

情勢判断資料 (62年冬)

—わが国金融経済の分析と展望

【目 次】

- | | |
|----------------------|---------------------|
| 1. 概 況 | (国内バランスは維持可能か) |
| 2. 景気の現局面 | (物価は落ち着き基調を維持) |
| (円高下における景気の二面性) | (対外不均衡是正の持続性と改善の萌芽) |
| (年度末にかけての景気の流れ) | |
| 3. 62年度経済の展望 | 4. 最近の金融情勢 |
| (円高のデフレ・インパクトは次第に減衰) | (金利水準は一段と低下) |
| (円高のプラス効果も剥落の方向) | (マネーサプライは引続き高めの水準) |

1. 概 況

景気の現状をみると、円高の輸出入数量調整効果が進展していることを主因に、鉱工業生産は低迷し、製造業の業況は一段と悪化して、設備、雇用の調整が続いている。一方、個人消費や住宅投資等家計支出と非製造業の設備投資は、円高・原油安のメリットを享受して予想以上の底固さを示しており、これが引続き景気を下支えしている。このように景気は全体として停滞を続けているが、その中で明暗の「二面性」は一層顕著となっている。

こうした現在の景気の「二面性」は、円高のプラス、マイナスの効果を直接的に反映したものであり、単なる景気循環面のラグとは異なっており、程度尾を引く可能性が強い。もとより、製造業における雇用調整等の動きが急速に拡大する場合には、家計所得の伸び鈍化等を通じて景気全体を下押しする可能性を排除できないが、今後為替相場の安定が確保される限り、製造業の企業マインド悪化には歯止めがかかり、当面景気が累積的に下降する事態は回避可能と判断される。ただ同時に、当面は回復の契機も見出し難く、目先年度末にかけては停滞持続を免れ難い状況といえよう。

62年度経済を展望すると、海外経済は緩やかながら拡大基調を維持するものとみられ、このため為替相場の安定を前提とする限り、外需によるマイナスの寄与

は本年度と比べ大幅に縮小すると予想される。そうした状況では生産も立上がりに向かい、景気全体としても回復傾向に転ずる公算が大きい。ただ同時に、円高の直接的なプラス効果も次第に剥落することが見込まれ、また製造業部門での賃金、雇用抑制の動きはむしろ強まる方向にあって、その影響が家計、非製造業部門に波及していく効果も無視し得ないため、回復テンポとしては比較的緩やかなものにとどまろう。なお、為替相場が円高方向で大きく動揺するような場合には、先行き不透明感から再び企業マインドが萎縮する可能性が強く、したがってここでの景気回復のシナリオがかなりの程度為替相場の安定に依存している点には十分注意しておく必要がある。

このように、62年度において景気の急速な回復は期待し難い状況にあるが、その中でも企業収益、雇用等の国内バランスは一応維持可能とみられる。すなわち製造業の企業収益は、賃金の落ち着きや生産の回復による人件費コストの軽減等から若干の改善を展望でき、雇用についても、わが国における弾力的な賃金決定が、ベア率の落ち着き等を通じて製造業における雇用調整をマイルドなものにとどめる効果をもとう。一方、非製造業においては引続き総じて順調な雇用拡大が見込まれ、雇用者数は全体としては緩やかな伸びを確保し得るとみられる。ただ、労働需給の質的、地域的ミスマッチによるいわゆる摩擦的失業の高まりなどから、失業率が緩やかに上昇していくことは避け難く、きめ細かい対策の望まれるところである。

この間物価面では、賃金コストの低下が見込まれるため、輸入物価の大幅な上昇が生ずるようなことのない限り、消費者物価、卸売物価ともに落ち着き基調が維持されるものとみられる。

一方、経常収支の動向をみると、ドルベースの収支についてはいわゆる逆Jカーブ効果を反映してなお拡大傾向が改まるには至っていないが、数量ベースでは、円高の効果からかなりの輸出減少、輸入増加をみている。ただ、62年度を展望すると、輸出入構造は急速には変化しないだけに、海外景気が拡大基調を維持する限り、数量ベースでも不均衡の一段の是正は必ずしも保証されない。加えて、現在の経常収支黒字が極めて大きいだけに、逆Jカーブ効果出尽し後もなおかなり大幅なドルベース黒字が残る可能性が強い。このように、対外不均衡の一段の是正は短期的には極めて困難な課題であり、その点については海外諸国から十分な理解を得る必要がある。ただ、ここで見逃せないのは、これまでの円高に伴う価格体系のシフトがわが国産業構造に対して持続的な調整圧力として作用し

ていくとみられることである。このため、62年度経済は一面において厳しい構造調整過程を内包したものとなり、摩擦的失業の増大等の面で痛みを伴うことは避け難い。しかし、こうした調整は、速効性に欠けるとはいえ、わが国経済が輸出に過度に依存した体質を改め、国際的により調和のとれた分業体制を確立するうえで避けて通れないものである。したがって、それに付随するコストを最小限にとどめ、円滑に産業構造転換を実現していくことが肝要であり、そのためにも持続的な内需拡大のための環境整備に粘り強く取り組んでいかねばならない。

この間、最近の金融情勢をみると、昨年中4回にわたる公定歩合の引下げにより諸金利が歴史的にみても極めて低い水準にまで低下している中で、企業金融の緩和は一段と進展している。一方、マネーサプライについては、ここへきてようやく増勢鈍化気配を示しているが、実体経済活動との対比でみてかなり高め水準にあることに変わりはない。現在物価を巡る環境は総じて良好ではあるが、金融の過度の引緩みが、株式、土地等既存資産価格の上昇等を通じて長い目でみた物価安定に対する人々の信認を揺るがすことのないよう、マネーサプライをはじめ流動性水準の推移には今後とも十分な注意を払っていく必要があると考えられる。

2. 景気の現局面

(円高下における景気の二面性)

最近の景気の推移をみると、円高の輸出入数量調整効果の進展とそれに誘発された在庫調整から、鉱工業生産は低迷を続け、製造業の業況は一段と悪化して、設備、雇用を削減する動きが続いている。もっともその一方で、個人消費、住宅投資等の家計支出や非製造業設備投資は予想以上の底固さを示しており、これが引続き景気を下支えている(図表1)。

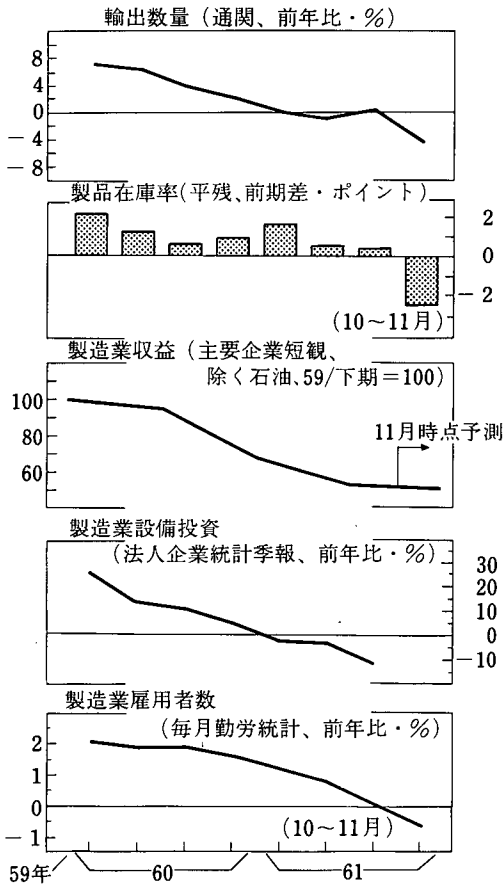
このように、景気が全体として停滞を続ける中で、明暗の「二面性」が強まっているのは、円高が各セクターに異なるインパクトを与えているためにほかならない。すなわち、国際競争にさらされる度合いが高い製造業部門では、円高に伴って輸出数量が逐期減少をたどっており、また輸入数量が製品類を中心としてかなりの増加を示しているため(図表2)、メーカー在庫の調整とも相まって、生産は一昨秋以降ほぼ横ばいで推移している。また、収益面でも、こうした生産の低迷による固定費の増加に加え、輸出単位当たり円手取り額が大幅に減少しているため、一方で投入価格も円高・原油安を反映してかなり低下しているにもかかわらず

