

# 情 勢 判 断 資 料 (63年秋)

## ——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は、年度初に一時成長テンポが鈍化する局面もみられたが、その後は再び力強い拡大過程をたどっている。これは、設備投資・個人消費を両輪とする国内民間需要が、企業収益・家計所得の増加と表裏一体のかたちで盛上がり、両者の間に力強い前向きの自律的拡大メカニズムが作動しているためである。この間、物価は安定基調を持続し、対外不均衡も基調として是正の方向を維持するなど、景気、物価、対外収支いずれの側面でも、総じてバランスのとれた展開が続いている。一方、海外においては、米国を中心に景気が極めて堅調に推移するなかで、むしろ景気拡大の行き過ぎが懸念されるに至っている。これに対し主要各国は、すでに機動的な金融引締め措置を実施しており、こうした措置の結果、海外景気は、今後成長テンポを幾分スローダウンさせながら、安定的な拡大を持続するものと予想される。

本年度下期以降のわが国経済を展望すると、外需は引続き成長押下げ要因として作用するものと思われ、また政府支出も、高水準を維持するものの、景気に対しては概ね中立的な要因にとどまる可能性が大きい。一方、国内民間需要は、こうした外生需要の動向とは対照的に、設備投資・個人消費を中心として引続き力強く拡大する公算が大きく、そうした内需主導型の成長パターンの定着と、経済構造調整の進展から、対外収支不均衡も改善基調をたどることが期待される。

こうした望ましい経済の展開を息長く持続させるための不可欠の条件は、景気の行き過ぎを回避し、物価の安定基調を維持することにある。今後の物価動向を展望すると、依然かなりの内外価格差が残存する下で、低廉な輸入品の増加による物価安定効果が期待できるほか、原油価格も軟調に推移していることなどから、当面直ちに物価の安定基調が損なわれる可能性は小さい。しかしながら、景気拡大に伴って、製品需給、労働需給がすでに相当引締まった状況にあるだけに、物価を取巻く基本的な環境については依然警戒を怠れず、今後、総需要の拡大テンポが一段と加速する場合には、需給の逼迫が拍車されるとともに、賃金コストの上昇に伴う価格引上げ圧力が生じかねない点については十分留意しておく必要がある。

為替・金融面に目を転じると、円相場は6月下旬から7月初にかけて若干円安化したあと、概ね130円台前半で推移したが、10月中旬以降は円高方向に振れ、120円台後半で推移している。また国内金融市場では、長期金利が5月から9月初にかけて上昇傾向を示したあと、海外金利の低下や原油価格の下落等を背景に反落しており、また、夏頃から強含んでいた短期金利も最近は幾分軟化気味となっている。

この間、マネーサプライは、本年度入り後増勢が幾分鈍化しているが、長期にわたる金融緩和に伴ってマネーの「不活動残高」が依然累積を続けていることには変わりがなく、長い目でみた物価の安定や金融・資本市場の安定を確保するとの観点からは、今後とも注視が怠れない。

以上のような実体経済の動向および金融情勢の下では、引続き市場開放や規制の緩和に注力して、輸入の物価安定効果を最大限に確保する必要があるが、マクロ経済政策の面でも、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、現在の税収好調にとらわれることなく、歳出・歳入両面にわたって、景気の実態を踏まえた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、息の長い景気拡大に寄与し、国際協調にも沿うものと考えられる。日本銀行としては、当面これまでの基本スタンスを維持する方針であるが、引続き予断をもつことなく、物価情勢や為替相場の動向等を十分注視しつつ、適時適切な対応を図っていく考えである。

## 〔目 次〕

- |  |  |
|--|--|
| 1. 最近の景気・物価情勢<br>(景気は踊り場を挟んで順調に拡大)<br>(物価は着き基調)  | (3) 対外収支の展望<br>(4) 物価動向の展望                                   |
| 2. 63年度下期以降の経済の展望<br>(1) 海外経済の展望<br>(2) 国内景気動向の展望<br>(外需は緩やかな減少傾向)<br>(国内民間需要は力強い拡大傾向) | 3. 最近の金融情勢<br>(為替・金融市場の動向)<br>(マネーサプライの動向とその評価)<br>(当面の政策課題) |

### 1. 最近の景気・物価情勢

(景気は踊り場を挟んで順調に拡大)

わが国の経済は、設備投資・個人消費を中心とする内需の拡大と企業収益・家計所得の増加とが、相互に好影響を及ぼしつつ、若干の振れを伴いながらも自律的かつ力強い上昇軌道を歩んでいる。すなわち、実質GNPは、昨年7～9月以降、本年1～3月まで、外需の減少傾向にもかかわらず、消費、住宅、設備投資がいずれも力強い拡大を示すとともに、緊急経済対策に基づく政府支出の増加もあって、極めて高い成長率を示現した(当該3四半期中の成長率は年率+9%)。その後、本年4～6月には、前期比年率-3.9%と61年1～3月以来のマイナス成長を記録したが、これは、閏年でかさ上げされた1～3月期の反動など特殊要因が重なったこと<sup>(注1)</sup>に加え、実態的にも、公共投資、住宅投資の減少を主因に景気の拡大テンポがいったん鈍化したためである。しかしながら、最近発表された各種経済指標は、現在、わが国経済が設備投資・個人消費を中心に再び力強い拡大軌道をたどっていることを示しており、むしろ4～6月の「踊り場」を経ることによって、景気の過熱が回避され、成長の持続性が増したとの評価が可能と思われる(図表1)。

この点をやや詳しくみると、まず生産は、実質GNP同様、4～6月に増勢が頭打ちとなったあと、7～9月には前期比+2.4%と再び伸びを高めており、

(注1) 本年4～6月期のマイナス成長には、①閏年要因の反動(前期比年率2%程度)に加え、②乗用車の対米輸出船積みパターンの変化による輸出の例年比下振れ、③石油税引上げ(8月1日)を抑えた原油、石油製品の駆込み輸入増、などがかなり影響したものとみられる。

(図表1)

## 景 気 の 足 ど り

	62年 4～6月	7～9月	10～12月	63年 1～3月	4～6月	7～9月
実 質 G N P (前期比、年率・%)	0.0	8.4	7.5	11.2	Δ 3.9	n.a.
鉱 工 業 生 産 (前期比、%)	0.0	3.6	3.5	3.2	Δ 0.2	2.4

製 造 業 売 上 高 経 常 利 益 率 (%) (除く石油精製)	4.08 (62/上期)		4.82 (62/下期)		〈実績見込み〉 5.13 (63/上期)	〈予 測〉 5.28 (63/下期)
製 造 業 業 況 判 断 D.I. (「良い」-「悪い」、%)	Δ 27	Δ 22	Δ 4	11	30	39
法 人 企 業 動 向 調 査 設 備 投 資 (前年比、%)	3.9	3.9	19.0	23.5	〈実 績〉 見込み 32.1	〈計 画〉 26.0

有 効 求 人 倍 率 (倍)	0.65	0.72	0.81	0.88	0.99	(7-8月) 1.08
実 質 賃 金 (前年比、%)	2.2	1.0	2.0	1.7	4.0	(7-8月) 2.9
全 国 百 貨 店 売 上 高 (前年比、%)	5.7	5.7	6.2	7.5	7.8	(7-8月) 7.8
新 車 登 録 台 数 (前年比、%)	Δ 1.7	8.5	10.2	15.2	16.8	10.7

公 共 工 事 請 負 額 (前年比、%)	0.3	11.5	28.8	14.8	8.0	5.5
新 設 住 宅 着 工 戸 数 (前期比、%)	8.5	12.4	0.5	Δ 4.5	Δ 4.7	(7-8月) 8.4

国 内 卸 売 物 価 (前期比、%)	Δ 0.2	0.8	0.2	Δ 0.9	Δ 0.3	0.3
消 費 者 物 価 (全国、前年比、%)	0.2	0.5	0.7	0.8	0.2	(7-8月) 0.6

経 常 収 支 (億 ド ル)	213	199	205	231	168	(7-8月) 167
対名目GNP比率 (%)	3.6	3.4	3.1	3.3	2.4	n.a.

