

# 情 勢 判 断 資 料 (63年冬)

## ——わが国金融経済の分析と展望

- |                   |                  |
|-------------------|------------------|
| 1. 概 況            | (物価を巡る環境)        |
| 2. 最近の経済情勢        | (輸入の物価安定効果の評価)   |
| (景気は拡大テンポを加速)     | (物価の先行き)         |
| (当面の物価上昇圧力は緩和)    | (3) 対外収支の展望      |
| 3. 63年度経済の展望      | (対外不均衡是正傾向は定着)   |
| (1) 景気動向の展望       | 4. 最近の金融情勢       |
| (海外景気は幾分減速)       | (為替・株式市場は不安定な動き) |
| (外需は引続き減少傾向)      | (市場金利は落着き基調)     |
| (国内民間需要は力強い拡大を持続) | (金融緩和は一段と浸透)     |
| (2) 物価動向の展望       |                  |

### 1. 概 況

最近のわが国経済は、為替相場の円高化や株価の下落にもかかわらず、内需をリード役として拡大テンポを速めており、その一方で一時騰勢をみせた物価が落着きを取戻し、また対外収支の不均衡も着実な縮小をみるなど、総じて望ましい展開を示している。

まず景気面をみると、外需が引続き減少しているが、国内需要は、家計部門や非製造業部門が活発な支出活動を持続していることに加え、製造業部門でも、設備投資、雇用の両面で調整が終了し本格的な拡大局面に入ったため、全体としても高い伸びを示現している。このように景気が順調に拡大しているのは、これまでの金融緩和措置や、公共事業の拡大や減税など政府の緊急経済対策の直接・間接の効果もあって、生産の急テンポな立上がりで企業収益・雇用の拡大を軸として、企業部門と家計部門の間で、支出、需要、所得が前向きに循環するメカニズムが作動しているためである。そうした点からみて、景気はかなり腰の強い自律的な拡大過程にあると判断できよう。

もとより、昨年末から本年初にかけての急速な円高・ドル安の進行や株式市場の不安定な動きが経済に与える影響については、なお慎重に見極める必要がある。ただ、上記のように景気が循環的にみても力強い上昇過程にあることや、これまでの円高に伴う構造調整の進展に伴い外需への依存度がかなり低下している

こと等からすれば、そのデフレ・インパクトは、マクロ的にみる限り、従来と比べ軽微なものにとどまる可能性が大きい。

この間、対外収支の動向をみると、数量ベースでみた不均衡は引続き顕著な改善を示し、これに伴ってドル・ベースの黒字もこのところ着実な縮小傾向をたどっている。

一方、物価面では、昨年夏から秋口にかけて、国内卸売物価、商品市況がかなりの騰勢を示したが、為替相場の円高化を主因として、11月以降はともに落ち着きを取戻しており、当面に関する限り、安定的な推移を期待しうるとみられる。ただ、円高の効果は一過性が強いうえ、景気拡大テンポの加速を反映して、製品・労働需給はいずれもかなり急速に引締まりつつあるだけに、物価の先行きについては、引続き十分な目配りが怠れない。

こうした最近の動向を踏まえつつ、63年度のわが国経済の姿を展望してみると、まず景気面では、為替相場等の面で余程大きな攪乱が生じない限り、本年度に引続き内需主導型の比較的高い成長を期待できよう。これは、外需の減少傾向が持続するにもかかわらず、設備投資、個人消費を中心とする国内民間需要の力強い拡大傾向が維持されると予想されるためである。

すなわち、まず設備投資については、外需が停滞する下でも、生産の拡大と収益の改善を軸として、製造業が本格的な拡大過程をたどり、非製造業においても、情報処理関連投資の増加もあって高い伸びを維持するとみられるため、成長をリードする役割を果たすことが予想される。また、家計支出についても、住宅投資は本年度著伸したことの反動等から減少に向かうとみられるものの、ウエイトの大きい個人消費については、製造業、非製造業両部門における雇用の拡大等から、むしろ堅調さを増す可能性が大きい。このため63年度の国内需要は、財政面で追加措置が採られなくても、62年度同様かなり高めの伸びを達成可能とみられる。こうした状況下、在庫投資の動向等によっては、拡大テンポがむしろ速きに過ぎるおそれもあることは無視できない。

一方、物価動向については、為替相場に左右される面が大きいが、今後為替相場が安定するとすれば、次第に上昇圧力が強まることを避け難い。これは、①上記内需の高い伸びを背景として、製品需給が一段と引締まることが予想されること、②今春のベア率は、最近の労働需給のタイト化や企業収益の好転等から、昨春(+3.4%)と比べ高まる方向にあり、これまで極めて安定していた賃金コストが、次第に上昇に向かうとみられること、③製品・労働需給が全般的にタイト化

するなかで、金融面では後記のように極めて緩和した状態が続いていること、等の事情によるものである。他方、輸入が増加傾向を続けると予想されることは一応安心材料ではあるが、わが国の輸入増加が国際価格をつり上げる面も無視できず、また、個別業界における非関税障壁の存在等が、輸入の価格安定効果が十分に発揮されることを妨げている面があることも否めない。この点、これまでの円高のメリット面を最大限に生かすためにも、諸制度、慣行の見直しを含め、一層の市場開放に向けて今後とも粘り強く取組んでいくことが重要である。

この間、懸案の対外不均衡については、内需の堅調とこれまでの円高による構造調整効果の両面から、数量ベースの黒字は引続きかなりのテンポで縮小すると予想され、このためドル・ベースの黒字も、依然かなり大幅ではあるものの、縮小傾向を続けるものと期待できよう。

為替・金融面に目を転じると、為替相場は昨年秋から本年初にかけて再び急速に円高・ドル安化したあと、若干戻すなど、不安定な動きを続け、株式市場でも、なお不安定な地合いが払拭されるには至っていない。いうまでもなく、こうした為替・金融市場の不安定さが一層高進する場合には、わが国経済のみならず、世界経済全体にとって大きな攪乱要因となりかねない。ただ昨年末に発表された7か国蔵相・中央銀行総裁声明やその後の主要国中央銀行による協調介入にも明らかなとおり、主要国の政策協調体制は堅持されており、それが市場に一層正しく評価されることを通じて、市場が速やかに安定に向かうことが強く期待される。

この間、市場金利は、日本銀行の弾力的な市場調節態度等を反映して、このところ長短ともに落ち着いた展開となっている。

一方、マネーサプライは、依然実体経済活動の拡大を上回るテンポで増勢加速を続けており、当面1～3月も、引続き高水準に推移する見通しである。このように景気が本格的拡大局面を迎え、製品・労働需給がいずれもタイト化の方向にあるなかで、金融が極めて緩和した状態を続けていることは、今後仮に為替相場の反転等を契機に思惑的な在庫積増しが生じた場合、それが容易にファイナンスされることを意味しており、当面の物価が落ち着いているからといって決して無視できない点である。また、こうした金融緩和が行き過ぎれば、金融・資本市場における攪乱要因となりかねない面にも十分留意する必要がある。

