー製品在庫についてみると、これまでの厳しい生産抑制の結果、大方の素材業種では、在庫がほぼ適正水準にまで低下している。また、加工業種では、追加的な円高の影響を直接的に受けて調整がやや遅れていたが、精密機械でなお圧迫感が強いことを除けば、このところ調整がかなり進捗している。ちなみに鉱工業製品在庫率（55年=100）は、61年3月をピーク（103.7）に低下を続け、本年6月には93.6と、在庫調整に入る以前の水準をかなり下回るところまで低下している。また、「短観」によれば、企業の在庫過剰感も急速に後退している（主要企業・製造業 製商品在庫水準判断D.I.<「過大」-「不足」社数構成比>、61年11月23%→62年2月21%→5月16%）。一方、流通・原材料段階については、もともと在庫水準がさほど高くなく、したがって調整の深度も浅かったが、現状、総じて荷もたれ感は薄く、化学品、木材などではむしろ若干前向きに積増す動きもみられる。

こうした在庫調整の進展を反映して、鉱工業生産は昨年10～12月に下げどま

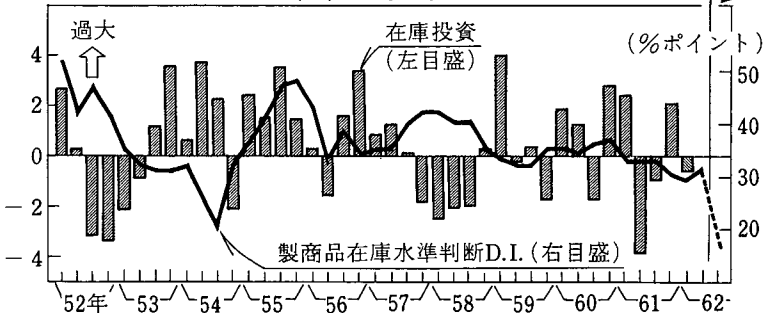
(図表2) 在庫調整の進展  
(1) メーカー製品在庫



(2) メーカー原材料在庫



(3) 流通在庫



(注) 在庫水準判断D.I.は流通在庫(日本銀行「全国企業短観」・卸売業)を除き日本銀行「主要企業短観」・製造業ベース。

り、本年1～3月には、若干の特殊要因もあって、かなりの増加に転じた。その後4～6月には、上記の反動に加え、乗用車の対米輸出枠消化の前倒し抑制や、中国向け鉄鋼船積みのずれ込みなどの影響から足踏みを示すなど、期によってかなりの振れがみられるが、在庫調整の進捗による下押し圧力の後退を背景に、生産は持直し基調にあると判断される（鉱工業生産前年同期比、61年10～12月 $-0.7\%$ →62年1～3月 $+0.7\%$ →4～6月 $+0.5\%$ ）。

この間、製造業の資本ストック調整についても、かなりの進展がみられた。すなわち、企業がこれまで能力増強投資を抑制してきた結果、生産能力の伸びは漸次低下して、本年5月には前年同月比 $+0.9\%$ の低水準（60年1～3月 $+5.5\%$ ）となっており、生産の回復が緩やかでも、かなり素直に稼働率の上昇につながりうる状況となっている（後出図表6）。また、企業収益面でも、輸出型企業と内需型企業の間にはかなりの乖離があるものの、製造業全体としては、円高対応の進展や生産の回復による固定費の削減から底を打つことが展望されており、これらの点からみて、製造業でも設備投資水準は下げどまりの局面に入っていると判断される。現に最近の設備投資関連指標の動きをみても、製造業からの機械受注は、61年中低下を続けてきたあと、本年1～3月には増加に転じており、建設受注も、月により振れはあるものの、ならしてみれば昨秋以降、持直し傾向にある。また、従来から景気回復局面においては大企業の設備投資に先行して立上がる傾向のある中小企業の設備投資についてみても、設備投資を実施している企業の割合は、62年1～3月期には、ほぼ前年水準にまで回復している（61年10～12月前年同期差 $-4.1\%$ ポイント→62年1～3月同 $-0.3\%$ ポイント＜中小企業金融公庫調査＞）。

#### （「二面性」の変貌）

昨年来のわが国経済の大きな特徴は、円高のデフレインパクトを直接的に被る製造業と、円高や金利低下のメリットを享受する度合いが相対的に大きい非製造業の間で、際立った業況の「二面性」の生じたことであった。最近の動きをみると、前述のように、非製造業の好調が続くなかで、製造業でも内需型業種は好転に向かったため、「暗」の部分が縮小しているが、その一方で輸出型製造業の業況停滞は尾を引いており、二面性はやや形を変えながらも続いている。こうした二面性は、「輸出が増えやすく、輸入が増えにくい」経済構造の転換促進が、わが国にとって重要な中長期的な課題である以上、ある程度は避け難い側面を持っているが、その過程における摩擦を最小限にとどめるためにも、きめ細かい政策対応が求められている。

### 3. 本年後半以降の経済の姿

このように、最近の景気の流れをみると、国内需要が堅調を維持するなかで、在庫調整が一巡し、資本ストック面でも調整が進展したため、経済が自律的な拡大過程に入るための素地が整いつつある。もっとも、そうしたシナリオの実現性が、依然として為替相場動向等に依存していることは否めず、また回復テンポが輸出や財政といった外生需要の動向に左右されることはいうまでもない。

まず為替相場については、ひと頃の行過ぎた円高がかなり是正され、このところやや落ち着きを取戻しているようにうかがわれる。これは、①主要国がドル相場下落を回避するための国際的な政策協調を漸次具体化しつつあること、②日米両国とも貿易不均衡が幾分縮小傾向を示していること、等から、ドル相場の安定に対する期待が強まりつつあり、これが大幅な金利差ともあいまって、わが国の対外投資を再び活発化させていることによるものである。先行きも、これらの点が市場に浸透するにつれ、為替相場が次第に安定に向かうことが期待されるが、一方で日米両国とも、ドルベースの不均衡がなおかなりの期間高水準で推移する公算が大きいことを考えると、潜在的な円高圧力が消滅したとは言い難く、引続き為替相場の動向については注視を怠れない。

#### (海外経済の動向)

海外環境については、上記ドル相場の動向に加え、貿易摩擦の行方、さらには累積債務問題の展開など、不確定要因が多いが、これらの面からの大きな攪乱は一応回避されるとの前提の下で、今後の動きを展望してみよう。

まず米国では、ドル高是正の効果から、このところ純輸出が回復傾向にあり、つれて生産も緩やかな立上りを示している。一方内需については、税制改革の影響や金利の反騰から、これまで景気のリード役であった個人消費や住宅投資の伸びが鈍化することは避けられず、また財政支出についても引続き抑制される見込みであるため、全体としてかなり鈍化し、経済の拡大テンポが緩やかなものにとどまろう。ただ、内外需のバランスが改善することは、為替相場に対しては安定要因として作用することが期待される。次に欧州では、英国、イタリアが内需中心に上向いているものの、西ドイツ、フランスは足踏みを続けており、当面全体として盛上がりに欠ける状態を続ける公算が大きい。

この間、アジアについてみると、NICs 諸国では輸出の好調が持続する中で、設備投資や個人消費など内需も堅調に推移しており、先行きについても、当面は



引続きかなりの成長テンポを維持しえよう。この間、ASEAN 諸国の景気も、輸出の持直しに支えられ、総じて緩やかな回復基調にある。また、中国では鉱工業生産はこのところ高い伸びを続けているが、これまでの輸入抑制姿勢に変化はみられない。