(図表1)

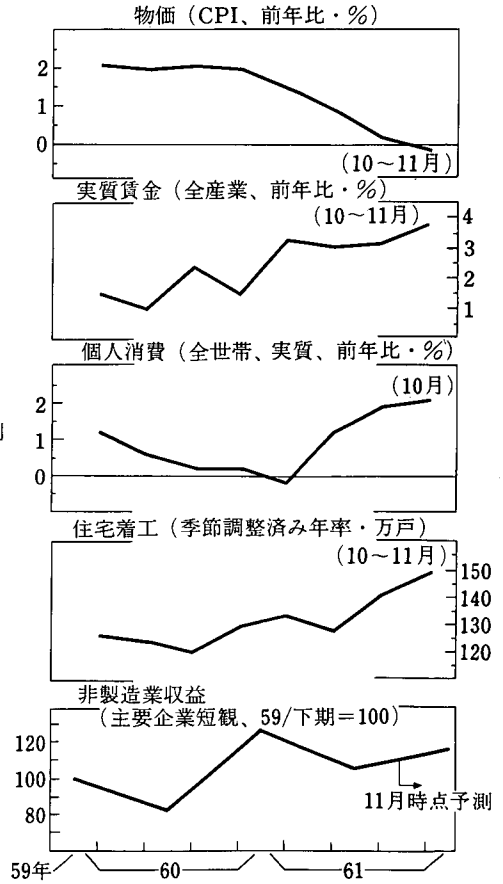
景 気 の 足 取 り

	60/1~3月	4~6月	7~9月	10~12月	61/1~3月	4~6月	7~9月	10~12月
円相場 (期末、円/ドル)	250.70	248.95	216.00	200.60	179.65	163.95	153.63	160.10
原油価格 (通関、ドル/バレル)	28.7	28.3	27.6	27.7	25.8	14.1	11.0	13.4
金利 (貸出約定平均、期末、%)	6.54	6.53	6.49	6.47	6.27	5.82	5.65	5.60(11月)

(1)輸出減少の影響



(2)物価安定化の効果



らず、大きな落込みを余儀なくされている(図表3)。このため、企業の設備投資計画は小幅ながらも期を逐って下方修正されており、最近では雇用者数についても前年を割込むに至っている(図表4、5)。

これに対して、家計部門や非製造業部門の大宗は円高と原油安のメリットを享受する側にあり、それが支出活動の活発化をもたらしている。すなわち、まず家計部門については、消費者物価がほぼ前年並みの水準にまで落ち着いてきたため、

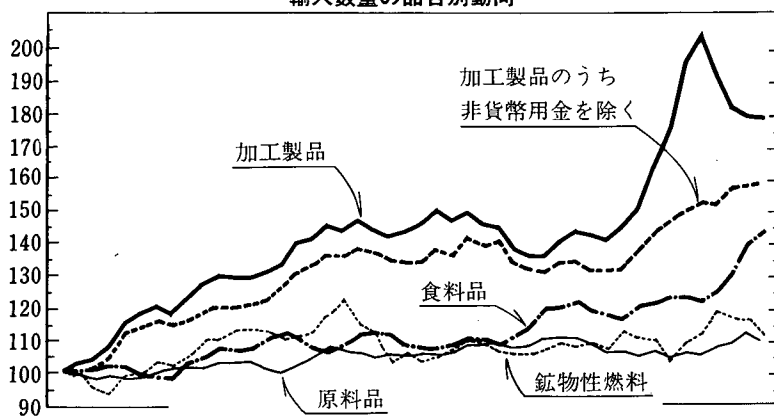
(図表 2)

輸出入数量(通関ベース)の動向

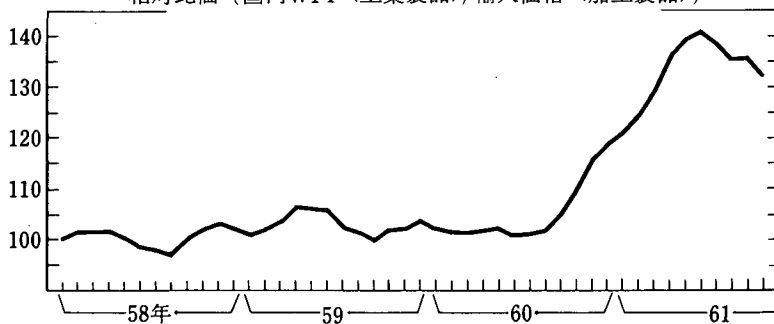
(季節調整済み前期比、% ()内は前年比)

	60年 10~ 12月	61年 1~ 3月	4~ 6月	7~ 9月	10~ 12月	60年度 上期	60年度 下期	61年度 上期
輸出数量	2.1 (2.2)	△ 3.9 (0.0)	1.4 (△ 0.7)	0.3 (0.3)	△ 2.8 (△ 4.3)	1.1 (5.3)	△ 0.1 (0.9)	△ 0.4 (△ 0.5)
輸入数量	1.0 (3.5)	2.9 (3.6)	13.4 (16.9)	0.5 (18.2)	△ 2.3 (14.2)	1.1 (△ 1.5)	2.3 (3.5)	15.3 (17.8)

輸入数量の品目別動向



相対比価 (国内WPI <工業製品>/輸入価格 <加工製品>)



(注) 季節調整済み、3か月移動平均、58年1月=100。

ボーナス支給率の低下等による名目賃金の伸び率鈍化にもかかわらず、むしろ実質所得が高まっており、これを反映して個人消費が堅調な推移を示している(図表6)。また住宅投資も、上記所得面の好調に加えて資材価格の落ち着きや金利低下もプラスに作用しているため、顕著な盛上りをみせている(住宅投資<GNPベース、季節調整済み前期比>60年度下期+1.7%、61年度上期+7.7%)。さらに非製造業部門においても、①海外との競合がほとんどないため、産出価格にさして下押し圧力が作用しない一方で投入価格や金利が低下したこと、②需要面でも、個人消費、住宅投資が好調なため、固定費負担が軽減していること、の両

(図表3)

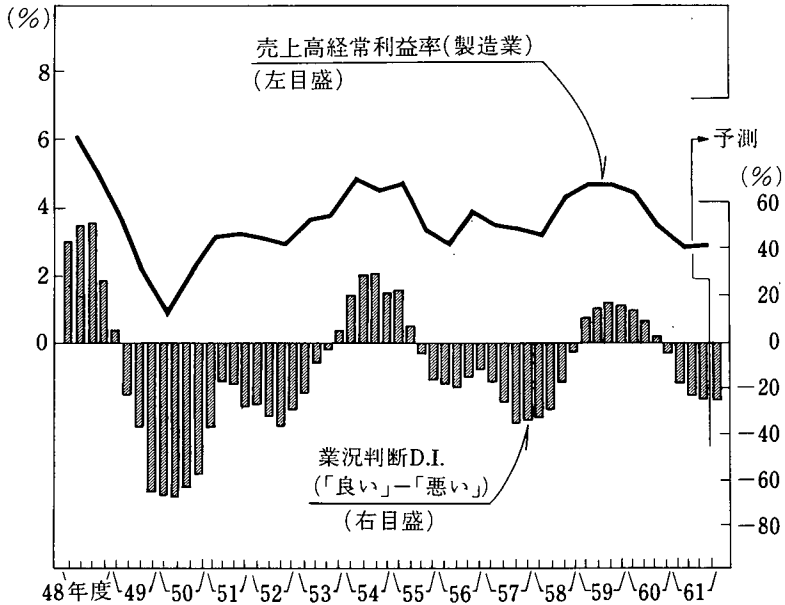
企業収益の動向

(%)

