

# 情勢判断資料 (60年秋)

## ——わが国金融経済の分析と展望

### [要 旨]

設備投資、個人消費などの国内民間最終需要が着実な拡大を続けている一方、輸出の増勢が鈍化、これまでの製品在庫積上がりの影響も加わって鉱工業生産は一進一退の状況にある。このように景気拡大持続をうかがわせる指標と、減速を示す指標とが混在するなかで、経済全体としてはペースを鈍化させつつも、なお緩やかな拡大を続けているといえよう。

本年度下期のわが国経済を展望すると、米国経済成長の減速、中国の輸入態度の消極化など海外環境の変化に加え、最近の為替円高化もあって、下期にかけてのわが国の輸出数量の一層の増勢鈍化が避けられないとみられる。一方国内需要面では引続き民間設備投資は底固い増加基調(製造業の独立投資および非製造業中心)を、また個人消費は緩やかな回復傾向をたどろう。もっともこのような国内需要の上伸力が、輸出減速という下向きの力をオフセットするほどまでに強いとは想定し難く、経済全体として下期にかけて成長テンポの幾許かのスローダウンは免れないところであろう。もっとも企業収益がかなりの高水準を維持する見込みであるため、企業の景況観は引続き底固く推移しよう。

対外摩擦問題が激化するなかにあって、最近における円安是正の定着が強く期待される場所である。ただ、その場合、実体経済に対し何程かのデフレ効果を及ぼす一方で、名目対外収支の改善については、逆Jカーブ効果もあり、当面は多くを望み難いのが実情であるが、これらについては内需でできるだけカバーする工夫を続け、また輸出数量への影響を通じた実質収支(価格効果調整後)の黒字幅縮小をこそ評価すべきと思われる。

この間最近の金融情勢をみると、貸出金利が緩やかに低下するなかで企業金融は引続き緩和状態にあり、マネーサプライも増加傾向を続けるなど、金融緩和はすでに十二分に浸透しているといえよう。こうしたなかで、このところ長期債利回りが低下傾向を続け、長短金利は逆転するに至っている。こうした金利の動きには、為替相場の円安修正を定着させていくこととの関連で見ても、十分留意する必要がある。

## 〔目 次〕

- |                |                |
|----------------|----------------|
| 1. 最近の経済情勢     | (国内需要の上伸力)     |
| 2. 60年度下期経済の展望 | (60年度下期経済の見通し) |
| (海外環境の変化)      | (円安是正の効果)      |
| (輸出の増勢鈍化の強まり)  | 3. 最近の金融情勢     |

### 1. 最近の経済情勢

これまでの景気上昇過程で企業収益の蓄積が進んでいることもあって、設備投資はなお根強い増勢を維持している。また個人消費も緩やかながら回復しており、国内民間最終需要は着実な拡大を続けている。他方、輸出は増勢の鈍化が次第に明らかとなっており、これまでの製品在庫積上がりの影響も加わって、鉱工業生産、出荷は一進一退の動きを示すなど、景気の減速を示唆する指標がみられる(図表1)。

まず民間設備投資(GNPベース、前期比)の動きをみると、4～6月にはNTT、日本たばこ産業の民営移管に伴う計上方法の変更(政府支出から民間設備投資へ)という特殊要因もあって、+5.3%と著増した。8月時点調査の日本銀行「企業短期経済観測」(全国企業)によって60年度上期の設備投資計画をみても、製造業では5月調査と比べて若干下方修正されている一方、非製造業ではOA関連投資の盛行などもあって、5月調査比増額修正の動きが目立ち、全体として設備投資は底固い動きを示している。

次に個人消費は、緩やかながら回復傾向を続けている。すなわち、エアコン、夏物衣料などの季節商品が夏場に好伸し、CDプレーヤー、8ミリビデオなどの新商品の売行きも順調であるほか、夏休み中のレジャー関連支出も堅調に推移した。また6月まで自賠責保険料引上げの影響から、前年水準を割込んでいた乗用車販売は、当該影響の剝落に加え、一部新車投入効果もあって7月以降前年比プラスに転じている。

一方、輸出数量(通関、前期比)は、本年1～3月に減少したあと、4～6月には対米乗用車輸出枠の拡大(59年度185万台→60年度230万台)や対中国輸出の好伸(鉄鋼、家電製品)などから+3.1%の大幅増となった。その後、7～9月に入ると工作機械、テレビは引続き好調ながら、乗用車が横ばいとなるほか、対米自主

(図表1)

## 最近の景気動向

(%)

	59/ 7～9月	10～12	60/ 1～3	4～6	7～9
鋳工業生産 (季調済、前期比)	1.6	2.7	-0.7	2.7	-0.2*
鋳工業在庫 (季調済、前期比)	1.1	2.7	3.1	2.9	0.5**
輸出数量 (通関、季調済、前期比)	2.0	4.6	-2.5	3.1	-1.0
設備投資 (全国短観、全産業、前 期比)	59/上期 1.5	59/下期 10.1		60/上期(予測) 5.6	
全国百貨店売上高 (前年比)	5.3	3.8	4.8	4.4	4.0***
経常利益 (主要短観、製造業(除く) 石油)、前期比	59/上期 18.0	59/下期 7.6		60/上期(予測) -0.7	
売上高経常利益率 (主要短観、製造業(除く) 石油)	5.06	5.24		5.10(予測)	
業況判断D.I. 「良い」-「悪い」 (主要短観、製造業)	15	17	16	14	9

