

情 勢 判 断 資 料 (63年夏)

——わが国金融経済の分析と展望

概 況

63年度入り後のわが国経済の動向をみると、公共投資および住宅投資に頭打ち傾向がうかがわれ、経済成長のテンポは幾分鈍化しているが、国内民間需要の中でもウエイトの大きい設備投資、個人消費は、企業収益、雇用といった所得面での改善と表裏一体のかたちで増加しており、景気の自律拡大色はむしろ一層鮮明化しつつある。この間、物価は安定基調を続け、対外不均衡も緩やかながら縮小傾向をたどっている。海外に目を転じると、米国では輸出の増加をリード役に、また欧州、アジア NIEs 等では内需の堅調から、いずれも総じて底固い景気拡大をみており、今後もそうした基調を続ける公算が大きい。

本年後半以降のわが国経済を展望すると、こうした海外経済の拡大持続のもとでも、外需はこれまでの円高を起点とする経済構造調整の一段の進展を背景に引続き減勢をたどる可能性が高く、また、政府支出も高水準を続けながらも、伸びは漸次鈍化していくものとみられる。しかしながら、国内民間需要は、これまでの景気拡大のもとで増加した企業収益、家計所得が、企業・消費者マインドの積極化を背景に、支出増となって顕現化するため、引続き力強く拡大することが期待できよう。また、そうした内需主導の景気拡大と、経済構造面での調整の効果から、対外収支不均衡も、緩やかながら縮小傾向をたどるものとみられる。

このように、現在わが国ではかなり息の長い成長が展望可能となっているが、その実現のための最大の条件は、物価安定の維持である。かりに物価が上昇した場合には、家計の実質購買力の低下や、企業経営における不確実性の増大を通じて、内需拡大の基礎が失われかねない。これまで、急速な景気拡大にもかかわらず、物価が安定を続けてきたのは、主として円高や生産の拡大に伴う原材料・労働コストの低下と、大幅な内外価格差を背景とする製品輸入の増加によるものであるが、同時に、これらが内外における供給余力の存在に依存していたことも忘れてはなるまい。

今後の物価情勢を考えると、6月下旬以降幾分替相場が円安化しているとはいえ、原油価格の軟調地合いに加え、引続き内外の製品価格差が大きいことなどから、当面は安定基調が急速に崩れるとは予想されない。しかしながら、原材

料・労働コストが下げ止まりとなりつつあることや、内外経済が拡大を続けるなかで、世界的に需給環境が引締まりつつある点には、十分留意しておく必要がある。かりにこうした状況のもとで、国際商品市況が上昇を続けたり、為替相場が行き過ぎた円安化を示す場合には、現在の在庫水準が低く、稼働率も高いだけに、在庫積み増しを急ぐ動きが広範化し、需給を一層逼迫させるリスクを無視しえない。こうしたリスクを軽減するためにも、国内供給や輸入の拡大により物価の安定を確保しうよう、各種規制や取引慣行を引続き見直していくことが望まれる。

金融面に目を転じると、円の対ドル為替相場は6月下旬に若干円安化し、その後も不安定な地合いを続けている。また、国内金融市場でも、為替相場の動向に左右されながら、金利の変動がみられている。わが国経済は、国際的にみて際立って良好なパフォーマンスを示しているだけに、為替相場が一本調子で円安化するとは見難いが、かりにそうした事態となれば、国内物価や対外収支調整に対する悪影響はもとより、国内金融・資本市場に対しても、攪乱的な影響を及ぼそう。日本銀行としては、為替市場がわが国経済のファンダメンタルズに見合うかたちで安定することを強く期待しており、相場が過度に変動するような事態となれば、相応の対応を図る考えである。

一方、マネーサプライは、昨年中はほぼ一貫して増勢を加速してきたが、最近になって増勢がやや鈍化している。しかしながら、伸び率が依然高いことに加え、これまでの急速な増加の結果、残高としても、実体経済活動との関係でみて高めである状態が続いており、長い目でみた物価安定を維持するとの観点等から、今後とも注視を怠れないところである。

マクロ経済政策については、以上の経済・金融情勢を踏まえ、慎重な運営を行うことが肝要である。財政政策については、物価上昇圧力を高めないように留意し、目先の税収好調等にとらわれることなく、長期的な視野に立って内需の持続的拡大に資するような運営が望まれる。

金融政策については、物価安定に重点を置いた政策運営を行うことが、息の長い内需の拡大に寄与するものと考えられる。日本銀行としては、こうした考え方のもとで、当面これまでの基本スタンスを維持していく方針であるが、引続き予断をもつことなく、物価情勢や為替相場の動向などを注視しつつ、適切かつ機動的な対応を図っていく考えである。

〔目 次〕

- | | |
|--|---|
| 1. 最近の経済情勢
(自律拡大色の強まり)
(景気、物価、対外不均衡是正の好循環) | (3) 対外収支の展望
(4) 物価動向の展望
(供給力は拡大を持続)
(内外需給の引締まり)
(為替相場と物価) |
| 2. 63年後半以降の経済の展望
(1) 海外経済の展望
(米国景気は着実な拡大を持続)
(欧州・アジア NIEs 経済も拡大基調)
(2) 国内景気動向の展望
(外需は減少を持続)
(設備投資・個人消費は本格的に拡大) | 3. 最近の金融情勢
(為替・金融市場の動向)
(マネーサプライの動向と評価)
(当面のマクロ政策課題) |

1. 最近の経済情勢

(自律拡大色の強まり)

わが国の経済は、昨年後半以降、急速な拡大を続けてきた。先般公表された G N P 速報によれば、63年 1～3 月の実質成長率は、前期比・年率+11%と、前 2 四半期に続き高い成長となり、前年同期比でみても、+6.8%と 48年 7～9 月 (+7.5%) 以来の高い伸びとなった。なお、こうした成長率の高さには、本年が閏年にあたることによるかさ上げも影響しているが、これを調整しても前期比・年率+9%程度(前年同期比+6%強)の高い成長となった。

63年度入り後の動向をみると、前年度政策面からの刺激効果をいち早く体现するかたちで大幅に増加した公共投資、住宅投資に、さすがに頭打ち傾向がみられ、またゴールデン・ウィークの連休が例年以上に大型であったことや、規制に関連した輸出の一時的減少などから、4～6 月期の景気拡大テンポはいったんかなり低下したものとみられる^(注1)。

しかしながら、企業の在庫過剰感がほぼ一掃されている^(注2)ことや、これまでの景気拡大により、企業収益、賃金・雇用が大幅に改善し、それが企業・消費者のマインド好転を通じて、着実に設備投資や個人消費の増加につながっているこ

(注1) 閏年要因の反動も、計数的には、4～6 月に実質 G N P 成長率を前期比・年率 2% 方引下げる効果をもつものとみられる。

(注2) 5 月の日本銀行「主要企業短期経済観測調査」製造業の製品在庫判断 D. I.、生産設備判断 D. I. (「過剰」マイナス「不足」) は、いずれも 50 年代で最も低い水準にあり、同「全国短観」製造業の設備判断 D. I. は、△3% と不足超過となっている。

と等からすると、拡大テンポが若干鈍化しつつあるにはせよ、景気拡大の自律性はむしろ強まっているとみるべきであろう(図表1)。

(図表1)