		60年度 上期	下期	61年度 上期	(予測) 下期	
製 造 業	経常利益・前期比	△ 5.9	△ 22.0	△ 25.0	3.8	
	売上高経常利益率	4.41	3.44	2.85	2.95	
	前期比変化幅	△ 0.23	△ 0.97	△ 0.59	0.10	
	費用別内訳	原材料費要因	△ 0.13	0.39	3.49	0.49
		人件費要因	△ 0.67	△ 0.04	△ 1.12	0.13
		金融費用要因	0.02	0.05	0.01	0.07
減価償却費要因		0.03	△ 0.32	△ 0.13	△ 0.34	
非* 製造業	経常利益・前年比	4.9	4.3	11.5	△ 3.7	
	売上高経常利益率	0.90	1.06	1.06	1.09	

*電力・ガスを除く

(注) 日本銀行「主要企業短観」(61年11月)による。



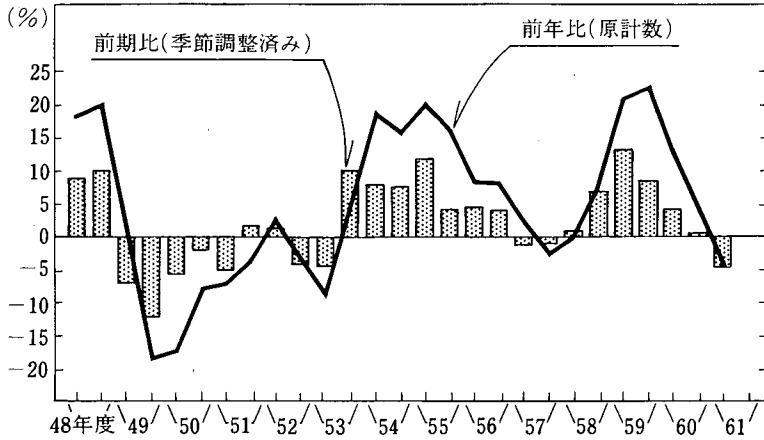
面から収益が増益基調にあり、設備投資、雇用人員とも増加を示している(図表3、5、7)。

(年度末にかけての景気の流れ)

目先き年度末頃までの景気の流れを考える場合に、最大のポイントは、当面景気回復の契機を見出し難い状況下、現在の製造業の不調が次第に家計や非製造業

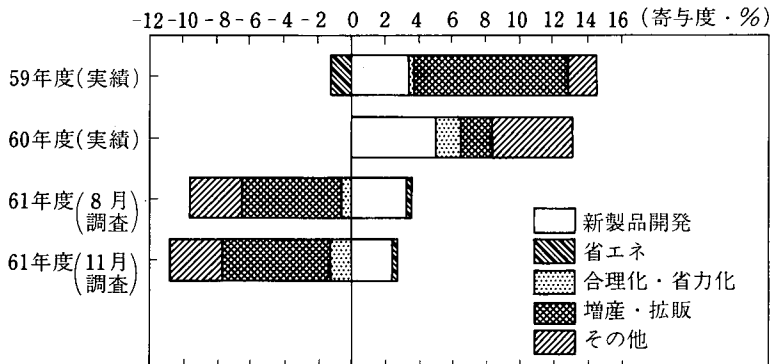
(図表 4)

製造業設備投資(実質)の動向



(注) 61/上期については日本銀行調査統計局試算。

(参考) 製造業設備投資の目的別内訳(主要企業短観)



に波及し、後者による景気下支え効果が漸次弱まっていく可能性の大きさにあるといえよう。この点、結論から先に示せば、現在の景気の「二面性」は上記のとおり円高のプラス、マイナス効果を直接的に反映したものであるだけに、単なる景気循環上のラグとは異なってある程度尾を引く公算が大きく、全体として停滞基調を脱し得ないにはせよ、次の事情から景気が累積的に下押しする事態は一応回避可能とみられる。

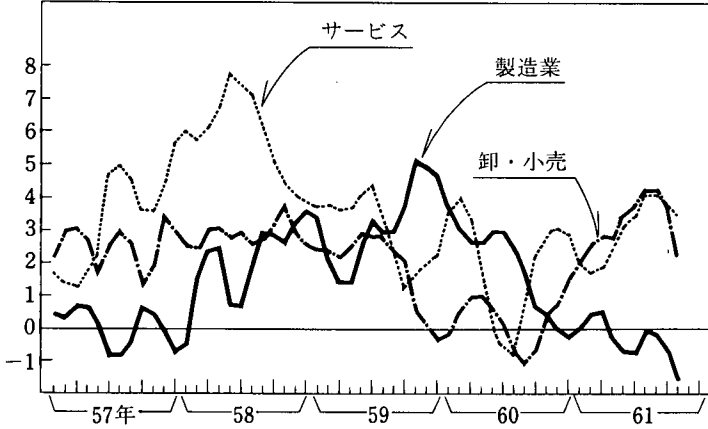
これをまず外需からみると、輸出数量は、円高によるドル建価格引上げの抑制効果がなお尾を引くうえ、輸出数量規制の影響(対米乗用車、工作機械等)や、一部品目における現地在庫積上がり(対米VTR、トラック等)もあって、年度末にかけては減少傾向が幾分強まる可能性が大きい。また輸入数量についても、製品類中心に引続き高水準で推移するものと見込まれるため、当面外需面からのデフ

(図表5)

雇用者数の動向

(1) 雇用者数の業種別動向(労働力調査)

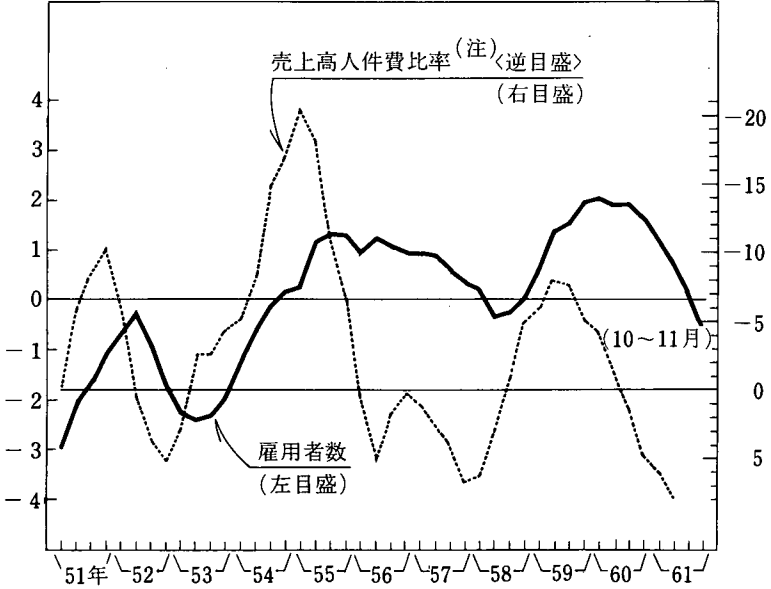
(3か月移動平均、前年比・%)



(2) 製造業における雇用調整の動き(毎月勤労統計)

(前年比・%)

(前年比・%)



$$\text{(注) 製造業 売上高単人件費比率} = \left(\frac{\text{実質所定内給与}}{\text{前年比}} \right) - \left(\frac{\text{労働生産性}}{\text{前年比}} \right)$$