\* 9月を予測指数どおりとして計算。

\*\* 8月末の対6月末比。

\*\*\* 7～8月平均。

規制の影響本格化や中国向け滞船問題の深刻化(上海、大連など主要港の荷揚げ施設の不備などを背景とする停泊日数の長期化)により鉄鋼が大幅減少となったことに伴い、再び小幅減少となった。このように輸出は、このところ振れの大きい展開となっているが、ならしてみると、増勢は次第に鈍化している(59年度上期前期比+8.2%→59/下+4.3%→60/上+1.2%)。

また鋳工業生産(前期比)をみても、4～6月+2.7%の増加のあと、7～9月には、製品在庫の積上がりに伴う素材業種(鉄鋼、繊維、化学など)での生産調整本格化に加え、内外市場における需給失調を眺めた電気機械(半導体)の生産態度慎重化などから、横ばい圏内の動きが見込まれている(9月の生産が予測指数どおりとした場合の7～9月-0.2%)。これまでの動きを振り返ってみても、輸出数量と同様に増勢鈍化傾向が明らかである(59年度上期前期比+5.2%→59/下+3.2%→60/上+2.2%)。

以上のような輸出数量、鋳工業生産の頭打ちを反映して、前記「短観」(主要企業、8月調査)によれば、製造業の業況判断D.I.は、引続き緩やかに低下して

いる。その内容をやや詳しくみると、①輸出関連業種で電気機械の良好感がさらに低下、鉄鋼、一般機械も幾分後退しているほか、②それ以外の業種でも電気機械メーカーの資材手当て抑制の影響を受けている化学(合成樹脂)、非鉄金属(電子材料)に加え、③繊維、紙・パルプ等で在庫積上がりや製品市況の軟化に伴う業況の伸び悩み感が強まっている。

このように景気の現局面をみると、拡大持続をうかがわせる指標と減速を示す指標とが混在している状況にあって、経済全体としてはペースを鈍化させつつ、なお緩やかな拡大を続けている。

## 2. 60年度下期経済の展望

60年度下期経済の展望にあたっては、引続き次の2つの相反する要因の相対関係がポイントとなろう。すなわち、①米国経済や中国の輸入態度など最近の海外環境の変化がわが国輸出の足を引張り、それが生産ひいては関連設備投資に影響を及ぼす下向きの力と、②これまでの景気拡大により企業収益が蓄積され、これが家計所得面へも波及、その結果設備投資(とくに製造業の独立投資や非製造業)や個人消費などの国内民需が堅調に推移するという上向きの力である。

### (海外環境の変化)

まず米国経済について最近の実質G N Pの動きをみると、4～6月に前期比年率+1.9%と低い伸びにとどまったあと、7～9月は同+3.3%と年前半に比べれば幾分高めの伸びとなった。もっとも今後を展望すると、年度後半の国内最終需要の拡大テンポは年度前半に比べて鈍化する公算が大きい。すなわち下期にかけては、これまでの金利低下の効果や更新・合理化投資意欲の根強さ、さらにはサービス業等非製造業部門における雇用の増加といったプラス要因があるものの、一方で、①製造業を中心とする就業者数の伸び悩みに基づく個人所得の増勢の弱まり(前年比、4～6月+6.4%→7～9月+5.0%)、②消費者信用残高の高水準(消費者信用残高の対可処分所得比は、18.9%<8月>と過去のピーク<79年第4四半期17.8%>を凌駕)、③製造業稼働率の頭打ち(4～6月80.3%→7～9月80.1%)、④企業収益の後退(税引前収益前年比1～3月-8.6%→4～6月-10.2%)などのマイナス要因もあるため、個人消費、住宅投資、設備投資はいずれも伸び率鈍化ないし高水準横ばいの方向をたどるものとみられる(図表2)。

この間金融政策面では、連邦準備制度(FRB)は、物価安定基調が続く中で、景気面への配慮から引続き緩和気味の市場調節スタンスを維持しており、先行き

(図表 2)

## 最近の米国主要経済指標

(前月(期)比増減率・%)  
( )内は前年同月(期)比増減率・%)