このようにみると、63年度のわが国経済は、引続き自律的かつ順調な拡大過程をたどることが予想されるが、拡大テンポが速すぎる場合には、それが物価の上

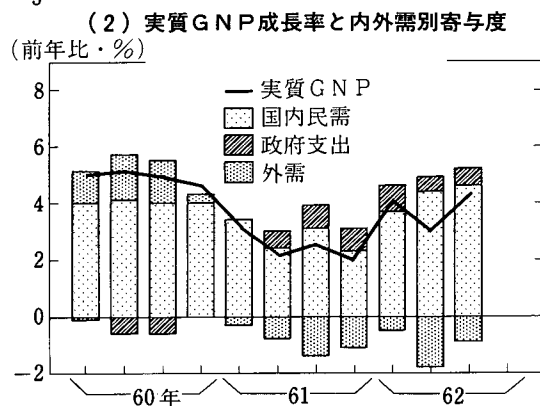
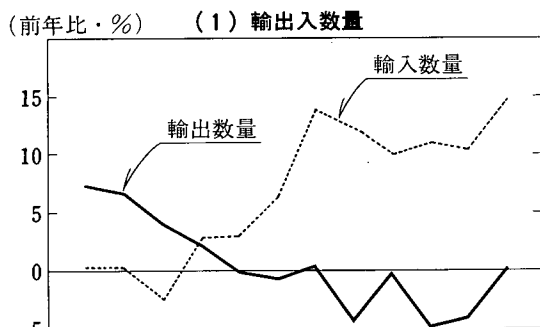
昇や過度の在庫積上げとその反動等を通じて、景気上昇をかえって短命なものとしかねない点には十分留意しておく必要があろう。いうまでもなく、内需拡大の持続は、対外不均衡の是正に向けて構造調整を円滑に進めていくためにも重要な課題であるが、そのためには、現在の拡大を安定的な、息の長いものとして維持する必要がある。そうした観点からは、63年度の財政政策の執行にあたっては、情勢を踏まえながら、適切かつ慎重な運営を期していくことが望まれる。

日本銀行としては、こうした経済・金融情勢の下で、当面の金融政策の運営にあたっては、為替市場の動向等にも十分注意を払いつつ、現在の金融の基調を維持し、状況に応じて市場金利の運営面などで弾力的に対応していく方針であるが、より長い目では、物価の安定を重視した政策運営を行うことが、むしろ内需の持続的拡大を支え、国際協調にも資するものであると考える。

## 2. 最近の経済情勢

(図表1)

### 輸 入 需 の 動 向



- (注) 1. 輸入数量は非貨幣用金を除くベース(日本銀行調査統計局推計)。  
2. 実質GNPの内外需別寄与度は記念硬貨要因を除くベース(日本銀行調査統計局推計)。

(景気は拡大テンポを加速)

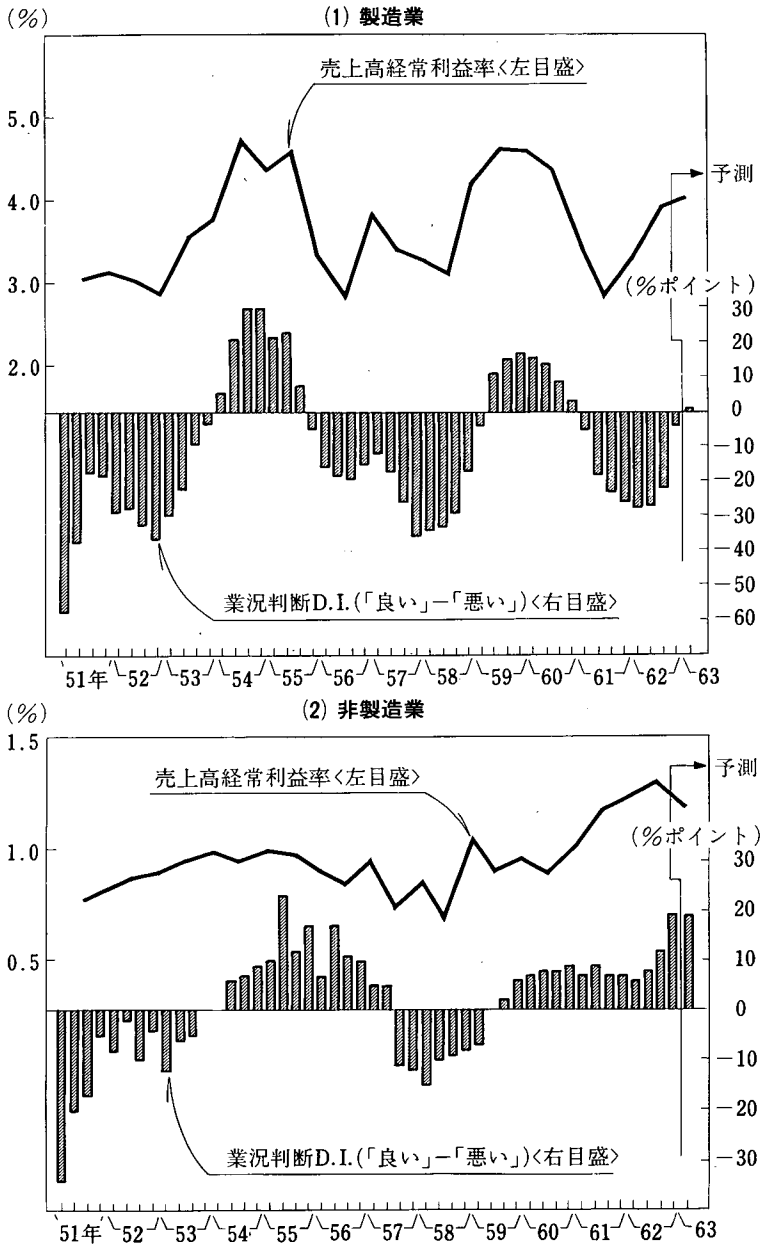
最近の景気の推移をみると、外需の減少が続いているが、内需が一段と伸びを高めているため、急速に拡大テンポを加速しており(図表1)、企業マインド、雇用情勢ともに顕著な改善を示している。

ちなみに、先般公表されたGNP速報によれば、実質成長率は、昨年4～6月横ばいにとどまったあと、7～9月には家計支出(個人消費、住宅投資)、設備投資等国内民間需要の好伸から、前期比年率+8.4%と極めて高い伸びとなった。こうしたなかで、企業マインドも株価の下落や為替相場の円高化にもかかわらず、顕著に好転をみた。日本銀行「主要企業短期

経済観測調査」(11月時点)によれば、製造業の業況判断D.I. (「良い」-「悪い」) は8月調査比+18%ポイント( $\Delta 22\% \rightarrow \Delta 4\%$ )と、51年以来の大幅改善を示し、非製造業でも好感度がさらに強まり、「良い」超+19%と55年5月(同、+23%)以来の高水準に達している(図表2)。

(図表2)

## 企業の業況感等の推移

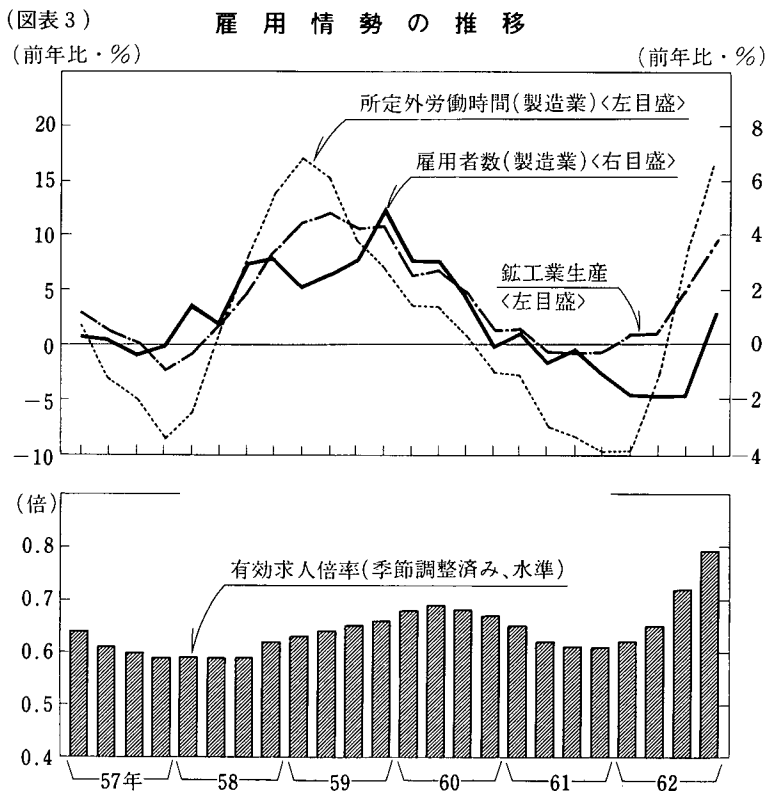


(注) 1. 日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(62年11月)による。

2. 非製造業の売上高経常利益率は、電力・ガスを除くベース。

当面年度末にかけての動向を展望しても、急テンポの拡大持続が予想され、この結果62年度下期の成長率は、上期をさらに上回る可能性が大きい。このように景気が加速している背景としては、これまでの金融緩和措置や緊急経済対策による公共投資の増加と所得税減税の効果が顕現化しつつあることによる面も大きい。基本的には、生産と収益・雇用の拡大を軸として、企業部門と家計部門の間で、自律的かつ前向きの所得循環が作動しつつあることによるものである。