#### (輸出入および政府支出の動向)

以上のような海外環境を前提に、今後の輸出動向(図表3)を展望すると、これまでの円高に伴う輸出数量抑制効果(価格効果)が次第に一巡する一方、海外経済が緩やかながら拡大をたどり、それが輸出数量を押上げる方向に働くため(所得効果)、本年後半以降、輸出数量は徐々に持直しに向かう公算が大きい。ただ、貿易摩擦が高まりをみせていることなども勘案すれば、そのテンポは極めて緩やかなものにとどまろう。なお、円高の直接的な価格効果が一巡しつつあるなかで、経済構造面へのインパクトについては、現地生産体制の強化等の動きも目立つものの、それに伴う部品等の輸出もあって、まだそれが現実の輸出数量を大きく削減するまでにはいたっていない(注1)。

一方輸入面では、部品等中間財や最終製品輸入が急テンポで増加を続けており、円高の経済構造転換インパクトが、より顕著な形であらわれている。ちなみに、60年後半までの変数を用いて推計した中間財、最終財の輸入関数に、外生変数の実績値を挿入してみると、現実の輸入水準は推計値をかなり上回っており、輸入が以前よりは増えやすくなっていることを示唆している(図表4)。さらに今後は、生産の立上がりに伴う所得面からの輸入押上げ効果や、緊急経済対策の効果も加わるため、62年度を通じても輸入全体として前年度(通関輸入数量<非貨幣用金を除くベース>、+10.6%)に近い伸びが見込まれよう。

以上の結果、経常海外余剰は、輸出の緩やかな増加にもかかわらず、61年度に引続き、GNPに対してかなりマイナスに作用するものとみられる。

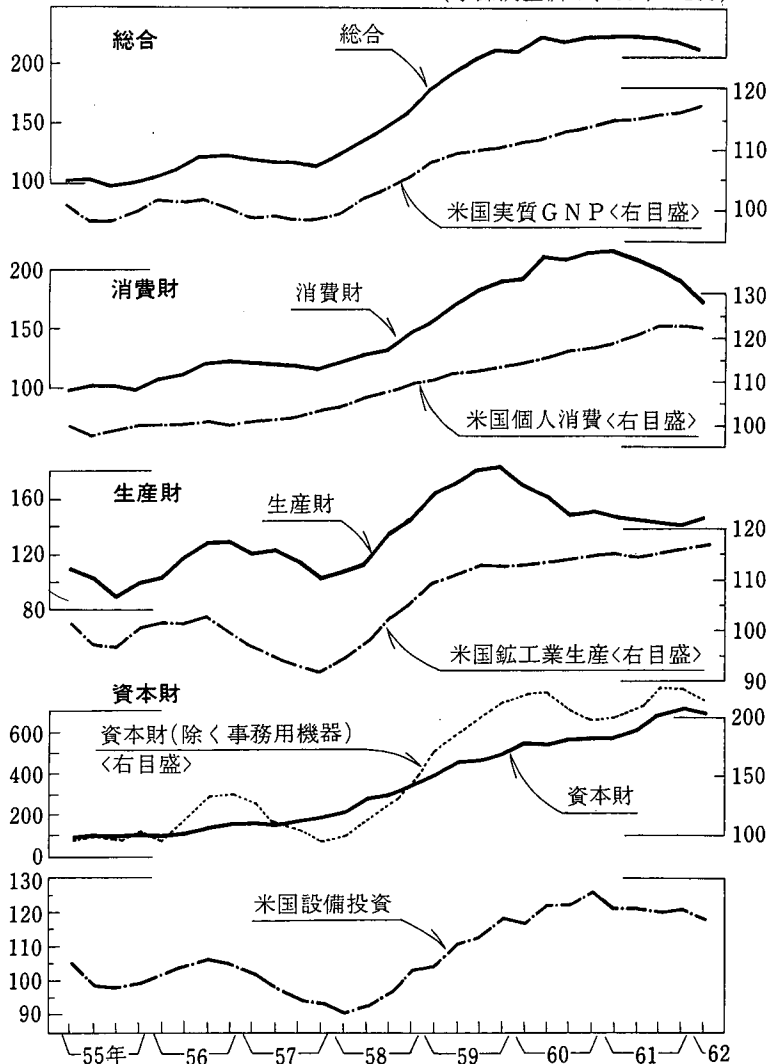
こうした一方、政府支出については、今回の緊急経済対策に基づく財政面からの追加措置により、補正後の62年度公共事業関係費(NTT株式売却収入に基づく別枠分を含む)は前年度比+13.2%(補正後予算ベース、60年度+0.6%、61年度+0.3%)と54年度以来の高い伸びとなっている。もとよりその具体的執行方法は、現時点では不明であるが、こうした伸びの高さからみて、経済成長率をかな

(注1) 例えば、現地生産による輸出代替については、63年度以降には自動車等でかなりの進展が見込まれるものの、すでに輸出数量の後退としてあらわれているのは、家電(テレビ、オーディオ等)など、ごく一部にとどまっている。

(図表3)

## 対米輸出数量の推移

(季節調整済み、55年=100)



り押上げることは確実とみられる。

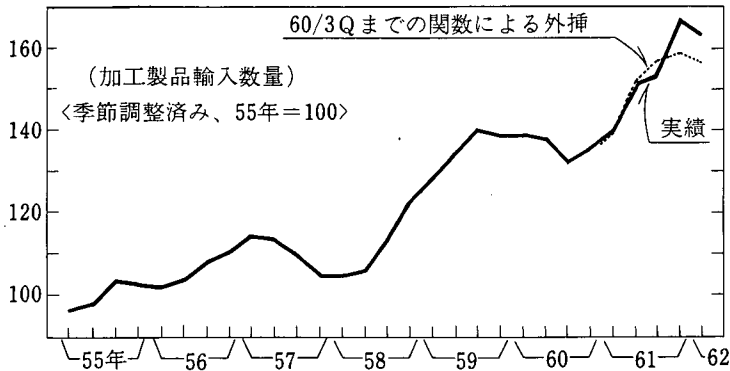
(国内民需は堅調持続)

一方国内民需の動向をみるうえで第1のポイントは、これまで景気を強く下支えしてきた家計支出の堅調さが、一部に根強い雇用調整圧力が残るもとで、持続しうるか否かであろう(図表5)。

これを所得面からみると、まず今春のベア率は、製造業では業況の停滞を背景に総じて低水準で妥結し、非製造業では比較的高い水準となったものの、全体としては、昨年を1%方下回る3.4%となった。一方、雇用者数については、輸出関連業種で削減の動きが続いているものの、低めの賃上げ率が全体としての調整

(図表 4)

## 輸入面における構造変化の動き



(注) 要因分解に用いた輸入数量関数は以下のとおり。

- 加工製品\*  

$$\cdot \ln \frac{\text{加工製品}}{\text{輸入数量}} = 1.31 \times \ln \sum_0^1 (\text{鉱工業生産}) - 0.73 \times \ln \sum_0^2 (\text{相対比価}) - 1.37$$
〈8.6〉 〈-3.5〉 〈-1.9〉
- ・計測期間：53年7～9月～60年7～9月  $\bar{R}^2=0.76$  S.E.=0.03 < > 内は t 値
- ・コ克蘭・オーカット法により計測。
- ・\* 除く航空機・非貨幣用金。