	84 年		85 年			85 年		
	Ⅲ Q	Ⅳ Q	Ⅰ Q	Ⅱ Q	Ⅲ Q	7 月	8 月	9 月
実質 G N P (前期比、年率・%)	1.6	4.3	0.3	1.9	3.3			
名目個人所得	2.1 ( 10.3)	1.6 ( 9.2)	1.5 ( 7.6)	1.0 ( 6.4)	0.8 ( 5.0)	0.4 ( 5.4)	0.3 ( 5.1)	0.3 ( 4.6)
小売売上高	△ 0.4 ( 8.2)	2.0 ( 7.5)	1.6 ( 4.7)	2.7 ( 6.0)	2.2 ( 9.1)	0.6 ( 8.1)	2.3 ( 9.0)	2.7 ( 10.4)
民間住宅着工件数 (年率・千戸)	1,663 △ 10.5 (△ 7.2)	1,598 △ 3.9 (△ 6.5)	1,795 12.3 (△ 8.2)	1,772 △ 1.3 (△ 5.2)	1,664 △ 6.1 (△ 1.9)	1,663 △ 2.2 (△ 0.9)	1,746 4.9 ( 9.4)	1,583 △ 9.3 (△ 2.5)
消費者物価	0.9 ( 4.2)	0.9 ( 4.1)	0.8 ( 3.6)	1.0 ( 3.7)		0.2 ( 3.6)	0.2 ( 3.4)	
卸売物価 (最終財)	0.0 ( 1.9)	0.1 ( 1.6)	0.2 ( 0.6)	0.5 ( 0.9)	△ 0.2 ( 0.6)	0.3 ( 0.9)	△ 0.3 ( 0.8)	△ 0.6 ( 0.2)
鉱工業生産	1.6 ( 10.4)	△ 0.2 ( 7.2)	0.5 ( 3.8)	0.3 ( 2.3)	0.3 ( 0.9)	△ 0.2 ( 0.5)	0.6 ( 1.0)	△ 0.1 ( 1.3)
製造業稼働率 (%)	81.6	81.1	80.5	80.3	80.1	80.0	80.3	80.0
就業者数 (除く農業、自営業)	1.0 ( 4.9)	1.0 ( 4.4)	0.8 ( 3.9)	0.7 ( 3.5)	0.6 ( 3.2)	0.2 ( 3.3)	0.3 ( 3.3)	0.1 ( 3.0)
失業率 (除く軍人ベース、%)	7.5	7.2	7.3	7.3	7.1	7.3	7.0	7.1
税引前企業収益	△ 8.6 (△ 1.1)	1.7 ( 1.4)	△ 2.8 (△ 8.6)	△ 0.6 (△ 10.2)				
非国防資本財受注	△ 0.4 ( 17.4)	△ 4.0 ( 5.4)	1.7 ( 1.0)	△ 1.6 (△ 4.3)		△ 4.6 (△ 5.2)	3.6 ( 3.4)	
景気先行指標	△ 1.8 ( 3.5)	△ 0.1 ( 1.1)	1.7 ( 0.7)	0.0 (△ 0.2)		0.7 ( 3.1)	0.7 ( 3.5)	
貿易収支 (月平均・億ドル)	△ 118.0	△ 93.0	△ 109.3	△ 126.4		△ 105.1	△ 99.0	

についても、こうした基本姿勢を継続する可能性が大きい。ただ、財政赤字の目立った削減についてなお目途が立ち難い状況にあって、マネーサプライ(M1)が目標値の上限を大幅に上回っていること(9月の3か月前対比年率+13.9% < 目標値+3~8% >)が、一層の緩和への制約要因をなしており、また、これまでの緩和効果も、前述のような家計所得や企業収益の環境の下では自ずから限られたものとならざるを得まい。

こうした状況にあって、最近のドル高是正の定着によって、輸入抑制を通じる国内生産への圧迫が軽減され、企業収益、雇用者所得の下支えによる米国経済の

安定成長軌道への復帰が強く期待されている。

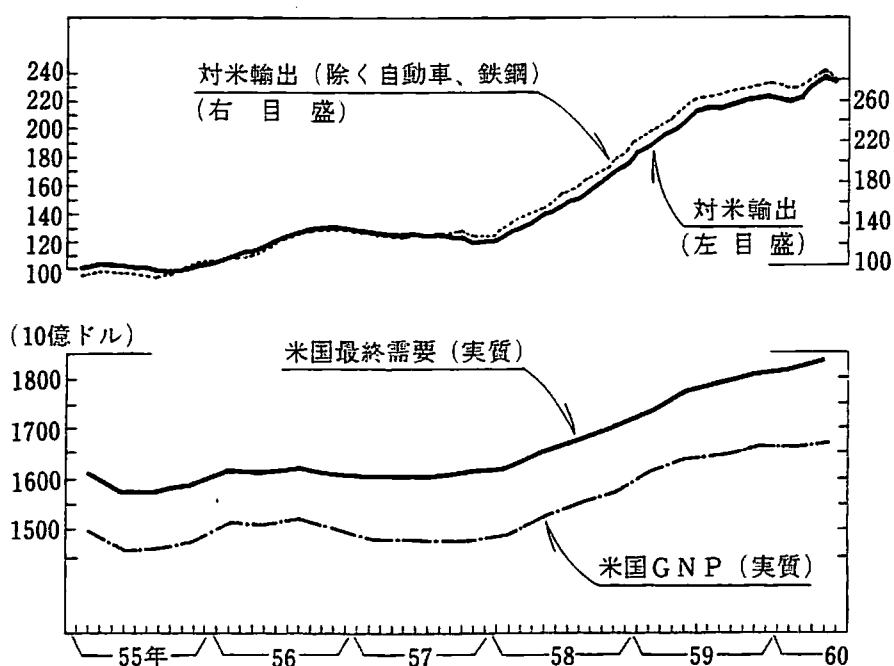
翻って、最近わが国の輸出ウエイトが急速に上昇している(金額ウエイト、59年中4.2%→60/7~9月7.4%)中国の輸入態度をみると、外貨事情の悪化や内部規律の引締め要請などを背景に一段と消極化の方向にある。本年に入ってから輸入許可制度の運用厳格化や外貨使用責任制(各企業の外貨獲得実績に応じて輸入枠を調整)の導入に踏切っていたが、7月には一物品目に対する輸入調節税(自動車、家電など奢侈財ほど高税率<最高80%>)も実施した。さらに6、7月頃から前述のように滞船問題が深刻化しており、このため中国側は8月中旬には鉄鋼の出荷繰延べを要請するに至っている。

(輸出の増勢鈍化の強まり)