この点をやや詳しくみると、まず生産はこのところ期を逐って増勢を加速しており(前期比、62/4～6月-0.2%、7～9月+3.7%、10～12月+4.3%＜12月は速報＞)、稼働率もかなりのテンポで上昇しつつある(同指数、6月97.5→11月101.3)。製造業設備投資は、こうした稼働率の上昇と企業収益の改善から、中小・中堅企業に続き、大企業でも上積みの動きが目立つに至っており、循環的な上昇局面の初期段階にあるものと判断される。さらに、製造業における雇用調整も、マクロ的にみる限り、すでに終了したものとみられる(製造業雇用者数前年



- (注) 1. 雇用者数は総務庁「労働力調査」、所定外労働時間は労働省「毎月勤労統計」による。
2. 62年第4四半期は鉱工業生産を除き10～11月の平均。  
ただし、鉱工業生産の12月は速報。

比、7～9月-2.0%、10～11月+0.8%)。

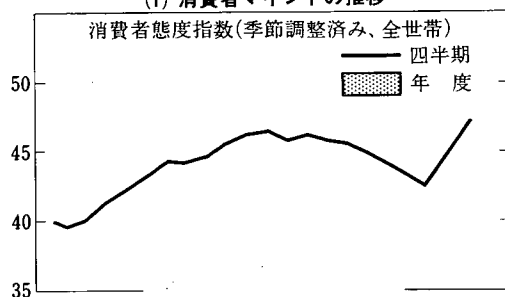
このように製造業が循環的にみても本格的な拡大局面に入ったことに加え、非製造業でも業況好調が持続しているため、雇用情勢はこのところ際立った改善を示している。ちなみに、11月の有効求人倍率<0.81倍>は、前回、前々回の拡大局面のピーク(それぞれ60/6月<0.70倍>、54/12月<0.78倍>)をすでに上回り、49年12月以来の高水準に達しており、上昇テンポも50年以降の景気拡大局面において例をみない程急速なものとなっている(図表3)。

こうした雇用情勢の好転は、雇用拡大、所定外労働時間の増加、冬季賞与の伸直(<労働省ベース、前年比>61年冬1.5%、62年夏1.8%、冬2.5%)を通じて家計所得の拡大をもたらしており、また消費者マインド面でも無視しえない好影響を及ぼしつつある。さらに、今後は所得税減税(年度内1.5兆円)の効果顕現化も見込まれるため、株価の下落によるマイナスの作用には注視を要するが、家計

(図表4)

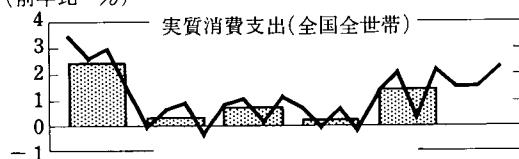
### 家計支出等の動向

#### (1) 消費者マインドの推移



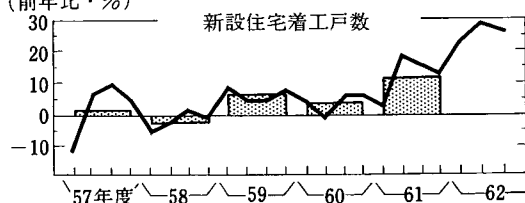
(前年比・%)

#### (2) 個人消費の動向



(前年比・%)

#### (3) 住宅投資の動向



(注) 1. 態度指数は経済企画庁「消費動向調査」、消費支出は総務庁「家計調査」、住宅着工戸数は建設省「建築着工統計」による。

2. 62年度第3四半期は10～11月の平均。

支出(個人消費、住宅投資)は当面堅調を続ける公算が大きい(図表4)。

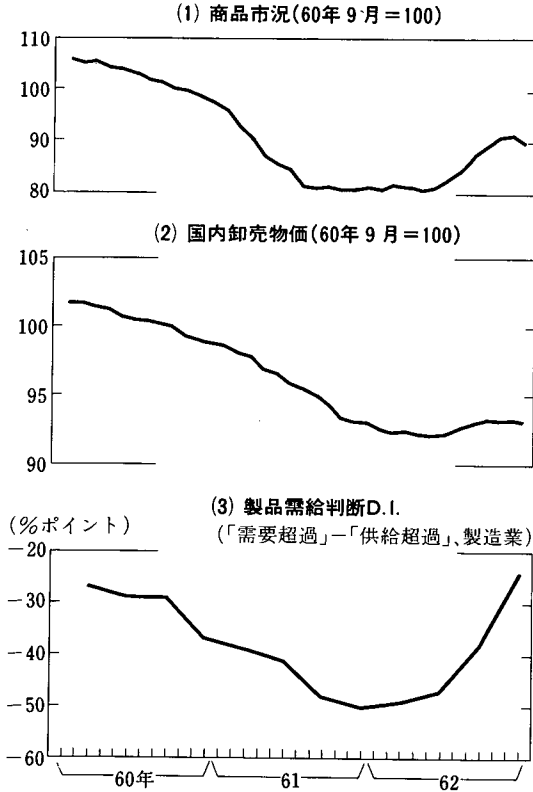
上記のように、非製造業部門と製造業部門が両輪となって、家計との間で支出、需要、所得の前向きかつ力強い循環を形成しつつある。この点からみて、景気は、当面かなり腰の強い、自律的な拡大過程をたどるものと考えられる。

(当面の物価上昇圧力は緩和)

この間、物価面をみると、国内卸売物価は62年7月から9月にかけて各月前月比+0.3～+0.4%(年率4～5%程度)とかなりの騰勢を示したあと、10月以降は落着きを取戻している(前月比、10月-0.1%、11月0.0%、12月-0.1%)。また、商品市況をみても、5月頃から秋口にかけて騰勢加速傾

(図表 5)

## 物 価 の 動 向



- (注) 1. 製品需給判断 D. I. は、日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(62年11月)による。  
2. 商品市況は、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ウェイトで加重平均したもの。

向をたどったあと、11月以降は保合いないし弱含みに転じている(図表5)。さらに目先年度末にかけても、電力・ガス料金引下げの効果もあり、物価情勢は総じて落着いた展開となる可能性が大きい。

このように物価上昇テンポが減速した最大の背景は、昨年10月下旬以降、為替相場の円高化が急テンポで進行したことである。円高は、直接的な輸入コストの引下げに加え、競合品価格を下押ししたり、製品価格引上げ交渉の腰を折ることをも通じて、大きな価格安定効果をもたらした。またこれに加えて、個別品目に対する増産指導(鉄鋼)や一部品目の輸入の増加(合板、綿糸)から供給がかなり増加したこと、さらには原油価格が軟調に推移していることも要因として指摘できよう。