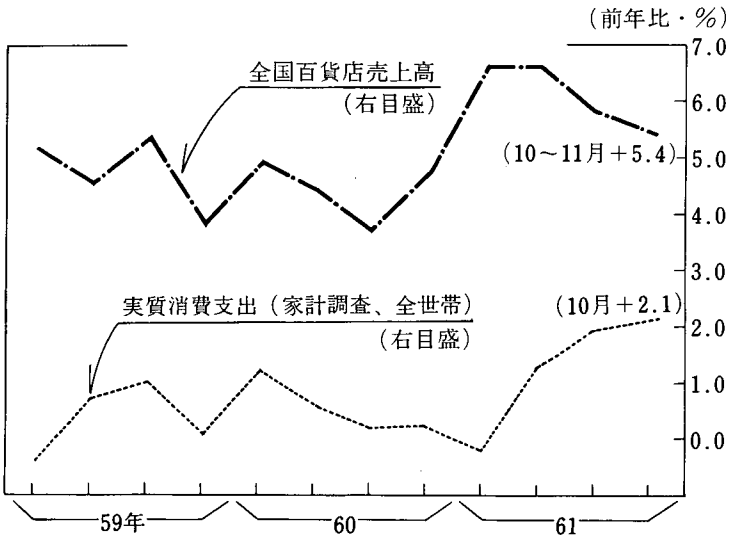
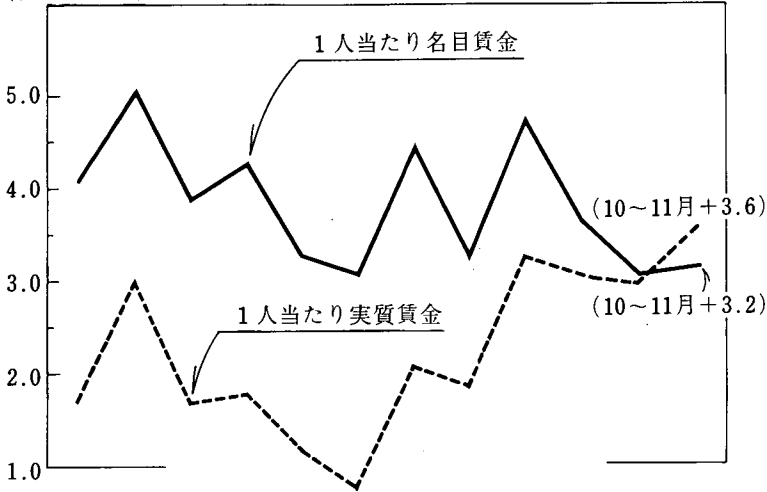
$$* \text{ 実質所定内給与} = \frac{\text{所定内給与}}{\text{産出物価}} \times 100$$

レ・インパクト持続は避け難いものとみられる。次に在庫の動向をみると、このところ素材を中心に幾分調整が進展しつつあるとはいえ、未だに適正水準をかなり上回っており、このため生産が年度内に立上ることは期待し難い状況にある

(図表6)

家計所得、支出の動向

(前年比・%)

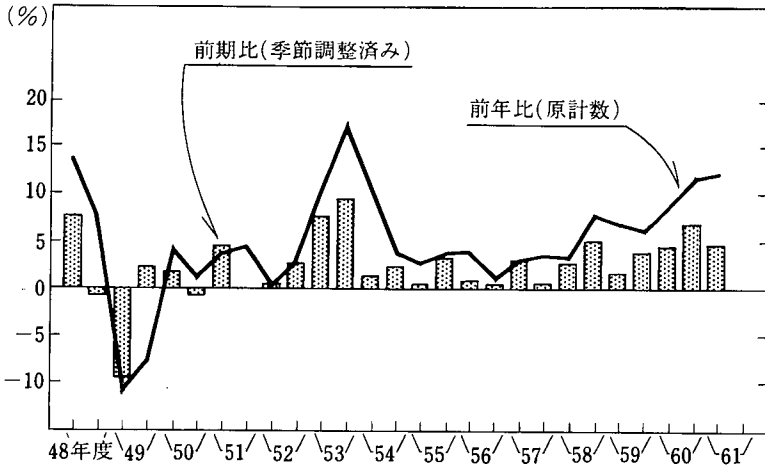


(図表8)。

一方家計支出の先行きについては、このところ輸入物価が小反発を示していることが若干の懸念材料ではあるが、国内物価については卸売物価(国内)、消費者物価(61年12月前年比各 $\Delta 6.8\%$ 、 $0.0\% < \text{東京} >$)とも、これまでの輸入コスト低下の波及効果浸透から、目先きはむしろ幾分なりとも落ち着きの度を強めるものとみられる(図表9)。したがって、冬季ボーナスの低調(労働省調べ、前年比、60年冬 $+4.4\%$ →61年夏 $+2.1\%$ →61年冬 $+1.5\%$)や製造業における雇用調整がある程度マイナスに作用することは避け難いとしても、個人消費は当面底固い推移を

(図表 7)

非製造業設備投資(除くNTT、実質)の動向



(注) 61/上期については日本銀行調査統計局試算。

(参考) 非製造業設備投資の業種別内訳(除くNTT)

(前年比・%)

	60年 7～9月	10～12月	61年 1～3月	4～6月	7～9月
法人企業統計季報ベース (除く電力・ガス・水道)	15.4 (19.6)	19.3 (22.2)	11.0 (16.9)	19.6 (26.2)	7.9 (8.3)
サービス業	43.7	28.4	26.6	26.9	2.3
農林水産業	17.5	24.2	△ 17.2	50.2	△ 3.1
鉱業	△ 7.9	4.0	2.9	△ 21.1	△ 7.5
建設業	△ 14.6	△ 14.9	6.4	41.8	17.7
卸・小売業	△ 1.1	△ 3.4	9.9	37.6	22.9
不動産業	14.4	27.2	30.0	55.1	△ 14.9
運輸・通信業	16.7	63.4	6.8	△ 5.3	24.1
電力・ガス・水道	0.4	8.8	△ 5.2	△ 3.1	6.4
金融・保険業	△ 3.1	△ 4.6	8.9	14.7	24.5

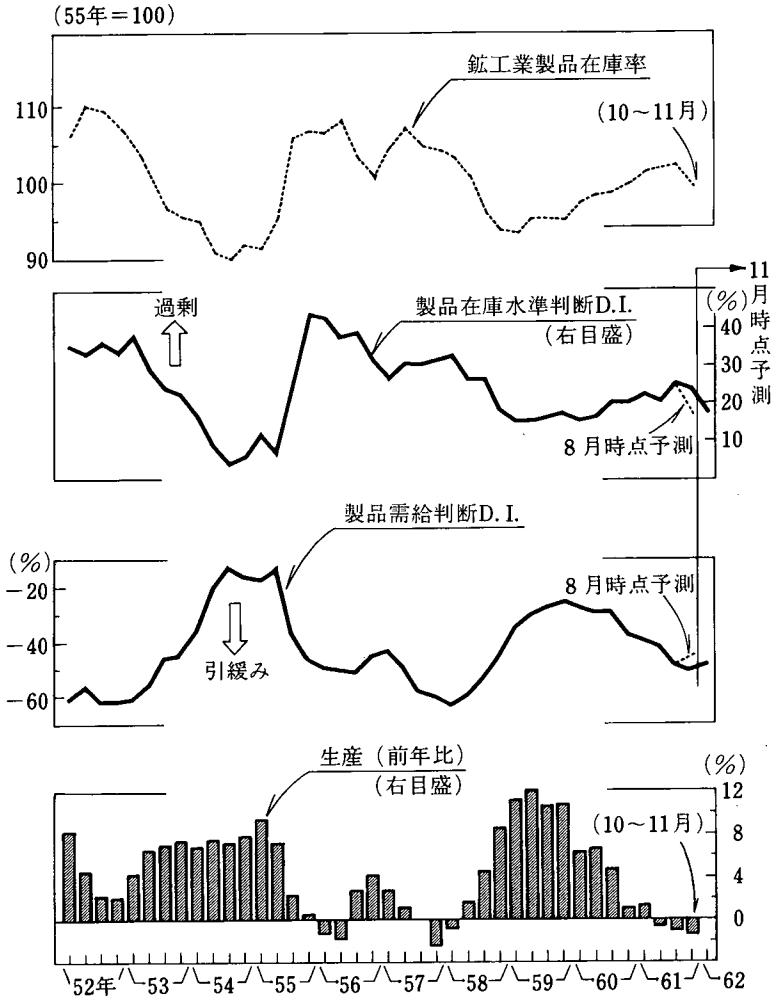
(注) 金融・保険業は、法人動向調査ベース。61/7～9月は実績見込み。

持続する可能性が大きい。また、住宅投資についても、最近の新設住宅着工戸数の動向(季節調整済み年率、61年4～6月127万戸→7～9月140万戸→10、11月平均148万戸)等からみて、引続きかなりの伸びを期待できよう。この間、非製造業の設備投資は、需要と収益の好調に加えて電力、NTTの政策的上積みも大きく寄与するため、伸びを幾分高める方向にある。

もとより、製造業における減益幅はかなり大きいだけに、今後雇用調整、賃金

(図表8)