(注) 1. 設備投資は電力を除く全産業ベース。

2. 製造業売上高経常利益率、業況判断 D.I. は、日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(63年8月)による。

3. 経常収支は、貿易収支季節調整後の計数。また、63年7～9月は7～8月の四半期換算。

(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」、日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(63年8月)等

稼働率も上昇している。また企業収益は、製造業、非製造業とも増益を続け、企業マインドも一段と好感感が強まっている。ちなみに8月時点の日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(以下「主要短観」)によれば、製造業の経常利益見通しは、5月調査時点に比べ、63年度上期、下期とも大幅に増額修正されており、

また、業況判断D.I. (「良い」-「悪い」)は、製造業、非製造業とも39%と、いずれも50年代以降のピークを更新している。こうした状況の下で、63年度の設備投資計画は、ほぼ軒並みに当初計画比かなりの上積みが行われている。

一方、雇用情勢は、一部業種で人手不足感がかなり深刻になるなど、顕著な改善が続いている。すなわち、有効求人倍率は、昨年1月(0.61倍)をボトムに急ピッチの上昇を続け、本年6月以降は14年ぶりに1倍を超える水準に達しており、雇用者数も順調に増加している。こうした雇用情勢の改善は、本年ベア率の上昇や企業収益好調に伴う賞与の増加(労働省調べ、前年比：62年夏+1.8%、冬+2.5%、63年夏+5.7%)と相まって、家計所得の増大をもたらすとともに、消費者マインドの改善にも寄与している。こうしたなかで、個人消費は夏場の天候不順等の影響もさほど受けず、一貫して好調を持続しており、百貨店売上高、乗用車新車登録台数、海外旅行者数などはいずれも高い伸びを続けている。

このように、景気が順調に拡大している背景は、これまでも指摘してきたとおり、内需の自律的な拡大メカニズムが着実に作動しているからにはほかならない。すなわち、内需の拡大に対応した生産の伸びは、一方で企業収益の増加を通じて設備投資の増大に、他方で雇用の拡大を通じて個人消費の増加につながっている。そして、そうした支出の増加が、さらに次の段階の需要・所得となって支出につながるというかたちで、企業部門と家計部門との間で、生産、所得、支出の力強い前向きの循環が形成されている。

#### (物価は落ち着き基調)

この間、物価は引続き安定基調を維持している。すなわち、国内卸売物価(前期比)は、4～6月-0.3%、7～9月+0.3%(除く電力+0.1%)と落ち着いた動きを続けており、消費者物価も、ここ1～2か月は、天候不順に伴う生鮮食品の値上がり等から、やや上昇率を高めているが、基本的には、こうした卸売物価の動きを反映した商品価格の落ち着きや、地価の騰勢鈍化に伴う家賃の上昇頭打ちもあって、安定圏内の動きを続けている(東京、前期比：4～6月+0.5%、7～9月+0.2%)。また、商品市況も、海外原料品市況や天候に左右されながらも、総じてみれば、一進一退の動きにとどまっている。

このように、景気の拡大にもかかわらず、物価が安定基調を保っているのは、引続きかなりの内外価格差が残存している下で、低廉な輸入製品の増加が、直接・間接に国内物価の大きな押下げ要因として働いていることや、原油価格が軟調に推移していることによる面が大きい。さらに、これまでの景気の急速な立上

がりに伴う数量増効果を主因に、賃金コストが低下傾向にあったことも重要な要因であり、物価安定を確保していくためには、これら要因の今後の動向を十分注視していく必要がある。

## 2. 63年度下期以降の経済の展望

本年度下期以降のわが国経済を展望する場合、マクロ経済政策運営上最も重要なポイントは、現在みられる景気拡大、物価安定、対外収支の調整進展というバランスのとれた展開を息長く持続するために、回避すべきリスクが何であるかを的確に認識することである。以下では、そうした観点に立って、海外経済およびわが国経済を展望することとしよう。

(図表2)

### 米国の景気・物価動向

#### (1) 実質GNPの推移

(前期比、年率・%)

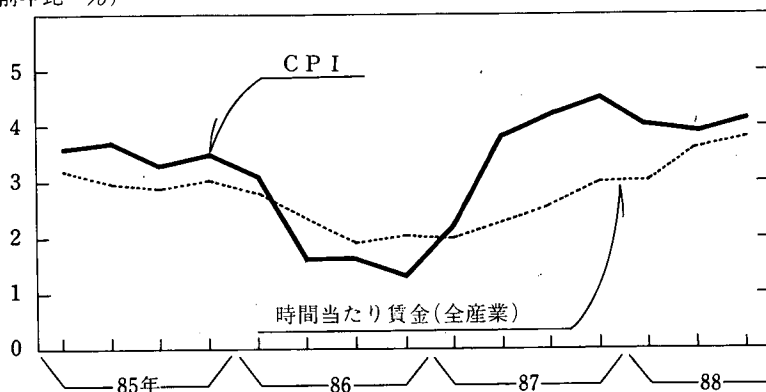
		1986年	87年	87 上期	下期	88 上期
実 質 G N P		2.8	3.4	3.9	5.0	4.0
寄 与 度	個人消費	2.8	1.8	1.1	1.9	1.6
	設備投資	Δ 0.6	0.3	0.0	2.0	0.9
	住宅投資	0.6	0.0	Δ 0.1	Δ 0.3	Δ 0.1
	政府支出*	0.9	0.8	0.8	0.8	0.3
	在庫投資*	0.1	0.2	1.1	0.6	Δ 0.2
国内需要		3.7	3.2	2.9	4.9	2.6
輸出-輸入		Δ 0.9	0.2	1.0	0.1	1.4

(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) 物価・賃金の推移

(前年比・%)

