

# 情 勢 判 断 資 料 (63年春)

## ——わが国金融経済の分析と展望

### 〔目 次〕

- |                  |                   |
|------------------|-------------------|
| 1. 概 況           | (2) 物価動向の展望       |
| 2. 景気・物価情勢の現局面   | (輸入の物価安定効果)       |
| (景気は急テンポで拡大)     | (物価を取巻く基本的な環境)    |
| (物価は落ち着き基調)      | (物価上昇リスクの評価)      |
| 3. 本年度経済の展望      | (3) 対外収支の展望       |
| (1) 景気動向の展望      | 4. 最近の金融情勢        |
| (海外景気は緩やかに拡大)    | (為替・金融市場の動向)      |
| (外需は引続き減少傾向)     | (マネーサプライの動向とその評価) |
| (内需は力強い自律的拡大を持続) |                   |

### 1. 概 況

わが国経済は、このところ景気、物価、対外収支の各般にわたり、望ましい展開を示している。すなわち、景気が、昨年後半来内需を主導役として急テンポの拡大を続ける一方、物価はひと頃に比べ安定基調にあり、また、対外不均衡も着実な縮小をみている。こうした景気拡大と物価安定の両立という望ましい姿は、少なくとも当面は維持される可能性が強い。

こうした最近の動向を踏まえつつ、本年度経済を展望すると、外需は引続き成長を抑制し、財政の成長に対する寄与も低下する公算が大きい。しかし、国内民間需要については、設備投資、個人消費を中心に、力強い拡大を持続するとみられ、こうした上昇力が自律的に反転する可能性は小さいと考えられる。すなわち、設備投資は、企業収益の改善傾向が持続し、稼働率が上昇傾向を続けるとみられるため、製造業、非製造業が両輪となって成長をリードする役割を果たすと予想され、また個人消費も、所得環境の一段の改善を背景に、好調さを増す方向にある。このため、今後よほど大きな外的ショックが加わらない限り、本年度も昨年度に引続いて、内需主導の比較的高めの成長が展望できよう。

そうした本年度経済において最大の問題は、景気の拡大が持続する下で、物価の安定基調を保ちうるか否かにある。この場合、仮に物価の安定基調が損なわれ

れば、内需の持続的拡大というシナリオ自体が崩れることはいうまでもない。

本年度の物価情勢に関して一つの安心材料は、為替相場の円安への反転が回避され、海外物価の安定が維持される限り、これまでの大幅円高を反映した輸入圧力の増大等が、今後ともある程度持続的な物価安定要因として作用すると期待しうる点である。ただ、その一方で、景気拡大の持続に伴い、製品・労働需給が逼迫の方向にあり、賃金コストも上昇に転じると予想されるなど、物価を取巻く基本的な環境は次第に厳しさを加えると思われる。

さらに、上記輸入面の安心材料については、米国、アジア NICs 諸国では、製品・労働需給がかなりタイトな状況が続くとみられるなかで、わが国の輸入の増加が国際価格をつり上げる結果、期待どおりの物価安定効果を発揮しないリスクも存在することは看過し得ないところである。仮に、「輸入の安全弁」が十分に機能せず、景気拡大テンポが行過ぎる場合には、現在、在庫の水準が相当低く、後述のように金融緩和が十分に浸透しているだけに、思惑的な在庫積増しの動きが広範化し、物価上昇テンポが加速することも懸念される。

この間、懸案の対外不均衡については、これまでの円高による構造調整効果と内需の堅調の両面から、数量ベースの不均衡は、引続き着実な縮小傾向をたどると予想される。もっとも、ドル・ベースの黒字については、方向としては是正されるものの、いましばらくは円高調整値上げが続くと見込まれることもあって、そのテンポは緩やかなものにとどまろう。

為替、金融面に目を転じると、為替相場は本年1月央以降、概ね1ドル=120円台半ばを中心とする比較的狭いレンジで推移し、また、株式市況は、最近に至り既往ピークの水準を更新するなど、活況を呈している。もっとも、世界的な対外不均衡は、このところ是正の動きがみられるとはいえ、依然大幅であるだけに、為替・資本市場はなお不安定な要素を内包していることは否定し難い。したがって、昨年2月の「ルール合意」の下で確立した主要国間の協調体制を堅持し、黒字国、赤字国の双方が引続き粘り強く構造調整を進めることを通じて、対外不均衡の是正を図っていくことが重要である。そうした政策努力がさらに積重ねられることにより、各国の「ファンダメンタルズ」が一層改善し、為替相場が安定することが強く期待される。

一方、マネーサプライは、引続き高い伸びを示しており、当面4～6月も高水準を続ける見通しである。こうしたマネーサプライの高い伸びは、金融自由化の進展等による面もあり、その実体経済との関係が、従来と比べ幾分不安定化して

いることは事実である。ただ、現在のマネーサプライの伸びは、こうした点を勘案しても、長い目で物価の安定を維持し、金融・資本市場の安定を図るとの観点からは、かなり高めであることは間違いない。

以上の諸点からみて、本年度のわが国経済は、景気が自律的拡大を続ける下で、実体経済、金融の両面において、物価上昇圧力が次第に高まるリスクを内包している。

そうしたリスクが顕現化することを回避するためには、引続き市場開放や競争制限的な諸慣行・規制の見直しを通じて、需要に見合った供給が確保されることが期待されるが、マクロ政策の運営についても、今後の情勢変化に即した機動的な対応を図ることが肝要であり、こうした観点から、財政政策についても、慎重かつ弾力的な対応が望まれる。

金融政策については、物価の安定を重視した政策運営を行うことが、やや長い目でみて現在の内需の拡大を持続させ、国際協調にも資するものである。日本銀行としては、こうした基本的な考え方の下で、物価情勢や為替市場の動向などを十分注視しつつ、当面は現在の金融の基調を維持していくことが適当であると考ええる。

## 2. 景気・物価情勢の現局面

(景気は急テンポで拡大)

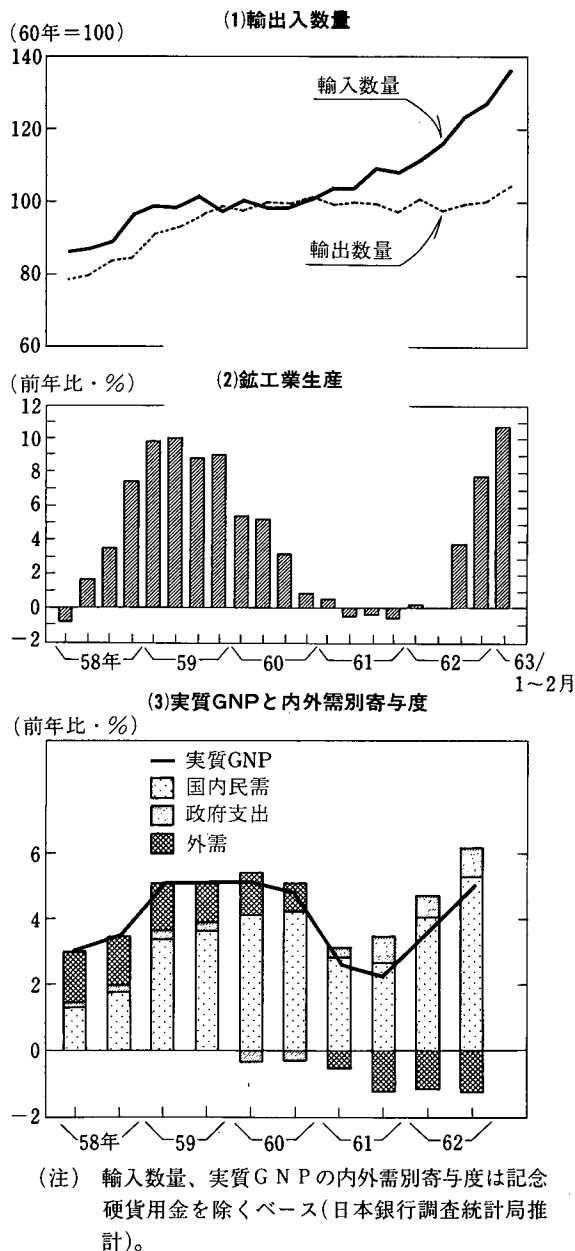
わが国の景気は、外需の減少傾向持続にもかかわらず、内需の力強い増加を反映して、急テンポの拡大を続けており(図表1)、これに伴い企業の業況感や雇用情勢も顕著な改善傾向を示している。