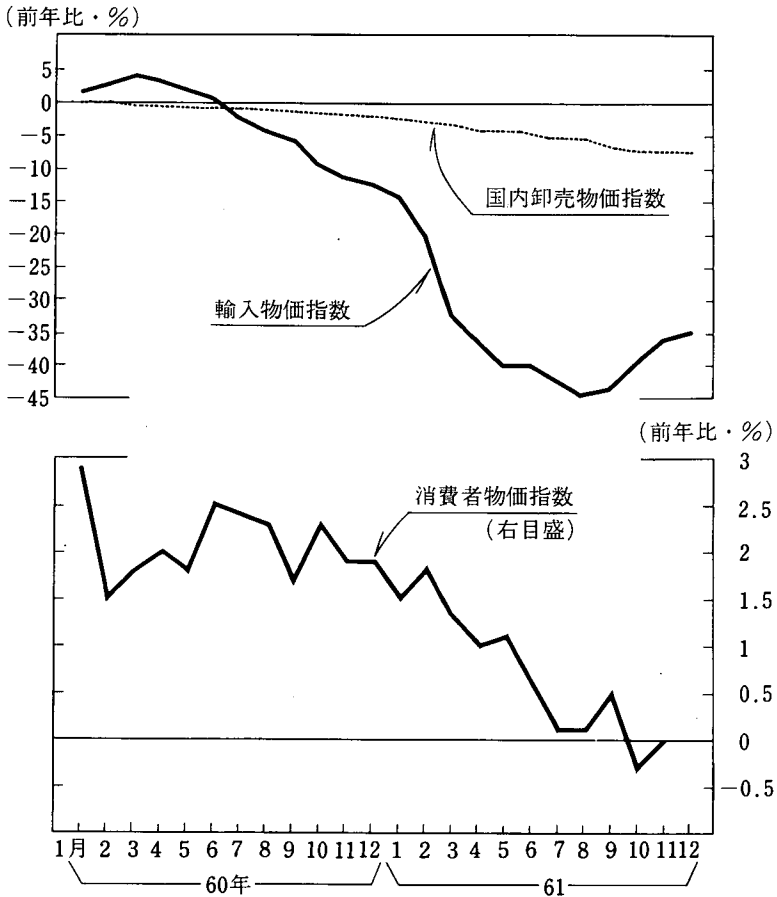
生産・在庫の動向



抑制の動きが予想以上に速やかに広範化する可能性は排除できず、そうなった場合には家計部門支出、ひいては非製造業に対しても次第に下押し圧力が加わっていかう。したがって、当面の景気動向についてはなお注視を怠れないことはいまでもない。ただ、①製造業企業部門の大宗は、これまでの円安期に内部留保の蓄積によってかなり不況抵抗力を強めていたこと(図表10)、および、②上記のように非製造業の業況はかなり腰が強いこと等から考えると、為替相場の安定が確保される限り、強弱の「二面性」が弱い方に揃うかたちで急速に解消する可能性

(図表9)

物 価 の 動 向



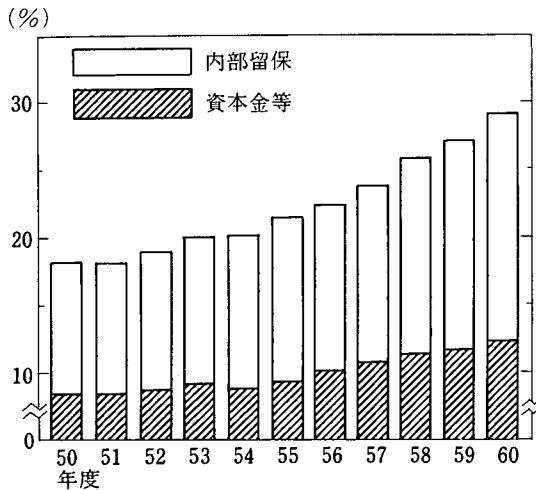
は目行き薄れたとの判断が一応可能と思われる。

3. 62年度経済の展望

より長い目で62年度のわが国経済を展望すると、一層の円高が進展しない限り、これまでの円高のデフレ・インパクトは次第に減衰に向かうと予想される。もとより、価格体系のシフトに起因する経済構造転換圧力は引続き強く作用しようが、一応生産の立上りを軸として景気全体としても回復に転じる公算が強い。ただ同時に、円高のプラス効果も次第に剝落することが見込まれ、また、製造業部門においては62年度入り後賃金・雇用の抑制の動きがむしろ強まる可能性が高く、その所得押下げ効果が家計・非製造業部門にも波及していくことは避け難いものとみられるため、景気の回復テンポとしては比較的緩やかなものにとど

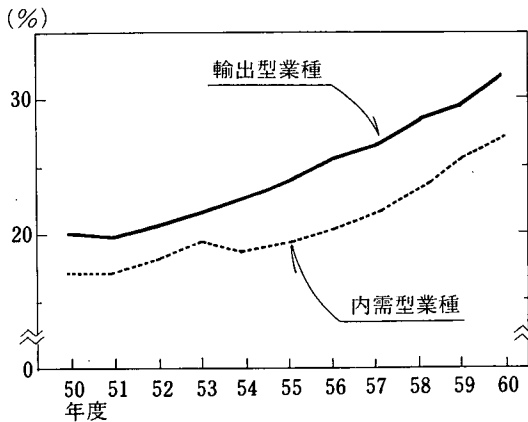
(図表10)

自己資本比率(製造業)の推移



(注) 日本銀行「主要企業経営分析」による。

(参考) 自己資本比率の輸出型・内需型業種別内訳



長を持続するものとみられる。なお原油価格についても、OPECの減産姿勢に依存する面が大きいとはいえ、現在の在庫水準等から判断すれば大幅に上昇する可能性は小さいとみられる(調査月報61年12月号掲載論文「海外経済の回顧と展望」参照)。

こうした海外環境の下で、わが国の輸出については、為替相場の安定を前提とする限りドル建価格が今後一段と大幅に引上げられる公算は小さいとみられ、円高による数量抑制効果も漸次一巡に向かおう。このため、各種の規制による足かせを考慮しても、海外景気拡大に伴う所得効果が次第に価格効果を上回るに至り、年央頃からは増加に転ずる公算が大きい。ただその場合でも、価格効果の残

まろう。

(円高のデフレ・インパクトは次第に減衰)

はじめに海外環境を概観しておく、原油価格の動向等なお不透明な面が少なくないが、鍵を握る米国経済については、個人消費、住宅投資等が税制改革の影響もあって伸び率鈍化の方向にあり、また連邦支出も均衡財政法の下で抑制されているため、国内需要の減速は避けられないところとみられる。ただ、ドル安の対外収支改善効果が輸出面中心に次第に顕現化すると見込まれ、その生産誘発効果等から、全体としては緩やかな拡大が持続することを期待し得よう。

また、欧州諸国も、緩やかな拡大基調をたどるとみられ、さらにアジア NICs 諸国も、輸出の伸びの鈍化に伴って拡大テンポはやや減速するにせよ、引続き高めの成長

存や上記規制の効果等から、増加テンポは世界輸入量の伸び(OECD見通し、87年前年比+3.75%)をかなり下回るものにとどまろう。なお、輸出動向については、海外における対日輸入規制強化等の動きや円相場の動向によって大きく左右される面のあることに留意する必要があることはいうまでもない。一方、輸入数量については、企業が部品、中間製品を海外で調達する動きが広まっていることもあって、かなりの伸びを維持するとみられるが、円高の短期的な価格効果は一巡に向かうため、伸び率としては61年度比鈍化することとなろう。

上記のような外需の動向を前提とすれば、鉱工業生産、製造業設備投資はそれぞれ年央および秋頃以降持直しに転じることを期待し得よう。すなわち、まず在庫調整については、今後最終需要の一層の下振れがない限り春頃には概ね終了すると見込まれ、つれて鉱工業生産も62年度入り後は次第に立上がりに向かうものとみられる。また製造業設備投資についても、秋口頃まではストック調整圧力が尾を引くことを免れ難いが、その後は生産立上がりに伴う稼働率の上昇や収益の回復(後記)から、次第に持直しに向かう公算が大きい。