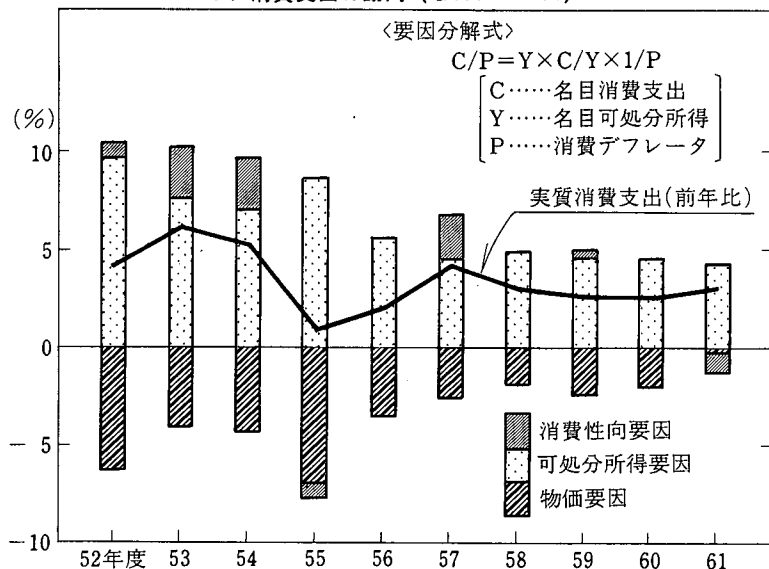
圧力を緩和しており、また非製造業の雇用はなお堅調であるうえ、下期にかけては公共投資追加による雇用増も期待される。このため、名目雇用者所得の伸びは、前年度比若干鈍化するとしても、その程度は緩やかであろう。また、個人事業主所得は、個人消費関連や建設関連の業況順調に支えられ、堅調を続けるものとみられる。この間、消費デフレータについては、円高メリットの剥落に伴い、今後は上昇率を若干高めることが不可避とみられ、このため実質可処分所得の伸びはやや鈍化しようが、同時に生産の持直しによる消費者マインドの改善や消費の慣性効果から、消費性向については若干の上昇を見込めよう。なお、緊急経済対策の一環として発表された「1兆円を下回らない」所得減税については、その具体的な内容はいまだ決定をみていないものの、仮に本年度中に実施されれば、それも消費の押上げに寄与することはいうまでもない。これらを合わせて考えると、年度全体としてみた個人消費は、ほぼ前年度並みの高い伸びを維持する可能性が強い。

一方住宅投資については、上記所得面の堅調さに加え、都市部における若年層人口の増大という基調的要因や、金利低下に伴う貸家採算の一段の向上などを背景として貸家系の好調が続くとみられるうえ、このところ持直し傾向にある持家系住宅についても、金利の低下や公庫融資枠の拡大等の効果などから、引続き増加が見込まれており、全体として61年度に続いて高い伸びを見込めよう。

(図表 5)

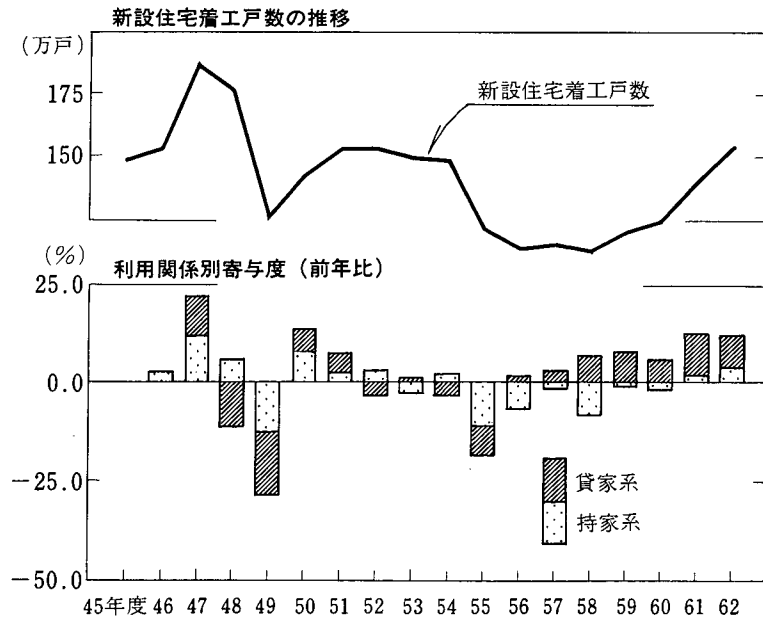
## 家 計 支 出 の 動 向

## 1. 消費支出の動向 (GNPベース)



(注) 61年度の可処分所得、消費性向は、日本銀行調査統計局推計。

## 2. 住宅投資の動向



(注) 62年度計数は4～5月平均。

第2のポイントは民間設備投資(図表6)であり、わが国がやや長い目でみて自律的な拡大を続けるか否かは、その動向にかかっている。まず製造業についてみると、現在なお設備過剰感は根強いが、前述のようにマクロ的な資本ストック調

整圧力はすでにかなり後退しており、生産の立上がりや内需型業種における動意を勘案すれば、製造業全体としても本年度下期には緩やかな増加に転じよう。

この点をやや詳しくみると、鉄鋼、自動車、電機などの輸出型製造業では、操業度が多少上向いても、在来分野での能力増強投資に踏切る可能性は小さく、とくに自動車、電機などでは、需要が上向けば海外生産の強化を図るというのが、基本的戦略のようにうかがわれる。しかし一方では、パルプ・紙や食料品など需要好調な内需関連業種では、積極的な能力増強投資が計画されており、また輸出型製造業でも、研究開発投資、更新・維持補修投資、合理化投資については、長期にわたって抑制すれば競争力の低下につながるため、生産の持直しに伴い稼働率が上昇し、企業収益も底入れに向かう本年度の後半以降には、製造業全体としてみた設備投資も次第に持直しに転じていくものと予想される。ちなみに、大企業に先行する傾向のある中小企業製造業につき、「全国短観」の62年度設備投資計画をみると、なお未定の先も多いが、5月時点としては前年度に比べマイナス幅がかなり小幅化している(61年度-27.8%→62年度-18.7%)。

この間、非製造業では、電力が長期需要見通しの下方修正から一服となるものの、その他の業種では、収益好調や金利低下を背景に、引続きかなり前向きな投資態度を示している。なかでも、中小企業の積極的な投資態度が目立っており、本年度設備投資計画(全国短観)は、5月時点としては調査開始(58年度)以来、初めて前年度比プラスとなっている。

なお、非製造業の設備投資に関しては、すでに59年度以降、3年にわたり堅調を続けているが、①主役となる業種が頻繁に交代してきていること、②投資内容をみても、OA化のための投資など、独立的要因によるものが多いこと、などからみて、当面ストック調整圧力が大きく強まる可能性は少ないとみてよからう。ちなみにストック調整圧力の一指標である設備投資/資本ストック比率をみると、最近やや上昇しているものの、水準としてみればさほど高くはない<sup>(注2)</sup>。

以上の状況からみて、62年度中の非製造業の設備投資は61年度に続いて高水準となる公算が大きく、製造業とあわせた民間設備投資全体も、ほぼ61年度並みの伸びとなるものと期待できよう。

(ドルベース対外収支の黒字幅は引続き高水準)