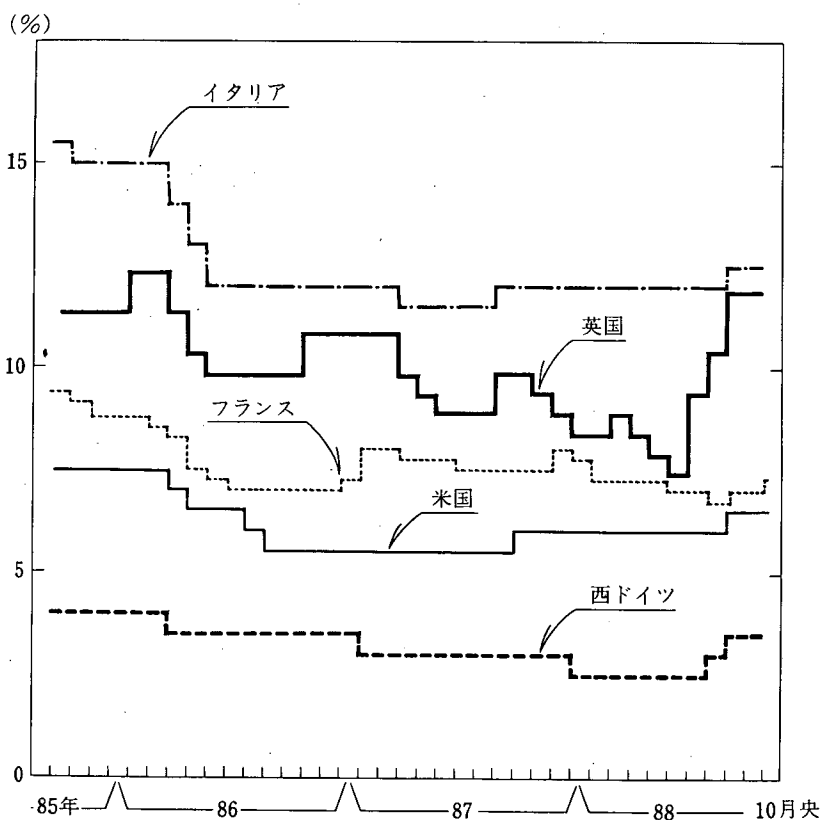


(資料) 米国商務省「Survey of Current Business」

## (1) 海外経済の展望

まず、海外景気の鍵となる米国経済についてみると(図表2)、本年上半期の実質成長率が年率+4.0%に達するなど、大方の予想を上回って極めて力強い上昇軌道を行んでいる。これは、これまでのドル高修正に伴う対外競争力の改善や企業収益の好調を背景に、輸出と設備投資が力強い拡大基調を維持し、また雇用の順調な増加もあって、個人消費も引続き堅調に推移しているためである。今後についても、為替相場の大きな変動や物価の急騰がない限り、こうした輸出、設備投資をリード役とする成長持続の構図は維持されるものとみられる。このような需要動向の下で、すでに製品、労働需給がタイト化していることを踏まえると、米国経済が今後とも息の長い景気拡大を維持するための課題は、むしろ、現在の速過ぎる景気拡大テンポを減速させ、インフレ圧力を緩和するとともに、対外収支の調整を進めることにある。米国の連邦準備制度(FRB)は、本年3月以降引締め気味の市場運営に転じ、8月には公定歩合を0.5%上げたが、こうした金融引締め措置が、今後、家計支出等に対し抑制的な効果を及ぼすことにより、

(図表3) 欧米主要国の政策金利動向



米国景気が緩やかに減速し、インフレなき持続的な成長の展望がひらけることが期待される。

欧州については、英国が個人消費を中心に過熱気味ともいえる景気拡大が続けているほか、フランス、イタリアも内需を中心に緩やかな拡大が続けている。また、西ドイツも内需の好調に加え、輸出の持直しもあって、成長テンポが高まっている。これら欧州諸国にとっても、現在の課題は経済の行き過ぎた拡大を回避して、物価上昇圧力を抑制することであり、夏場にかけて多くの国が公定歩合や市場介入金利の機動的な引上げを実施した(図表3)。

この間、アジア NIEs では為替相場の切上げに伴って輸出の増勢が鈍化しはじめているが、内需が自律的拡大局面に入っているため、引続き高めの成長を維持しうると予想される。

## (2) 国内景気動向の展望

(外需は緩やかな減少傾向)

以上のように、海外経済は成長テンポを幾分減速しながらも、拡大基調を維持するものと見込まれ、それに伴ってわが国の輸出数量は当面、持直し傾向をたどるとみられるが、他方、輸入数量は今後とも大幅な伸びを持続すると見込まれるため、外需は基本的には緩やかな減少傾向を維持しよう。すなわち、輸出については、米国向け乗用車の船積みパターンの変化による振れを伴いながら、上記海外景気の堅調を反映して本年中は緩やかな増勢を維持するものとみられる。もっとも、やや長い目でみると、海外現地生産の稼働本格化に伴う輸出代替の一層の進展や、輸出価格の引上げ効果など、輸出抑制要因があることも見逃せない。一方、輸入については、内需の盛上がりに加え、企業の海外からの部品調達や開発輸入、逆輸入の動きが一段と活発化していることから、製品類を中心に引続き高い伸びを示すものと見込まれる。

なお、外生需要のうち、公共投資については、地方での単独事業が相当積極的に行われているが、国の予算が高水準ながら前年度補正後並みとなっていることや、工事の遅れもあって、来年度以降に持越される分も多いとみられることから、景気に対しては、ほぼ中立的な役割にとどまろう。

(国内民間需要は力強い拡大傾向)

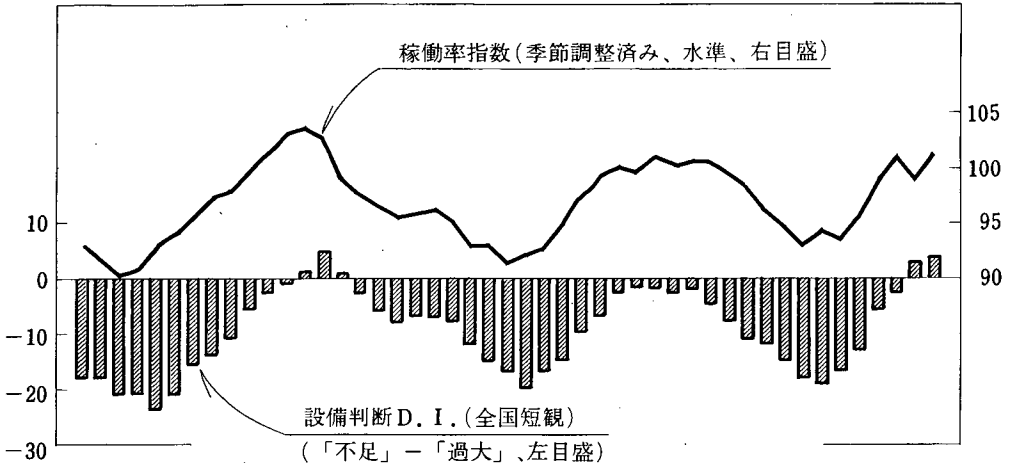
このように、外需、政府支出が景気に対し、マイナスないし中立的な要因となる一方で、国内民間需要については、その大宗をなす設備投資と個人消費が力強い拡大を持続する公算が大きい。



(図表4) 製造業設備投資の動向

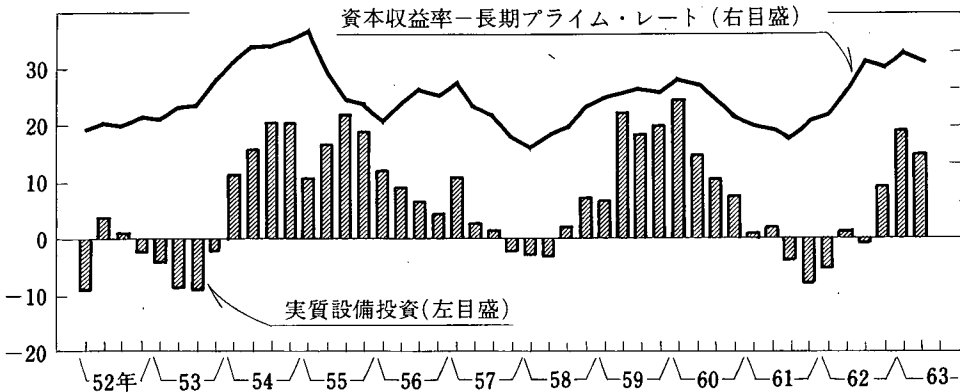
(%ポイント)