ただ、円高の価格安定効果は、為替相場が恒常的に上昇しない限り、やや長い目でみれば一過性の強いものであり、また前述のとおり国内需要の急テンポの拡大を反映して、製品・労働需給がいずれも急速に引締めつつあること等からみて、先行きの物価を巡る環境は基本的には楽観を許さない状況にある。

### 3. 63年度経済の展望

来年度のわが国経済を展望するに際し、マクロ経済運営の視点から主要なポイントは、①景気の自律的拡大の持続性、②物価上昇リスクの大きさ、③対外不均衡是正の進展度合い、の3点に関する評価であろう。もとより、これらのポイントは、例えば対外不均衡是正の帰趨が内需の動向に依存する一方、物価を巡る環



境が、景気、輸入等の動きに規定されるなど、相互に密接に関連しているが、以下では上記3点を中心として来年度経済の姿を展望してみよう。

### (1) 景気動向の展望

#### (海外景気は幾分減速)

まず、海外景気については、米国を中心に拡大テンポが若干減速するとみられるが、緩やかな拡大基調自体は引続き維持されると予想され、世界的な株安や米国の財政赤字削減のデフレ効果を過度に懸念する必要はないと考えられる(詳細は、調査月報62年12月号掲載論文「世界経済の回顧と展望」参照)。

すなわち、海外景気の鍵となる米国経済については、株価下落の「逆資産効果」が個人消費を抑制することは避け難いものの、①これまでのドル高是正を背景に、「輸出増→生産・雇用の拡大→製造業設備投資の持直し」というルートで、製造業部門主導の拡大メカニズムが働いており、最近の企業収益の改善傾向等からみても、そうしたパターンが持続するとみられること、②金利が一頃よりかなり低下していること、③昨年末決定をみた財政赤字削減(88年度約330億ドルの削減)が実行されても、連邦ベース赤字は前年度比ほぼ横ばいにとどまること、等から、幾分減速するにせよ、外需および製造業部門をリード役として緩やかな拡大を続ける可能性が大きい。

また、NICs 諸国も、米国景気減速の影響等から成長率が鈍化する方向にあるが、なおかなり高めの成長を維持すると見込まれ、さらに欧州諸国は、政策面の措置もあり、国により区々ではあるが全体では概ね昨年並みの緩やかな拡大を続けるものと予想される。

#### (外需は引続き減少傾向)

こうした海外経済の緩やかな拡大を前提としても、わが国の外需は、内需の堅調やこれまでの円高を起点とする輸出入両面における構造変化の進展を反映して、引続きかなりのテンポで減少するものと予想される。

すなわち、まず輸出数量は、最近の追加的な円高に伴うドル建価格引上げや上記海外景気の若干の減速、さらには乗用車、VTR等の海外生産の本格的稼働が見込まれることから、停滞基調を続ける可能性が大きい。一方、輸入数量は、内需の堅調に加え、海外生産品の逆輸入(「ブーメラン効果」)やいわゆる製品開発輸入の活発化等の構造変化要因から、引続きかなり高い伸びを示すものと見込まれる。

(国内民間需要は力強い拡大を持続)

上記のように63年度は、外需が引続き成長を抑制し、財政についても、62年度からのズレ込みはあるにせよ、次第に成長に対する寄与が低下するとみられるが、国内民間需要は設備投資、個人消費を中心に力強い拡大を持続すると予想されるため、為替相場等の面で余程大きな攪乱が生じない限り、本年度に引続いて内需主導の比較的高めの成長の達成を展望できよう。

まず、内需の自律的拡大を主導する役割が期待される設備投資についてみると、製造業では、稼働率の一段の上昇と企業収益の改善傾向持続から、本格的な拡大過程をたどるとみられ、海外直接投資増加が若干マイナスに作用するとしても、本年度と比べ大きく伸びを高める公算が大きい。

すなわち、生産は、内需の好伸に支えられて拡大基調を持続すると予想され、このため稼働率は、設備投資が次第に生産能力化することを織込んでも、年度を通して上昇を続ける方向にある。また、製造業企業収益も、売上げ数量の伸長と販価上昇の効果が、賃金上昇と雇用拡大による人件費増加を上回り、引続き順調な改善傾向をたどる可能性が大きい。ちなみに製造業設備投資は、これまでも稼働率および資本収益率(金利控除後)とほぼ平行に動いており(図表6)、この点からみても来年度にかけて製造業設備投資が本格的な拡大局面入りする蓋然性が高いと考えられる。

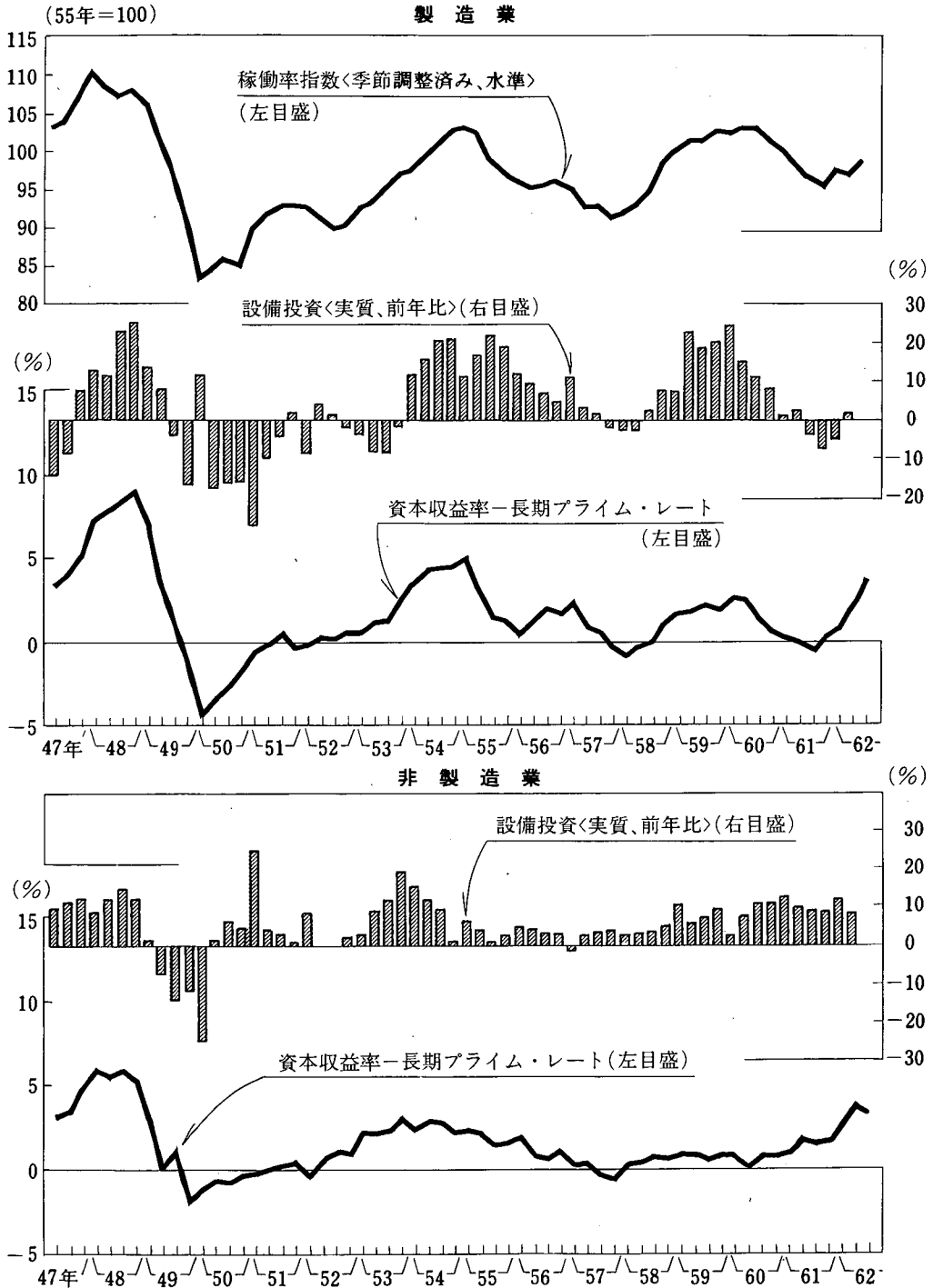
さらに、非製造業の設備投資についても、後記家計支出の堅調や収益の高水準、さらには情報処理関連投資(金融機関の第3次オン、V A N 関連等)の増加が見込まれるため、引続き高い伸びを維持すると予想される。この結果、設備投資は、製造業、非製造業が両輪となって、成長のリード役を果たすことが十分期待できよう。