(円高のプラス効果も剝落の方向)

このように、円高に端を発したデフレ・インパクトは次第に減衰していくと予想されるが、その一方で円高のプラス効果も以下のとおり剝落に向かうことが不可避とみられる。

すなわち、まず家計部門についてみると、今春闘におけるベア率は、製造業における収益の落込みやこれまでの消費者物価安定等を反映して、近年になく落着いたものとなると予想される。一方、消費者物価は来年度にはむしろ幾分なりとも上昇に向かう公算が大きいいため、ベア率の落着きが雇用調整をマイルドにとどめる効果を勘案しても、家計の実質所得の伸びがかなり急速に鈍化することは免れ難い。こうした状況下、消費の慣性効果^(注)や長期的な期待インフレ率の低下に伴う実質金融資産残高効果が消費性向を押し上げる作用には期待できるが、一方で雇用環境の悪化が消費者マインドに悪影響を及ぼす可能性もあるため、個人消費の伸びが今年度より鈍化することはやはり避け難かろう。

また、住宅投資については、首都圏への人口流入増加などの構造要因や貸家採算の好転等から、基本的に堅調地合いを維持するとみられるが、上記実質所得要

(注) 家計の消費行動には習慣性が強く作用することや、消費支出がかなり長い目でみた所得見通しに依存することから、実質所得が短期的に大きく変動する局面で消費性向がこれを相殺する方向に変化し、個人消費の変動を平準化する作用。

因等を考えれば伸び率としては鈍化する公算が大きい。

なお、非製造業の設備投資については、収益の好調等から引続き底固い動きが期待されるが、上記のように個人消費等非製造業と関連の深い需要の伸び率鈍化が見込まれるため、増勢テンポは減衰するものと予想される。

以上のように、62年度においては、外需のマイナス寄与度は大きく縮小し製造業部門は次第に立上がりに向かおうが、円高のプラス効果も剥落に向かう一方で、本年度中は製造業部門で吸収された円高のデフレ・インパクトが家計や非製造業部門へもある程度波及していくとみられるため、景気の回復テンポ自体は比較的緩やかなものにとどまろう。そうした中で、現在の「二面性」は年度を通してみると次第に薄れていくものと予想される。

この間、財政支出について62年度予算政府案をみると、財政再建の枠組みを堅持しつつも、財投や地方財政の拡大等によって公共事業の伸びを確保するなど、景気面へもそれなりに配慮したものとなっている。ただ、本年度の場合は、公共投資デフレータの大幅低下や積極的な補正により、かなり高い実質ベース伸び率を確保しているだけに、同ベースでの伸び率は本年度と比べ相当鈍化する可能性が大きい。このように、財政支出についても円高・原油安のメリットが剥落し、それが実質伸び率を低下させる方向で作用する点には留意しておく必要がある。

（国内バランスは維持可能か）

このように来年度においてもわが国経済の急速な回復は展望し難いが、その下でも弾力的な賃金決定を反映して企業収益、雇用面等の国内バランスは維持可能と見込まれ、一応経済が前向きに動いていく姿を想定可能と思われる。

まず、企業収益（製造業）については、61年度中大幅に落込みをみたが、来年度には、①賃金・雇用の抑制および生産の立上がりにより人件費負担が軽減に向かうこと、②これまで大きな収益圧迫要因であった在庫評価要因がプラスに転ずることなどから、緩やかな回復過程の下でも若干の改善を展望できよう。

一方、雇用情勢については、現在の製造業売上高人件費比率が極めて高水準にあるだけに、62年度にはいわゆる構造不況業種を中心として雇用調整の動きがむしろ強まるものと見込まれる（前掲図表5(2)）。ただ、ベア率の落ち着きや生産の回復が賃金負担の軽減をもたらす効果や、すでにみた過去の円安期における収益の蓄積などを考慮すると、製造業全般において雇用調整圧力が大きく強まる事態は回避し得よう。一方非製造業では、上記ベア率の落ち着きもあって総じて順調な

雇用増加が予想され、このため全体としても雇用者数の緩やかな伸びを確保し得る可能性が高い。もっとも、労働力人口の趨勢的な増加や、産業構造転換に伴う摩擦的失業の高まりを反映して、失業率が徐々に上昇していくことは避け難いものとみられ、きめ細かい対策の要請されるところである。

(物価は着き基調を維持)

この間、物価面では、今春ベア率の着きと生産の持ち直しから賃金コストが低下に向かうとみられるため、円相場や原油価格の振れによって輸入物価が大幅に上昇するようなことでもない限り、企業収益のある程度の回復を前提としても、消費者物価、卸売物価ともに着き基調が維持されることを期待し得よう。これは、本来一過性である円高・原油安の物価安定効果が、賃金・物価の好循環を通じてある程度定着していく過程としてとらえることが可能である。

(対外不均衡是正の持続性と改善の萌芽)

次に、わが国経済にとって引続き最大の課題である対外不均衡是正の問題に目を転じ、まず足元の動きから振り返ってみると、ドルベースの収支についてはこのところさすがに黒字増勢テンポがやや鈍化してきているものの、円高の逆Jカーブ効果がなお尾を引いているため、これまでのところ拡大傾向が改まるには至っていない。ただ円ベースでの黒字はすでに頭打ちとなっており、またより重要な数量ベースの収支については顕著な縮小傾向をたどっている(図表11)。こうした数量ベース収支の黒字縮小は、海外における生産や雇用をそれだけ拡大している筋合いにあり、円高はそれなりに所期の効果を挙げているとの評価が可能であろう。

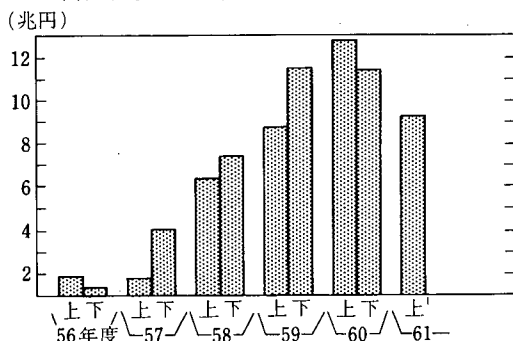
ただ、62年度を展望した場合には、経済構造転換が短期的に実現することは期待し難い以上、対外不均衡の一段の是正は、わが国経済にとって容易ならざる課題であることもまた十分認識しておく必要がある。すなわち、わが国輸出の高い所得弾性値、輸入の低い所得弾性値が短期的に大きく変化するとは想定し難く、そうであれば、すでにみたとおり円高の価格効果が一巡するにつれ、海外景気拡大に伴う所得効果が次第にこれを上回るに至る可能性が大きい。したがって、62年度においては、数量収支の目立った改善は保証し難く、さらにドルベースの収支についても、逆Jカーブ効果は出尽すにせよ、現状輸出額の水準が輸入額と比べかなり高いこともあって顕著な縮小は期待し難い。

もとより、海外景気の下振れ等によって対外不均衡がより判然と是正する可能性が残されてはいるが、その場合には、輸出に大きく依存したわが国の経済構造

(図表11)

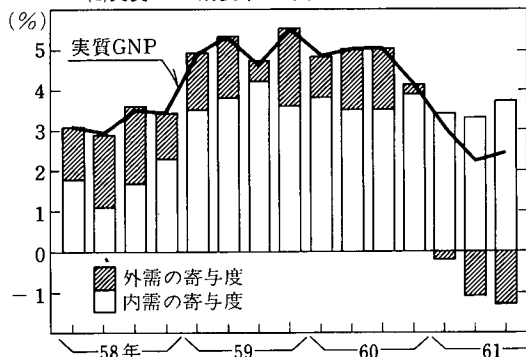
外需の動向

(1) 経常海外余剰 (GNPベース、実質) の推移



(注) 記念硬貨用金を除いたベース。

(2) 実質GNP成長率に対する内外需別寄与度



(注) 原計数前年同期比、61年4～6、7～9月は記念硬貨用金を除いた実勢ベース。

(3) 経常収支 (IMFベース) の推移

(季節調整済み、年率)