(60年=100)



(前年比・%)

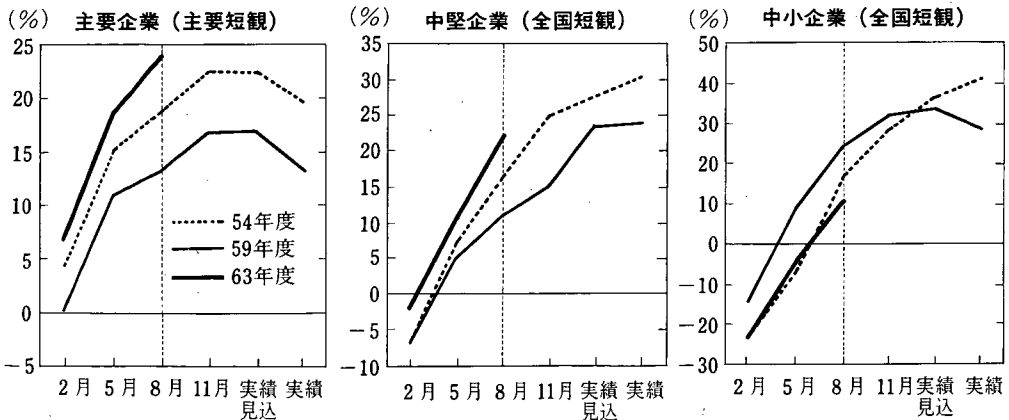
(% )



- (注) 1. 稼働率の63年第3四半期は、7～8月平均。  
 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」参照。  
 3. 設備投資(実質、前年比)は、63年第2四半期を除きGNPベース(63年第2四半期は、大蔵省「法人企業統計」の名目値を設備投資デフレーターで実質化したもの)。

(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8月)  
 経済企画庁「国民所得統計」「民間企業資本ストック統計」、大蔵省「法人企業統計」

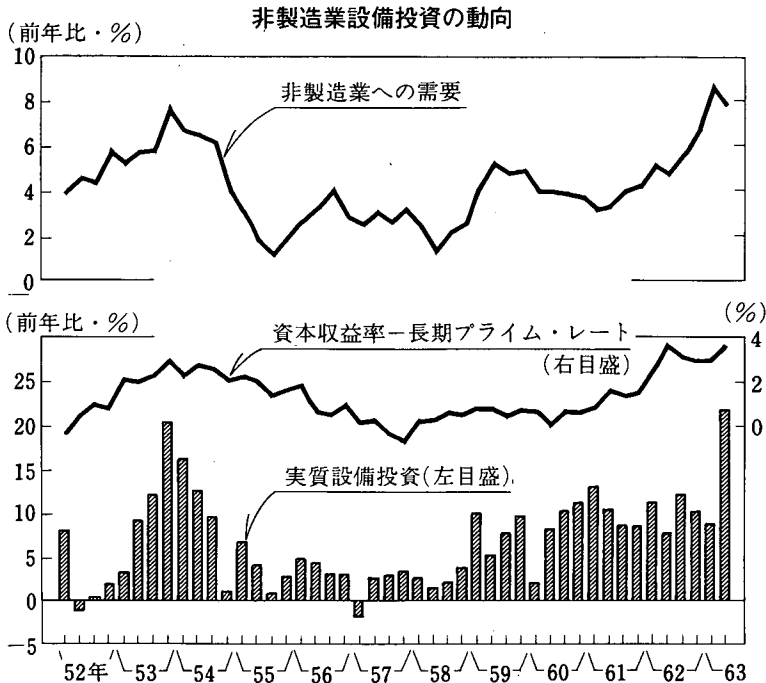
(参考) 設備投資拡大局面2年目における年度計画の修正状況(前年度比)



(資料) 日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(63年8月)、「全国企業短期経済観測調査」(63年8月)

まず設備投資については、製造業が62年度後半以降急テンポの回復に転じ、非製造業の好調持続と相まって、目下、本格的な拡大局面を迎えている。すなわち、製造業では、収益の好調に加え、生産拡大に伴う稼働率の上昇とそれに伴う設備不足感の強まりを背景に、一段と増勢基調を強めている(図表4)。8月時点の日本銀行「全国企業短期経済観測調査」によれば、製造業の63年度設備投資は前年度比+21.7%の大幅増加の計画となっており、業種別にみても15業種中、12業種で前年度比2桁の伸びが予定されている。また従来、投資拡大局面の2年目においては、8月調査時点以降、中堅、中小企業を中心として設備投資の一層の上積みが行われるのが通例であり、今後しばらくの間、設備投資が力強い増勢基調をたどることはまず確実とみられる。一方、非製造業については、内需の堅

(図表5)



- (注) 1. 非製造業への需要は、産業連関表の生産誘発係数を用い、そのときの最終需要の増加が、中間財等の需要増等を通じ、各業種への需要をどの程度誘発するかを算出したもの。
2. 資本収益率については、図表4の(注)参照。
3. 設備投資(実質、前年比)は、63年第2四半期を除きGNPベース(63年第2四半期は、大蔵省「法人企業統計」の名目値を設備投資デフレーターで実質化したもの)。日本電信電話株式会社およびJR関係7社等を除く(日本銀行調査統計局推計)。

(資料) 経済企画庁「国民所得統計」「民間企業資本ストック統計」  
総務庁「昭和60年産業連関表」  
大蔵省「法人企業統計」

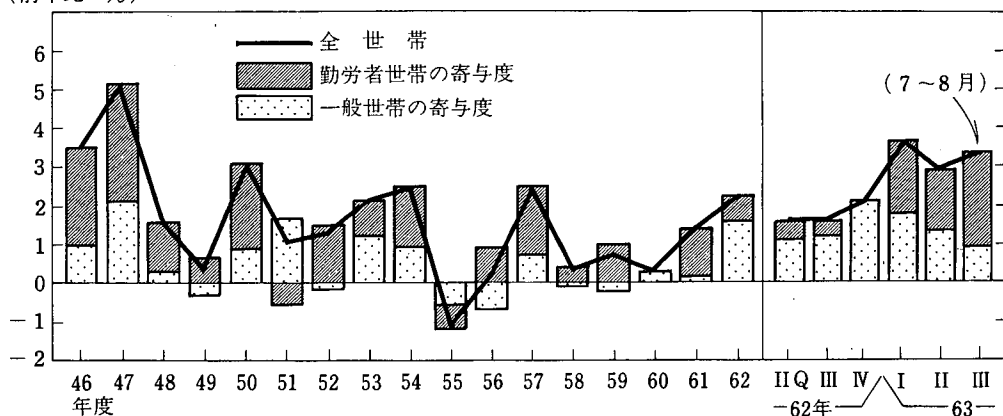
調に加え、OA関連需要ないしリゾート開発関連等独立投資要因の根強さもあって、拡大局面4年目にもかかわらず、なお高い伸びを持続しており、先行きについても、収益高水準の下で、こうした要因が持続的に作用するとみられる(図表5)。したがって設備投資については、早期に減衰に向かうリスクはかなり小さいといえ、むしろ今後の上積みテンポ如何では、物価安定の確保と持続的な成長にとって、攪乱的な影響を及ぼしかねないことに留意すべきといえよう(詳細は調査月報63年9月号掲載論文「今回設備投資拡大局面の特徴と持続性」参照)。