先般公表されたG N P速報によれば、実質成長率は、昨年7～9月に前期比・年率+8.4%と著伸したあと、10～12月にも同+7.0%と高い伸びを続けた。また、鉱工業生産も、昨年後半に引続き、本年1～3月も、かなり高めの伸びが予想されている(前期比、62/7～9月+3.6%、10～12月+3.8%、63/1～3月<予測指数>+3.3%)。

こうした景気の急拡大に伴う企業収益の改善を背景に、企業マインドは、このところ際立って改善している。ちなみに、日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(以下「主要短観」、63/2月時点)によれば、製造業の業況判断D.I.('良い'-'悪い')は、+11%とプラザ合意直後の60年11月調査以来の「良い」超に転じ、先行きも一段の改善が見込まれている。また、非製造業では、良好感が一段

(図表 1)

## 景 気 の 足 取 り



と強まり、+28%と50年以降のピーク(55/5月+23%)を上回る高水準に達している。

このように景気拡大が急ピッチであることの背景としては、金融緩和の持続的な効果に加え、財政拡大の効果が本格的に顕現化していることも指摘しうるが、より基本的には、企業、家計の両部門にわたって内需が自律的に拡大するメカニズムが力強く作動している点が重要である。

すなわち、企業部門の設備投資については、非製造業が引き続き拡大基調を維持するなかで、製造業でも、大企業を含め本格的な拡大局面に入ったため、製造業、非製造業が両輪となって順調な拡大過程をたどっている。こうした状況下、雇用情勢も顕著な改善をみており(本年2月の有効求人倍率は0.88倍と、49/11月<0.88倍>以来の高水準)、これらを背景に、家計部門の所得は高い伸びを示し、支出活動も、小売売上げが足元さらに好調さを加え、住宅投資も高水準を続けるなど、総じて堅

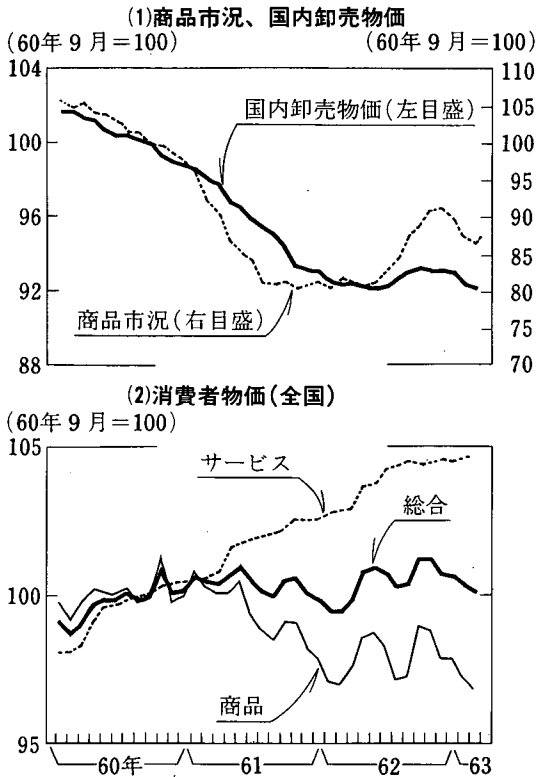
調さを増している。こうした家計支出の好調は、企業活動の一層の活発化をもたらしており、家計と企業との間で所得と需要の前向きの循環が力強く働いているとみることができよう。

(物価は落着き基調)

こうした急ピッチの景気拡大にもかかわらず、物価はむしろ落着き基調にあり

(図表 2)

## 物 価 の 足 取 り



(注) 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。

(図表 2)、当面はこうした安定基調が損なわれる可能性は小さい。

すなわち、国内卸売物価(前期比)は昨年 7～9 月に +0.8% の上昇を示したあと、10～12 月 +0.2%、本年 1～3 月 -0.9% と落着き傾向を強めており、消費者物価についても、民間サービスの上昇にもかかわらず、上記卸売物価の動きを反映した商品の落着きから、安定圏内の動きとなっている(消費者物価<全国>前年比、62/7～9 月 +0.5%、10～12 月 +0.7%、63/1～2 月 +0.8%)。また、「主要短観」(2 月)により、企業の製品価格および仕入価格見通し(D.I.、「上昇」-「下落」)をみても、いずれも 11 月時点の予測と比べ下振れし(11 月時予測→実績、各  $\Delta 3\% \rightarrow \Delta 5\%$ 、 $+10\% \rightarrow +2\%$

%)、当面に関しても、落着きが維持されると見込まれている(2 月時予測、各  $\Delta 8\%$ 、 $0\%$ )。こうした物価の落着きには、これまでの円高に伴う輸入圧力の増大等、今後ともある程度持続すると期待しうる要因も作用しているが、同時に、①円高、原油安に伴うコストの低下、②とくに鉄鋼、化学等素材業種における生産の大幅な増加、③そうしたコストの低下や、生産、輸入の増加を眺めた仮需の剥落、さらに、④景気拡大局面初期に特有の生産急拡大を反映した賃金コストの下落等、基本的には一過性の強い要因も大きく寄与している。現在の物価の安定は、こうした複合的な要因に支えられたものであるだけに、当面に関する限り物価が目立って上昇する可能性は小さいが、上記の中で一過性の強い要因は次第に剥落する方向にあることや、商品市況がこのところ底入れ気配を示していること等を考えると、引続き物価面への目配りを怠れないと考えられる。

### 3. 本年度経済の展望

以上のように、景気が急テンポの拡大を続けている一方、物価は落着き基調を維持している状況下、マクロ経済運営の観点から本年度のわが国経済を展望するに際しては、①足元の急ピッチな景気拡大により、むしろ年度下期にかけて景気が自律的に反転するリスクはないか、②物価の安定基調が引続き確保しうるか、③対外不均衡の是正傾向は持続しうるか、の3点が大きなポイントといえよう。以下こうした点を中心に本年度のわが国経済の姿について展望してみよう。

#### (1) 景気動向の展望

(海外景気は緩やかに拡大)

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、緩やかな拡大基調は引続き維持されると予想される。

すなわち、海外景気の鍵となる米国経済についてみると、昨秋の株価急落のデフレ・インパクトは全体としては比較的軽微なものにとどまっており、現在まで65か月間という戦後最長の景気拡大を続けている。88年中を展望しても、家計支出が株安に伴う逆資産効果(個人消費)やストック調整圧力の強まり(住宅投資)から、減速に向かうとみられる一方で、これまでのドル安を反映した輸出の拡大傾向持続が予想され、それが誘発する生産の拡大、企業収益の改善を軸として、設備投資が順調な拡大過程をたどる可能性が大きい。この結果、家計支出を中心に内需の減速は避け難いが、外需・企業主導という、むしろ望ましいかたちで、緩やかな拡大基調を続けるとみることができよう。