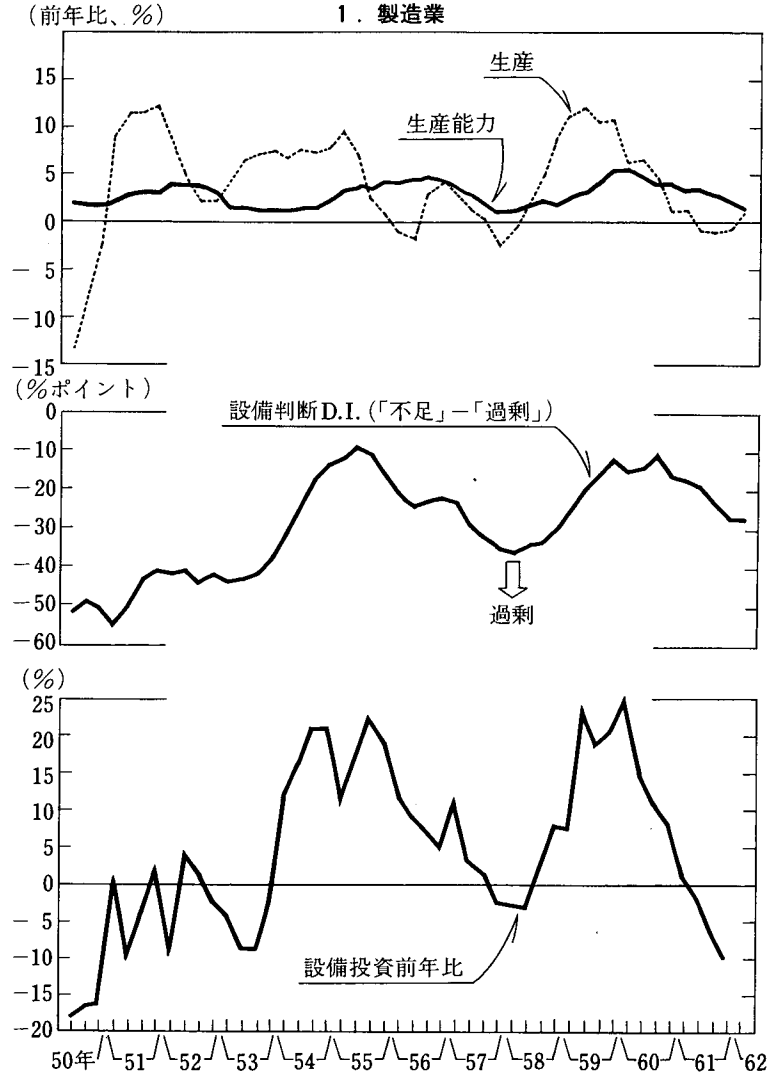
この間、対外収支については、前述のように輸出数量の回復テンポが緩やかな

---

(注2) 独立投資が多ければ、この比率の上昇は必ずしも調整圧力の高まりを意味しない場合がある。

(図表 6)

## 設 備 投 資



(注) 1. 設備判断D.I.は日本銀行「主要企業短観」ベース。

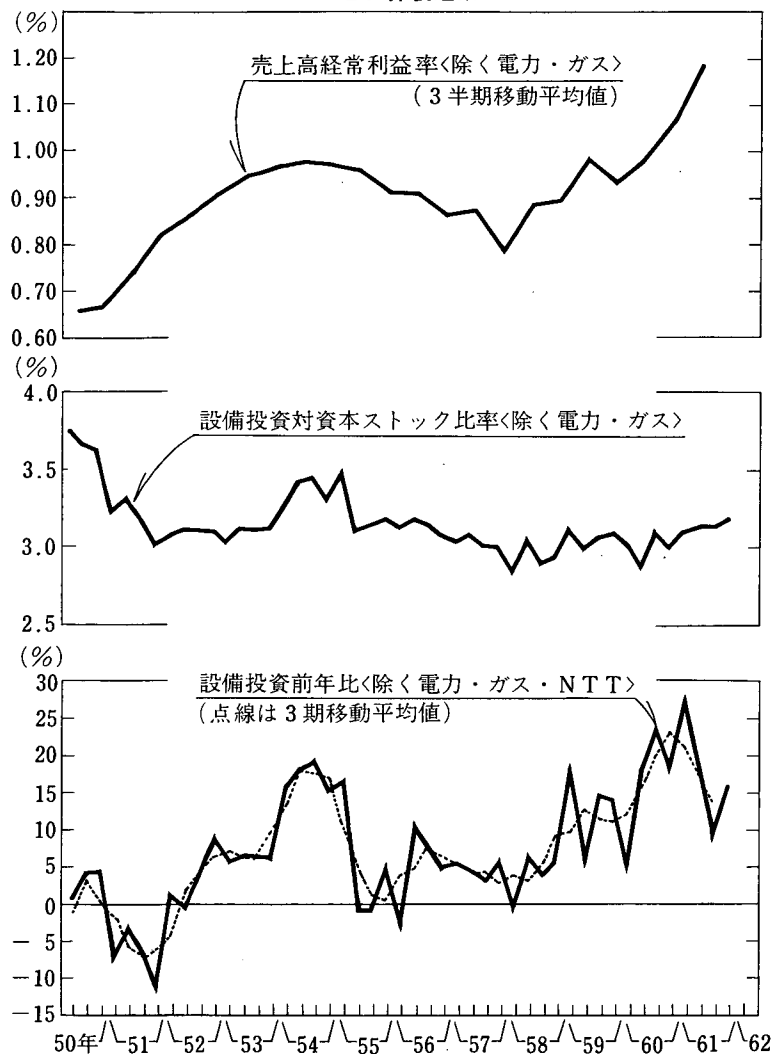
2. 設備投資は民間資本ストックベース。

ものにとどまる一方で、輸入はかなりの増加が見込まれるため、数量ベースでみた不均衡は引続き縮小の方向をたどろう。ただ、ドルベースの貿易収支については、輸出価格の引上げ効果が残存するうえ、現在の輸出入のギャップがすでに極めて大きいことを主因<sup>(注3)</sup>として、引続き相当規模の黒字が続かざるをえまい(図表7)。この点、黒字の還流にあたって、わが国の責任が一層強まっているこ

(注3) 現在の輸出入のレベルからみると、輸入の伸び率が輸出の伸び率の1.9倍以上にならないければ、貿易収支は縮小しない計算となる。

## の 動 向

## 2. 非製造業



(注) 1. 売上高経常利益率は日本銀行「主要企業短観」ベース。

2. 設備投資、設備投資対資本ストック比率は民間資本ストックベース  
(日本銀行調査統計局推計)。

とは、十分認識しておく必要があろう。

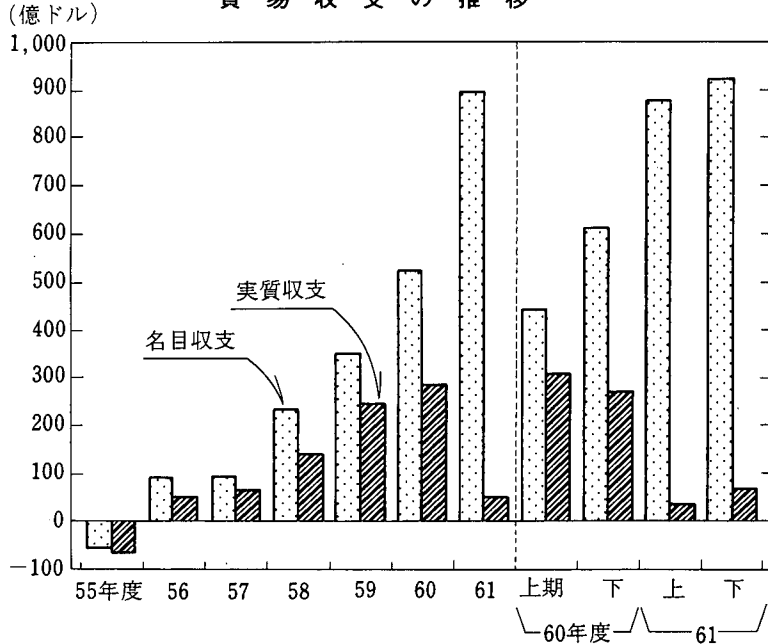
(企業収益、雇用の動向)

以上をまとめて62年度経済をみると、年度全体としては前年度をかなり上回る経済成長が見込まれ、しかも内外需別にみた場合、外需の寄与が61年度に続きマイナスとなるなかで、内需の伸びが高まる可能性が大きく、成長を通じた対外不均衡の是正という、望ましい姿を展望できよう。

こうした見通しを前提に、企業収益や雇用情勢、さらには物価動向といった国

(図表7)