次に個人消費については、その鍵となる所得環境をみると、雇用者数の増加、所定内給与、賞与の増加に加え、本年分の所得税減税(1.3兆円、主として10~12

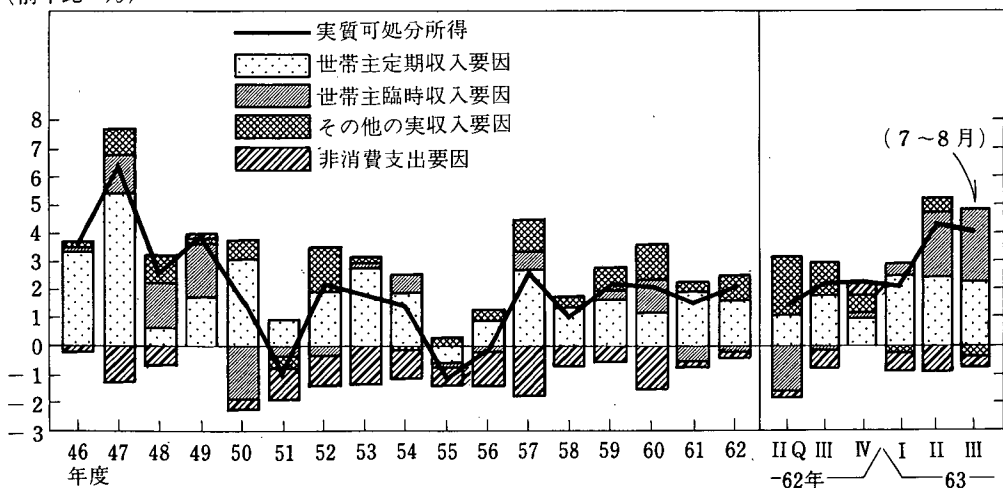
(図表6)

## 個人消費の動向

(前年比・%) (1) 全世帯消費支出(実質)の世帯別寄与度



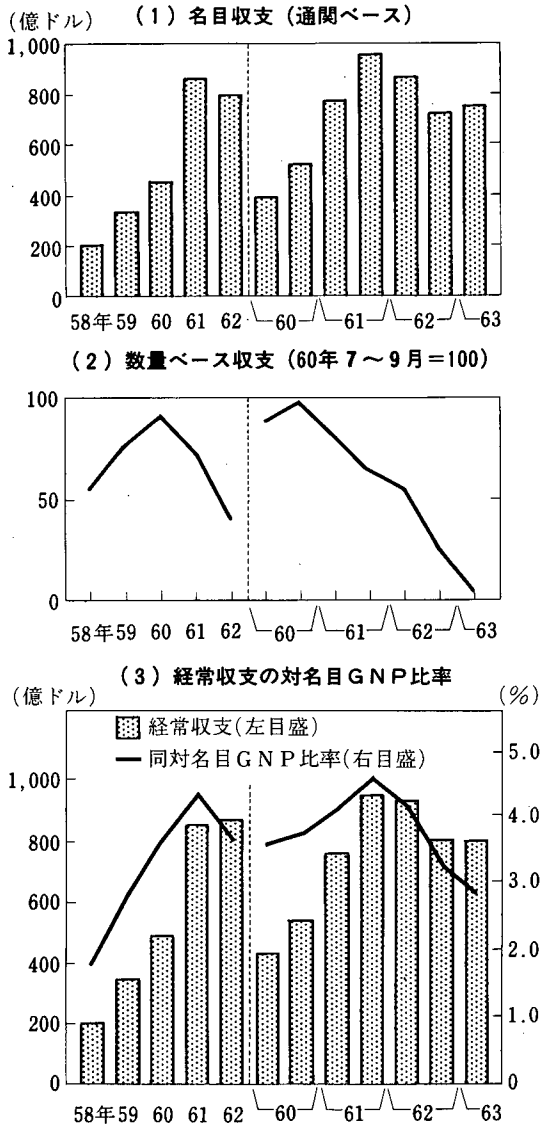
(前年比・%) (2) 勤労者世帯の実質可処分所得の要因分解



(資料) 総務庁「家計調査報告」「消費者物価指数」

月に実施)の効果もあって、今後一層の改善が見込まれている。本年入り後は勤労者世帯の消費の伸びが、全体の消費支出をリードしているだけに、こうした雇用者可処分所得の増加傾向は消費支出の持続性を一段と高めるものと期待できよう(図表7) 国際収支の動向

(図表7) 国際収支の動向



(注) 1. 名目収支、経常収支の各計数は季節調整済み年率換算、記念硬貨用金を除く(日本銀行調査統計局推計)。

2. 数量ベース収支は名目輸出額(通関ベース)を輸出入価格指数でそれぞれデフレートしたうえで、算出された収支尻を指数化したもの。

(資料) 大蔵省「外国貿易概況」、日本銀行「国際収支統計月報」、経済企画庁「国民所得統計」

う(図表6)。

この間、住宅投資については、昨年後半に金利引上げ前の駆け込み着工から著増したあと、本年度入り後はさすがに増勢が頭打ちとなっているが、なお極めて高い水準を維持している。これを地域別にみると、首都圏が昨年度急増した貸家のストック調整効果を主因に減勢をたどっている反面、首都圏以外の地域では、相対的に地価上昇率が低位であったことや、リゾートマンション建設の盛行もあって、貸家、分譲住宅を中心に高い伸びを持続している。こうした首都圏以外の地域における住宅投資の堅調さや好調な所得環境に裏打ちされた根強い増改築需要を勘案すると、今後の住宅投資は昨年度のような景気の牽引車としての役割は果たしえないとしても、景気を大きく下押すことはないものと見込まれよう。