次に、家計支出についてみると、まず住宅投資については、資材価格や金利の上昇の影響に加え、62年度中に住宅ストックが著伸したことの反動もあって、貸家を中心に減少に向かうとみられる。もっとも、家計支出の大宗を占める個人消費については、製造業、非製造業両部門において雇用が順調に拡大していること、さらには引続き所得税等減税の効果(62年度1.5兆円、63年度約2兆円)が期待できることなどから、家計の所得環境の一段の改善が展望されるため、むしろ一段と堅調さを加えることとなろう。

このように民間最終需要が総じて強調を持続するとみられるなかで、在庫投資については緩やかな積増しに転じる公算が大きい。すなわち、現在の在庫水準は

(図表 6)

## 稼働率、資本収益率等と設備投資



(注) 資本収益率は、営業利益/有形固定資産(時価)。

試算方法については、調査月報62年2月号掲載論文「円高下の経済調整について」を参照。

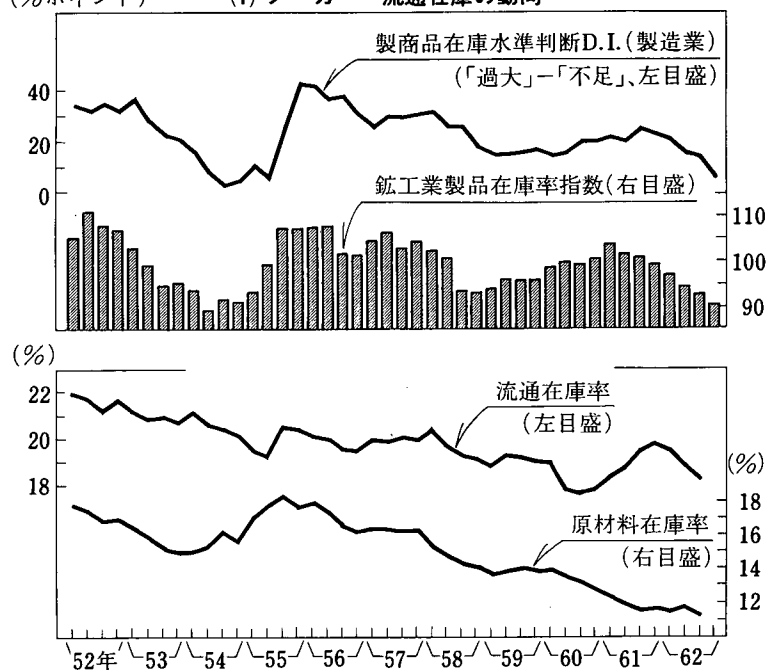
メーカー、流通段階とも相当低い水準まで低下しており、「主要短観」によれば、製造業の製商品在庫水準判断D.I.（「過剰」-「過小」）の過剰感は7年ぶりの低水準にまで後退している（図表7(1)）。したがって、潜在的にはかなりの在庫復

（図表7）

### 需 給 環 境

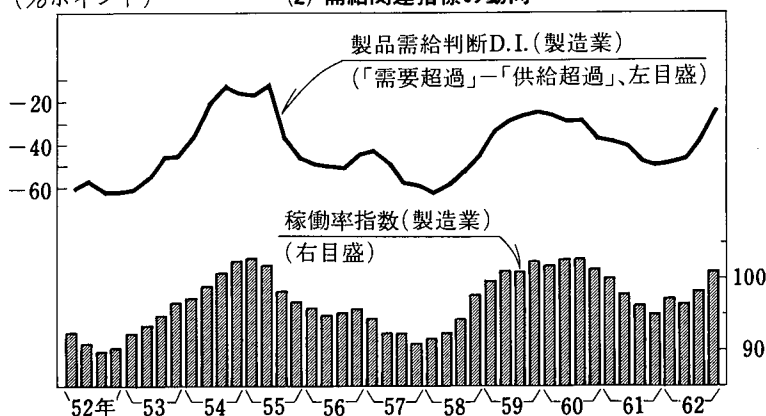
（%ポイント）

#### (1) メーカー・流通在庫の動向



（%ポイント）

#### (2) 需給関連指標の動向



- （注） 1. D.I. は日本銀行「主要企業短期経済観測調査」（62年11月）による。  
 2. 稼働率指数、製品在庫率指数は通産省「鉱工業生産動向」による。  
 3. 流通、原材料在庫率は大蔵省「法人企業統計季報」による（四半期の売上高に対する比率、季節調整済み）。  
 4. 62年第4四半期は、製品在庫率指数は速報、稼働率指数は10～11月の平均。

元意欲があると考えられ、仮に物価上昇期待の発生等を契機として在庫復元が急速に行われる場合には、需給の一層の逼迫によりそうした期待が実現するばかりでなく、一時的な景気拡大テンポの加速とその反動というかたちで、景気上昇局面自体を短命化するリスクがあることについては、十分注意しておく必要がある。

## (2) 物価動向の展望

### (物価を巡る環境)

物価については、為替相場変動の影響を強く受けるため、確たる見通しは立て難いが、為替相場が安定することを前提とする限り、上記のような内需主導の景気拡大持続の下では、物価を取巻く環境が次第に厳しさを加えることは避け難い。

まず第1に、製品需給については、内需の好伸から一段と引締まりに向かうことが不可避とみられる。ちなみに、「主要短観」の製品需給判断D.I.（「需要超過」-「供給超過」）をみると、このところ急速に引締まりに向かい、足元ですでに前回拡大局面のピークを上回って7年ぶりの水準に達しているうえ、前述のとおり稼働率が来年度にかけてさらに高まるとみられるため、来年度後半には前々回拡大局面のピーク(54/8月△13%)をも上回る可能性が大きい(図表7(2))。

第2に、賃金コストについては、62年度中は極めて落ち着いた推移をたどっているが、名目賃金の上昇傾向等を反映して、来年度には次第に上昇に向かう可能性が大きい。すなわち、製造業の賃金コストは、昨春ベアの落ち着きに加え、急テンポの生産拡大に伴う労働生産性の上昇から、足元はむしろ低下を示しているが、今春のベア率は、前述のとおりこのところ労働需給が急速に引締まりに向かっていることや、企業収益の改善傾向から判断する限り、昨春(日経連ベース、+3.4%)と比べ高まる方向にあると見ざるをえない。また生産性についても、生産の拡大テンポが、瞬間風速としては次第に鈍化する一方、雇用は着実に増加するとみられるため、上記名目賃金の上昇を生産性の上昇で吸収する余地は次第に縮小に向かおう。この間、サービス等非製造業部門では、名目賃金上昇率の高まりがストレートに賃金コストの上昇につながりがちであることにも留意する必要がある。