## 貿易収支の推移



- (注) 1. 実質収支は輸出入金額を輸出入価格指数(55年基準)でデフレートして算出。  
 2. 半期計数は季節調整済み年率。

内経済バランスの姿をみてみると、まず製造業の収益は、61年度下期増益のあと、62年度上期は輸出の反動減や原材料価格の反騰などから、小幅の減益となることもありうる(図表8)。もっとも下期には、こうしたマイナス要因の剝落に加え、売上げの持直し、円高対応の進展、さらにはこれまでの在庫評価損の剝落などから増益となる見通しである(「短観」、主要企業・製造業 経常利益、62年度上期-7.4%→下期+7.4%)。この間、非製造業では、売上げの好調等から一貫して高水準の収益を維持しよう。

雇用情勢(図表9)については、生産の底打ちに伴い、有効求人倍率は本年に入って緩やかに上昇しており、雇用者数の伸びも持直している。とくに製造業においても、全体としての雇用調整圧力はかなり減衰しており、新規求人数が前年を上回るにいたっている(62/1~3月-12.9%→4~5月+1.7%)。もっとも一方では、労働市場から撤退していた女子労働力の再参入を主因に労働力率が下げどまりとなっており、この結果完全失業率は引続き上昇して、既往ピークの水準にある(62年1~3月2.92%→4~5月3.08%)。先行きについても、マクロ的にみればある程度の雇用の伸びを確保しえようが、構造不況業種での雇用削減は



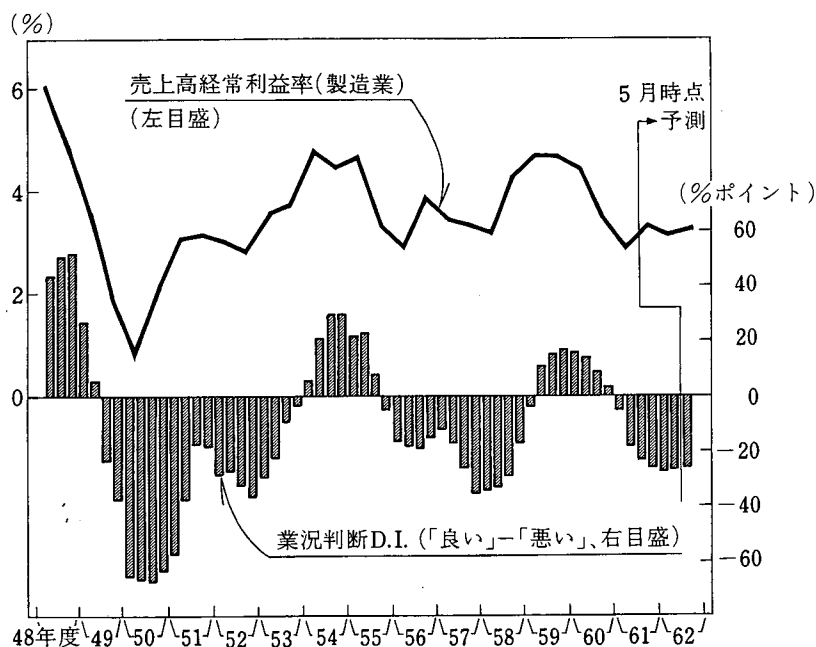
(図表8)

## 企業収益の動向 (%)

		61年度 上期	61年度 下期	(予測) 62年度 上期	(予測) 62年度 下期
製 造 業	経常利益・前期比	△ 25.0	15.7	△ 7.4	7.4
	売上高経常利益率	2.85	3.30	3.11	3.22
	前期比変化幅	△ 0.59	0.45	△ 0.19	0.11
	費用別内訳				
	原材料費要因	3.49	0.86	△ 0.25	0.23
	人件費要因	△ 1.12	0.15	△ 0.34	0.50
非* 製造業	金融費用要因	0.01	0.17	0.03	0.10
	減価償却費要因	△ 0.13	△ 0.32	0.05	△ 0.03
	経常利益・前年比	11.5	5.3	2.0	△ 1.2
非* 製造業	売上高経常利益率	1.20	1.26	1.19	1.20

\*電力・ガスを除く。

(注) 日本銀行「主要企業短観」(62年5月)による。



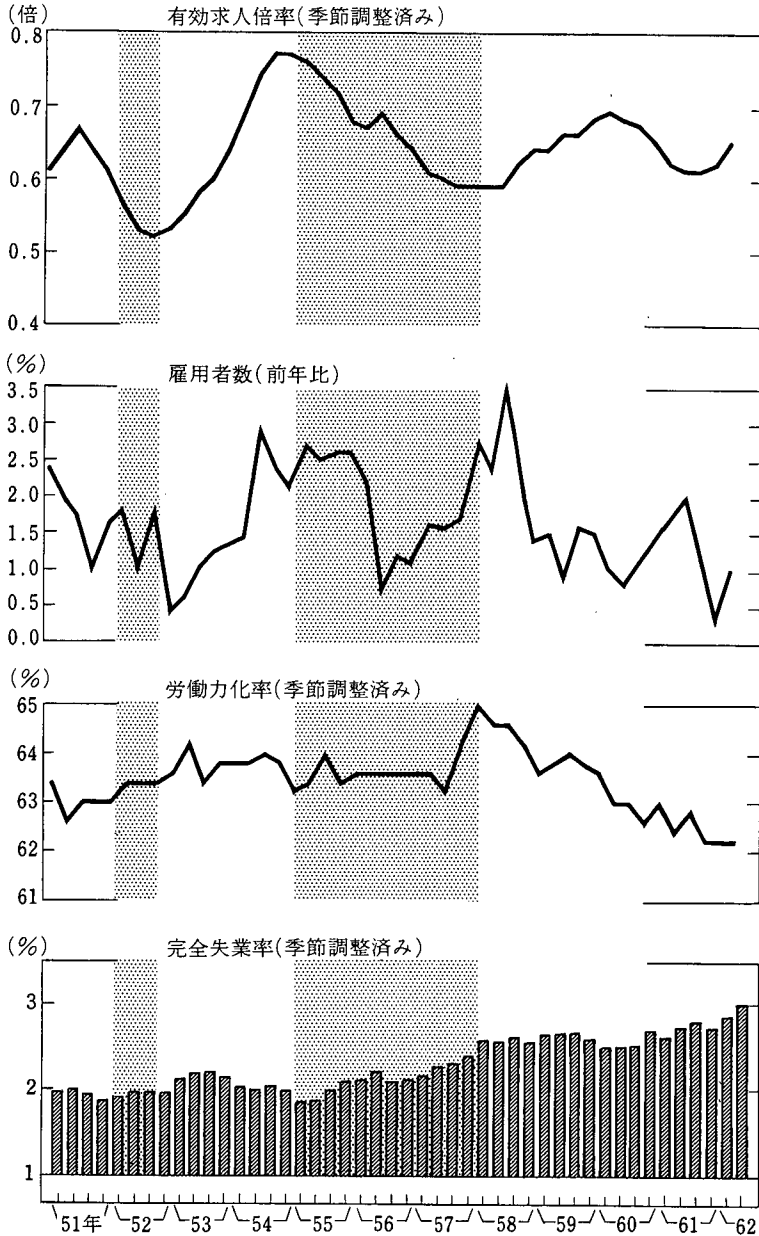
続くとみられるだけに、地域間、職種間のミスマッチによる摩擦的失業の増大は避け難く、上記の女子の労働市場参入等をも勘案すると、失業率が早期に低下に向かうことは期待薄で、きめ細かい対応の望まれるところである。

(物価は下期にかけて注視の要)

この間、これまで大きく物価を押下げてきた輸入物価が、原油を含む国際商品

(図表 9)