また、欧州諸国では、総じて成長率が若干低下するものの、所得税減税等の政策効果もあって、緩やかな拡大基調自体は維持されると予想される。さらにアジア NICs 諸国も、上記米国内需の減速の影響等から外需を中心に成長率が若干鈍化する公算が大きいが、設備投資等内需の自律的拡大に支えられて、引続き高めの成長を続けると見込まれる。

(外需は引続き減少傾向)

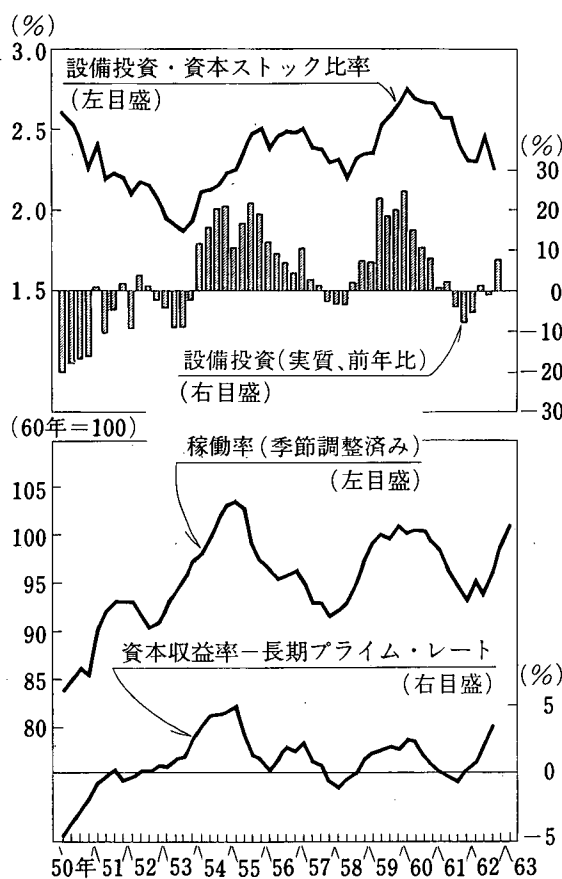
わが国の外需は、こうした海外景気の緩やかな拡大を前提としても、これまでの円高を起点とする輸出入両面にわたる構造変化の着実な進展や、内需の堅調持続を反映して、引続き着実に減少するものと予想される(調査月報63年3月号掲載論文「日本、米国の対外収支調整過程について」参照)。

すなわち、まず輸出数量については、円高調整値上げの輸出抑制効果が今後次

第に減衰に向かうとみられるものの、上記海外景気の若干の減速や、米国、欧州等における海外現地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、①海外現地生産品の逆輸入、②海外部品を用いた生産体制への移行、③卸・小売業者の輸入ルート多様化等の構造変化要因に加え、内需が堅調を続けると見込まれることから、引続きかなり高い伸びを示すものと予想される。

(図表3)

### 製造業設備投資の動向



- (注) 1. 設備投資(実質、前年比)は、62年第4四半期を除きGNPベース(62年第4四半期は、大蔵省「法人企業統計季報」の名目値を設備投資デフレーターで実質化したもの)。  
2. 稼働率の63年第1四半期は、1～2月平均。  
3. 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。

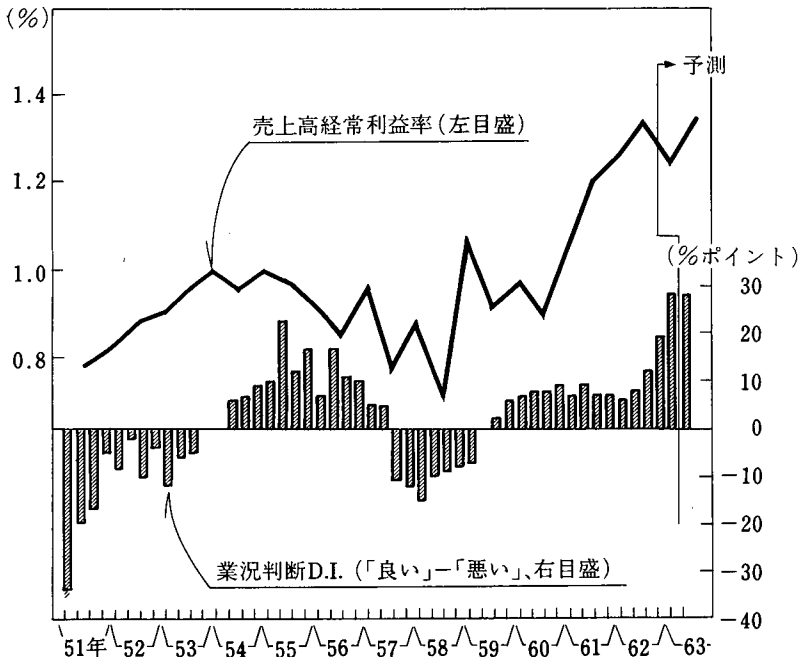
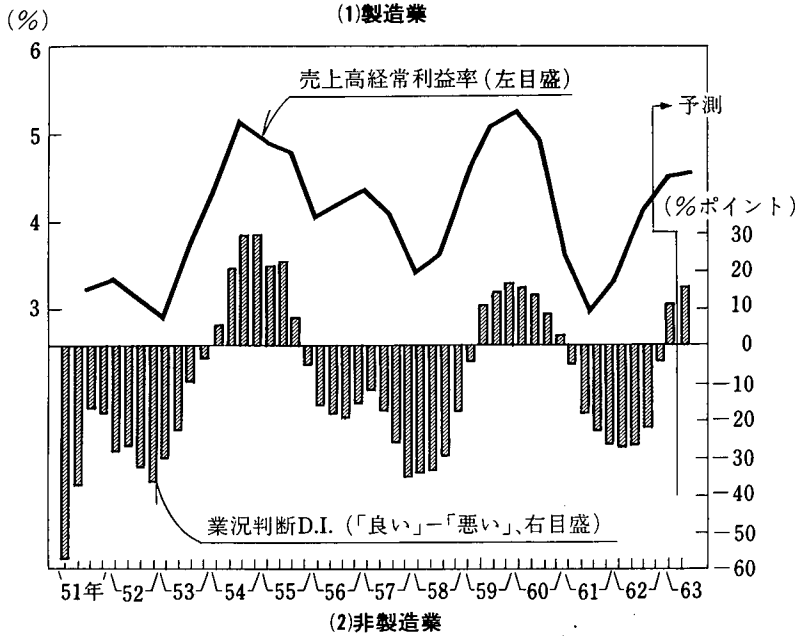
(内需は力強い自律的拡大を持続)

上記のように、外需は本年度も引続き成長に対しマイナス要因として作用するとみられ、また財政についても、緊急経済対策による追加分のうち若干が本年度にずれ込んでいるとはみられるものの、次第に成長に対する寄与を低める方向にある。しかし、こうした外生需要の動きを前提としても、国内民間需要については、設備投資、個人消費を中心に、年度を通じて力強い拡大を持続すると予想され、このため、為替相場等の面でよほど大きな攪乱が生じない限り、本年度も昨年度に引続いて内需主導の比較的高めの成長が展望できる。