景 気 の 現 局 面

	62年 1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	63年 1～3月	4～6月
実 質 G N P (前期比、年率%)	6.1	0.0	8.4	7.5	11.3	n.a.
鉱 工 業 生 産 (前期比、%)	0.9	0.0	3.6	3.5	3.2	(4～5月) Δ 0.9
製 商 品 在 庫 判 断 D. I. (「過 大」-「不 足」)	21	16	14	6	3	1
製 造 業 売 上 高 経 常 利 益 率(%) (除く石油精製)	3.34 (61/下期)	4.08 (62/上期)			4.82 (62/下期)	〈計 画〉 4.91 (63/上期)
製 造 業 業 況 判 断 D. I. (「良 い」-「悪 い」)	Δ 27	Δ 27	Δ 22	Δ 4	11	30
法 人 企 業 動 向 調 査 設 備 投 資 (前年比、%)	1.6	3.9	3.9	19.0	22.6	〈計 画〉 25.3
有 効 求 人 倍 率(倍)	0.62	0.65	0.72	0.81	0.88	(4～5月) 0.97
実 質 賃 金 (前年比、%)	3.2	2.2	1.0	2.0	1.7	(4～5月) 3.6
全 国 百 貨 店 売 上 高 (前年比、%)	4.1	5.7	5.7	6.2	7.5	(4～5月) 8.2
新 車 登 録 台 数 (前年比、%)	1.8	Δ 1.7	8.5	10.2	15.2	16.8
公 共 事 業 請 負 額 (前年比、%)	7.3	0.3	11.5	28.8	14.8	8.0
新 設 住 宅 着 工 戸 数 (前期比、%)	1.3	8.5	12.4	0.5	Δ 4.5	(4～5月) Δ 7.1
国 内 卸 売 物 価 (前期比、%)	Δ 0.8	Δ 0.2	0.8	0.2	Δ 0.9	Δ 0.3
商 品 市 況 (前期比、%)	0.4	0.4	6.8	4.3	Δ 3.7	Δ 0.2
経 常 収 支 (億 ド ル)	253	213	199	205	231	(4～5月) 185

(注) 1. 設備投資は電力を除く全産業ベース。

2. 製商品在庫判断 D. I.、業況判断 D. I.、製造業売上高経常利益率は日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(63年5月)による。

3. 商品市況は日本銀行調査統計局作成指数。

4. 経常収支の4～6月は4～5月の四半期換算。

(資料) 経済企画庁「国民所得統計」、日本銀行「主要企業短期経済観測調査」等

すなわち、企業収益は製造業、非製造業とも、急速に改善しており、企業の業況感は一段と好転している。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」)によれば、製造業の業況判断D.I. (「良い」マイナス「悪い」)は、本年2月時点で約2年ぶりに「良い」超に転じたあと、5月時点では、+30%と、50年代以降のピークに並ぶ水準にまで達し、また、非製造業における業況良好感も一段と強まり、+36%と、48年11月以来の高水準となった。こうした収益・業況の好調と稼働率の上昇から、企業の設備投資態度は一段と前向き化しており、63年度設備投資計画も、製造業、非製造業いずれにおいても、2月時点比かなりの上乗せがなされた結果、それぞれ前年度比+18.6%、+7.7%(電力を除くベース)と、高い伸びが見込まれている。なお、こうした設備投資意欲の高まりには、企業が円高に対応するため、新たな分野への進出を含め、積極的な業務展開を図っていることも大きく寄与していることはいうまでもない。

他方、雇用環境も顕著に改善している。有効求人倍率は、62年11月以降、逐月50年代以降のピークを更新し、63年5月には0.99倍に達しており、雇用者数も、62年後半以降次第に増加が顕著となっている。また実質賃金は、62年度下期に所定外給与を中心に伸びを若干高めたあと、63年4～5月には、ベア率の上昇(労働省調べ、62年3.6%、63年4.4%)を受け、前年比+3.6%(62年度下期、+1.9%)と一段と伸びを高めている。こうした雇用・賃金の増加に加え、昨年度後半には所得税減税が実施されたこともあって、家計の可処分所得は目立って改善し、これを背景に、個人消費は、63年入り後一段と好調さを加えている。ちなみに、全国百貨店の売上高前年比は、62年中+4～6%で推移したあと、63年1～3月+7.5%、4～5月+8.2%となり、また、乗用車新車登録台数も、63年1～3月+15%、4～6月+17%と高い伸びを示している。

(景気、物価、対外不均衡是正の好循環)

以上のように、景気が力強い拡大を示すなかで、物価は総じて安定基調を維持してきた。すなわち、国内卸売物価(前期比)は、本年1～3月-0.9%、4～6月-0.3%と引続き低下し、消費者物価についても、民間サービス価格の上昇にもかかわらず、卸売物価の低下をうけて、落ち着いた動きとなっている(全国、前年比63年1～3月+0.8%、4～5月+0.2%)。この間、対外収支面に目を転じると、輸出が停滞を持続する一方、輸入が製品類を中心に高い伸びを続けていることから、経常収支黒字は振れを伴いつつも縮小傾向を示している(季節調整後・年率、62年度下期872億ドル、63年4～5月742億ドル)。

このように景気、物価、対外収支調整のいずれの面においても望ましい展開がみられるのは、円高のメリット面の顕現化、すなわち円高に伴い交易条件の改善と物価安定が併存し、それが企業・家計の実質所得の増加を通じて、内需拡大に結びつき、同時に対外収支調整に資してきたということを基礎とするものである。そうした基礎のうえに、製品輸入の拡大や輸出から内需への転換といった経済構造調整が進展し、それが国内市場での競争促進を通じて、対外不均衡是正のみならず、物価安定にも寄与している。いいかえれば、景気、物価、対外収支調整は、円高メリットを端緒として相互補完的な好循環を形成してきたわけであり、そうした好循環メカニズムのなかでは、製品輸入の増加も、いわば「パイが拡大するなかでの国内生産の代替」として、さして景気の足かせとならない一方、物価安定効果を通じて、内需拡大に寄与してきたといえよう。

2. 63年後半以降の経済の展望

マクロ経済運営の観点から、今後のわが国経済を展望するに際しては、①現在の景気拡大基調は長期にわたって持続しうるか、②対外収支調整の一段の進展を期待できるか、③物価安定は確保しうるか、の3点が主要な検討課題である。前節で述べたように、これまでのところ、これらの3側面は互いにそれぞれの好パフォーマンスを支えるようなかたちで展開してきた。しかしながら、こうした好循環の形成が、わが国および海外における供給余力の存在と、賃金コストの低下のもとで可能となってきたことも見逃せない点であり、今後の経済の展開も、かなりの程度そうした条件が引続き満たされうるか否かに依存している。以下こうした観点から、海外経済、わが国経済の本年後半の姿について、順に展望してみよう。

(1) 海外経済の展望

(米国景気は着実な拡大を持続)

まず、米国経済については、内需から外需へのスイッチングを伴いつつ、緩やかな成長が持続すると予想される。米国においては、大幅な為替調整による対外競争力の改善をてこに、86年後半から輸出数量が急速な増加をみているが、87年後半以降は、これに伴う生産、企業収益の増加を受けて、設備投資も力強い拡大を示している(図表2)。今後についても、為替相場が大きく動揺したり、物価が急騰しないかぎり、こうした傾向が続くものと期待しえよう。他方、個人消費については、生産拡大に伴う雇用の改善から、昨年10月の株価急落にもかかわらず

(図表 2)

米国の景気・輸出入動向

(1) 実質GNPの推移

(実質GNP前期比年率、成長率に対する寄与度・%)

	1986年	87年	87年 7～9月	10～12月	88年 1～3月
実 質 G N P	2.9	2.9	4.3	4.8	3.6
個人消費	2.7	1.3	3.5	Δ 1.7	2.4
設備投資	Δ 0.3	0.1	2.8	0.2	2.4
住宅投資	0.6	0.0	Δ 0.3	0.4	Δ 0.5
政府支出*	0.9	0.8	0.5	0.7	Δ 0.3
在庫投資*	0.1	0.4	Δ 1.5	4.9	Δ 2.0
国内需要	3.9	2.6	4.9	4.5	2.0
輸出-輸入	Δ 1.0	0.3	Δ 0.6	0.3	1.6