## 雇用関連指標の推移



(注) 1. シャドー部分は景気の後退局面。

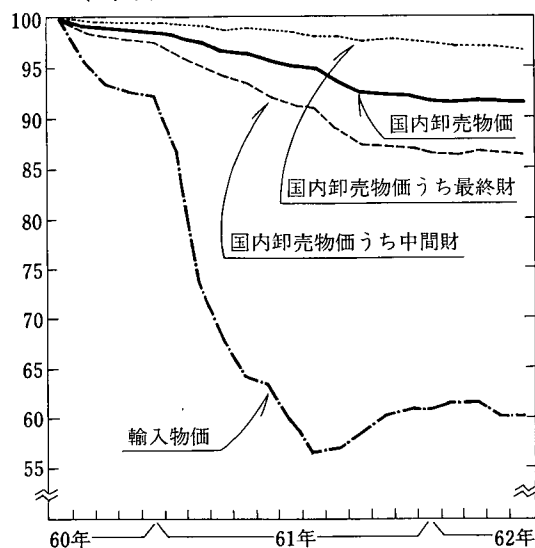
2. 62年第2四半期の数字は4～5月平均。

市況の持直し傾向や円高の一服などから反転上昇しており、景気の回復に伴う需給地合いの引締まりも勘案すれば、物価がある程度上昇に転ずることは避け難い(図表10)。この点、卸売物価に先行する傾向のある商品市況は、すでに昨年後半に下げどまりとなったあと、4月頃からは緩やかな上昇を示していることは注目

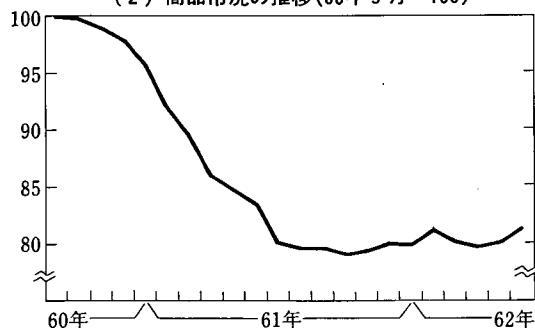
(図表10)

## 物 価 の 動 向

(1) 国内卸売物価等の推移(60年9月=100)



(2) 商品市況の推移(60年9月=100)



(注) 鉄鋼、繊維、非鉄、石油、建材、化学、紙、食料品の8類別、37品目の市況をWPIウエイトで加重平均して作成したもの。

される。

もっとも、当面の物価を巡る環境をみると、①多くの業種で需給ギャップはなおかなり大きいこと、②韓国、台湾等 NICs 諸国の供給能力増により輸入の増加が見込めること、③今春の賃上げ率も、生産の増加に伴う生産性上昇を前提とする限り、コストアップ要因としては軽微であること、等概して良好であり、国際商品市況や為替相場の面からの攪乱がない限り、安定基調が崩れる可能性は小さいと思われる。すなわち、国内卸売物価は、年度後半にかけて上昇率がやや加速し、前年を上回る可能性が高いが、年度初の水準が低いこともあって、年度平均では前年比で若干のマイナスにとどまろう。一方消費者物価も、やや伸び率は高まるとはみられるが、これまで押上げ要因として寄与した生鮮食品が落ち着きを取戻す限り

り、安定圏内を維持できるものと思われる。

その中で注意を要するのは、年度下期にかけての動向である。すなわち、上期までは、年初の一時的な輸出増の反動等もあって、経済成長のいわゆる「瞬間風速」がかなり緩やかなものにとどまる可能性が高いが、下期以降は、経済の自律的な上昇力の高まりに加え、財政面からの大型の追加措置がとられるため、「瞬間風速」がかなり加速する公算が大きい。この場合、公共投資により誘発される需要は、輸出などとは異なり、建設関連等、一部の業種に集中する可能性が強いだけに、特定品目の需給逼迫が契機となって、仮需の発生や全般的な期待インフレ率の上昇を招き、物価上昇率が予想以上に高まる可能性についても、警戒的に

みておく必要がある。

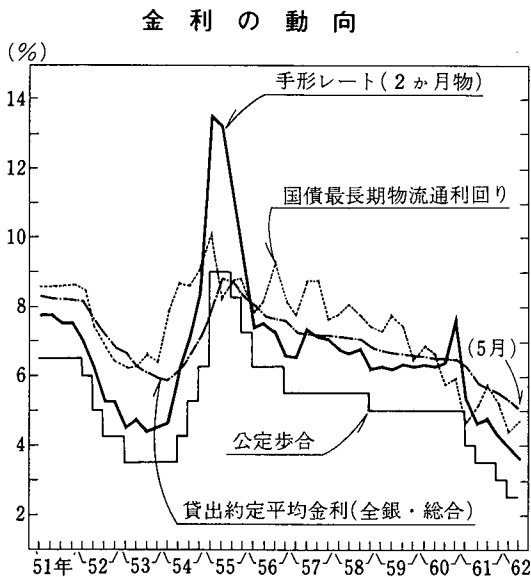
したがって、こうした可能性を最小限に抑え、将来にわたって物価安定を確保するためには、①輸入の「安全弁」により国内物価を抑制する効果を確保するよう、非関税障壁撤廃等に粘り強く取組むこと、②62年度の補正予算の執行に際し、ボトルネックを回避しつつ、構造調整の円滑化にも資するよう、配分面や実施のテンポについて配慮を加えること、③63年度の財政についても、景気の実態を十分踏まえ、さらに中長期的な財政再建の必要性をも考慮した節度ある運営態度が強く望まれるところである。

#### 4. 最近の金融情勢

(金利は依然低水準)

日本銀行は、昨年以来、為替相場の安定と持続的な内需の拡大に資することを目的として、内外情勢を勘案しつつ、公定歩合を5回にわたり引下げてきた。この結果、わが国の公定歩合は2.5%と既往最低の水準となっており、これを反映して市中金利も一段と低下し、貸出金利(全国銀行貸出約定平均金利)は、長期・短期ともに既往ボトムを大幅に下回る水準となっている(図表11)。この間、長期国債の流通市場利回りも、5月中旬までは急テンポで低下を続け、指標銘柄である89回債の利回りは、一時2%台半ばまで低下をみた。もっともこうした動き

(図表11)



(注) 1. いずれも四半期末水準。

2. 国債最長期物流通利回りは店頭指標売気配。

は、行過ぎた金利先安観からキャピタル・ゲイン狙いの取引が過熱した結果であり、金利先安観の払拭とともに利回りも上昇に転じている。長期国債の応募者利回りも、こうした動きを受けて、6月まで8か月連続して引下げられ、初めて3%台となったあと、7月債についてはかなり引上げられた(6月債3.969%→7月債4.666%)。このように最近の金利動向をみると、とくに長期金利については思惑による変動が大きかったが、長期・短期ともに、歴史的にも、海

(図表12)

## マネーサプライ関連指標の推移

(前年比、%)

				$M_2 + CD$	〈参 考〉 銀 行 券
	現金通貨	預金通貨	$M_1$		
60年 1～3月	6.3	6.2	6.2	7.9	7.0
4～6	6.5	4.3	4.8	8.3	6.3
7～9	6.2	4.2	4.7	8.3	5.9
10～12	7.0	3.7	4.5	9.0	5.3
61年 1～3	6.7	3.4	4.2	9.0	5.8
4～6	6.9	6.7	6.7	8.5	6.7
7～9	8.9	7.4	7.8	8.8	8.6
10～12	11.3	8.1	8.9	8.3	8.4
62年 1～3	14.7	8.9	10.3	8.8	9.8
4～6	P 16.1	P 10.1	P 11.5	P 10.0	10.9