まず、設備投資については、製造業、非製造業が両輪となって、年度を通じて成長をリードする役割を果たすと予想される。すなわち、製造業の設備投資は、海外生産拡大が若干国内投資を抑制する方向に作用するにはせよ、企業収益の改善傾向持続と稼働率の上昇

を背景に、本格的な拡大過程をたどるとみられ、昨年度と比べ、大きく伸びを高めるものと予想される(図表3)。ちなみに、63年度の設備投資の動向を展望するうえで最も重要な要因と考えられる企業収益と稼働率についてみると、製造業の

(図表4) 企業収益の動向



- (注) 1. 日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(63年2月)による。  
 2. 売上高経常利益率は、製造業は除く石油精製、非製造業は除く電力・ガスベース。



企業収益は、内需向け売上げ数量の高い伸びや輸出採算の持直し等から、賃金上昇と雇用拡大による人件費増大や償却負担の増加にもかかわらず、引続き順調な改善傾向をたどると予想される(図表4)。問題は、設備投資がすでに本格的な立上がりを示しているため、先行きこれが能力化するにつれて稼働率が低下し、資本ストック調整圧力が強まるリスクである。しかしながら、①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る一方で、②現在の設備投資の資本ストックに対する比率( $I/K$ )がなお低水準にとどまっているため(前掲図表3)、当面は設備投資のかんりの伸びにもかかわらず、資本ストックの伸びは比較的マイルドなものにとどまると考えられること、③設備投資の内容をみても、従来と比べ、研究開発や国内販売網の拡充等、資本係数の上昇によって吸収され、生産能力の伸びには必ずしも直結しない投資のウエイトが高まっていること等からみて、設備投資の本格的な拡大にもかかわらず、稼働率は本年度を通じて上昇傾向をたどるとみられ、資本ストック調整圧力は、少なくとも年度内は高まらない公算が大きい。

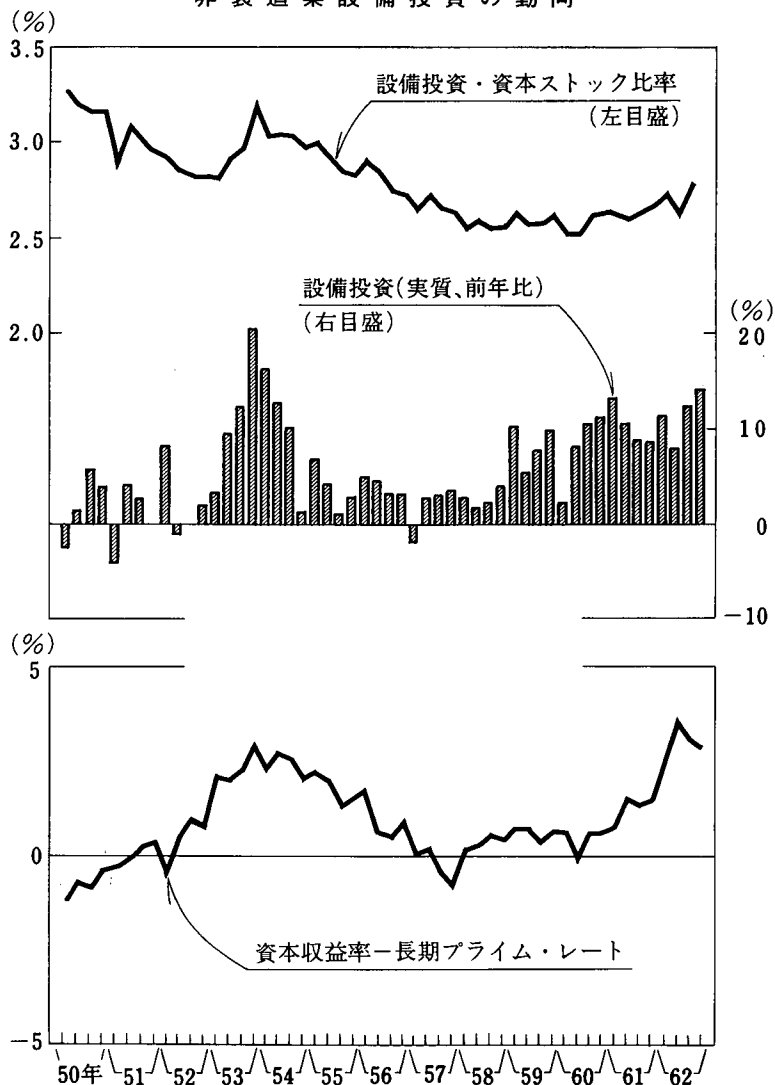
さらに非製造業の設備投資についても、すでに3年間にわたって高い伸びを続けているが、①これまでの動きからみても、ストック調整圧力が急速に強まる兆しはうかがわれないこと、②個人消費、公共事業等非製造業と関連の深い需要が高水準を維持すると見込まれ、このため、収益も好調な地合いを続けるとみられること、さらには、③企業のOA化、金融機関の第3次オン等通信、情報関連で、いわゆる独立投資の増加が予想されること等から、本年度も高めの伸びを示すものと予想される(図表5)。

次に、家計支出をみると、まず住宅投資については、62年度の伸びが極めて高かっただけに、貸家を中心として次第に減少に向かうとみられる。ただ、持家については、首都圏以外ではむしろ本格的な増加局面を迎えるなど底固さがうかがわれるため、全体としての減少の程度はマイルドなものにとどまろう。

また、家計支出の大宗を占める個人消費については、所得環境が一段と改善するとみられるため、さらに好調さを増す方向にある。すなわち、家計の所得環境をみると、①雇用面に関しては、もともと内需主導型の景気拡大は、輸出主導型の場合と比べ、非製造業部門を中心とした雇用誘発効果が大きい(調査月報62年9月号掲載論文「物価安定が支える内需の拡大」参照)、最近の求人動向からみても、製造業の雇用が今後本格的な拡大過程をたどると見込まれること、②賃金面でも、今春のベア率が昨春( $3.4\% < \text{日経連ベース}$ )を上回る方向にある

(図表 5)

## 非製造業設備投資の動向



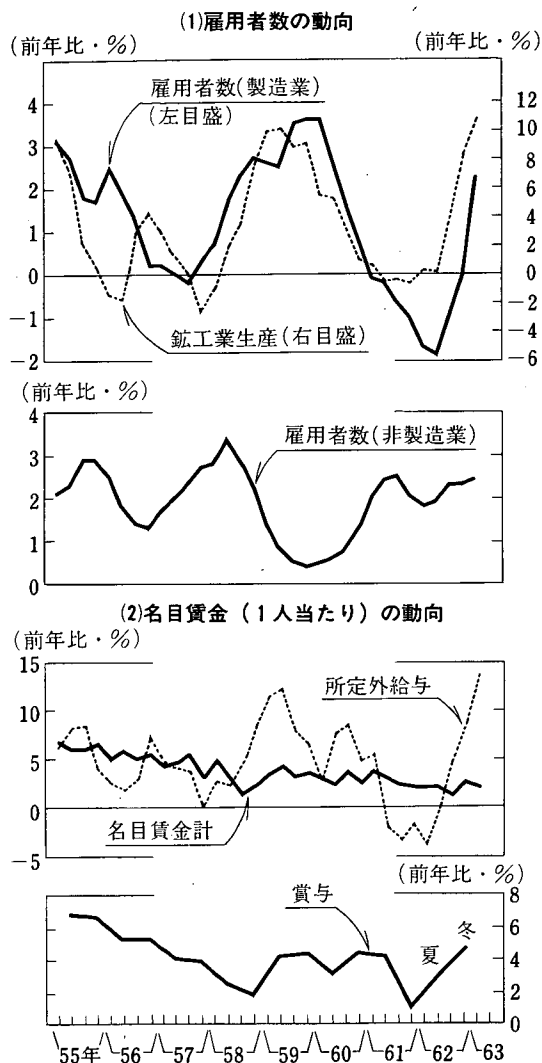
- (注) 1. 設備投資(実質、前年比)は62年第4四半期を除きGNPベース(62年第4四半期は、大蔵省「法人企業統計季報」の名目値を設備投資デフレーターで実質化したもの)。  
 2. 資本収益率は、営業利益／有形固定資産(時価)。  
 試算方法については、調査月報62年2月号掲載論文「円高下の経済調整について」を参照。