(注) *印はCCC(商品金融公社)の農産物買上げによる特殊要因を調整した計数。

(資料) 米国商務省「Survey of Current Business」

(2) 財別輸出入の推移

(実質GNPベース商品輸出入、前年比・%)

()内87年ウエイト・%	1986年	87年	87年 7～9月	10～12月	88年 1～3月
輸 出(100)	5.8	14.9	17.5	18.3	25.6
資 本 財(39)	10.3	17.2	20.2	26.2	37.3
原材料・部品(25)	3.6	10.6	8.5	8.0	14.8
食 料 品(11)	2.4	16.7	30.7	10.5	30.8
輸 入(100)	13.5	5.8	3.1	6.8	9.8
資 本 財(24)	19.2	15.9	15.9	23.3	27.4
消 費 財(17)	13.3	3.0	0.5	Δ 0.8	1.5
自動車・同部品(15)	9.0	2.7	Δ 2.6	3.9	0.4
石油・同製品(17)	24.7	4.2	0.9	2.5	17.3

(資料) 米国商務省「Survey of Current Business」

ず、これまで比較的堅調に推移してきたが、今春以降金利が上昇しているため、年後半には幾分抑制されるものとみられる。また、住宅投資については、金利感応度が高いことに加え、86年までの増加によってストック調整圧力が根強いいため、引続き減勢をたどると予想される。この間、輸入については、設備投資関連の資本財が、引続き増加するとみられるが、一方消費財は、すでに87年後半より減勢を示しはじめており、今後消費の伸びがスローダウンすれば、減少傾向を強めるものと期待される。

このように、景気拡大が持続するなかで、問題はこれまでの物価安定基調を維持しうるか否かにあろう。この点については、これまで失業率の低下にもかかわらず、賃金の上昇がなお小幅にとどまっている(88年4～6月前年比+3.6%)ことや、製造業における設備投資拡大の影響から、すでに生産能力が増加傾向を示すに至っている点は安心材料ではあるが、同時に、①今春以降一部の国際商品市況が上昇し、また製品輸入価格も上昇の方向にあること、②製品需給、労働需給がともにかなり急速に引締まりの方向にあることなど、懸念材料も少なくない。したがって、物価安定を確保し、対外収支調整を一層進展させるとの観点からは、国内需要の行き過ぎた拡大を回避することが肝要であり、米国連邦準備銀行も、今春以降引締め気味の運営を行っているが、今後とも財政赤字の着実な削減などを含め慎重なマクロ政策の運営が望まれるところである。

(欧州・アジア NIEs 経済も拡大基調)

欧州については、英国が個人消費の好調を背景に、急速な拡大を示しており、物価も上昇気味である。同国における高い賃上げ率からみて、当面はこうした状態が続く公算が強い。また、西ドイツでは、景気に持直し傾向がみられる一方で、マルク相場下落や国際商品市況の強調から、物価は幾分上昇気味となっている。ドイツ・ブンデスバンクが6月末に公定歩合の0.5%引上げを決定したのも、こうした物価面での懸念に対処したものである。この間、フランス、イタリアについては、引続き緩やかな拡大が続いているが、物価上昇率は、比較的モデルレートにとどまっている。

アジア NIEs では、総じて為替相場上昇に伴う輸出減速の影響から、成長テンポが幾分スローダウンしつつあるものの、すでに設備投資、個人消費等の内需が拡大局面に入っているため、高めの成長を続けるとみられる。なお、わが国の製品輸入の約1割を供給する韓国では、内需の堅調と賃金の上昇から、物価が上昇傾向にある。

(2) 国内景気動向の展望

(外需は減少を持続)

以上のように、海外経済は拡大を持続するとみられるが、そうしたなかでも、わが国の外需は引続き着実に減少するものとみられる。すなわち、輸出については、規制に関連した振れを伴いつつも、海外現地生産の稼働本格化や、輸出価格の一段の引上げを背景に、停滞基調を続けることが予想される。他方、輸入については、内需の堅調に加え、企業の部品輸入や開発輸入、逆輸入の動きが一段

と広範化する方向にあることから、製品を中心に引続き高い伸びとなるとみられる。なお、6月下旬以降、為替相場は幾分ドル高・円安化したが、企業がそれまでの大幅円高の過程で取組んできた構造調整がすでにより本格化していることや、3月以降円はドル以外の通貨に対しては上昇してきたこと(円の対ドイツ・マルク相場は、3月から7月中旬まで6%上昇)などからみて、今後為替相場が安定を取戻すかぎり、輸出入数量調整の進展が大きく阻害されるとは考え難い。

政府支出については、63年度予算はかなり大型ではあるが、補正後の昨年度予算比ではほぼ横ばいのため、工事の本年度へのズレ込みを勘案しても、伸びとしてはかなり鈍化していく方向にある。

このように、輸出、政府支出という外生需要は緩やかな展開にとどまるとみられるが、国内民間需要は、以下で示すように、力強い拡大を持続する可能性が高い。

(設備投資・個人消費は本格的に拡大)

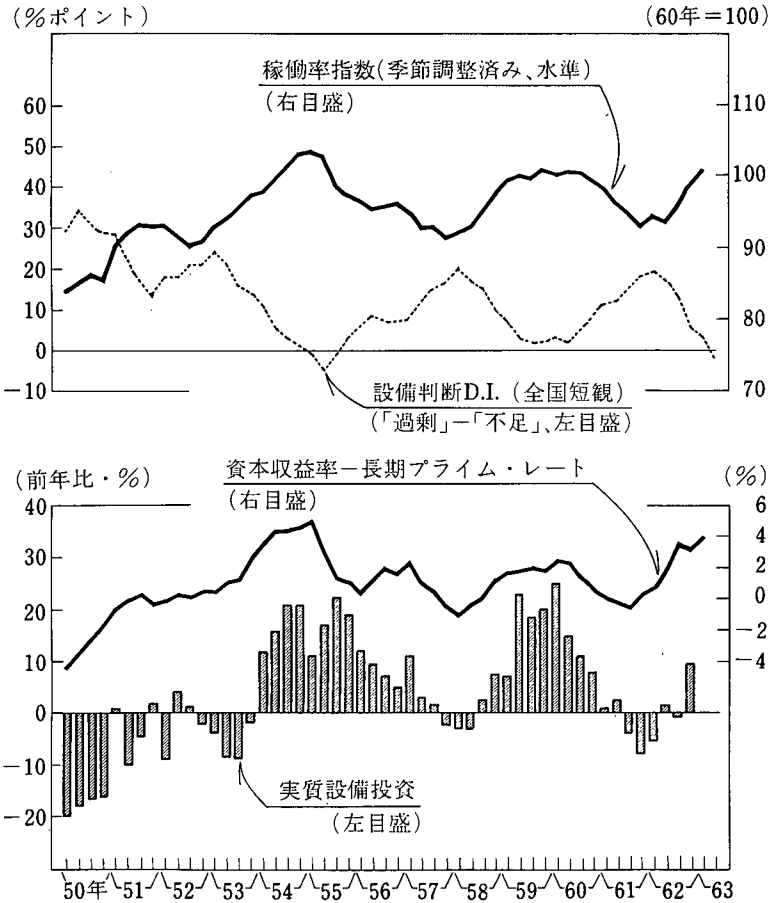
G N P の7割強を占める設備投資・個人消費については、すでに自律的な拡大局面に入っていると判断され、今年度下期においても拡大を続けるものとみられる。これは、これまでの景気拡大のもとで増加した企業収益、家計所得が、物価安定が確保されるかぎり、引続き支出の増加として顕現すると予想されるためである。