以上のような海外環境の変化に加え、最近における為替円高化もあって、下期にかけてのわが国の輸出数量の一層の増勢鈍化が避けられないとみられる。まず米国向けは、自動車はトラックの好調もあって増勢を維持しようが、電子部品、事務用機器が引続き冷込んでおり、鉄鋼も自主規制の影響により前年水準を大幅に割込む見通しである。そのほか、米国における生産の低迷、設備投資の増勢鈍化に伴い、生産財、資本財全般の輸出について頭打ちないし減少が見込まれる(図表3)。また中国向けは、プラント、産業機械など一部の資本財は、中国の近

(図表3)

米国景気と対米輸出



(注) 対米輸出は、実質(55年価格)、季節後3ヵ月移動平均、55年=100。

近代化、工業化に欠かせないだけに、引合いは根強く、先行きも増勢が持続する見通しであるが、自動車、家電製品など消費財は新規発注が激減しており、下期腰折れは避けられないとみられることに加え、鉄鋼でも前述のように滞船問題が重石となっている。このようにみえてくると、下期の対中国輸出金額は全体ではかなりの落込みとなる可能性が強い(図表4)。なお、その他の地域についてみると、欧州向けは、設備投資など現地内需の着実な拡大に加え、これまでの対欧州通貨比円安化の影響もあって、このところ漸増傾向をたどっている。もっとも東南ア

(図表4)

中国向け輸出の先行き見通し

	評価 60年度 上期 下期	コメント
総合		近代化に不可欠なプラント、産業機械等一部の資本財は増勢持続の見通しながら、外貨事情悪化、網紀肅正等から自動車、家電を中心に、輸入抑制色が濃化。また鉄鋼を主体に滞船問題も深刻化。
鉄鋼 (37)		6、7月頃から上海、大連等現地主要港での滞船問題が深刻化、8月中旬に至り中国側は出荷繰延べを要請。 目下、滞船解消に注力しているため、年明け以降徐々に正常化する見通し(インフラ整備に欠かせないため、輸入抑制対象品目とはなっていない模様)。
自動車 (7)		網紀肅正策や外準減少等を背景に6月頃から新規発注が減少、LC開設遅延もあって下期にかけての船積みのペースはピーク時(年初の月間3万台)に比べ相当程度の減少は免れない見通し。
オートバイ (1)		外貨事情悪化等の影響から、下期船積みの減少は避けられないものの、農作業に必要(荷台を改造して運搬用として活用)なこともあって、減少の程度は軽微となる見通し。
家電 (7)		現地工場での国産化率7割以上との義務付け(テレビ)もあって、下期の船積みは上期比減少見込み。
産業機械 (2)		プラント、産業機械は中国の近代化・工業化推進には欠かせない資本財だけに発電・化学プラント、クレーン、フォークリフト等の引合いは根強く、先行きも増勢持続の見通し。
繊維 (5)		中国側との価格交渉に弾力的に対応していることもあって、60年下期積み分については高水準の上期並みを確保する見通し。

(注) 1. ( )内は59年中金額ウェイト、%。  
2. 矢印は輸出数量の前期比。

アジア向けが、米国の景気拡大テンポの鈍化をうけたこれら諸国の成長減速を反映して落ち込む見通しであるため、これによって欧州向けの増加分は相殺される公算が大きい。

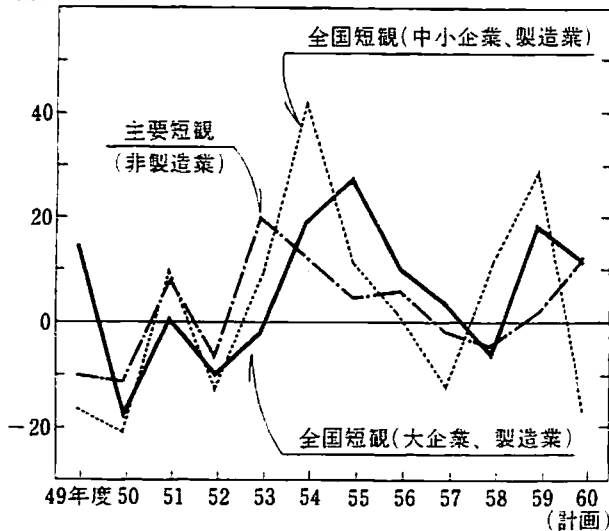
(国内需要の上伸力)

次に国内需要に目を転ずると、引続き民間設備投資は底固い増加基調を、また個人消費は緩やかな回復傾向をたどると見込まれる。

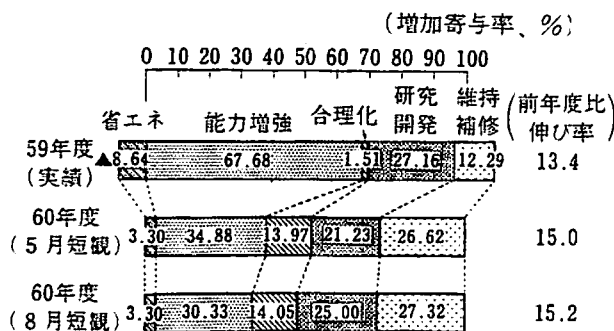
まず民間設備投資についてみると、輸出の増勢鈍化の影響等から、製造業では次第に増加テンポが鈍化する一方で、非製造業(除く電力)では伸びを高める見通しにある。すなわち製造業・大企業では、研究開発、合理化投資などは好伸びが見込まれるものの、輸出・生産の増勢鈍化を背景として、能力増強投資(とくに半導体関連投資)の伸びが低下する方向にある。また製造業・中小企業では、能力増強投資の一巡もあって全体として減少する見込みである。一方非製造業では、大企業でリースを中心としたサービス業の好調等から前年度に引続き堅調であり、中小企業でも個人消費の回復、金利の低下傾向から持直している