	60年度		61年度		61年	
	上期	下期	上期	下期	4～6月	7～9月
ドルベース (億ドル)	487	621	905	871	871	939
円ベース (兆円)	11.9	12.3	14.7	14.8	14.8	14.6

門(非貿易部門)の収益性に異なるインパクトを与えるものであり(前掲図表3)、前者においては、円建産出価格の低下幅が賃金や資本コストの低下幅を上回るため、期待収益率が押下げられる一方、後者では期待収益率が上昇する(調査月報61年11月号掲載論文「円高、原油安の物価安定効果とその企業、家計への影響について」参照)。61、62の両年度にわたり製造業が設備、人員を抑制する基調にある一方、非製造業は設備、人員ともに拡大傾向をたどるとみられるのは、まさ

を前提とする限り、国内経済成長率も下振れすることが不可避であろう。そしてその程度如何によっては、収益、雇用等の国内バランスを維持していくことが困難となる可能性も否定できない。

これまで幾度か指摘してきたところであるが、対外不均衡の是正に速効性のある妙手は見当たらず、中長期的にわが国の輸出に過度に依存した経済体質を転換していく必要がある。この点に関し、円高の効果をいま一度みると、すでにみたように円高の短期的な輸出入数量調整効果は次第に減衰に向かうとみられる一方で、産業構造転換のインパクトは持続的な効果として、むしろ62年度以降により大きく顕現化する公算が大きい。

この点を改めて整理すれば、第1に、為替相場水準の大幅な円高化は、内外財相対価格の変化を通じて、輸出関連のウエイトの大きい製造業部門(貿易部門)と国内向け財・サービス中心の非製造業部

にこうした効果によるものである。またそうした資源の再配分が、今後非貿易部門のウエイトを高め、わが国の輸出依存度を低めていく効果を発揮しよう。

第2に、円高は製造業部門内においても、海外生産ないし部品等の海外調達を促進する効果をもっているが、こうした方向への萌芽はすでにかなり広範囲に見受けられるところである。まず、海外生産に関しては、このところかなり急速に具体化しつつある状況にあり、11月時点の日本銀行「主要企業短期経済観測調査」によれば、主要製造業の61年度海外投融資計画は、8月時点比2割方上方修正され、前年度比5割増の大幅増加が見込まれている。企業の海外進出には、いわゆるフィージビリティ・スタディーに長期を要することを勧告すれば、こうした動向からみて、62年度以降は一層活発化する可能性が高い。また海外調達面でも、企業が部品、中間製品の調達を海外へシフトする動きが強まっており、これを反映して加工製品輸入が増加傾向をたどっている(前掲図表2)。

これらの動きは、中長期的にみて、わが国の「輸出が増えやすく、輸入が増えにくい」体質を徐々に変えていくものといえよう。もちろん、こうした産業構造転換効果の本格的顕現化にはある程度時間を要するし、さらにとくに海外生産については、その立上がり段階で一時的にせよ、むしろ部品輸出等が増加する面もあるため、その貿易不均衡是正効果についても速効性は期待できない。ただ、62年度以降そうした転換効果に期待し得ることについては、海外諸国からも十分な理解を得る必要があるだろう。

このように、62年度経済は一面において厳しい構造調整過程を内包したものとなり、このため、摩擦的失業の増大や特定企業への依存度の高い地域経済等の面で、かなりの痛みを伴うことは避け難い。しかし、そうした調整は、わが国経済が輸出に過度に依存した体質を改め、国際的に調和のとれた分業体制を確立するうえで避けて通れないものであることもまた言をまたない。そうした調整に伴う社会的、経済的コストを最小限にとどめ、円滑な産業構造転換を実現していくためには、規制緩和、財政支出の有効活用、税制等の面で一層の工夫を凝らしつつ、持続的な内需拡大のための環境を整備していくことが肝要である。また、為替相場に関しては、円高が一段と進行する場合には、そのデフレ・インパクトがむしろ構造転換の進展を妨げる方向で作用する可能性が強いだけに、円相場が安定的に推移することは、その面からも強く望まれるところである。

4. 最近の金融情勢

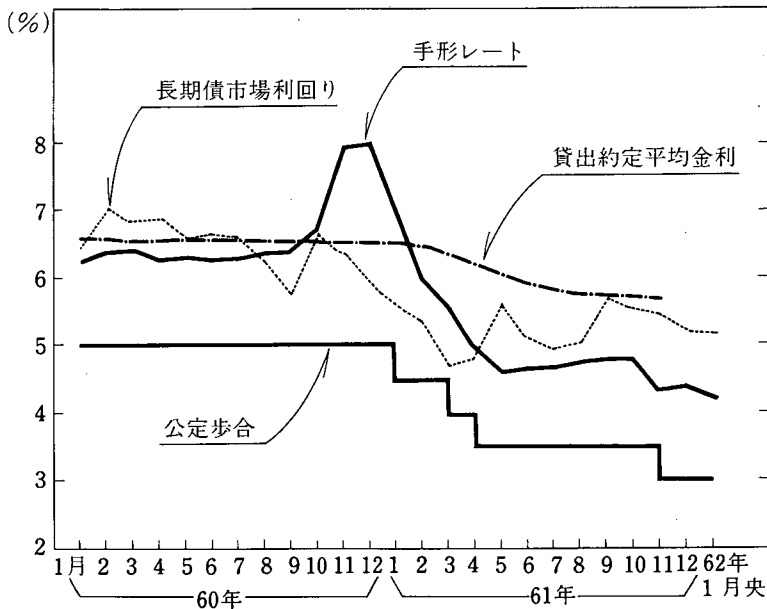
(金利水準は一段と低下)

日本銀行は昨年中、為替相場の安定と持続的な内需の拡大に資する見地から、内外における諸情勢を勘案しつつ、公定歩合を4回にわたり引下げた。これにより、わが国の公定歩合はこれまでのボトム(3.29%、昭和11年4月～21年10月)を下回る既往最低の水準となった。長短市場金利もこれを受けて、昨年中一段と低下し、貸出金利(全国銀行貸出約定平均金利)はこのところ長期・短期ともに既往ボトムを更新しつつある。このようにわが国の諸金利は、預金金利を含め、歴史的にみても、また海外諸国との対比においても極めて低い水準にまで低下している(図表12)。

この間、企業金融の動向を11月時点の日本銀行「主要企業短期経済観測調査」によってみると、上記金利の一段の低下や、金融機関の弾力的な貸出態度が持続する中で、「資金繰り判断D.I.」は引続きかなり緩和した状態を続けている

(図表12)