まず設備投資についてみると(図表3)、製造業では、収益の好調と稼働率の高まりを背景に、素材業種においても久方ぶりに能力増強投資が本格化しており、産業構造調整のための投資や新製品開発投資も、昨年度に引続き活発に実施される方向にある。また、輸出関連の多い加工業種においても、新製品開発投資や合理化投資、さらには新規部門での能力増強投資や内需掘り起こしのための拡販投資などがいずれも増加しつつある。

こうした製造業の設備投資は、年後半にかけ徐々に能力化してくるとみられ、それにつれ稼働率の上昇も鈍化していくと考えられる。こうした供給能力の拡大は、物価安定の基盤を強化し、息の長い成長を実現するうえで不可欠のものであるが、他方で、かりに投資の盛行が資本ストックの過剰をもたらし、その後の設備投資調整を惹起するような場合には、内需拡大の長期的持続性という観点から、問題となろう。そこで設備投資循環の観点から、今年度から来年度へのつながりを検討すると(図表4)、今年度の製造業の設備投資が15~20%増加したとしても(「主要短観」製造業の63年度設備投資計画は、前年度比+18.6%)、能力

(図表 3)

製造業設備投資の動向



(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。

(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」

日本銀行「全国企業短期経済観測調査」(63年5月)

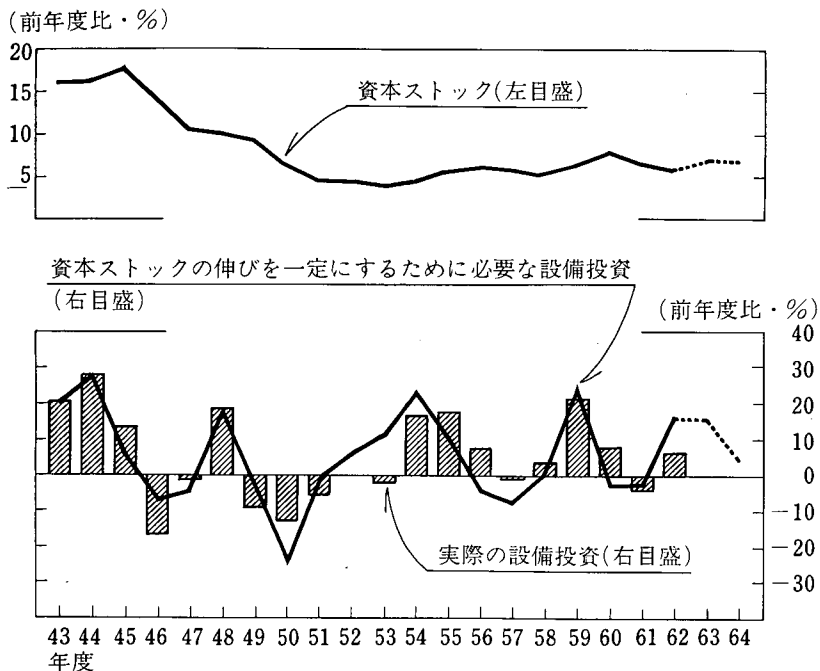
大蔵省「法人企業統計」

経済企画庁「民間企業資本ストック統計」

増強投資の割合が過度に高まって、資本係数(資本ストック/生産能力)が大きく低下しないかぎり、63年度後半においてもストック調整圧力はさして高まらず、このため投資の伸びは鈍化するにせよ、来年度にかけても、増勢基調を維持しようとの試算が可能である。これは、基本的に、61年から62年前半にかけて、円高に伴う企業収益の悪化や先行き不透明観の広範化から、製造業設備投資が大きく手控えられたため、最近における投資の回復にもかかわらず、生産能力はさして伸びていないためである。もちろん、来年度の設備投資は、その時点での需要の伸びや収益の状態、さらにはそれらの先行き見通し等種々の要因にも影響される

(図表4)

製造業設備投資と資本ストックの関係



(注) 資本ストックの伸び率を一定にするために必要な設備投資伸び率は、過去5年間平均の資本ストックの伸びを確保するとの前提のもとで、以下の計算式により試算。

$$K = K_{-1} + I - R \rightarrow \dot{K} = \frac{1}{(I/K)_{-1}} \cdot (\dot{K} + R/K_{-1}) - 1$$

[K: 資本ストック I: 設備投資 R: 除却]

(資料) 経済企画庁「民間企業資本ストック統計」

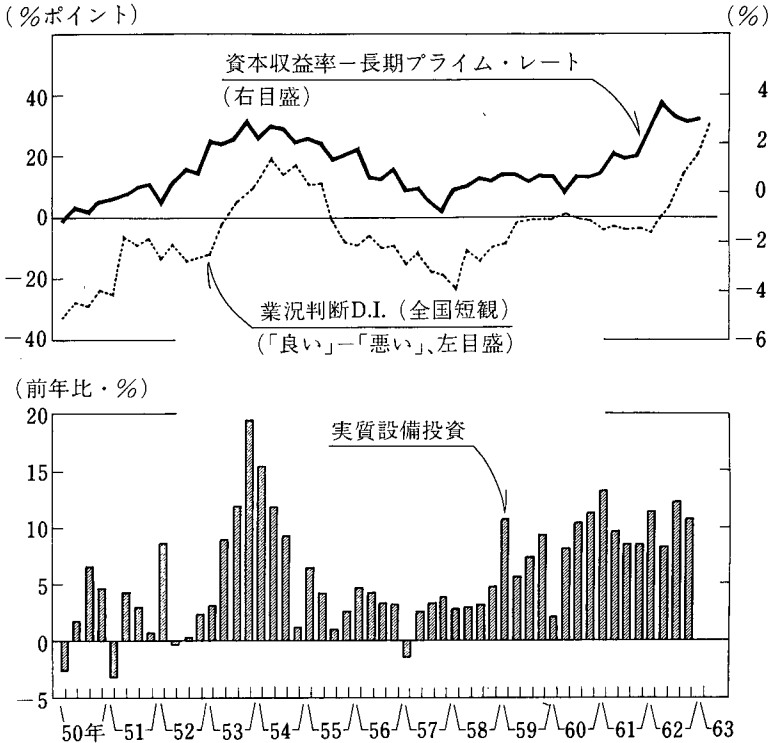
ため、現時点で十分な展望はなしえず、またこの試算結果も、設備投資の内容・業種別変化により左右されるため、幅をもってみる必要があるが、本年度後半から来年度初にかけても、少なくとも稼働率の大幅低下というかたちで調整圧力が大きく高まる可能性は低いとみることは可能であろう。

この間、非製造業についても、これまでのところ資本ストック面から調整圧力の高まりはみられず、旺盛な企業のOA需要や消費の堅調を背景に、リース、流通業界を中心に活発な設備投資が続いている(図表5)。今後についても、内需拡大のもとで収益が高水準を続けるとみられることや、リゾート開発、都市再開発等の新規事業の展開もあり、引続き高めの伸びを続けるものとみられる。

次に個人消費につき、その基礎となる家計の所得環境をみると、今春ベア率の上昇、雇用の増加に加え、企業収益の好調を背景として、ボーナス支給率も上昇傾向にあることから、引続き改善することを期待しえよう。さらに、所得増加の

(図表 5)

非製造業設備投資の動向



(注) 資本収益率については、図表3の(注)参照。

(資料) 大蔵省「法人企業統計」

日本銀行「全国企業短期経済観測調査」(63年5月)