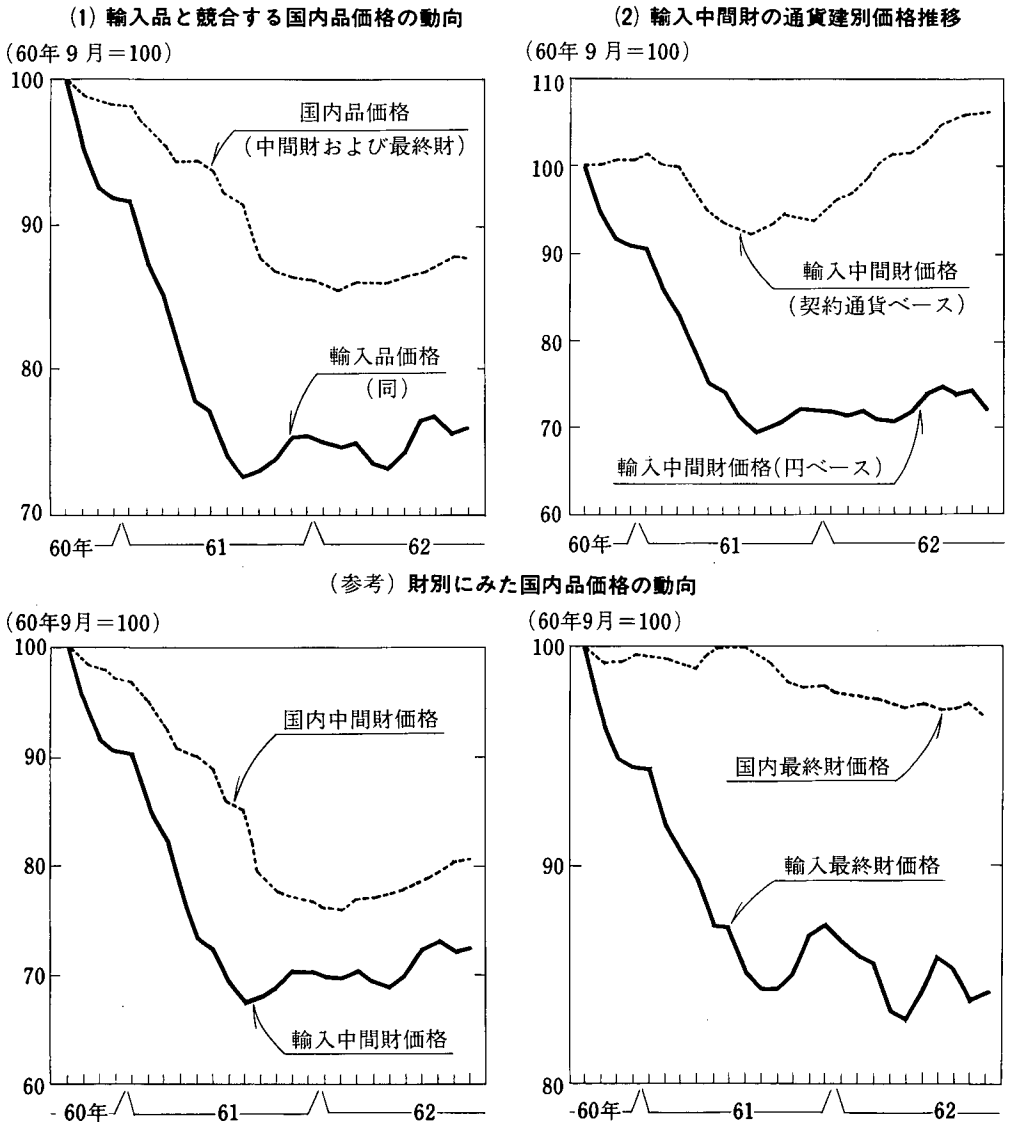
第3に、製品・労働需給が引締まりに向かうなかで、後記のように金融が極めて緩和した状態にあることは、仮に為替相場が円安に振れる等の外的ショックを契機に思惑的な在庫増しの動きが起これば、それが容易にファイナンスされうる状況にあることを意味しており、引続き大きな懸念材料となっている。

## (輸入の物価安定効果の評価)

上記のように、来年度にかけての物価を巡る環境をみると、懸念すべき要因が多いが、その一方で輸入の増加傾向持続が予想されることは一応の安心材料といえる。低廉な輸入品の増加は、それが輸入物価の低下を通じて直接に物価を安定させる効果に加え、需給の緩和が国内競合品の価格を下押しする効果をも通じて、物価安定方向に作用する筋合いにあるからである(図表8(1))。

(図表8)

## 輸入増加の影響



(注) 1. いずれもWPIベース。

2. 国内品(中間財および最終財)は輸入品と共通する品目を日本銀行調査統計局で合成。

ただ同時に、こうした輸入の物価安定効果にも、以下の事情から制約が存在するため、これまでも指摘してきたように、これに過度に期待することは危険である。

第1に、わが国経済は世界的にみてもすでにかなりの規模に達しているため、わが国の輸入増が国際価格をつり上げてしまう効果が決して無視しえない点である。

第2に、世界的にみて需給の逼迫している品目(化学製品、銅板類等)では、国際市況が上昇傾向をたどっている点が見逃せない。

上記2点に関し、すでに、輸入が急テンポで増加している中間財については、一部品目における世界的需給の逼迫も加わって、ドル建価格がかなりの上昇傾向を示しており、これがこれまで円ベース価格の上昇につながっていないのは、ひとえに円高のメリットによるものといえる(図表8(2))。

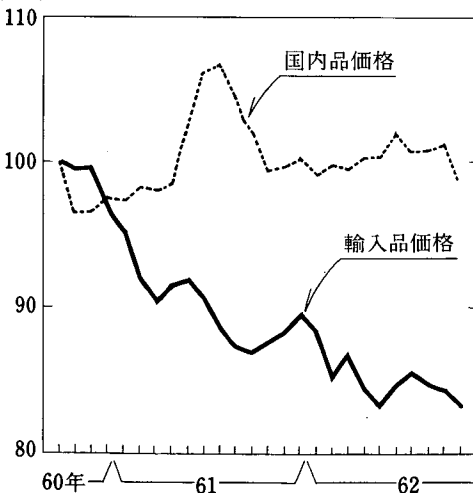
第3に、これまでの円高に伴い、内外価格格差が大幅に拡大したにもかかわらず、個別業界における非関税障壁、農畜産物等を中心とする政府の諸規制の存在(図表9)、さらには流通機構上の問題などから、輸入の増加ないしは国内価格の低下には、必ずしも十分につながっていない品目も多い。この点、これまでの円高の物価安定効果を今後最大限に生かすためにも、国内競合産業の効率化、

(図表9)

### 政府の諸規制の影響

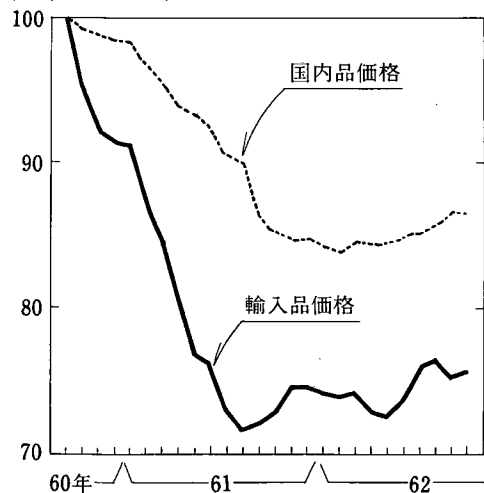
(1) 諸規制の存在する品目の価格動向

(60年9月=100)



(2) その他の品目の価格動向

(60年9月=100)



(注) 1. いずれもWPIベース。

2. 国内品(中間財および最終財)は輸入品と共通する品目を日本銀行調査統計局で合成。

3. 政府の諸規制が存在する品目は、砂糖、生糸、果物缶詰、牛肉等。

生産性向上等を図ると同時に、国内諸制度、慣行の見直しを含め、一層の市場開放に向けて今後とも粘り強く取組んでいくことが極めて重要である。

(物価の先行き)