(図表5) 図表5)。

(図表5) 設備投資動向 (1)短観の設備投資動向 (前年度比、%)



(2) 目的別設備投資動向(主要短観・製造業)



次に個人消費をみると、このところ雇用者数の伸びがやや鈍っているものの、1人当り名目賃金が着実に増加、また消費者マインドも安定して推移すると見込まれるため、60年度は前年度を上回る伸びを想定しうる。すなわち賃金面では、本年のベア率は企業規模を問わず前年度に比べ厚目となり、ベア実施企業割合も前年度を上回るペースで進んでいる。また夏のボーナスも高目の妥結で収束し(日経連調べ、+5.8%、前年度+4.0%)、本年冬のボーナスも企業収益の底固さを背景に、まずまずの伸びを確保し得るものと期待



される。一方雇用者数は、製造業では生産能力の伸びに対応して男子中心に着実な伸びを示しているものの、ウエイトの高い非製造業での減少が響いて、全体でも落込んでいるが、これには統計作成上の制約として、昨年末以降サンプル企業数が固定されていることの影響が大きいとみられ、この間の企業数増加を勘案すれば、増加基調を維持している模様である。また消費性向については、物価の落ち着き持続に加え、住宅ローン残高の伸びが鈍化しているなか、住宅ローン返済額(貯蓄に計上)がこれまで以上のピッチで増加する可能性は小さいことなどから、少なくとも現状程度の水準が維持されるとみられる。

なお今後の在庫投資動向を展望すると、原材料在庫、流通在庫水準はほぼ横ばいで推移するものとみられるが、製品在庫は引続き調整方向にある。すなわち、鉄鋼など素材業種における在庫調整が継続する見込みであることに加え、半導体など一部加工業種でも、在庫過剰感が台頭している。この結果、鉱工業生産は最終需要の伸びを下回る緩やかな増加にとどまる公算が大きい。

(60年度下期経済の見通し)

以上のように、設備投資、個人消費には底固い推移が期待されるが、このような上向きの力が、下期にかけての一段の輸出減速という下向きの力をオフセットするほどまでに強いとは想定し難く、経済全体として下期にかけての成長テンポの幾許かのスローダウンは免れないところであろう。

もっとも企業収益が依然かなりの高水準を維持する見込みであるため、企業の景況観は引続き底固く推移しよう。すなわち、売上高経常利益率(主要短観ベース、製造業<除く石油精製>)をみると、59年度下期をピークに幾分下降しているものの、60年度下期もなお前回景気上昇時のピーク並みの水準を確保する予測となっている(59/下5.24%→60/下5.08%、近年ピーク54/上5.14%)。この下期の収益予測は、ある程度の幅をもってしておく必要があるが、これまでのコスト構造の改善、当面の諸コストの落ち着きを勘案すると、収益基調に大きな崩れは予想し難い。

物価面では、生産の伸び鈍化に伴い賃金コストの若干の上昇が見込まれるものの、海外商品市況の軟調持続、円安是正の進行、国内需給の緩和などにより、下期の物価は一段と安定基調を強める見込みである。なお最近、都心部の商業地価の上昇が目立っているが、これにはOA化や外国企業の進出等に伴うオフィス需要の増大という事情が背後にある。したがって今のところは投機的色彩は薄く、宅地価格の沈静傾向からしても、これが地価全体ひいては一般物価水準の上昇に

結びつく可能性は小さいとみられる。

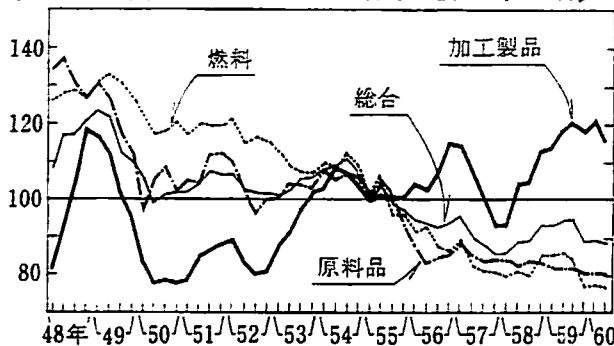
一方、対外収支面では、輸出額は米国、中国など海外環境の変化と、為替円高を背景とする数量の伸び鈍化から、前年度の伸びを大幅に下回るものの、輸入額が前年水準を下回る見通しであるため、60年度の貿易収支、経常収支とも引続き大幅黒字を計上する可能性が大きい。とくに輸入については、政策努力もあって製品輸入の伸びはある程度見込みうるものの、原油輸入が電力からの需要の大幅減退や素材業種における消費節約の進展から大きく落込んでおり、これが輸入全体

の足を引張るかたちとなっている(図表6)。

(図表6)

輸入の動向

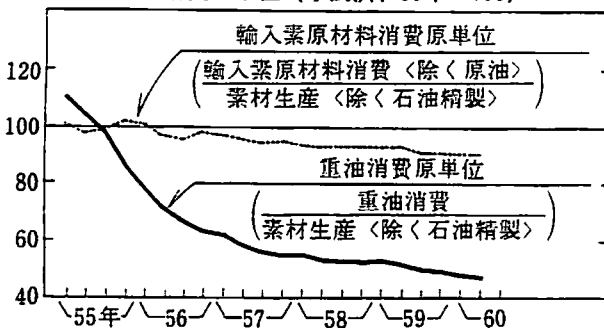
(1) 輸入性向の推移  
 [(輸入数量/(実質GNP+輸入等))季調済、55年=100]