経済企画庁「民間企業資本ストック統計」

内容をみると、このところ世帯主給与の増加が目立っており、資産収入や配偶者収入等による一時的な収入増加の場合に比べ、より素直に消費につながることを期待できよう。現に、過去の消費と所得内容別の動きをみても、54年、57年のように世帯主の実質給与が増加した局面では、消費性向が低下せず、所得増加が消費増加に直結している(図表6)。なお、これまでの消費好調には地価、株価の上昇等による「資産効果」も幾分かは寄与していたとみられるが、62年中はむしろ消費性向が低下傾向にあり、上昇に転じたのは62年末実施の所得税減税の影響がでた63年入り後であることから推すと、やはり消費好調の基本的背景は、物価安定による実質賃金の増加や減税による可処分所得の増加にあったとみるべきであろう。

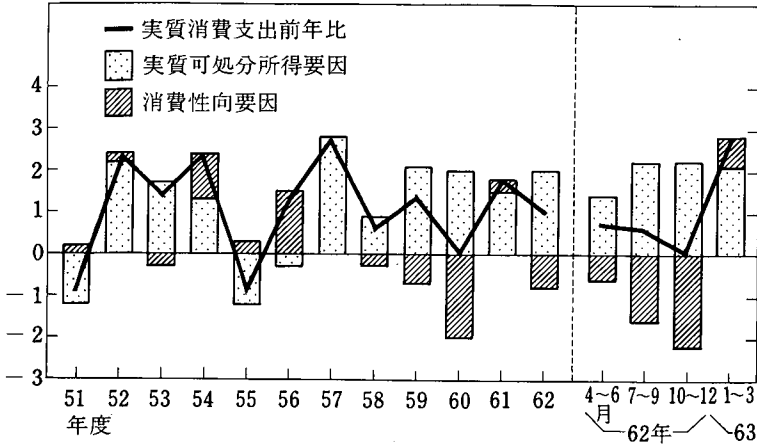
この間住宅投資については、最近に至り幾分減少の兆しを示している。最近における鈍化には、昨年後半にみられた住宅公庫金利引上げ前の駆け込み着工の反動

(図表 6)

個人消費の動向

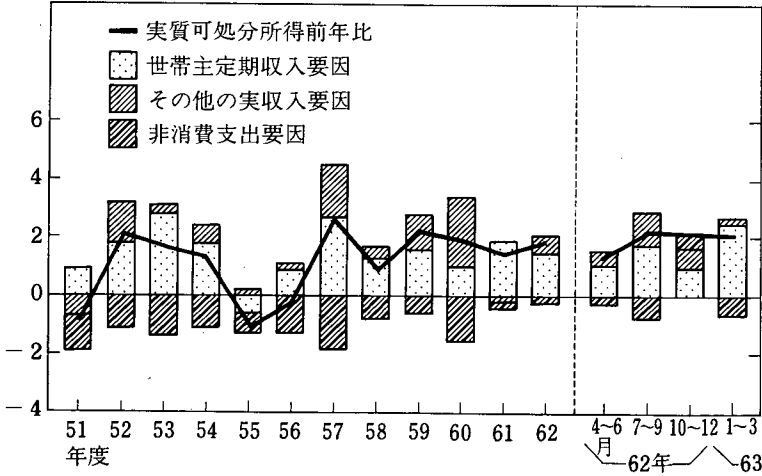
(1) 消費支出の推移(勤労者世帯、実質)

(前年比・%)



(2) 可処分所得の推移(実質)

(前年比・%)



(資料) 総務庁「家計調査報告」、「消費者物価指数」

がかなり影響しているとみられるが、昨年度の大幅増加が住宅ストック、とくに貸家の急増をもたらしたため、その調整が生じている面も強く、住宅投資は当面頭打ち傾向を強めよう。ただ、家計所得が順調に改善を続けることから、増改築需要は根強く、また、地価の上昇がマイルドな地方における住宅投資が、ある程度の下支え効果を果たすものと予想される。

このように今後のわが国経済では、政府支出や住宅投資が頭打ちとなる一方、設備投資と個人消費が力強い拡大を続けるものとみられる。こうしたもとで、経済全体の成長率は、昨年央から本年初にみられた年率7~11%といった急成長に

比べれば、スローダウンするとみられるが、これは、むしろインフレなき景気拡大を息長く持続するとの観点からは、望ましいものといえよう。

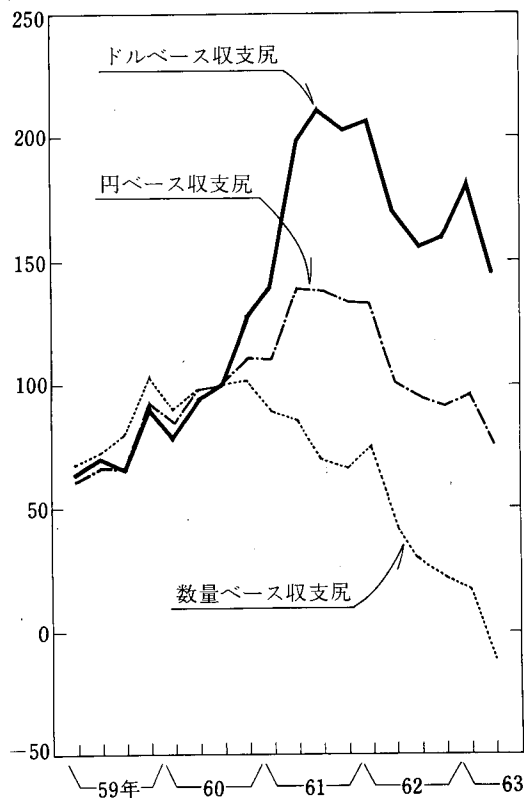
(3) 対外収支の展望

対外収支面では、内需好調のもとで、輸出入数量面での調整がかなりのテンポで進展しており、これを反映してドル・ベースの黒字も漸次縮小している(図表7)。今後についても、海外現地生産の本格稼働に伴う輸出代替の進行、内外価格差を背景とする製品輸入の増加持続が見込まれることから、対外不均衡の是正は基調的に進むことが期待できる。さらに、6月下旬以降のドル高・円安に伴い、円建輸出(62年度輸出のうち34%)のドル建金額が低下することも、ごく短期的には不均衡是正方向に作用しよう。ただもとより、ドルが今後とも持続的に上昇すると

(図表7)

貿易黒字幅の推移

(60年7~9月=100)



- (注) 1. 通関ベース(輸出-輸入)。季節調整済み。
2. 記念硬貨用金を除くベース(日本銀行調査統計局推計)。

(資料) 大蔵省「外国貿易概況」

なれば、これまでの実体経済面での調整の動きに逆行することはいうまでもない。なお、貿易収支黒字は漸次縮小するとみられるが、対外資産の累増に伴い、投資収益の受取りが引続き増加するとみられることから、経常収支黒字の縮小幅は、幾分減殺されよう。

(4) 物価動向の展望

物価動向に目を転じると、5月以降、国内商品市況が海外高の影響を受けて強調裡に推移しているが、国内卸売物価は、内外価格差の大きい最終財の値下がり等から、引続き落ち着いた動きを示しており、当面こうした安定基調を保ちうるとみられる。先行きについても、製品輸入の増加や、品目によっては、これまでの設備投資の能力化が、需給タイト化を抑え、物価を安定させる方向で作用することを期待しうると思われる。し