上記のような強弱両材料を念頭に置きつつ、来年度の物価動向を展望してみると、原油価格の落ち着きが維持され、在庫の思惑的な積増しといった事態が起こらないとしても、これまでの円高の物価安定効果が減衰し、需給が一段とタイト化に向かうなかで、次第に強含み基調に転じていくものと予想される。

すなわち、国内卸売物価は、当面に関する限り、最近の急速な為替相場円高化の影響を受けて落ち着いた動きを示そうが、63年度入り後は、前述のような需給の実勢を反映して、次第に上昇テンポを高めていく方向にあるとみられる。また、消費者物価は、賃金コストの上昇に加え、地価高騰を反映した家賃・帰属家賃の上昇等から、民間サービスを中心に伸びを高めるものと予想される。

もとより、物価の動向は、今後の為替相場の動きによって大きく左右されるが、為替相場変動の影響が比較的軽微で、国内インフレの基調を示すと考えられるGNPデフレータをみても、上昇率がかなり高まらざるをえないと予想されることには十分留意しておく必要がある。すなわち、GNPデフレータは、前述の労働生産性の伸び鈍化によるユニット・レーバー・コストの上昇と需給の逼迫によるユニット・プロフィット上昇の両面から伸びを高め、近年の平均的な姿(最近5年間<57~61年度>平均+1.3%)と比べ、かなり高めの上昇となる可能性が大きい。したがって、63年度は、このところ定着しつつあった賃金と物価の好循環を確保するとの観点からも、正念場を迎える年と位置付けることができよう。

(3) 対外収支の展望

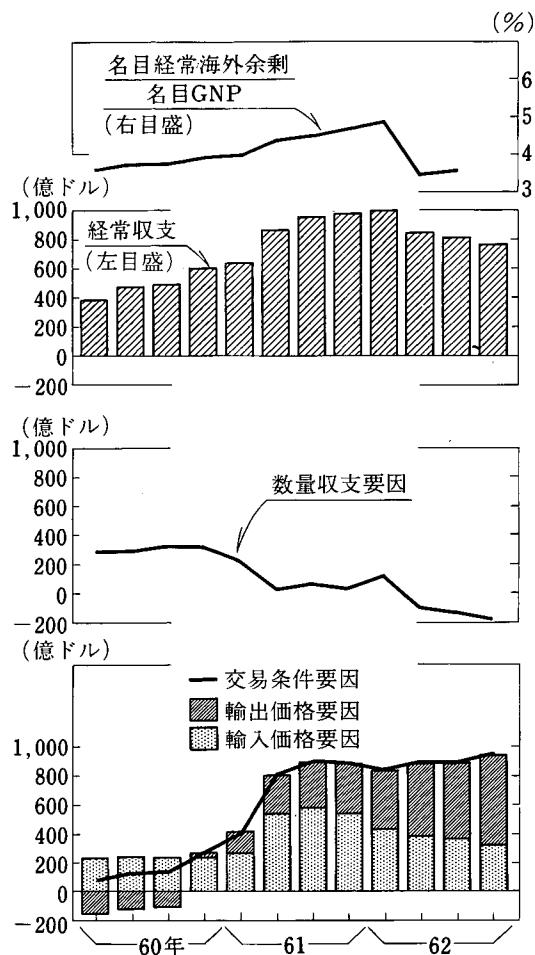
(対外不均衡是正傾向は定着)

次に、対外収支の動向を展望してみると、すでにみた輸出入数量調整の継続から、数量ベースの黒字はかなりのテンポで縮小すると予想され、このためドル・ベースの黒字についても、引続き縮小傾向をたどるという望ましい展開が期待できよう(図表10)。ただ、63年度には、原油価格の上昇が響いて円高にもかかわらず対外交易条件が若干悪化した前年度とは様変わりに、対外交易条件が改善するとみられるため、数量ベース黒字が顕著に縮小する割には、ドル・ベース収支の改善テンポは、緩やかなものにとどまると予想される。



(図表10)

## 対外収支の動向



- (注) 1. 経常収支は貿易収支季節調整後(62年第4四半期は10～11月の平均)。  
 2. 数量収支要因、交易条件要因は通関統計ベースで、55年基準。  
 3. 計数は季節調整済み年率。

## 4. 最近の金融情勢

(為替・株式市場は不安定な動き)

内外為替・資本市場の動向をみると、昨年10月央の世界的な株価下落以降、為替市場を中心に不安定な動きを続けており、更年後も、なお不安定な地合いが払拭されるには至っていない。

まず、為替相場の動向をみると、10月下旬以降円高・ドル安方向での不安定な地合いを続け、年末年初にかけては一時120～121円前後の水準に達した。最近では幾分円安に戻したとはいえ、依然値動きの粗い推移を示している。また、株式市場の動きをみると、一頃と比べれば地合いが好転し、商いも若干活発化してきているが、なお不安定な面を残している。いうまでもなく、こうした為替・金融資本市場の不安定さがこれ以上高進する場合には、わが国のみならず世界経済全体の持続的な成長にとって大きな阻害要因となる。

昨年末に発表された7か国蔵相・中央銀行総裁声明は、こうした内外為替・株式市場等の不安定な状況にかんがみ、昨年2月の「ルーブル合意」以来の主要国の緊密な協調体制が引続き確固たるものであることを再確認し、主要国は今後とも対外不均衡の是正と為替相場の安定に向けて一層の政策協調を積重ねていくことを明らかにしたものである。こうしたG7共同声明に示された各国の決意と、為替市場における協調介入等の具体的な政策措置について、このところ市場でもこれを見直す気運がみられはじめているが、今後こうした点が市場で一層評価さ

れることにより、為替市場や内外金融・資本市場が速やかに安定に向かうことが強く期待される。

日本銀行としても、そうした不安定な内外市場の動向に十分な注意を払い、必要に応じ、短期金融市場の運営、為替市場における介入などの面で、弾力的に対応してきたところである。

#### (市場金利は落着き基調)

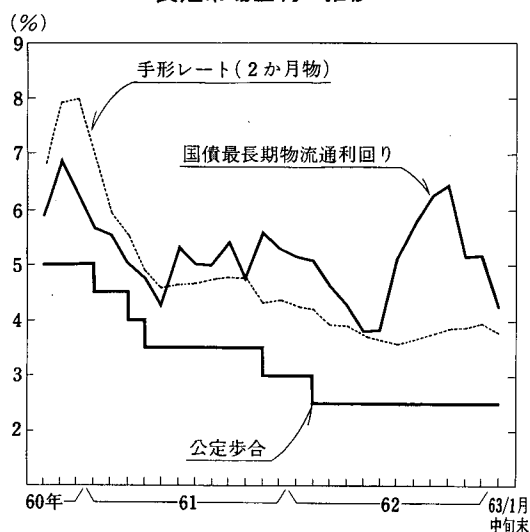
市場金利は、上記の金融政策運営スタンスや、為替相場円高化の進行を反映して、このところ全般的に落着いた展開を示している。すなわち、短期市場金利は、昨年末にかけて、季節的要因や政府保有NTT株式の売却による大幅な資金不足の発生から、若干強含んだものの、日本銀行の弾力的な金融市場調節態度などを反映して、更年後は低下気配を示している。また、長期市場金利は、景気拡大傾向の顕現化を背景として、5月央以降自律的な反転上昇を示していたが、為替相場の円高化や上記短期市場金利の落着きなどから、一頃と比べるとかなりの低下を示している(図表11)。

#### (金融緩和は一段と浸透)

この間、金融の量的指標であるマネーサプライ( $M_2 + CD$ 平残前年比)は、昨年初来ほぼ一貫して増勢加速を続けており、10～12月には+11.8%と54年4～6月(+12.3%)以来の高い伸びとなった(図表12)。

(図表11)