ことに加え、所定外賃金や賞与も増大傾向を持続すると予想されること、③さらに、昨年緊急経済対策の一環として打出された所得税等減税(62年度1.5兆円、63年度1.8兆円)の効果が持続的に作用するとみられること、等から、引続き順調な改善傾向をたどる可能性が大きい(図表6)。

このようにみえてくると、今後よほど大きな外的ショックが加わらない限り、設

(図表 6)

## 家計の所得環境



- (注) 1. 雇用者数は総務庁「労働力調査」(3期移動平均)、名目賃金は労働省「毎月勤労統計」による。
2. 63年第1四半期は、1～2月平均。
3. 賞与は、夏季賞与について「毎月勤労統計」改定に伴う改定が行われていないため、すべて旧ベース。

備投資と個人消費をリード役とする景気の自律的拡大は、年度を通じて十分持続しうるものと考えられる。したがって、本年度のわが国経済における最大の問題は、このように景気の拡大傾向が続くなかで、物価の安定基調を保ちうるか否かにある。仮に物価の安定基調が損なわれれば、景気の持続的拡大というシナリオ自体が崩れることはいうまでもない。

## (2) 物価動向の展望

そこで、63年度の物価情勢を考えると、これまでの大幅な為替円高化の物価安定効果が、輸入圧力の増大等を通じて、今後ともある程度持続的に作用することが、安心材料として期待されるが、他方、製品需給、賃金コスト等物価を取巻く基本的な環境は、上記のような内需主導の景気拡大の下では、次第に厳しさを加える方向にあるとみておく必要がある。

## (輸入の物価安定効果)

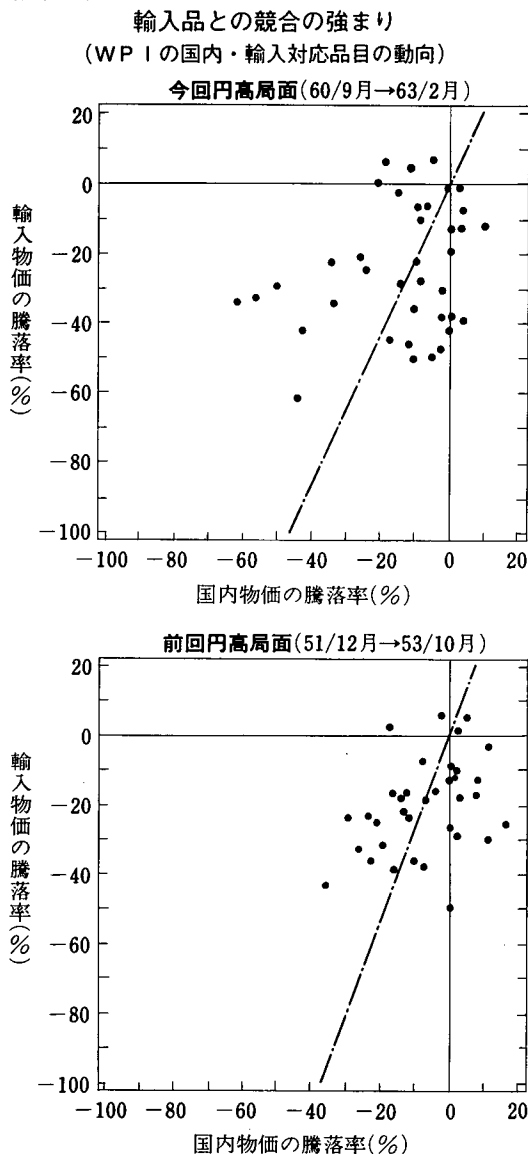
まず、これまでの大幅円高の物価安定効果は、コスト削減効果に限れば次第に減衰に向かうとみられるものの、円高を起点とする輸

入構造の変化を反映して、製品類の輸入が高い伸びを持続することが、大幅円高化により内外価格差が拡大していることと相まって、内外財の競合を一段と強め、国内価格に対してかなりの抑制効果を及ぼしている(いわゆる「輸入の安全弁」)。こうした効果は、為替相場の円安への反転が回避され、海外物価の安定が

維持される限り、今後ともある程度持続的に作用すると期待できよう<sup>(注1)</sup>。

ちなみに、輸入品と対応する国内品(卸売物価ベース)について、縦軸に輸入物

(図表7)



- (注) 1. 一点鎖線の傾きは、輸入物価の下落に対する国内対応品目の平均的な追従度合いを示す。  
2. 対応品目は、両局面に共通する40品目を採用。

価下落率、横軸に国内物価下落率をとり、品目ごとにプロットしてみると、①今回円高局面における国内物価の輸入物価下落に対する平均的な追従率が、前回円高局面(52～53年)に比べ若干強まっている(前回36%→今回46%)うえ、②今回の方が輸入物価の下落に伴い国内物価が下落している品目が増加していることが読みとれる(図表7)。こうした結果は、近年内外財の競合関係が強まっていることを示唆するものといえよう。

#### (物価を取巻く基本的な環境)

一方、製品需給、賃金コスト等物価を取巻く基本的な環境をみると、まず第1に、製品需給は、需要の堅調を背景にさらに引締まる方向にある。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」)は2月時点で△17%と、すでに前回拡大局面のピーク(59/11月△25%)をかなり上回っているが、前述のとおり、稼働率が年度を通じて高まる方向にあることからみて、下期までには前々回拡大局面のピーク

(注1) なお、輸入の物価安定効果に加え、これまでの円高を反映した輸出採算の悪化や、輸出停滞の長期持続予想を背景に、企業が内需指向性を強め、国内の販売競争が激化していることが、今後とも企業の国内価格引上げを抑制する方向に働く可能性もある。

(54/8月△13%)を上回る公算が大きい。さらに在庫率をみても、メーカー在庫を中心に相当低水準にあり、在庫復元意欲は相当強いとみられるだけに、そうした動きが急速に生じれば、需給の逼迫が拍車される可能性を否定できない(図表8(1))。