(注) Pは速報。

外諸国との対比においても、依然極めて低い水準にあることには変わりはない。

## (マネーサプライの高い伸び)

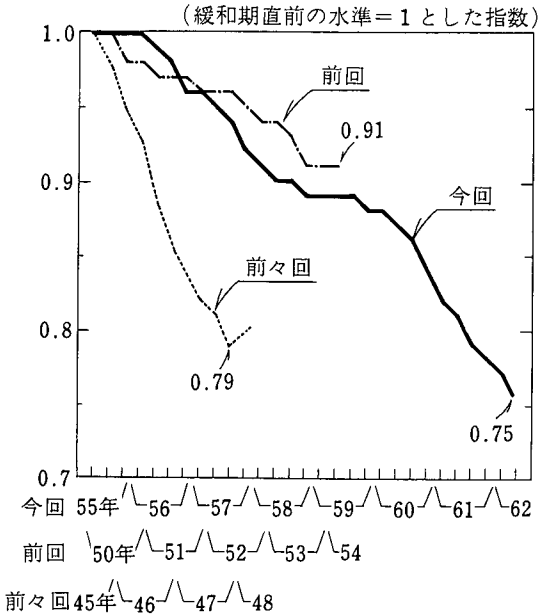
この間、金融の量的指標であるマネーサプライ( $M_2 + CD$ 平残)の前年比伸び率は、本年に入ってから月を逐って伸びを高め(図表12)、5月には+10.2%と、57年3月以来、5年2か月ぶりに10%台の伸びとなった。6月(+10.0%<速報>)には増勢は幾分鈍化したが、依然2桁の伸びを続けている。

最近のマネーサプライの高い伸びには、国鉄の民営化に伴う国庫預託金の民間預金への振替わりや、大口定期預金の最低預入単位引下げに伴う、マネー対象外資産から預金への資金シフトなども、ある程度は寄与しているが、そうした要因を除いた基調でみても、マネーサプライの伸びは急テンポで高まってきた。当面7～9月を展望しても、名目総需要の持直しや、これまでの金利低下の影響などから、前年比では10%前後の伸びを続ける見通しである。

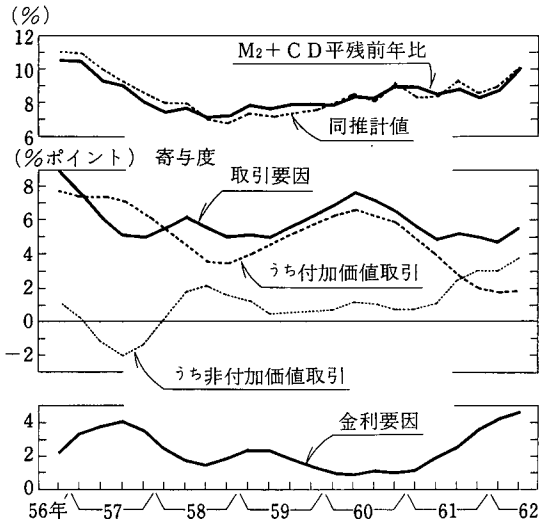
マネーサプライの動きを実体経済と対比するため、その流通速度(名目総需要/ $M_2 + CD$ 平残)をみると、最近一段と低下しており、金融緩和の長期化を反映して、緩和開始直前を基準とした累積低下幅は、前回緩和期(50～53年頃)はもとより、前々回(46～47年頃)をもかなり上回っている(図表13)。これは、昨年来、円高を起点とした景気調整と物価の安定により名目総需要の伸びが小幅にとどまるなかで、マネーの伸びが高まっていることを反映したものである。

マネーの高い伸びの一つの背景は、金利低下の直接的な効果として、マネー保有の機会費用が低下していることである。この点、狭義のマネーである $M_1$ が極

(図表13) M2+CDの流通速度



(図表14) M2+CD前年比の要因分解



(推計式)

 $\ln(M2+CD \text{ 平残 } \langle \text{季節調整済み} \rangle)$ 

$$= 1.0000 \times \left[ 1.08785 \times \left\{ \sum_{t=0}^7 w_t \times \ln(\text{名目総需要})_{-t} \right\} \right. \\ \left. \langle 24.0 \rangle + 0.03460 \times \left\{ \sum_{t=0}^7 \ln(\text{株式売買代金})_{-t} / 3 \right\} \right. \\ \left. - 0.02891 \times \left\{ \sum_{t=0}^3 (\text{金融債流通利回り})_{-t} / 4 \right\} \right. \\ \left. \langle -8.8 \rangle + 0.01528 \times (\text{大口定期預金金利自由化ダミー}) \right. \\ \left. \langle 4.9 \rangle \quad (60 \text{年 } 7 \sim 9 \text{月以前: } 0, 60 \text{年 } 10 \sim 12 \text{月以降: } 1) \right. \\ \left. + 0.82044 \right]$$

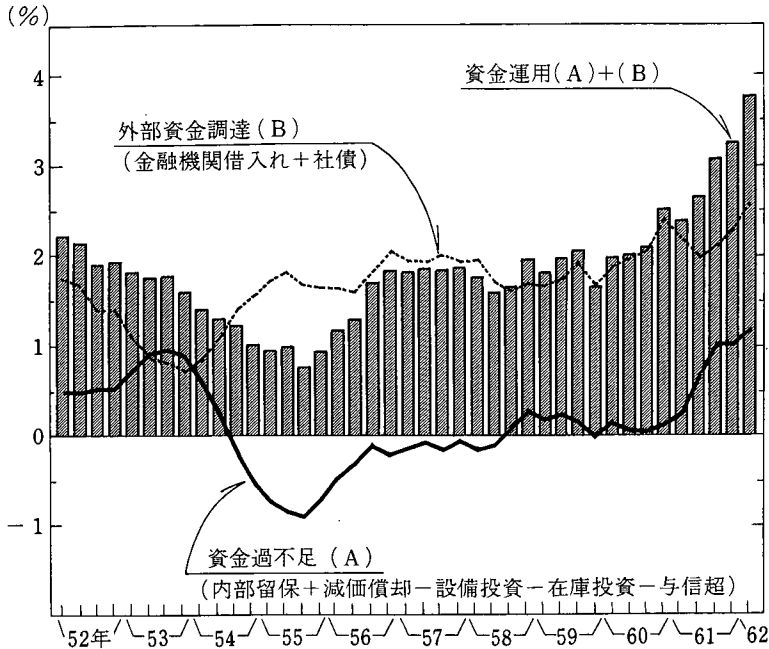
$$\left[ \begin{array}{l} R^2=0.99 \quad D.W.=0.59 \quad \langle \rangle \text{内は } t \text{ 値} \\ \text{計測期間: } 55 \text{年 } 10 \sim 12 \text{月} \sim 62 \text{年 } 1 \sim 3 \text{月} \end{array} \right]$$

めて高い伸びを示している(61年10~12月+8.9%→62年1~3月+10.3%→4~6月+11.5%<速報>)ことも、その端的な表われといえる。ただ、この要因に加えて、企業や家計が土地、株式、債券等既存資産の取引を活発化したことの影響も大きい。すなわち、金融緩和が長期化する中で、各経済主体がキャピタル・ゲインを狙って、これら既存資産にかかる取引を活発化させているが、こうした取引は通貨に対する需要を高める一方で、直接的には付加価値、したがって名目総需要にはつながらないため、実体経済との関係では「不活動残高」化し、それが流通速度の急速な低下をもたらしているものと考えられる。ちなみに、名目総需要に加え、既存資産取引(ここでは株式の取引高で代理)をも考慮した通貨需要関数を推計してみると、後者が金利低下の効果とともに最近におけるM2+CDの動きをかなりの程度説明しており、こうした見方を裏付けている(図表14)。

また、これを法人企業の資金過不足と外部資金調達および資金運用の動きから探ってみると、60年後半から企業の実体的な資金余剰(内部資金調達から設備・在庫投

(図表15)