長短市場金利の推移



(注) 手形レート、国債最長期物流通利回り(店頭指標売気配)は月中平均。

年比伸び率は12%前後と高い伸びを続ける可能性が大きい。

こうしたマネーサプライ増勢加速の背景としては、基本的には、①景気の急テンポの拡大を反映して、予備的動機を含めた取引需要が増加傾向をたどっていること、また、②これまでの金利低下を反映して、マネー保有の機会費用が低水準にあり、これが引続き通貨需要を押し上げる方向に作用していること、が指摘できる。ただ10～12月については、株式市場の不安定な動き等を反映して、株式等既

(図表12)

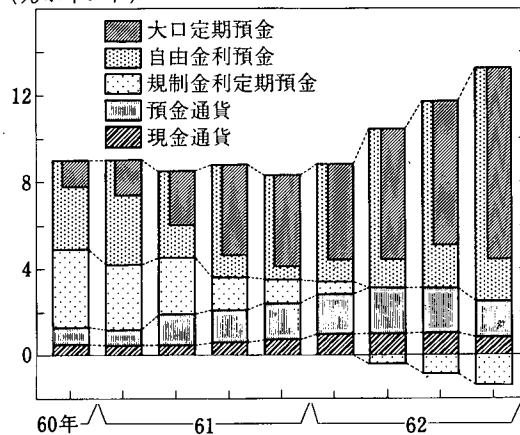
## マネーサプライ関連指標の推移

(前年比・%)

			M <sub>1</sub>	M <sub>2</sub> + CD	〈参 考〉 銀 行 券
	現金通貨	預金通貨			
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	16.1	9.9	11.3	10.0	10.9
7～9	15.2	10.2	11.4	10.8	10.2
10～12	P 12.4	P 8.2	P 9.3	P 11.8	10.4

(注) Pは速報。

〈参考〉 M<sub>2</sub> + CD前年比伸び率に対する  
通貨種類別寄与度  
(%ポイント)



(注) 62年第4四半期は速報。

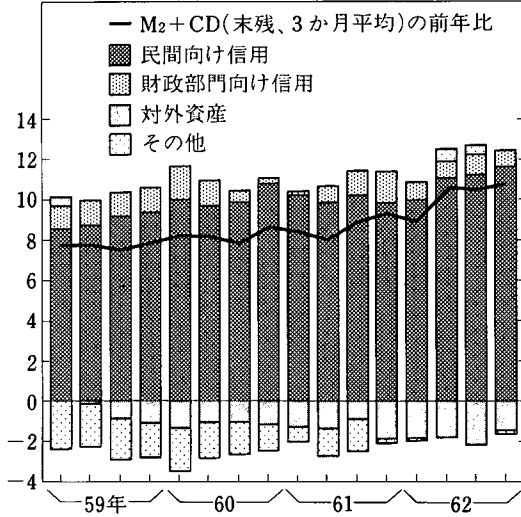
存資産取引にかかるマネー需要が減退した一方で、従来であれば特金、金外信などいわゆる「ハイリスク、ハイリターン」型資産に向かっていた資金が、昨年10月以降預入最短期間の短縮化(3か月→1か月)をみた大口定期預金を中心とする確定利付資産へシフトしたため、全体としては、むしろマネーを若干押上げる結果となった点も影響しているとみられる。

一方、これを通貨供給面からみると、金融機関による対民間与信が引続き増加基調を続けている(図表13)。これは、基本的には、上記の事情から企業の借入需要が高まっているなかで、金融機関の業容拡大意欲も引続き根強いことを示すも

(図表13)

## マネーサプライの信用面の対応

(%ポイント)

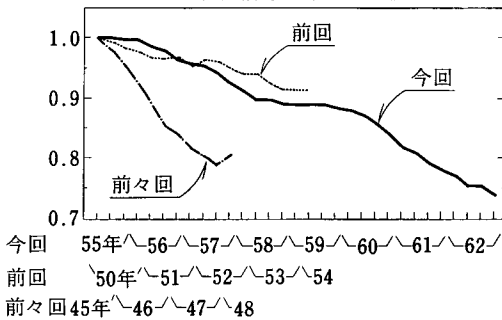


(注) 62年第4四半期は10～11月の平均。

(図表14)

マネーの流通速度  
(名目総需要/M<sub>2</sub>+C D平残)の推移

—金融緩和直前を基準とした低下幅—



(注) 62年第4四半期は日本銀行調査統計局推計。

のといえよう。

次に、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<sub>2</sub>+C D残高)をみると、緩和開始直前を基準とした累積低下幅は、すでに一昨年10～12月に前々回緩和期(46～47年)を上回るに至ったあとも低下傾向をたどり、昨年7～9月にはいったん横ばいとなったものの、10～12月には再び一段と低下した可能性が大きい(図表14)。このように景気上昇が本格化するなかで、流通速度が低下傾向を続けているが、これは53年、58年の景気拡大局面とは大きく異なるものである。

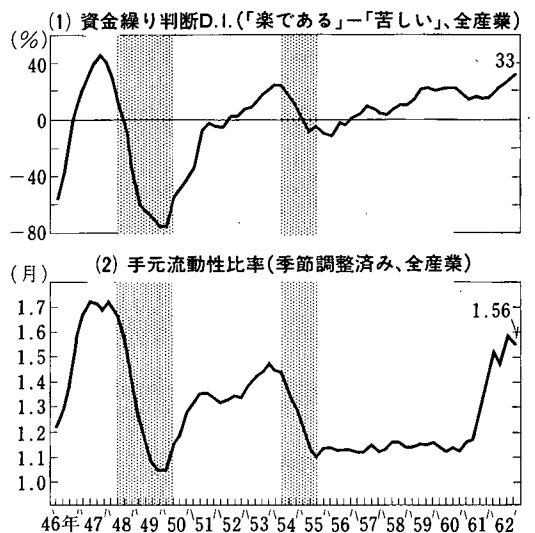
この間、企業金融関連指標をみても、資金繰り判断D.I.、手元流動性比率が実体的な資金需要の増大にもかかわらず、むしろいずれも一段と引緩みの方向にあって、総じて前々回緩和期以来の高水準に達していること(図表15)等

を勘案すれば、実体経済活動との対比でみたマネーの「不活動残高」が依然増加を続け、金融緩和が一段と浸透していることは明らかといえよう。

以上のように、63年度わが国経済を展望すると、引続き自律的かつ順調な拡大過程をたどることが予想されるが、景気の自律的な上昇力が弱いために、拡大が短期で腰折れするリスクは相対的に小さい一方で、在庫投資の動向等如何では、景気拡大テンポが速きに過ぎ、それが物価の安定を損なうばかりでなく、上昇局面自体を短命化するリスクについて十分留意する必要があるといえよう。わが国は、対外不均衡の是正に向けて構造調整を円滑に進めていくとの観点からも、内

(図表15)

## 企業金融関連指標の推移



(注) 1. 日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(62年11月)による。

2. シャドー部分は金融引締め期を示す。

需の持続的な拡大を確保する必要があるが、そのためには、物価の安定基盤を確保しつつ、現在の拡大基調を息長く維持することが肝要である。

マクロ政策の運営に際しては、こうした景気の現状と63年度経済の内包するリスクを十分に認識したうえで、今後の情勢変化に機動的に対応していく姿勢が必要である。そうした見地から財政政策を考えると、63年度分公共投資の執行に際しては、当面62年度分からのズレ込みが多いとみられる状況下、情勢を踏まえながら、適切か

つ慎重な運営を行うことが望ましい。また、金融政策に関しては、引続き内外市場の動向も十分注視し、当面は現在の金融の基調を維持しつつ、状況に応じて市場金利の運営面などで弾力的に対応していく方針であるが、より長い目では、引続き物価の安定確保を重視した運営に努めることが肝要である。そうした政策運営が、むしろ内需の持続的拡大を支え、国際協調にも資すると考えられるからである。