(円安是正の効果)

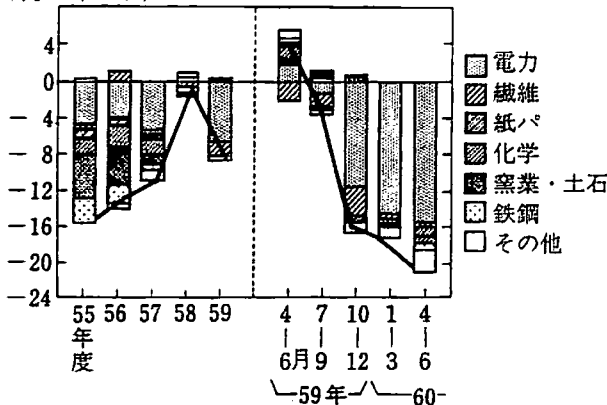
最近における円安是正の進行は、前述のように、輸出数量の一層の増勢鈍化を通じ、成長テンポや全体としての企業収益に何程かマイナスの影響を及ぼすことは避けられまい。他方、その是正が期待される対外不均衡に対しては、いわゆる逆Jカーブ効果の作用などから、名目収支についてみる限り、必ずしもはかばかしい調整効果を期待し難いのが実情である。

(2) 素材産業の消費原単位 (季調済、55年=100)



しかし、もともと円高を通じ対外不均衡是正を図るとき、少なくとも短期的に国内経済にデフレ効果が及ぶことは免れ難いコストとして割切らざるを得ず、これを内需でカバーする息の長い工夫が必要とされよう。また、名目貿易黒字に目立った縮小効果を見込み難いとしても、円高傾向が定着すれば、輸出数量への影響を通じ、価格効果を調整してみた「実質収支」

(3) C 重油需要の業種別寄与度 (前年同期比) (%ポイント)



に相当の改善を期待し得るのは間違いのないところであろう。対外不均衡問題の本質が「実質収支」の不均衡を通ずる雇用機会を巡る摩擦にあるとすれば、このような「実質収支」の調整にこそ意味があると考えられる。為替相場の先行き動向については引続き不透明感を免れないが、円高傾向の定着が強く期待されるところである。

### 3. 最近の金融情勢

翻って最近の金融情勢をみると、長期債利回りが低下傾向を続け、長短金利は逆転するに至っている。また貸出金利が低下しているなかで、企業金融の緩和感是一段と浸透、マネーサプライも増加傾向を続けている(図表7)。

まず最近の金利動向をみると、短期市場金利は、資金需給の季節的な波動を反映するかたちで、一高一低を示しつつもおおむね安定的に推移している。これに対し、長期債利回りは、昨年秋以降低下傾向をたどってきたが、8月央以降下げ足を速め、指標銘柄である長期国債68回債利回りは8月下旬には金融緩和期として初めてコールレート無条件物を下回り、さらに9月央には長期債利回りとしては、戦後初めて6%の大台を割込んでこのところ5.5%近辺で推移している

(図表7)

#### 最近の金融面の動向

(%)

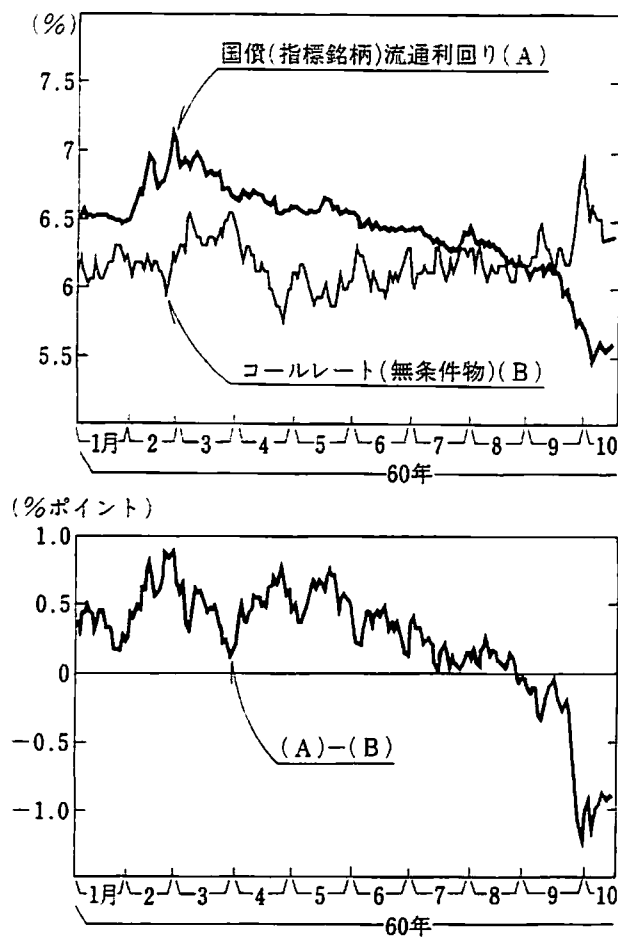
		59年 7～9月	10～12	60年 1～3	4～6	7～9
金  利	コール・レート (無条件物、中心、期末値)	6.3750	6.4375	6.3750	6.3125	6.7500
	手形売買レート (2か月物、期末値)	6.3125	6.2500	6.3125	6.2500	6.3750
	現先レート (3か月物、期末値)	6.320	6.294	6.270	6.295	6.330
	長期国債利回り (店頭気配最長期物、期末値)	7.452	6.472	6.842	6.628	5.765
	貸出約定平均金利(総合) (都・地・相銀平均、期末値)	6.653	6.594	6.560	6.560	6.538 (8月末)
企業 金融	金融機関の貸出態度判断 D. I. (「ゆるい」―「きびしい」、主要企業計)	47	49	48	47	49
	資金繰り判断 D. I. (「楽である」―「苦しい」、主要企業計)	23	21	22	23	23
ラマ イネ ーサ プ	M <sub>2</sub> +CD (平残、前年比)	7.8	7.9	7.9	8.3	8.3 (7,8月平均)
	「マーシャルのK」 (M <sub>2</sub> +CD/名目取引高)	51.8	51.9	52.9	53.3	54.3 (予測)