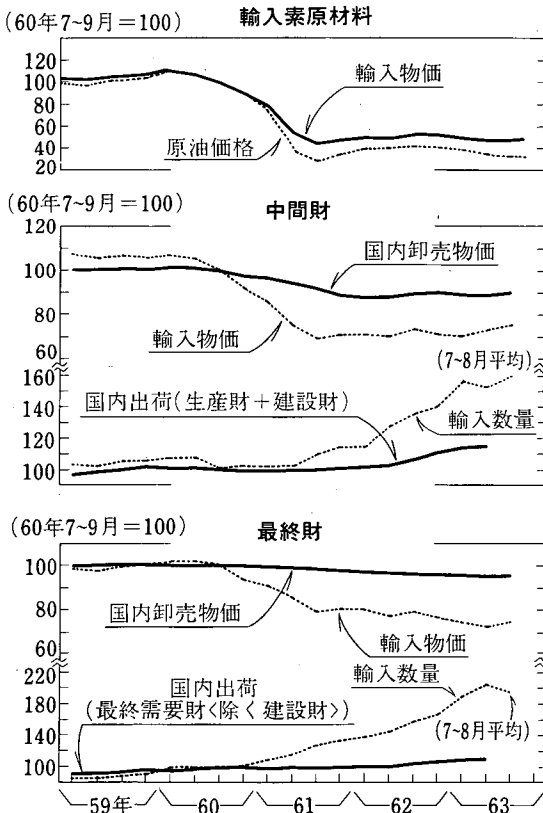
### (3) 対外収支の展望

対外収支の動向に目を転じると(図表7)、内需の堅調に加え、円高を起点とする輸出入両面での構造調整の進展から、数量ベースの黒字縮小傾向は、今後とも持続し

よう。一方、ドルベースの黒字も、基調としては昨年央頃からの縮小傾向を維持しているが(本年4～6月の経常収支の対名目G N P比率は2.4%とピーク<61年10～12月4.6%>比ほぼ半減)、すでにみたとおり、海外景気が堅調を続ける下で、輸出数量が緩やかな増加を示しているうえ、企業による輸出価格の引上げ努力が継続していること、他方、輸入面では、原油価格が8月末頃から軟調に推移していること(注2)などから、大幅な縮小は期待し難いところである。なお、経常収支については、投資収益の受取りが累増するとみられるものの、旅行収支の赤字幅

(図表8)

#### 国内卸売物価・輸入物価の動向



(資料) 日本銀行「卸売物価指数」、大蔵省「外国貿易概況」、通商産業省「鉱工業指数統計」

が顕著に拡大しているため(注3)、貿易収支を上回って黒字が縮小する可能性が強い。

#### (4) 物価動向の展望

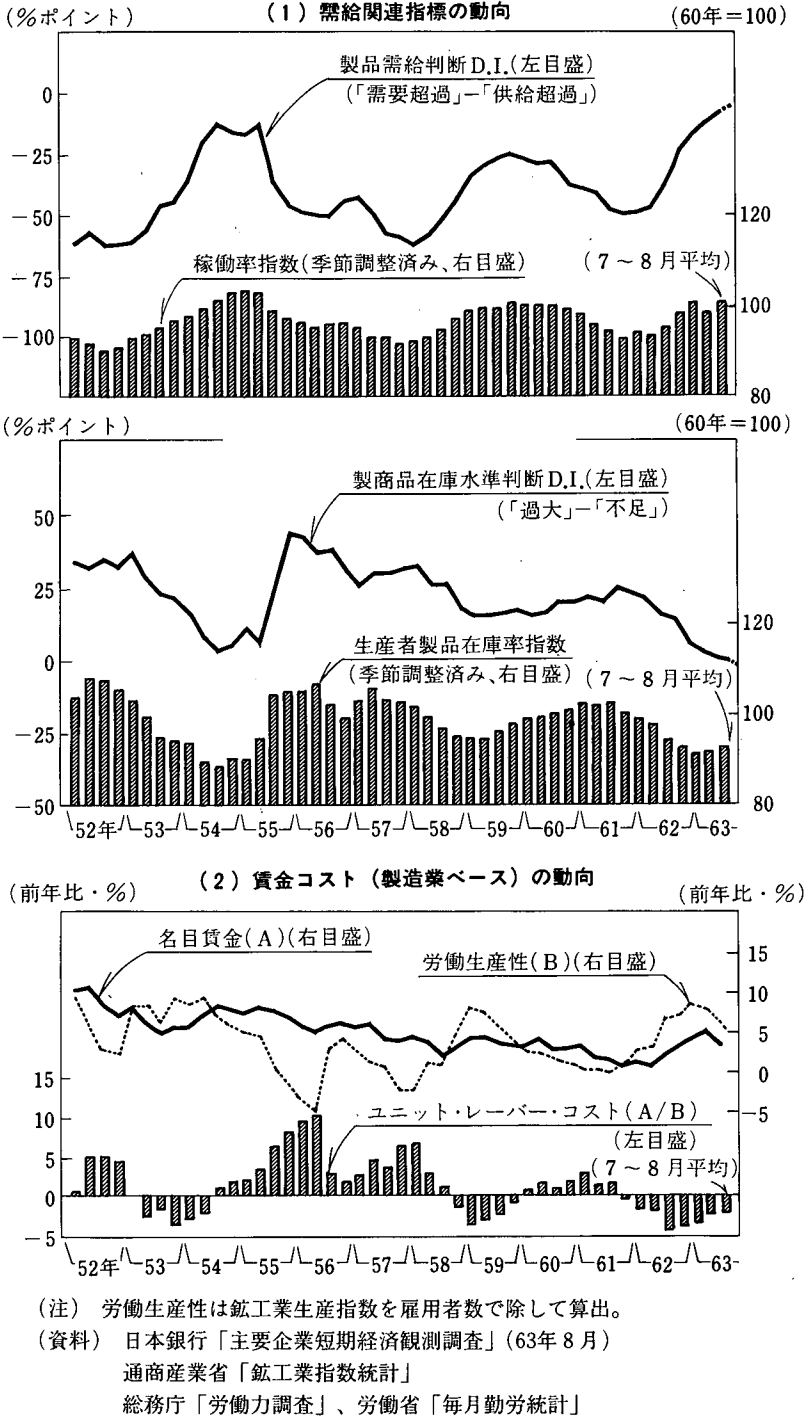
物価動向をみると、国内商品市況が5～6月にかけての一時期、海外原料品市況の上昇を受けてかなりの騰勢を示したが、7月には反落し、その後も一進一退の動きにとどまっている。また国内卸売物価も、季節性等による振れを伴いつつも、総じて引続き落ち着いた動きを示している。先行きについても、低廉な輸入品の増加や最近の原油の軟調地合い(注4)が、引続き物価を下押す方向に作用すると見込まれるため、当面は、現在の物価の安定基調が大きく変化するとはみられない(図表8)。しかしながら、上記でみたとおり、景気

(注2) わが国の年間原油輸入量は約12億パーレル(62年実績)であり、原油通関価格が1ドル/パーレル低下すると、その直接的な効果として、輸入額は年間約12億ドル減少する計算となる。

(注3) なお、今般、居住者が海外渡航等に際して、日本円現金を直接国外に持出し、外国での支払等に使用した金額につき、統計精度の向上を図ったことに伴い、63年4月以降の旅行収支の赤字額は月間3億ドル程度膨らむかたちとなっている。

(図表 9)

物 価 を 取 巻 く 環 境



(注 4) 産業連関分析の手法を用いて、原油価格が5ドル／バーレル低下した場合の国内卸売物価の押下げ効果を試算すると、約1%との結果が得られる。

が今後とも拡大基調を維持するとみられるなかで、国内の製品需給、労働需給がともに一層引締まる傾向にあることは否めず、また金融面でも、後述のとおり、流動性が極めて潤沢である点を考慮すると、物価を取巻く基本的な環境は依然警戒を怠れない状況にある(図表9)。