第2に、賃金コストについては、これまでのところ極めて落ち着いた推移をたどっているが、今後は、労働生産性の伸び率鈍化、名目賃金上昇率の高まりの両面から上昇に転ずる公算が大きい。すなわち、もともと景気拡大局面の初期においては、生産が急テンポで拡大する一方、雇用の増加には若干のラグを伴うため、労働生産性が高い伸びを示し、製造業を中心に賃金コストが低下する傾向があるが(図表8(2))、今回の景気拡大局面においては、昨年央以降の景気の立上りが極めて急ピッチであったことから、賃金コストの低下がとくに顕著であり、これが価格上昇圧力を相当緩和してきたと考えられる。しかしながら、今後は、①生産の拡大テンポが「瞬間風速」としては鈍化に向かう一方、雇用は着実に増加するとみられるため、労働生産性の伸びが鈍化する可能性が大きい。②すでにみたとおり今春のベア率は昨春と比べ高まる方向にあり、所定外給与、賞与も増加すると予想されるため、賃金コストは上昇に転ずるものとみておく必要がある。ちなみに、従来の景気拡大局面をみても、拡大2年目になると、製造業の賃金コストが上昇に転ずる傾向が看取される(図表8(2))。

#### (物価上昇リスクの評価)

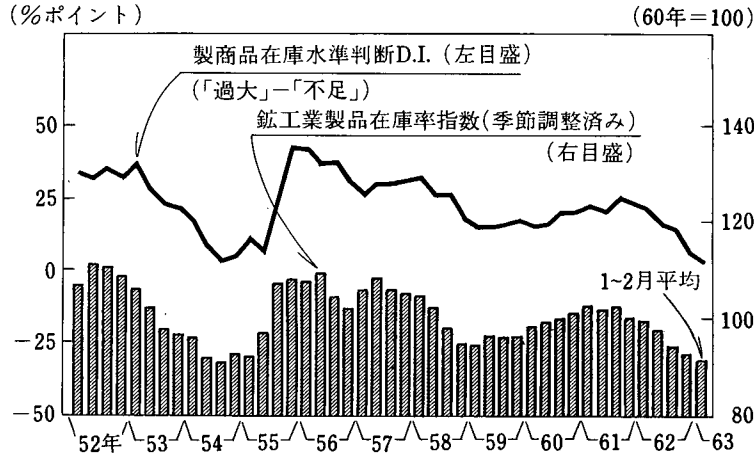
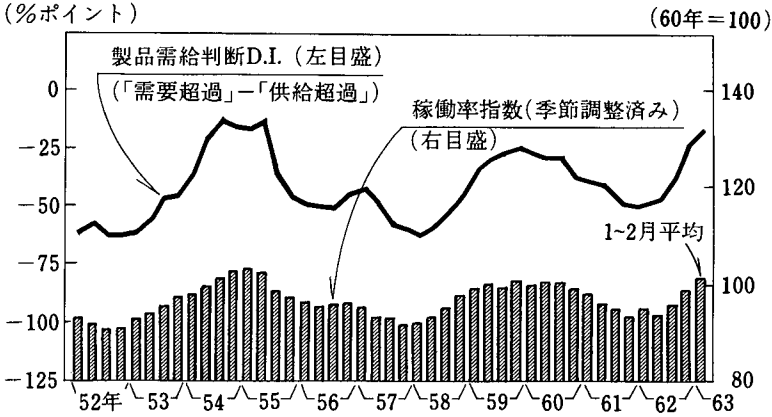
物価については、為替相場変動の影響を強く受けることに加え、上記のように強弱両面の材料があるため、確たる見通しは立て難いが、前述の安心材料、すなわち、輸入の物価安定効果については、それが想定どおりに働かないリスクが存在することに、十分留意しておくべきである。

すなわち、輸入の物価安定効果が強く働くためには、海外物価の落ち着きが維持され、市場開放が一段と推進されることが前提となるが、市場開放の問題は別としても、以下の事情から、この前提が崩れるリスクは決して小さくない。すなわち、アジア NICs、米国では、成長率は若干減速するにはせよ、拡大傾向は維持されると予想されるだけに、製品・労働需給はかなりタイトな状態を続ける公算が大きい。ちなみに、「主要短観」の「海外での需給判断」D.I.の推移をみると、このところ過剰感がかなりのテンポで後退しているが、こうした海外需給の引締まりが、国内で稼働率がすでに相当高い水準にある素材業種において、とくに顕著に現われていることには、注目を要する(図表9)。こうした海外需給の状況からみると、わが国の輸入増加が国際価格をつり上げ、「輸入の安全弁」が期待

(図表 8)

物 価 を 取 巻 く 環 境

(1) 需給関連指標の動向



(2) 賃金コスト(製造業ベース)の動向  
—景気拡大1年目と2年目の対比—

(前年比・%)

	前々回		前回		今回	(参考)*
	52/10 ~12月 →53/10 ~12月	53/10 ~12月 →54/10 ~12月	58/1 ~3月 →59/1 ~3月	59/1 ~3月 →60/1 ~3月	61/10 ~12月 →62/10 ~12月	62/4 ~6月 →62/10 ~12月
鉱工業生産 (60年=100) (A)	7.5	7.8	9.9	5.5	7.8	15.6
雇用者数 (B)	- 1.4	2.1	2.1	3.0	1.1	4.5
労働生産性 (C)=(A)/(B)	9.1	5.6	7.7	2.4	6.6	10.6
名目賃金 (D)	5.7	5.6	3.3	2.8	3.0	3.5
賃金コスト (E)=(D)/(C)	- 3.1	0.0	- 4.1	0.3	- 3.4	- 6.4

\*季節調整済み、年率。

(図表 9)

## 海外需給の動向とわが国輸入増加のアジア NICs への影響

—「海外での需給判断 D.I.\*」(主要短観)の推移— (%ポイント)

	62/ 2 月	5 月	8 月	11 月	63/ 2 月	(見通し) 5 月
製 造 業	- 40	- 36	- 32	- 27	- 22	- 21
素 材	- 40	- 35	- 29	- 21	- 17	- 17
鉄鋼	- 56	- 44	- 36	- 8	5	9
化学	- 23	- 15	- 9	- 4	1	1
加 工	- 39	- 37	- 35	- 33	- 26	- 25

\*「需要超過」-「供給超過」

どおりに機能しない可能性は看過し得ないところである(注2)。

上記のリスクが現実のものとなったり、資材・人手面等で需給が過度に逼迫し、価格上昇期待が発生するような場合には、①在庫の水準が相当低く、稼働率も素材業種を中心にすでに高水準にあることに加え、②後述のように金融緩和が十分に浸透しているだけに、思惑的な在庫増しの動きが広範化し、物価上昇テンポが加速する事態も懸念される。

## (3) 対外収支の展望

対外収支の動向に目を転じると、円高を起点とする構造調整の進展や、内需の堅調から、数量ベースの黒字が急テンポで縮小しており、ドル・ベースの黒字も昨年央頃から緩やかながらも縮小に転じている(図表10)。本年度について展望してみると、すでにみた輸出入数量の調整の継続から、数量ベースの黒字は引続き着実に縮小すると予想される。ただ、ドル・ベースの対外不均衡については、数量ベース黒字の縮小を反映して、今後とも方向としては是正されていくとみられるが、もともと輸出入ギャップがかなり大きいというえ、企業が既往の円高による

(注2) 日本銀行調査統計局「小型多国間モデル」により、わが国の輸入増加(標準型比+5%)の韓国経済に対する影響をみると、1～3年目平均で1%弱程度同国の実質GNP成長率を引上げるとの試算結果が得られる。

わが国の輸入増加の韓国経済に対する影響\*

—「小型多国間モデル」によるシミュレーション効果—

(標準型からの乖離率、%  
内・外需は実質GNPに対する寄与度、%)