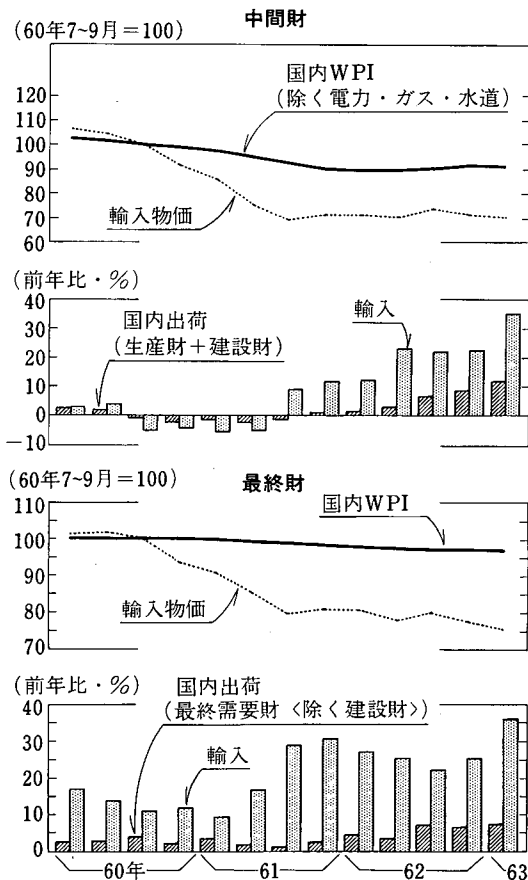
かしながら、景気が拡大を続けるなかで、国内の製品需給、労働需給がともに全体として引締まり方向にあることに変わりはなく、そうした状況のもとで、国際商品市況の上昇、あるいは為替相場の一段の円安化を契機として物価が上昇に向かうリスクは無視しえない。

（供給力は拡大を持続）

需給環境のうち供給面をみると、まず製品輸入については、最終財を中心に引続きかなりのピッチで増加を続けており（図表8）、今後も、大幅な内外価格差を背景とする製品の逆輸入や開発輸入の進展が予想されるため、国内市場の競争を促進し、物価を安定させる効果が期待できる。わが国の製品輸入の2割を供給するアジアNIEs側の事情をみても、自国通貨建ての輸出価格は、少なくとも電

（図表8）

国内物価と輸入の関係



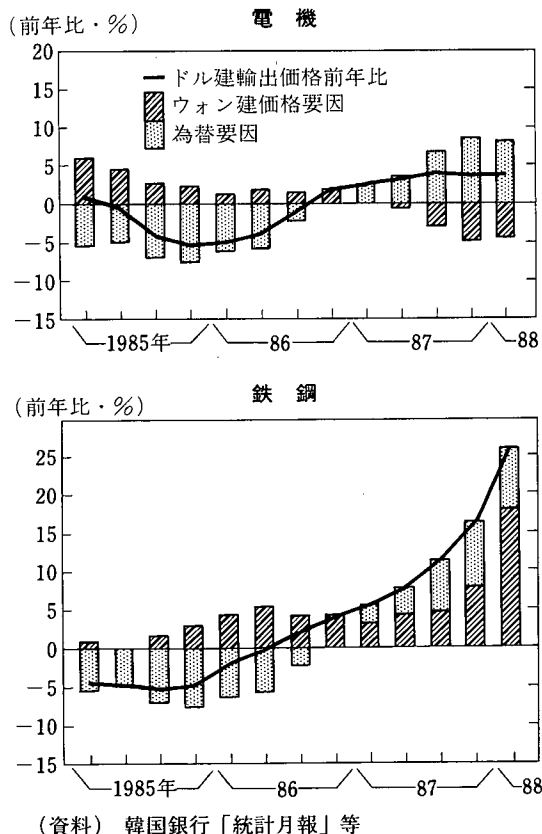
（資料） 日本銀行「物価指数年報」
大蔵省「外国貿易概況」
通商産業省「鉱工業生産動向」

気機械等の最終財に関するかぎり、低下傾向を示している（図表9）。わが国にとってそうした輸入の増加は、単に直接競合する国内最終財の価格の低下を促すのみならず、その原料である中間財（鉄鋼、化学等）の値上げに対する最終財メーカーの抵抗を強める効果をもつとみられるだけに、各種の規制や慣行が不当に輸入を制限していないか、引続き見直しを行っていくことが望まれるところである。

また、国内供給面でも、過去の経験からみれば、製造業設備投資は3四半期程度のラグをおいて能力化する傾向があるため（図表10）、昨年後半以降拡大に向かった投資は、本年後半にかけて徐々に需給緩和効果をもつに至るものと期待される。現に、昨年初来投資増加をみてきた化学、紙・パルプで

(図表 9)

韓国の輸出価格の動向



は、最近に至り、能力に増加の兆しがみられる。

(内外需給の引締まり)

もっとも、このような供給の増加を前提としても、製品需給は年後半にかけて、引続き引締まる方向にある。これは景気拡大のもとでは当然需要が増大し、また設備投資についても、本年度中はその需要押上げ効果の方がより強く顕現するとみられるからである。5月の「主要短観」からみると、現在企業の需給判断は、全体として50年代以降供給過剰感が最も少ない状態にあり、また業種別にみても、製造業13業種中、非鉄、紙・パルプ等4業種では不足感が台頭するなど(2月時点での不足感は、非鉄のみ)、需給引締まりに拡が

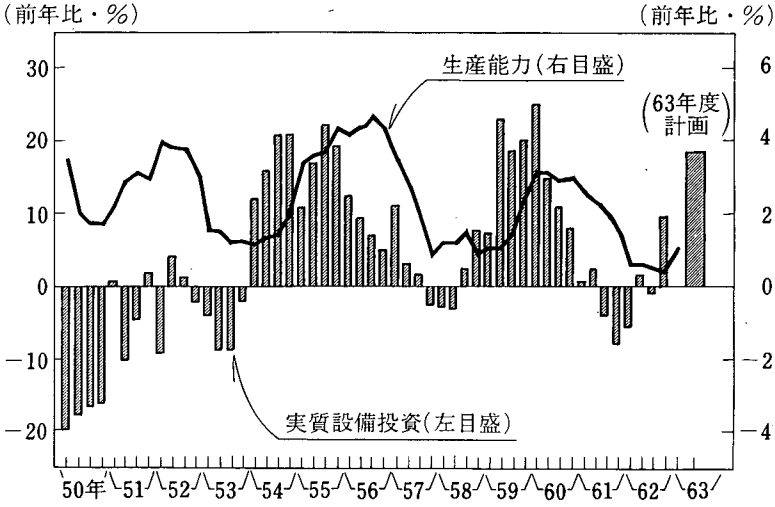
りがみられる。さらに、わが国、米国をはじめとする主要先進国およびアジアNIEsの景気拡大を反映して、海外の需給も引締まりつつあり(図表11)、とくに中間財については、わが国企業サイドからみた海外需給判断が需要超過に転じ、アジアNIEsの輸出価格も、最終財とは対照的に、上昇傾向を示している(前掲図表9)。

こうした状況下、海外商品市況は、5月以降、非鉄、穀物を中心にかなりの上昇を示してきた。もちろん、これまでの上昇は、天候不順や投機資金の流入などの要因により増幅されており、今後一本調子で上昇するとは必ずしもみられない。うえ、最近原油価格が軟調であるため、全般的な「輸入インフレ」につながる可能性は薄い。ただ、海外においても、需給は全体として引締まりを続ける公算が強いだけに、今後とも海外商品市況の動向には注視が肝要といえよう。

この間、労働コストについては、これまで急速な生産拡大と賃金の安定のもとで低下を続けてきたが(製造業のユニット・レーバ・コスト前年比、62年10～

(図表10)