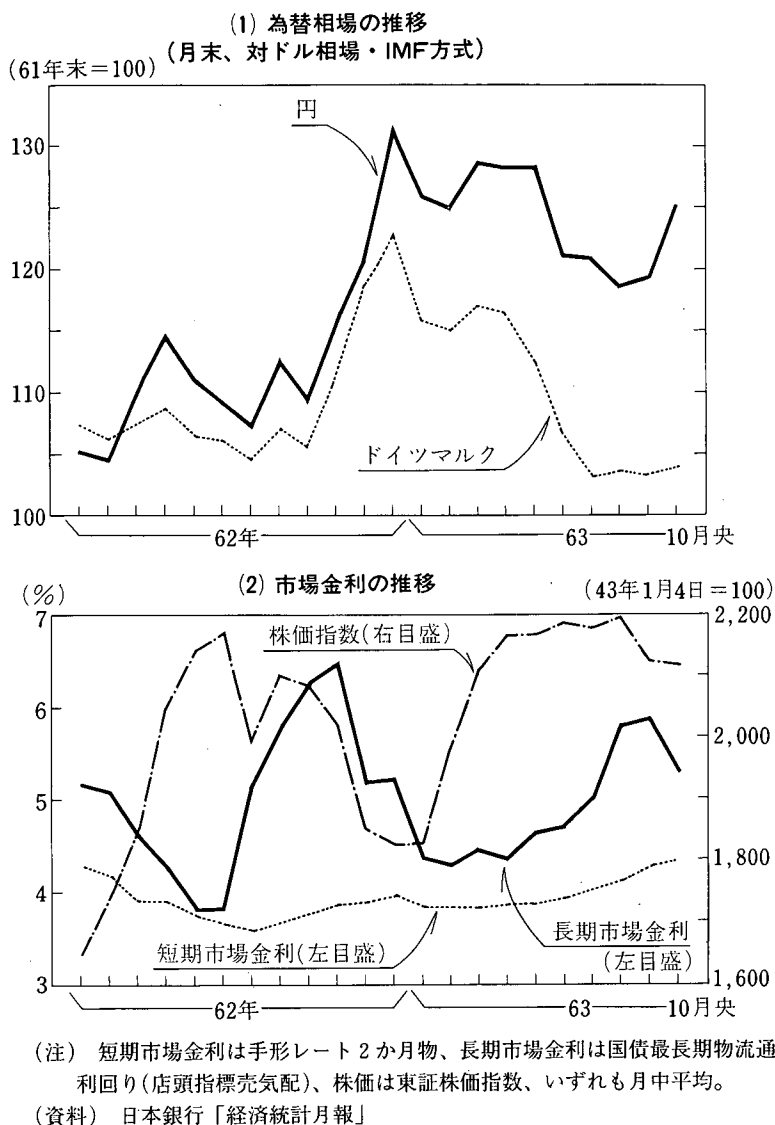
この点で、とくに留意を要するのは、①総需要の拡大テンポが行き過ぎる可能性、およびそれとの関連で、②賃金コストが上昇の方向にあること、であろう。まず①については、内需拡大のリード役である個人消費と設備投資はもともと景気変動に対して異なる性格をもっている。すなわち、個人消費は、その基礎となる賃金、雇用の動きが景気に遅行する傾向にあることや、長い目で見た所得に依存して決定される性格が強いこと(慣性効果の存在)などから、景気の変動をむしろなだらかにする傾向をもっているのに対し、設備投資は、需要としての側面と供給としての側面との両面性を持ち、両者の間にタイムラグが存在することなどから、景気変動を増幅しがちである。したがって、かりに設備投資が今後短期間に大幅に上積みされた場合、生産能力化までの間に需要としての側面が強く作用し、需給の一層の逼迫を招く可能性が大きい。その意味で、今後の設備投資の上積みテンポがモデレートなものにとどまることが望まれるところである。一方、②の賃金コストについては、これまでは生産の急テンポの拡大に伴い労働生産性が上昇している一方、賃金上昇率はマイルドなものにとどまっていることから、顕著な低下を示し(図表9(2))、これが価格安定の下での、企業収益の大幅な改善に大きく貢献してきた。しかしながら、今後を展望すると、まず、生産については、昨年後半から本年初にかけてのような急速な拡大テンポは見込み難いうえ、雇用は着実に増加するとみられることから、労働生産性の伸びが次第に頭打ちとなる可能性が強い一方、最近の労働需給の引締まりが、ボーナスやパート・臨時工の給与の上昇を通じて、徐々に賃金全体を押上げる方向に作用するとみられるため、賃金コストは次第に上昇に転じることが避け難い情勢にある。したがって、物価と賃金の好循環を維持することが、これまでも増して重要な課題であろう。

### 3. 最近の金融情勢

(為替・金融市場の動向)

最近の為替相場の動きを振り返ると(図表10(1))、まずマルクを中心とする欧州通貨の対ドル・レートは、4月頃からジリ安傾向を示したが、円相場も、6月下旬頃から幾分円安方向に傾き、年初来の120円/ドル台を中心とする相場展開から、

(図表10) 為替相場・金利の推移



7月以降は130円／ドル台前半での動きとなり、9月初には一時137円近辺まで円安化した。こうしたドル高、円・欧州通貨安は、米国の貿易赤字縮小傾向や景気の予想を上回る底固さなど米国経済のファンダメンタルズの改善に加え、インフレ懸念に対処したFRBの慎重な政策スタンスと、それに伴う米ドル金利高が、市場で評価されたことによるものとみられる。もっとも、10月中旬以降は、最近の米国貿易収支・雇用関連統計の発表を契機に、こうしたドル高傾向がかなり修正され、円相場は再び120円台後半に復している。

このように、為替相場は主として米国経済の先行き見通しを材料に神経質な相



場展開を示しているが、日本銀行としては、今後の動向を引続き十分注視するとともに、相場の急激な変動に対しては、所要の措置を講じていく方針である。

国内金融・資本市場では(図表10(2))、長期金利が5月以降9月初までは、景気の拡大に伴う市場の自律的引締めや海外金利の強調などから、総じて上昇傾向を示したが、その後、上記ドル高の修正や海外金利の低下、原油価格の軟調などを背景に反落している。短期金利も夏頃から強含みに推移していたが、最近は幾分軟化気味となっている。また株価指数は、引続き振幅の大きな値動きを繰り返しつつ、高値圏でのみみ合いを続けている。

(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( $M_2 + C D$ 平残、前年比、図表11)

(図表11) 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	$M_2 + C D$	〈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
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	9.1	12.7	- 0.2	11.3	12.3
7～9月	p 6.5	p 13.2	p - 2.9	p 10.9	10.5
63年9月残高 (兆 円)	p 103.9	p 286.8	p 11.1	p 401.8	25.3

(注) pは速報。

(2) マネーサプライの信用面の対応

(%)

	$M_2 + C D$ 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
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4～8月	10.8	11.5	10.0	1.3	- 2.0

(注) 末残の期中平均。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」

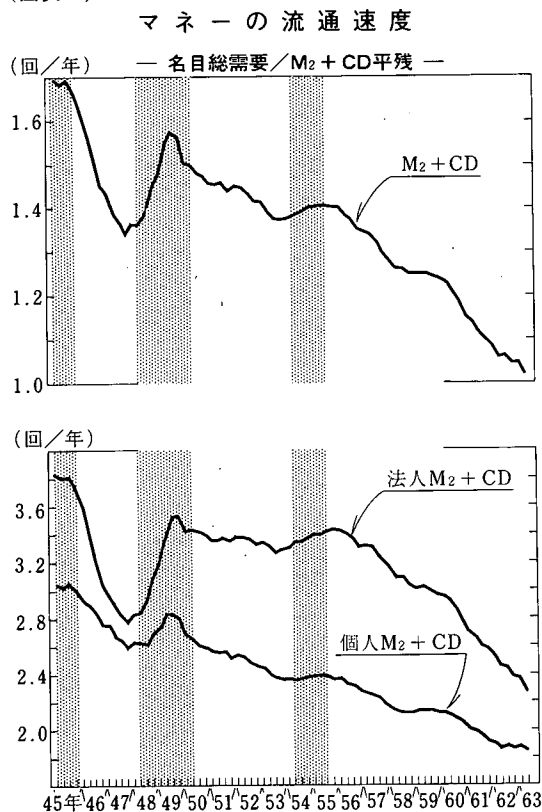
は、昨年第1四半期以降、5四半期連続して増勢が加速し、本年1～3月には+12.1%と約9年ぶりに12%台を記録したが、その後は次第に増勢が頭打ちとなり、4～6月の+11.3%、7～9月の+10.9%に続き、目先10～12月も10%台の伸びとなる見通しである。