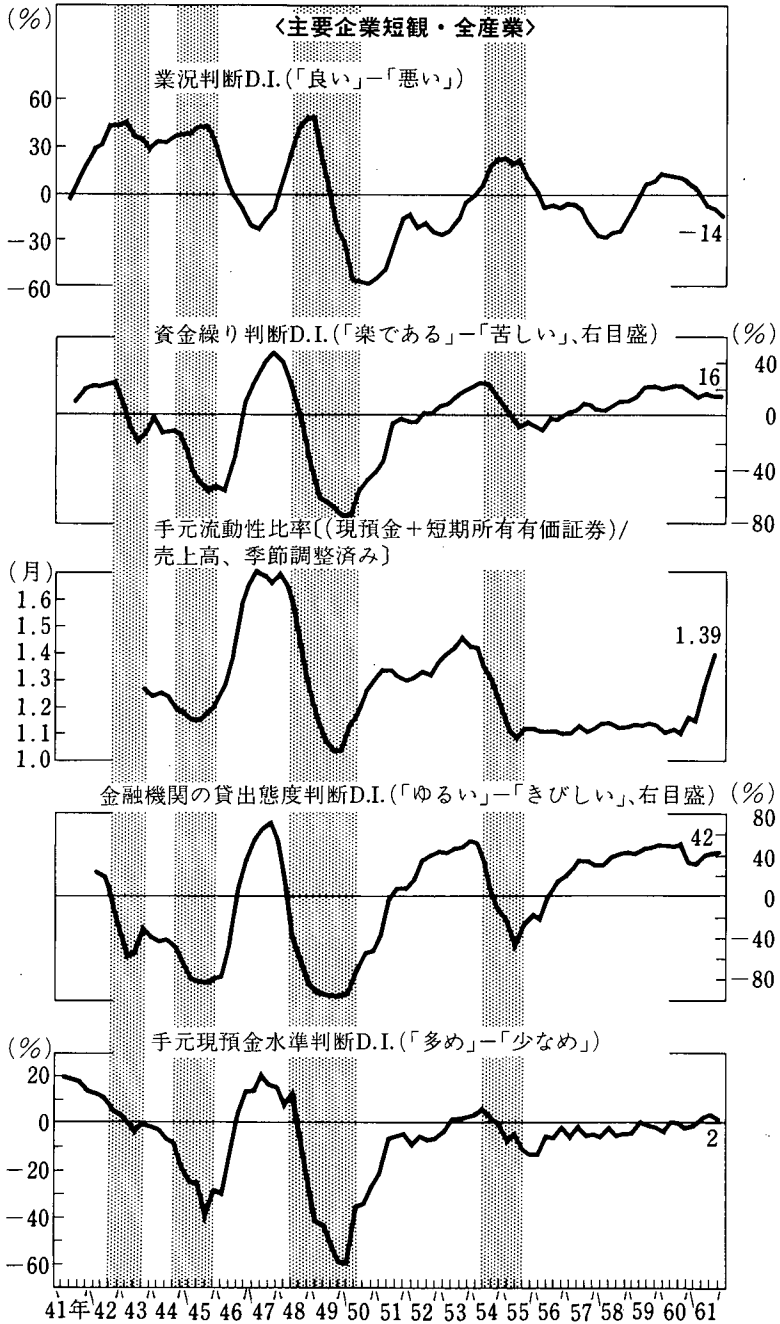
金利の動向



- (注) 1. 手形レートは2か月物、長期債市場利回りは国債最長期物(店頭指標気配)で、いずれも月中平均による。
 2. 貸出約定平均金利は、全国銀行平均(総合)による。
 3. 公定歩合は月末水準による。

(図表13)

企業金融関連指標の推移



(図表13)。また、資本市場等からの調達資金を短期に運用して利ざや稼ぎを狙う動きが広範化していること等を反映して、企業の手元流動性比率はこのところ期を逐って上昇傾向を示す(全産業、61年3月末1.15→6月末1.27→9月末1.39か

月)など、企業金融の緩和は総じて一段と進展をみた。

(マネーサプライは引続き高めの水準)

最近のマネーサプライの推移をみると、中心指標である $M_2 + CD$ については昨年7～9月に再び増勢を強めた後、10～12月には伸び率が幾分鈍化し($M_2 + CD$ 前年比、61年4～6月8.5%→7～9月8.8%→10～12月8.3%、図表14)、また本年1～3月にかけても緩やかながらも引続き鈍化するものと予想される。

ただ、 $M_2 + CD$ の伸びは幾分鈍化したとはいえ、最も流動性の高い部分である M_1 については、金利低下を映じた流動性保有の機会費用低下などから昨年4～6月以降伸び率が一本調子に加速しており(前年比、61年1～3月4.2%、4～6月6.7%、7～9月7.8%、10～12月9.1%)、また、マネーのほか投資信託、内外債券等を含めた全体の流動性水準をみると、今次緩和局面においてこれまで安定的に推移してきたが、昨秋以降株式投信等の増加が響いてかなり伸びを高めている点にも留意しておく必要がある。さらにやや技術的な点ではあるが、昨年10～12月以降の前年比伸び率の鈍化には、60年10～12月の伸び率が大口定期預金金利自由化などにより大きく高まっていたこと($M_2 + CD$ 前年比、60年7～9月8.3%、10～12月9.0%、61年1～3月9.0%)の影響が剥落したことによる面が大きい。

(図表14)

マネーサプライの動向

(前年比・%)

	$M_2 + CD$	M_1	準通貨 +CD	ディビジア $M_2 + CD$	(参考) 銀行券
60年1～3月	7.9	6.2	8.6	7.1	7.0
4～6月	8.3	4.8	9.8	6.4	6.3
7～9月	8.3	4.7	9.7	5.9	5.9
10～12月	9.0	4.5	10.8	5.0	5.3
61年1～3月	9.0	4.2	10.9	4.0	5.7
4～6月	8.5	6.7	9.1	5.3	6.7
7～9月	8.8	7.8	9.2	6.0	8.6
10～12月	P 8.3	P 9.1	P 8.1	(10～11月) 6.9	8.4

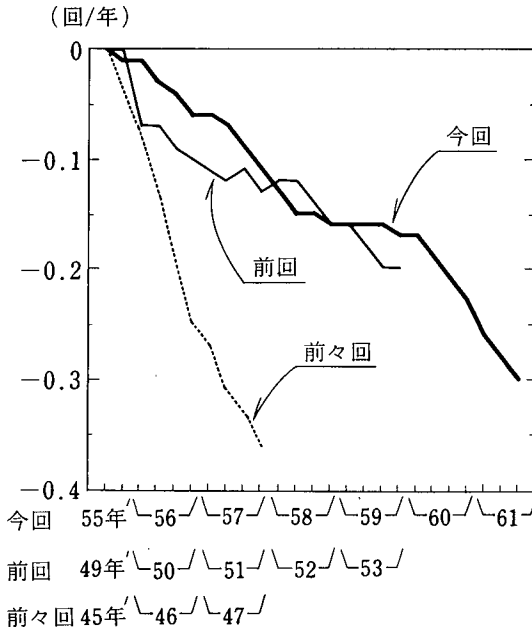
(注) 1. Pは速報。

2. ディビジア $M_2 + CD$ は、 $M_2 + CD$ 内の各種金融資産ごとにそのマネーとしての機能度合いを勘案し、それらを加重合計して作成。その際、各金融資産のウェイト、すなわちマネーとしての機能度としては、当該金融資産を保有するための機会費用(具体的には市場で取引される金融資産の最高金利と当該金融資産の金利との差)による。

(図表15)

M₂+C D 流通速度の動向

——金融緩和期における流通速度のピークからの低下幅——



いことも割引いておく必要がある。

こうしたマネーサプライの動向を実体経済活動との対比で見ると、名目総需要の伸びがマネーを上回って鈍化しているため、M₂+C Dの流通速度(名目総需要/M₂+C D平残)は引続き低下傾向をたどっており、金融緩和が極めて長期にわたっていることもあって、流通速度の累積低下幅のみから見れば、今次緩和局面におけるそれは前々回緩和局面(昭和46~7年頃)にも比肩し得るかなり大幅なものとなってきている(図表15)。もとより、今次緩和局面におけるM₂+

C Dの流通速度の大幅低下には、金融自由化の進展によるマネー対象外資産からの資金シフトもかなり影響しているとみられ、またとくに法人部門において、いわゆる「財テク」の普及によりマネーの流通速度に下方トレンドが生じている可能性も排除できない。しかし、上記の流動性全体の動向等と併せ考えると、マネーサプライの水準が実体経済活動と比べてかなり高めであり、金融が十分に緩和した状態にあることは疑いのないところと思われる。

いうまでもなく、本稿でみた景気の現状や物価を巡る環境からすれば、金融の緩和は当然の選択であり、原油価格の反騰や円相場の反落といった事態が生じない限り、現在の量的緩和が直ちにインフレの再燃につながる懸念は薄いといえよう。ただ、それが行過ぎた場合には、株式や土地といった既存資産の投機的な取引を助長し、直接的に付加価値、したがって経済成長に寄与しない一方で、長期的な物価安定に対する信認を揺るがせ、同時に内外の攪乱要因に対する各経済主体の抵抗力を弱める可能性は否定できないところである。

幸い現時点では、そうしたリスクはさほど大きくないとみられるが、そうしたリスクが顕現化した場合のコストは極めて大きいだけに、今後ともマネーサプライの動向をはじめ流動性水準の推移には引続き十分注意を払っていく必要がある

る。またそのためには、金融機関のサイドでも節度のある融資態度を堅持することが以前にもまして肝要であろう。