法人企業の資金調達・運用の動向  
(フロー・ベース、対売上高比率)



(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

資等を差引いたもの)が急速に拡大しているが、一方で借入金や転換社債の発行等によって外部資金調達も、とくに61年後半以降急拡大しており、両者が相まって、金融資産投資に向かっている姿がみてとれる(図表15)。

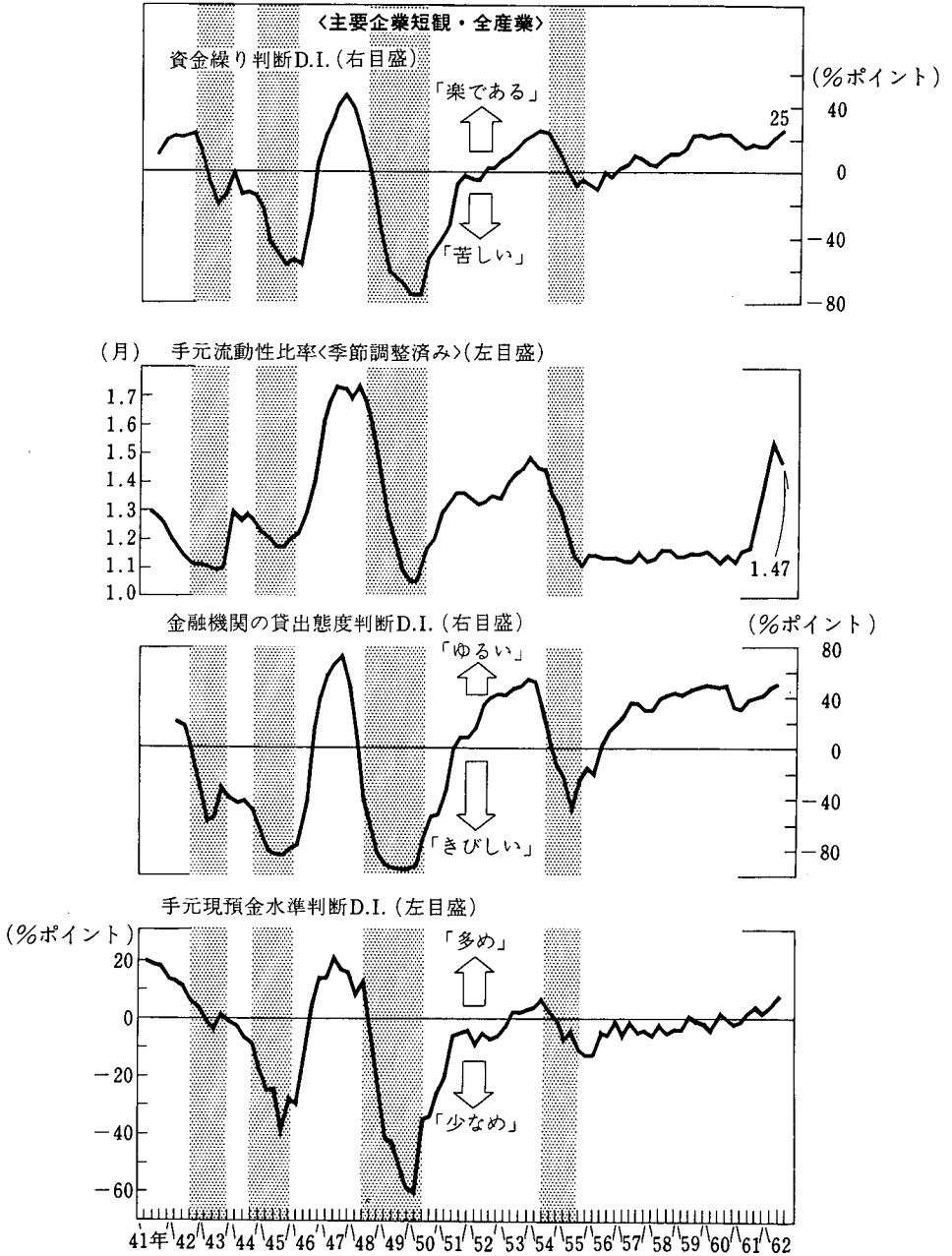
一方、通貨の供給面を眺めると、金融機関による対民間与信が大幅に増加している。この背景には、短期市場金利の低下により、金融機関の限界貸出採算が全体として好転したことがあるが、それに加え、金融自由化による資金調達手段の拡大に伴い、個別の金融機関にとっても限界的な資金調達のアベイラビリティが高まったことが寄与していると思われる。

このように、最近のマネーサプライの高い伸びの背景には、企業や家計のキャピタル・ゲイン指向が高まり、名目総需要に直接つながらない既存資産取引が活発化する一方で、金融機関がこうした取引に伴う資金需要に弾力的に貸し応じていることが、大きく寄与している。ただ、こうした「財テク」の拡大や金融機関の融資姿勢の積極化も、間接的には金融緩和長期化の帰結という面が大きく、その意味では、これまでの金利低下がマネーの伸びの高まりにつながっていることは否めない。

いうまでもなく、金融緩和政策がとられているのは、為替相場の安定および内需の拡大を目的としたものにほかならないが、現在のマネーサプライの水準からみて、实体经济活動を支えるのに必要な通貨は十分に供給されているとの判断が可能である。またこれを企業の資金繰りという観点からみても、3月末における

(図表16)

企業金融関連D.I.等の推移



(注) シャドー部分は金融引締め期を示す。



主要企業の手元流動性比率は、1.47か月と、前回の緩和期におけるピークである53年9月とほぼ同水準にある(図表16、「主要企業短観」・5月調査)。また、これを反映して、企業の資金繰り判断も、「楽」とするものの割合が「苦しい」とするものの割合を25%も上回っているが、これは前回緩和期のピークである、54年2月に並ぶ水準である(同上)。

すでにみたとおり、景気は緩やかな回復を展望できる局面に入ってきているが、需給ギャップの水準や、NICs 諸国等からの輸入増加などを勘案すると、こうした潤沢な流動性水準にもかかわらず、現在の物価安定基調が当面大きく崩れる可能性は小さいとみられる。しかし他方では、国際商品市況がこのところ上向いていることや、これまで物価安定に大きく寄与してきた円高も最近は一服となっていること、さらに在庫調整の一巡につれ、国内商品市況も反騰をみていることは無視しえず、とくに本年度下期には、今回の財政面からの追加措置もあって、経済の拡大テンポがかなり高まる可能性のあることをも勘案すると、マネーサプライの高い伸びに代表される金融面の状況については、極めて慎重な対応が求められている。とくに、仮にインフレ期待が高まるような事態となれば、現在、財・サービス取引に用いられていない「不活動残高」が、直ちに実体取引に転用されうるものであることは、十分認識しておくべきであろう。

なお、現在の金融緩和状況を評価するにあたっては、それが一般的なインフレ期待の再燃につながらないかという観点はもとより、すでにみた経済主体のキャピタル・ゲイン指向の高まりと、それに支えられた既存資産価格の上昇が、社会的な公正や長い目でみた経済の健全性・安定性を損なわないか、といった点にも十分配慮する必要があるだろう。

以上概観した内外の金融・経済情勢の下、日本銀行としては、当面、現在の金融緩和基調を維持していく考えである。しかし同時に、緩和基調を安定的に持続させるためには、緩和の行過ぎに伴う弊害の発生を未然に防止することにより、長い目でみた物価安定に対する人々の信認を維持し、また経済全体としての健全性を確保していくことが必要である。こうした観点からみると、マネーサプライを含めた流動性全般の動きについては、一層の注意が必要であると判断され、金融機関においても、節度ある融資態度を堅持していくことが強く期待される。