このように、マネーサプライの前年比伸び率が、高水準ながらも増勢頭打ちとなっていることの背景を、通貨需要面からみると、①過去1年間、総じて金融の基調が安定的に維持されるなかであって、それまでの金利低下に伴うマネー押上げ圧力が漸次減衰し、最近ではむしろ、マネーを押下げる方向に寄与していること、②昨年の同時期に活況を呈した不動産・株式等の資産取引にかかるマネー需要が、総じて減退傾向にあること、③景気の拡大テンポが、一頃に比べれば、幾分減速し、これに伴い、実体経済活動に伴う取引需要の伸びが鈍化していること、によるものである。一方、これを通貨供給面からみると、金融機関の対民間向け信用の大宗を占める「貸出」が、不動産取引の落着き等に伴う資金需要の伸

び悩みもあって、増勢を鈍化させていることが主因である。なお、昨年11月に導入された国内CPは、発行額が着実に増加し、それに伴って、金融機関のCP保有額も累増していることから、かなりマネーを押上げているが、目下のところは、上記の「貸出」の増勢鈍化によるマネー押下げ効果を覆すまでには至っていない。

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、 $M_2 + CD$ の流通速度(名目総需要/ $M_2 + CD$ 平残)をみると、引続き緩やかな低下傾向にあり、とくに、法人マネーの流通速度はかなりのテンポで低下し続けている(図表12)。このように流通速度が依然低下していることは、景気

(図表12)



(注) シャドー部分は金融引締め期を示す。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」

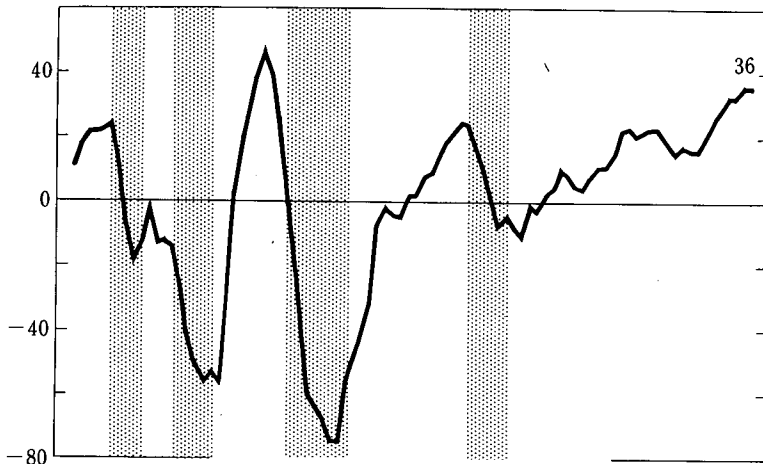
が順調に拡大するなかにあっても、実体取引に用いられていないという意味でのマネーの「不活動残高」が引続き累増していることにほかならず、金融緩和の基調が一段と浸透していることを意味している。また、これを企業金融面からみても(図表13)、「主要短観」における資金繰り判断D.I. (「楽である」-「苦しい」)は、昨年8月調査以降、50年代以降のピークを更新し続けており、また6月末時点での手元流動性比率は1.83か月と既往ピーク(47年12月1.78か月)を更新するに

(図表13)

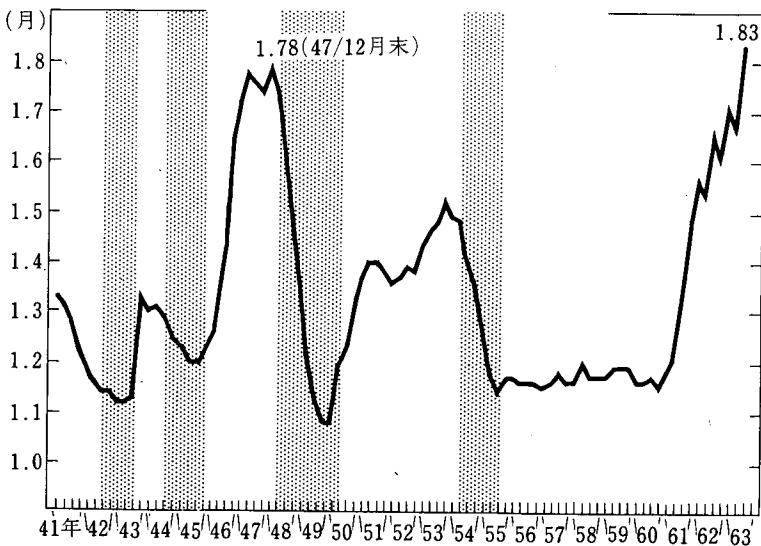
## 企業金融関連指標の推移

(1) 資金繰り判断D.I. (「楽である」-「苦しい」、全産業)

(%ポイント)



(2) 手元流動性比率 (季節調整済み、全産業)



(注) シャドー部分は金融引締め期を示す。

(資料) 日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(63年8月)

至っている。

このように、マネーサプライの前年比伸び率は、一頃のように一本調子で増勢を加速させているわけではなく、むしろ頭打ちに転じているが、容易に実体取引に転用しうるマネーの「不活動残高」が累増している状況には変わりがない。こうした状況下、マネーサプライの動向については、長い目で物価の安定を確保していくとの観点や、金融・資本市場への攪乱を防止していくとの見地から、今後とも十分注視していく必要がある。

(当面の政策課題)

以上検討してきたように、わが国の景気は、63年度下期以降も内需主導型の自律的拡大を持続する公算が大きいが、そのための不可欠の条件は、何といたっても物価の安定が維持されることである。その意味で、引続き市場開放や競争制限的な諸規制、諸慣行の見直しを通じて、輸入の物価安定効果を最大限に活用していくことが重要である。同時にマクロ政策運営面では景気が今後下降に向かうリスクよりも、総需要の拡大テンポが加速するリスクに十分留意し、慎重な対応が肝要である。財政政策については、歳入面で、現在の税収好調が、いわゆるビルトインスタビライザー効果を通じて、景気変動の安定化に寄与しているとみられるが、同時に歳出面でも、需要に直接的なインパクトを与える本年度公共投資の執行等について、今後とも慎重な対応が望まれるところである。

金融政策については、引続き物価の安定を基軸に据えた政策運営を行うことが、息の長い内需の拡大に寄与し、政策協調の精神にも沿うものと考えられる。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する方針であるが、引続き予断をもつことなく、物価情勢や為替相場の動向等を十分注視しつつ、適時適切な対応を図っていく考えである。