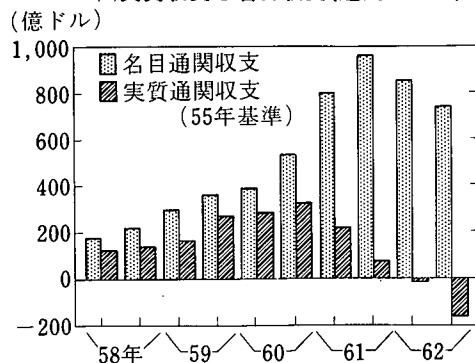
	韓 国 実 質 G N P			(参 考) 米国実質 G N P
		外 需	内 需	
1～3年目平均	0.82	0.49	0.34	0.10

\* わが国の輸入数量が3年間にわたって、標準型比+5%増加した場合の実質GNPに与える影響。

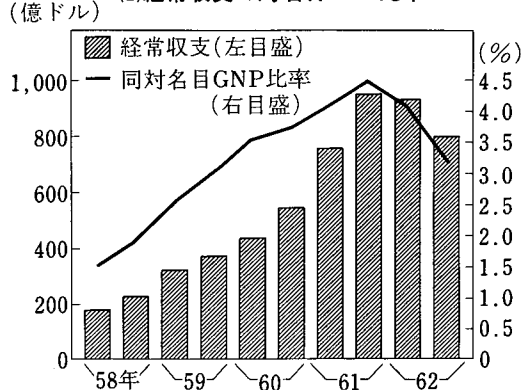
(図表10)

## 国際収支の動向

## (1) 実質収支と名目収支(通関ベース)



## (2) 経常収支の対名目GNP比率



(注) 実質収支、名目収支、経常収支の各計数は季節調整済み年率換算。

円手取り額減少分を補てんすべく輸出価格引上げに努めつつあることや、原油価格が平均的にみると昨年度を下回るとみられること等、価格の動きにより相殺される面も大きいため、その縮小テンポは緩やかなものにとどまるとみられる。

## 4. 最近の金融情勢

(為替・金融市場の動向)

最近の内外為替・資本市場は、昨秋の世界的な株価急落に伴う動揺から脱し、安定を取戻しつつある。

まず、わが国の株式市場の動向をみると、昨年10月央の世界的な株価急落以降、年初にかけては、極めて不安定な地合いが続いていたが、その後は株価、取引量の両面でかなりのテンポで持直し、最近

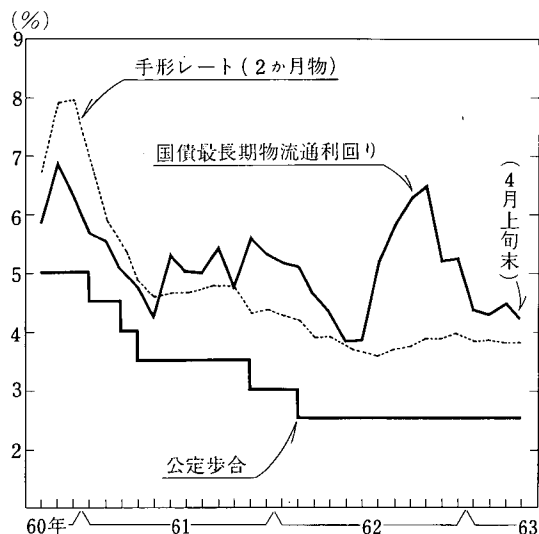
は、株価が再び既往ピークの水準を更新するに至っている。次に、為替相場の動向をみると、昨年末から本年初めにかけて、一時は1ドル=120円近くまで上昇したが、その後は、幾分円安・ドル高方向に戻し、ここ3か月間は、概ね1ドル=120円台半ばを中心とする比較的狭いレンジで推移するなど、かなり安定した状態が続いている。

もとより、昨秋の市場混乱の基本的な原因となった世界的な対外不均衡は、このところ次第に改善されつつあるとはいえ、規模自体はなお大きく、それだけに為替・資本市場にはなお不安定な要素が内包されていることは否定し難い。したがって、昨年2月の「ルーブル合意」や昨年12月および本年4月の7か国蔵相・中央銀行総裁共同声明に基づく主要国の協調体制がさらに成果を挙げ、対外不均衡の是正がより確固となることが重要であり、そうした主要国の政策努力が積重



(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。

れていること等を背景に、最終投資家が根強い投資意欲を示したことから、内外景気に対する市場の見方の好転にもかかわらず、幾分低下し、昨秋頃をかなり下回る低い水準となっている(図表11)。

## (マネーサプライの動向とその評価)

一方、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、本年1～3月には+12.1%と54年4～6月(+12.3%)以来の高い伸びとなった(図表12)。当面4～6月を展望すると、前年比伸び率は+12%前後と、高水準を続ける可能性が大きい。

このようにマネーサプライが高い伸びを続けている背景を通貨需要面からみると、①急テンポの景気拡大を反映して、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、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基本的な要因であるが、これに加えて、③大口定期預金の弾力化措置等(図表13)、金融自由化の一層の進展が「マネー」の魅力を高め、法人部門を中心に資産動機による通貨需要を高めていることも指摘できよう。この間、株式・土地等既存資産にかかる資金需要は、昨秋以降総じて落着いた動きを示している。

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、ひと頃より増勢

ねられることにより、各国の「ファンダメンタルズ」が改善し、為替相場が安定することが強く期待される。

この間、市場金利の動向をみると、長期・短期ともに総じて落着いた展開を示している。すなわち、短期市場金利は、日本銀行の弾力的な市場調節スタンス等を反映して、金融市場が季節的に繁忙化する年度末を含め、落着いた動きを続けている。また、長期市場金利も、上記短期市場金利の落着きや当面国債の大量償還が見込ま

(図表12)

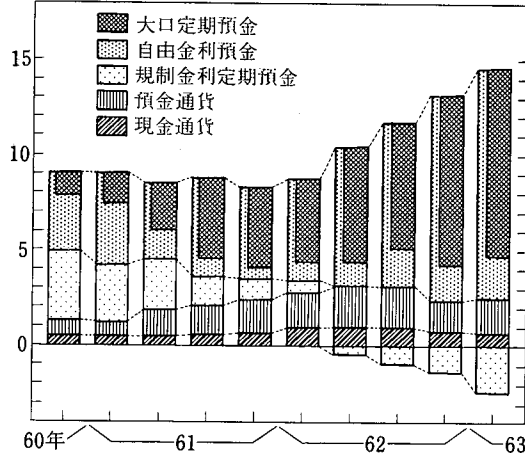
マネーサプライ関連指標の推移

(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月	6.5	4.3	4.8	8.3	6.3
7～9月	6.2	4.2	4.7	8.3	5.9
10～12月	7.0	3.7	4.5	9.0	5.3
61年 1～3月	6.7	3.4	4.2	9.0	5.8
4～6月	6.9	6.7	6.7	8.5	6.7
7～9月	8.9	7.4	7.8	8.8	8.6
10～12月	11.3	8.1	8.9	8.3	8.4
62年 1～3月	14.7	8.9	10.3	8.8	9.8
4～6月	16.1	9.9	11.3	10.0	10.9
7～9月	15.2	10.2	11.4	10.8	10.2
10～12月	12.3	7.9	9.0	11.8	10.4
63年 1～3月	p 10.5	p 8.7	p 9.1	p 12.1	10.7

(注) p は速報。

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



(注) 63年第1四半期は速報。

は若干鈍化したとはいえ、高い伸びを続けている(図表14)。これは、上記の事情から資金需要が漸増傾向をたどるなかで、金融機関の業容拡大意欲が依然根強いことを反映したものといえよう。