(図表8)。

このような長期債利回り急低下の背景としては、①国内の長期性資金の需給が緩和傾向をたどるなかで、民間金融機関等の長期債運用意欲が高まっていることが基本的な要因であるが、②昨年秋頃からの米国長期金利の低下傾向持続が、内外金利裁定によるほか、国内短期金利の低下思惑を通じ寄与していると考えられるうえ、③とくに最近については、6月以降、金融機関の公共債フル・ディーリングが開始されるなかで、長期債の短期売買が活発化している面も看過し難い。最近の長期国債の短期所有期間利回り(取引コスト調整後)が、このところ極めて高水準に推移している(図表9)結果、ファイナンスコストである短期市場金利動向とは離れて、短期の所有期間利回り狙いの投資行動が活発化し、これがまた長

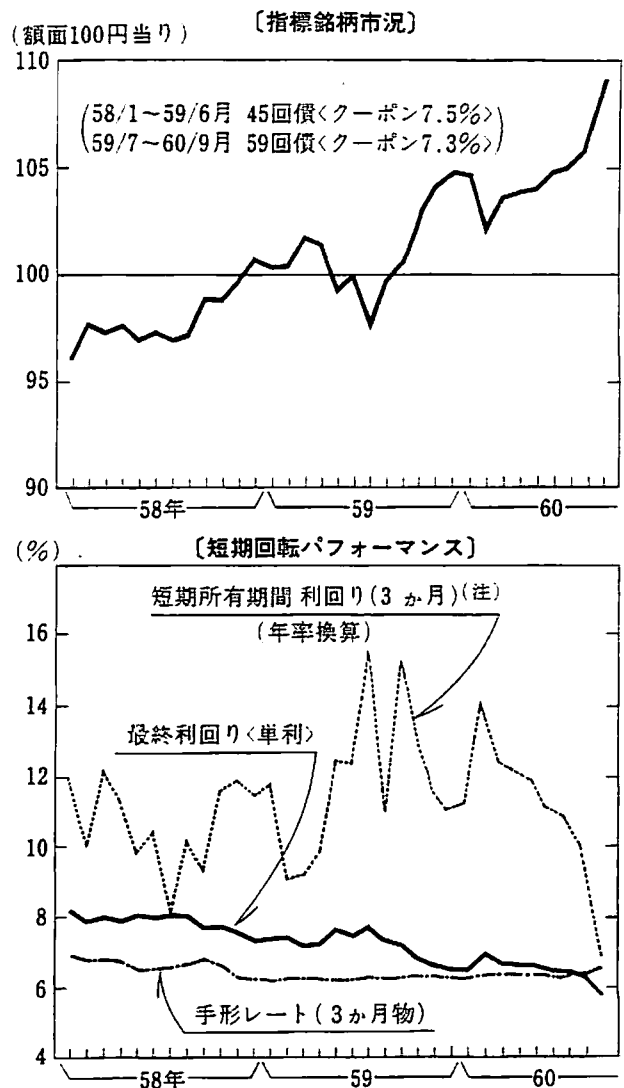
(図表8)

最近の長短金利の動向



(図表9)

債券投資パフォーマンスの推移



(注) クーボン収入+債券売却損益-取引コスト等。

期債利回りを押下げる方向に機能したことがみてとれる。

長期債利回り低下の結果としての長短金利格差の縮小・逆転は、金利が自由化され、利回り曲線の形状が自由にシフトする状況の下においては、一般的にいつて起こりうる現象と考えておく必要がある、長短金利間の関係についてあるべき姿を想定することは適当ではあるまい。ただ、長期債利回りの低下が進むにつれて、①債券ディーラーおよび最終投資家にとっての金利変動リスクが高まっていること、②海外への大量の資本流出を促し、為替の円安修正の制約をなす結果となりかねないといった問題点が存在することにも留意する必要がある。

この間貸出金利は、長期債利回りの低下に対応した長期プライムレート引下げ（5/28日-0.2%、7/29日-0.3%）もあって、長期金利を中心に緩やかな低下傾向を続けている（貸出約定平均金利<都、地、相銀平均、総合ベース>6月末6.560%→8月末6.538%）。

このように、金利とくに長期債利回りは相当な低下をみているが、前述のように当面の物価情勢は沈静の度合いをむしろ強めており、その結果金融資産から実物資産への急速なシフトもみられないなど金利低下の行き過ぎから物価面に直ちに悪影響の及ぶ懸念は小さいと判断されよう。