製造業設備投資と生産能力との関係

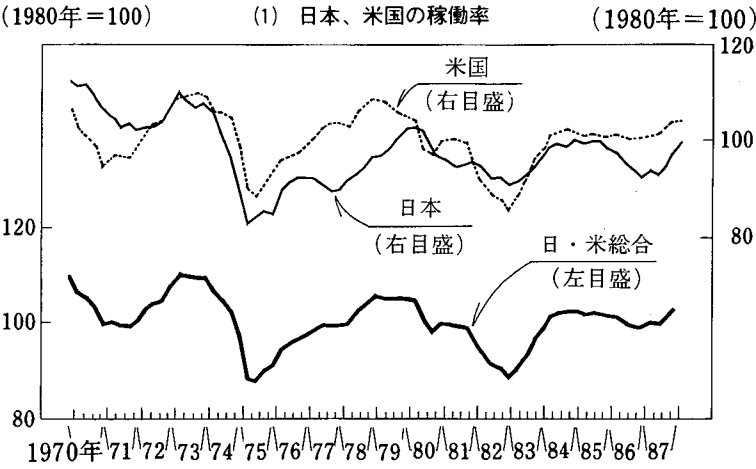


(注) 設備投資は、経済企画庁「民間企業資本ストック統計」ベース。ただし、63年度は、日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(63年5月)による。

(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」
経済企画庁「民間企業資本ストック統計」
日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(63年5月)

(図表11)

内外の需給環境



(注) 日・米総合稼働率指数は両国稼働率指数(1980年=100)を、1980年の出荷額ウェイト(日：米=1：1.9)で合成したもの。

(資料) 通産産業省「鉱工業生産動向」
F R B「Capacity Utilization」

(2) 企業の需給判断

(「需要超」-「供給超」・%)

	国内需給判断 D.I.				海外需給判断 D.I.			
	62年 5月	11月	63年 5月	(予測) 9月	62年 5月	11月	63年 5月	(予測) 9月
製 造 業	-47	-24	-12	-11	-36	-27	-16	-15
鉄 鋼	-72	- 8	4	4	-44	- 8	17	17
化 学	-26	- 9	4	5	-15	- 4	6	6
紙・パルプ	-62	-15	15	15	-15	- 7	8	8

(資料) 日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(63年5月)

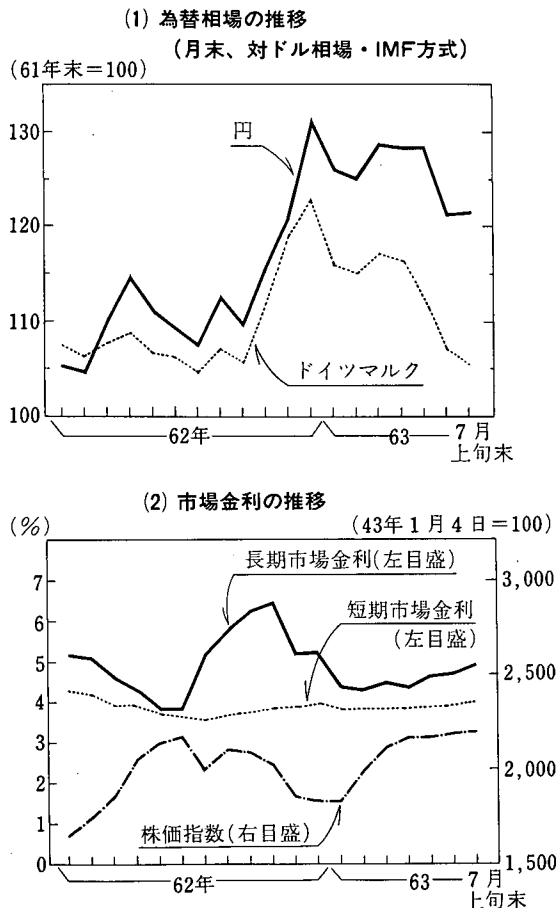
12月-3.4%)、今後は生産の伸びが鈍化する一方で賃金・雇用が増加傾向にあるため、次第に下げ止まりから上昇に向かう可能性が強い。

(為替相場と物価)

6月下旬から7月初にかけて、円の対米ドル相場は約10円、円安化し、その後も不安定な地合いを続けている。

(図表12)

為替相場・金利の推移



(注) 短期市場金利は手形レート2か月物、長期市場金利は国債最長期物流通利回り(店頭指標売気配)、株価は東証株価指数、いずれも月中平均。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」

今後為替相場が安定するとすれば、他方で原油価格が総じて軟調に推移していることもあって、コスト面から物価の安定が急速に崩れる可能性は小さいとみられる^(注3)。また、これまでの大幅円高を受けた内外価格差は依然大きい。そのため、製品輸入による物価安定効果も引続き作用することが期待できよう。しかしながら、在庫水準が低い一方で稼働率は高く、また、金融面でも流動性が潤沢であるだけに、為替相場の円安化が、物価先高観を醸成し、在庫積み増しの動きを広めることを通じて、物価上昇を現実のものとするリスクについては、十分に警戒的にみておく必要がある。

3. 最近の金融情勢

(為替・金融市場の動向)

為替市場の動きをみると(図表12)、円相場は3月下旬から6月

(注3) ちなみに、産業連関表等をもとに、為替相場円安化の物価に及ぼす影響をみると、1ドルにつき10円の円安は、卸売物価を約1%上昇させるとの試算結果がえられる。また同時に、この物価上昇圧力は、原油価格が3ドル/バレル低下すれば、ほぼ相殺されるとの試算結果もえられる。ただし、これはあくまでコスト面からのアプローチによるものであり、仮需の膨張等を想定していない点には注意する必要がある。

中旬の間、125円／ドル前後で、極めて小幅なレンジ内での小浮動を繰返してきた。しかし6月下旬から7月初旬にかけては、米国経済に対する市場における過度の過熱懸念が後退したことや、これに先立ち下落していたドイツ・マルクをはじめとする欧州通貨に対する円の割高感の台頭から、若干円安化し、その後も不安定な値動きを続けている。金融・資本市場では、春頃までは極めて安定的な推移を示していたが、米国金利の上昇や、上記円相場下落等を受けて先行きに対する不透明観が強まったため、金利は5月以降振れを伴いつつも、長期で概ね0.6%(国債最長期物)、短期で0.1%(手形レート2か月)方上昇をみている。また株価指数も、円安の進行につれていったん本年初来のピークに比べ3%強下落し、その後も円相場の動きに影響されるかたちで、浮動を繰返している。

すでにみたとおり、わが国の際立って良好な経済パフォーマンスに変化はみられず、したがって為替相場が一本調子で円安化するとはかならずしもみられないが、かりにそうした状況が発生する場合は、国内物価や対外収支調整に対する悪影響はもとより、金融・資本市場の安定性に対しても、攪乱的な影響を及ぼすおそれがある。日本銀行としても、為替相場の動向には多大の関心を払っており、相場が過度に変動するような事態となれば、相応の対応を図る考えである。

(マネーサプライの動向と評価)

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、図表13)は、昨年初来ほぼ一貫して増勢を加速してきたが、本年4～6月には+11.3%と幾分伸びを低め、7～9月には+10%台へとさらに増勢が鈍化すると予想される。

このように、マネーサプライが、引続き二けた台の高い伸びを続けつつも、増勢頭打ち傾向を示していることの背景を、通貨需要面からみると、①景気拡大テンポが、昨年央から本年初にかけてみられた急成長に比べれば、マイルドなテンポへと減速するため、実体経済活動に伴う取引需要の増勢が幾分鈍化すること、②過去1年をならしてみれば、金融の基調に変化が小さく、つれて、金利面からのマネー押上げ効果が一巡しつつあること、③昨年の同時期に活況を呈した土地・株式等の資産取引にかかる資金需要が、頭打ち傾向にあること、などを反映したものである。なお、マル優等非課税貯蓄制度が、本年4月に改正され、個別金融機関・商品の間では資金移動を引起こしているが、税が各種金融資産に広く課されたこともあって、マネーとその他金融資産の間のネットでみた資金シフトは、これまでのところは小幅なものにとどまっている。こうしたことから、マネーサプライへの影響も限定的であるが、どちらかといえば、押下げ方向に寄与