次に、マネーサプライの伸びを実体経済との関連で評価するため、M<sub>2</sub>+CDの流通速度(名目総需要/M<sub>2</sub>+CD平残)をみると、緩和の長期化を反映してほぼ一貫して低下しており、今次金融緩和期に入ってからからの累積低下幅は、前回は

(図表13)

## 大口定期預金等の弾力化措置の内容

	大口定期預金		C	D
	期 間	最低預入単位	期 間	最低発行単位
60年10月	3 か月～2 年	10億円	1～6 か月*	1 億円*
61年4月		5 億円	1 か月～1 年	
9 月		3 億円		
62年4月	↓	1 億円		
10月	1 か月～2 年	↓	↓	↓
63年4月 4 日以降	↓	50百万円	2 週間～2 年	50百万円

\*60年4月から。

(図表14)

## マネーサプライの信用面の対応

(%)

	M <sub>2</sub> +C D 前 年 比	寄 与 度			
		民間向け 信 用	うち貸 出	財政部門 向け信用	そ の 他
58 年 度	7.4	8.1	7.9	0.9	－ 1.6
59 年 度	7.8	9.4	9.0	1.3	－ 2.9
60 年 度	8.3	10.2	9.6	0.5	－ 2.4
61年度上期	8.5	10.1	9.5	1.0	－ 2.6
下期	9.2	9.9	9.3	1.2	－ 1.9
62年度上期	10.6	11.2	10.5	0.9	－ 1.5
下期	11.5	11.9	10.8	0.7	－ 1.1

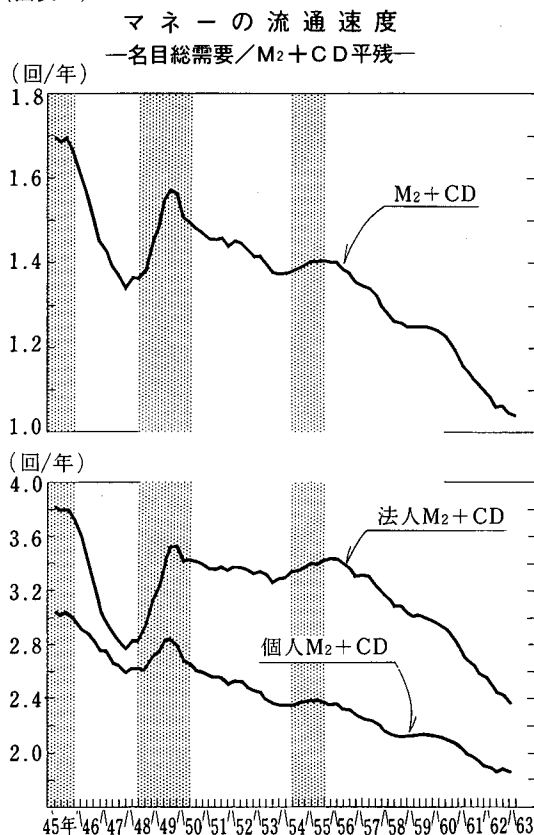
(注) 1. 末残の期中平均。

2. 62年度下期は62年10月～63年2月の平均。

もとより、前々回緩和期をも上回っている(図表15)。

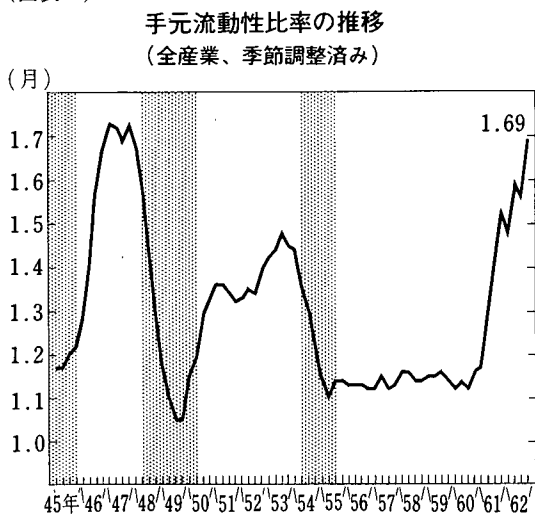
もとより、全体としてみたマネーの流通速度には低下トレンドがあるため、金融の緩和が長期にわたれば、累積低下幅が大きくなる点はある程度割りいてみる必要があろう。しかしながら、流通速度低下テンポが60年頃から一段と速まっており、さらに、景気の拡大局面入り後も、法人部門を中心に急速な低下を続けていることは、前回、前々回緩和期とは大きく異なる点である。法人部門の流通速度については、長期的にみて必ずしも低下トレンドが存在せず、過去においても、大幅に低下した後に急激に上昇する例がみられた。これは、当初は資産動機から需要されたマネーであっても、インフレ期待が高まるような場合には、容易に取引のためのマネーに転化し、在庫積増し等の形で支出増につながりうることを意味するものである(調査月報63年2月号掲載論文「最近のマネーサプライの

(図表15)



- (注) 1. 63年第1四半期は日本銀行調査統計局推計。  
2. シャドー部分は金融引締め期を示す。

(図表16)



- (注) 1. 日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(63年2月)による。  
2. シャドー部分は金融引締め期を示す。

動向について」参照)。

この間、「主要短観」の企業金融関連指標をみても、手元流動性比率等は前々回緩和期にはほぼ匹敵する引緩みを示している(図表16)。

マネーサプライと実体経済の関係は、これまでの金融自由化の影響等から、従来に比べれば幾分不安定化していることは否定し難い。しかし上記の諸点を勘案すれば、これを割引いても、現在のマネーサプライの伸びは実体経済の伸びに比べてかなり高めであることは否めず、長い目で物価の安定を維持していくとの観点や、金融・資本市場の安定性を確保するとの観点から、今後とも注視を怠れないところである。

以上の諸点からみて、63年度のわが国経済は、景気が腰折れするリスクは小さいとみられる一方で、実体経済、金融の両面において、物価上昇圧力が高まるリスクを内包している点に十分留意しておく必要がある。

わが国経済の当面する最大の課題は、現在の景気の自律的拡大を極力息長く持続させ、対外不均衡の着実な是正に向けて経済構造調整を推進していくことである。そうした持続的な内需の拡大を実現するうえで、物価の安定基調を確

保していくことが不可欠の前提条件であることは、もはや多言を要しまいが、そのためにも、市場開放を通じて「輸入の安全弁」をより確実なものとすることや、とくに素材業種において順便な生産が行われること等によって、需要の増加に見合った供給体制が確保され、同時に、規制緩和が一層推進されることが強く期待される。

マクロ政策の運営については、上記の本年度経済が内包するリスクを念頭に置きつつ、今後の情勢変化に対応した機動的な運営を図ることが肝要である。まず財政政策については、本年度予算の執行に際し、今後の情勢変化に対応しつつ、慎重かつ弾力的な運営を図ることが望まれる。また、仮に今後税収が予想以上に増加する場合にも、これを景気・物価動向を勘案することなく安易に財政支出の追加等に充てることは回避すべきであろう。

金融政策については、景気が力強い拡大局面にあるだけに、基本的には物価の安定を重視した政策運営を行うことが、現在の内需の拡大を持続させ、国際協調にも資するものと考えられる。日本銀行としては、こうした基本的な考え方の下で、物価情勢や為替市場の動向等を十分注視しつつ、当面は現在の金融の基調を維持していく方針である。