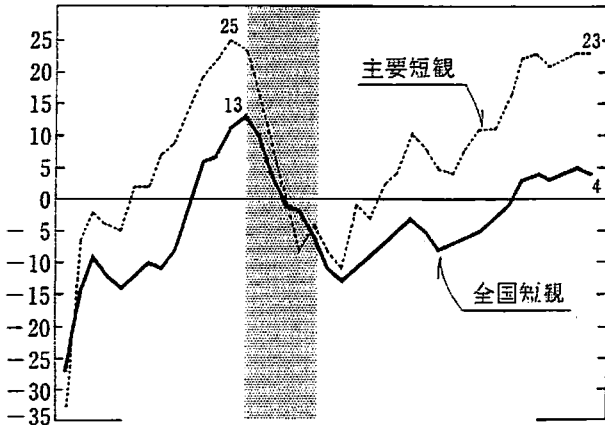
金利が低下傾向を続けるなかで、企業金融の量的緩和は十分に浸透している状況にある。前記「短観」(8月調査)の「資金繰り判断D.I.」「金融機関の貸出態度判断D.I.」をみても主要企業を中心に引続き高水準にある(図表10)。

次にマネーサプライ(M<sub>2</sub>+C D平残)の動向をみると、7~9月の前年同期比は+8.3%と、特殊要因(注)もあって高目となった4~

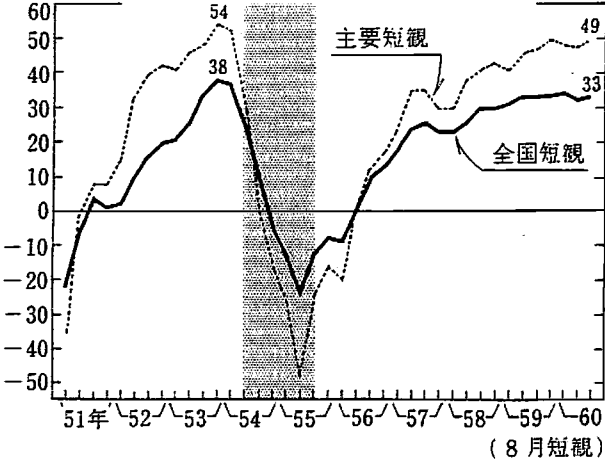
(図表10)

### 企業金融の推移

(資金繰り判断D.I.<楽である-苦しい、全産業>)  
(%ポイント)

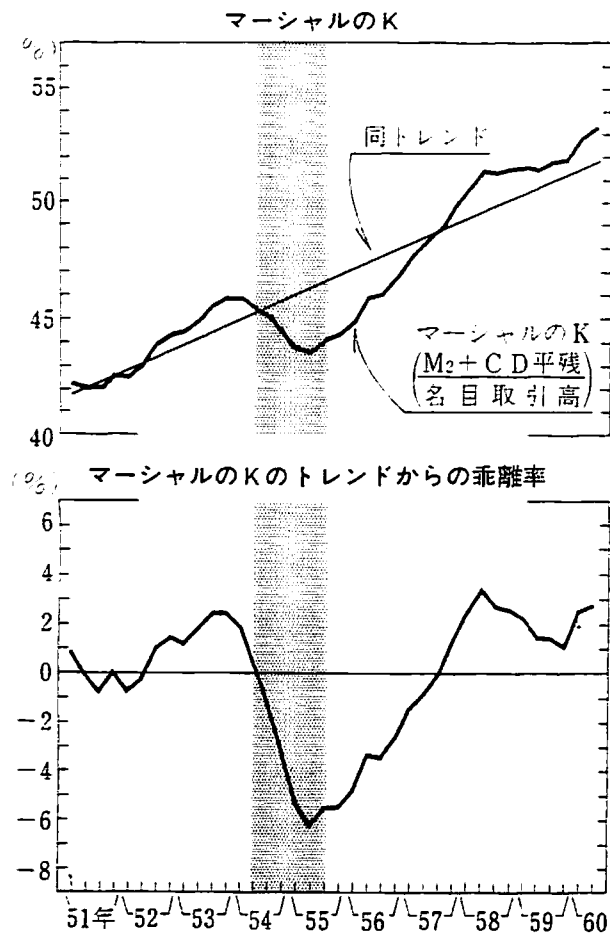


(銀行の貸出態度判断D.I.<ゆるい-きびしい、全産業>)



(図表11)

マーシャルのKの推移



6月(同+8.3%)並みの伸びとなる見通しである。实体经济活動との対比でマネー水準を評価する場合のひとつの有力な指標である「マーシャルのK」( $M_2 + CD$ 平残/名目取引高)に着目し、そのトレンドからの乖離状況(金融の繁閑を示すひとつのマクロ指標)をみると、本年入り後上昇に転じており(図表11)、当面の实体经济動向との対比でみて、マネーサプライは十分に高い水準と判断される。

以上でみたように当面の金利水準の低下、企業金融の緩和、マネーサプライの増勢などを総合的に勘案すると、金融面での緩和はすでに十二分に浸透しているといえよう。また、こうした全般的な金融緩和の浸透が海外への資本流出圧力を通じて為替の円安修正定着への制約とな

りかねないことを考慮すると、一段の金融緩和には十分に慎重であるべきと考えられる。

(注) ①市場金利連動型預金(MMC)の取扱い本格化、②CDの最低発行単位引下げ(3億円→1億円)や最短発行期間の短期化(3か月→1か月)、③電電・専売の民営化に伴う国庫預託金の市中移換など。