(図表13)

マネーサプライ関連指標の推移

(1) マネーサプライの推移

(%)

	M ₁	準通貨	C D	M ₂ +CD	(参考) 銀行券
60年度	4.5	9.9	18.5	8.7	5.8
61年度	8.4	9.2	- 4.0	8.6	8.4
62年度	10.2	11.7	8.7	11.2	10.5
61年10～12月	8.9	8.5	- 1.9	8.3	8.4
62年1～3月	10.3	8.2	8.9	8.8	9.8
4～6月	11.3	9.4	12.3	10.0	10.9
7～9月	11.4	10.0	25.4	10.8	10.2
10～12月	9.0	13.3	2.2	11.8	10.4
63年1～3月	9.2	13.8	- 4.0	12.1	10.7
4～6月	p 9.1	p 12.7	p - 0.6	p 11.3	12.3
63年6月残高 (兆円)	p 104.8	p 275.2	p 10.2	p 390.2	25.1

(注) pは速報。

(2) マネーサプライ信用面の対応

(%)

	M ₂ +CD 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
60年度	8.3	10.2	9.6	0.5	- 2.4
61年度	8.8	10.0	9.4	1.1	- 2.3
62年度	11.0	11.5	10.6	0.8	- 1.3
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	10.7	0.7	- 1.1
63年4～5月	10.3	11.3	9.8	1.4	- 2.4

(注) 末残の期中平均。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」

したものともみられる。

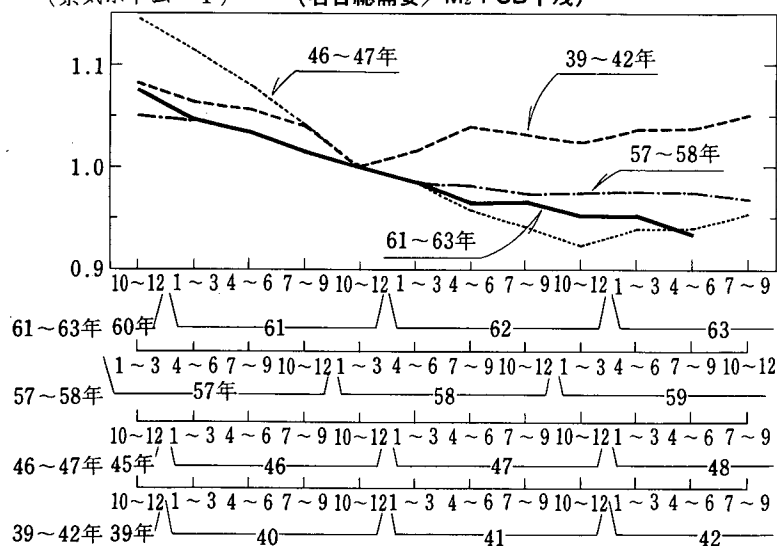
次に通貨供給面からみると、CP発行残高の増加につれて、金融機関のCP保有の増加が、マネー押上げ寄与を高めているが、金融機関の貸出の増勢は鈍化してきており、これがマネーサプライの伸び率鈍化の主な背景となっている。

この間、マネーサプライの水準を実体経済活動の規模に対比するため、その流通速度(名目総需要/M₂+CD平残、図表14)をみると、引続き低下傾向を示している。4～6月の流通速度の低下には、経済成長のテンポが一時的な要因からいったん減速することが響いており、この点は割引く必要があるが、景気拡大局面入り後1年半にもわたって流通速度が低下を続けている点は、40年代以降の本

(図表14)

マネー流通速度の推移

(景気ボトム = 1)

(名目総需要 / $M_2 + CD$ 平残)(注) 1. 39~42年は、 M_2 末残 3 か月平均の流通速度から算出。

2. 63年 4 ~ 6 月は、日本銀行調査統計局推計。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」

格的景気拡大局面ではほとんどみられない今回の特徴である^(注4)。流通速度の低下は、景気拡大に伴う通貨の取引需要が、これまでの金融緩和の過程で大幅に増加したマネーの「不活動残高」の活動化によって賄われるのではなく、新たなマネーの供給によりファイナンスされていることを意味しており、金融緩和の浸透を端的に表わすものである。またこうした金融緩和状態は、「主要短観」において、企業の金融緩和感が50年代以降のピークを更新し続けている事実からもうかがわれるところである(図表15)。

このように、マネーサプライの伸びは、次第に経済の拡大テンポに鞘寄せされつつはあるものの、その水準が実体経済活動の規模に比べ、高めである状況は続いており、長い目で物価安定を維持するとの観点等から、今後とも注視を怠れない。

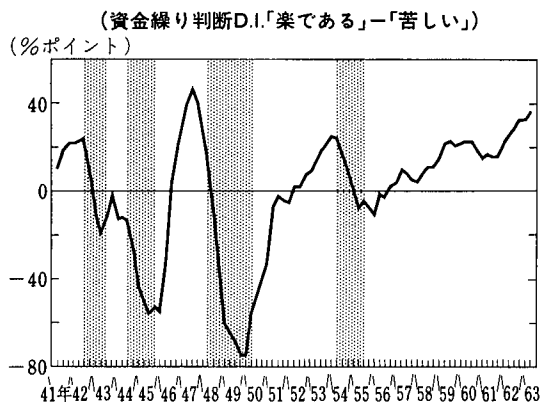
(当面のマクロ政策課題)

これまでみてきたように、わが国経済は、63年後半以降も、設備投資、個人消

(注4) これまで流通速度の低下が最も顕著であったのは、46年後半から始まる拡大局面であり、この時期には今回以上のピッチで流通速度の低下がみられたが、景気回復期入り後1年余を経て上昇に転じた。

(図表15)

企業の金融緩和感



(注) シャドー部分は金融引締め期。

(資料) 日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(63年5月)

費を軸とする景気拡大を持続するとの展望が拓けつつあるが、いうまでもなく、こうした持続的成長のための最大の条件は、物価安定の維持・確保にある。

これまでは急速な景気拡大にもかかわらず、物価が安定を続けてきたが、それが一時的ないし循環的要因、さらには海外における物価の安定基調に依存していた面は否定し難い。今後についても、引き続き内外価格差が大きく、また原

油価格が軟調気味で推移していることなどから、当面わが国の物価安定条件が急速に崩れるとは予想されないが、世界的に需給環境が引締め傾向にあるなかで、わが国国内の在庫水準が低く、また流動性も潤沢であることには十分留意しておく必要がある。

以上の状況下、マクロ経済政策については、慎重な運営を行うことが肝要である。財政政策については、かりに減税等により内需振興効果が期待される場合は、目先の税収好調等にとらわれず、公共投資等支出面での節度を保つといったかたちで、景気変動を平準化し、持続的な成長に資するような運営が望まれる。

金融政策については、景気が自律的拡大局面にあり、為替市場でも目先のドル安懸念が後退している状況のもと、物価安定に重点を置いた政策運営を行うことが、息の長い内需の拡大に寄与するものと考えられる。こうした考え方のもとで、日本銀行としては、当面これまでの基本スタンスを維持していく方針であるが、引続き予断をもつことなく、物価情勢や為替相場の動向などを注視しつつ、適切かつ機動的な対応を図っていく考えである。