

# 情勢判断資料 (61年秋)

—わが国金融経済の分析と展望

## 【目 次】

- |                              |                         |
|------------------------------|-------------------------|
| 1. 概 況                       | (3) 対外不均衡問題の展望          |
| 2. 最近の経済情勢                   | (名目黒字の拡大傾向持続と逆 J カーブ効果) |
| (1) 円高進行下の景気動向               | (当面の海外景気動向)             |
| (輸出数量調整の進行とその影響)             | (日米両国における経済体質改善努力の必要性)  |
| (物価安定、金利低下による内需下支え)          |                         |
| (製造業収益をバッファーとするデフレ・インパクトの吸収) | 3. 最近の金融情勢              |
| (円高効果を活かした経済運営)              | (金利水準の一段の低下)            |
| (2) 物価を取巻く環境                 | (マネーサプライの高振れ傾向とその評価)    |
| (輸入原燃料コスト低下の効果浸透)            |                         |
| (内外商品市況における下げ止まり感の台頭)        |                         |

## 1. 概 況

最近のわが国経済の動向をみると、これまでの円高進行の下で、輸出数量が緩やかな減勢傾向をたどっている一方、輸入数量は伸びを高めているため、外需の面から成長率にはかなりの下押し効果が及びつつある。先般公表された4～6月のGNP速報によれば、昨年7～9月以降本年4～6月までの実質GNP成長率は外需落込みの直接的なインパクトによって年率で1%程度押下げられたかたちとなっている。こうした外需の低下は、在庫調整の後ずれを伴って、鉦工業生産の停滞の度をこのところやや強めるとともに、稼働率の低下を通じ製造業の設備投資に対する調整圧力を次第に高め、また、雇用面にも漸次影響を及ぼしつつある。

このように、輸出入数量調整を起点とする円高のデフレ・インパクトが国内経済に広がりつつあるものの、個人消費や住宅投資、非製造業の設備投資がなお底固い足取りを保っていることから、景気全体の減速の程度は引続き比較的マイルドなものにとどまっている。これは、円高・原油価格低下を背景とする物価鎮静傾向持続を通ずる実質所得の下支え、これまでの金利低下の効果、さらには独立

投資誘因の根強さ等によるものといえよう。この間、製造業の収益は、円高進行に伴う輸出採算の悪化持続が響いて、一段と下振れを余儀なくされており、円高のデフレ効果が輸出産業の収益をバッファーとして吸収され、国内経済へのデフレ・インパクトの波及をある程度抑える結果となっている面があることも看過し難いところである。

以上のような足もとの景気動向を踏まえて、61年度下期経済を展望すると、引続き外需の減退を通ずる成長下押しを免れ難いとみられるが、物価鎮静や金利低下の効果持続に加え、今般決定された政府の総合経済対策の効果も見込み得ることから、国内需要の下支えによる景気の累積的悪化の回避という構図はなお維持される方向にあると考えられる。ただ、輸出産業の収益悪化をバッファーとして吸収されている円高のデフレ効果が今後所得循環を通じて家計部門等に拡散していく可能性も否定できず、当面の景気動向については引続き注意深く見守っていくことが必要である。また、円高の交易条件改善効果については、それを起点とする家計や企業の支出行動の新たな展開を伴わない限り、一過性のものと考えべきであることにも留意を要しよう。例えば、円高定着の下で外需向けに比べ国内向け生産の採算性が有利な方向へ変化することに対応した企業の新しい投資行動が促されるようになれば、円高のプラス効果を経済に持続的に活かしていくことも可能となるわけであり、こうした展望を拓くための環境を整えていくことが極めて重要といえよう。

一方、国際収支の動向をみると、これまでの原油価格低下の影響や円高の逆Jカーブ効果の持続により名目黒字の拡大傾向はなお改まるに至っていないものの、実質ベースの収支では、輸出入数量調整の進行を反映して、すでに明らかに縮小を示している。こうした動きは、貿易摩擦問題の緩和という観点からは十分評価されるべきことと思われる。ただ、今後を展望すると、円高の逆Jカーブ効果が剥落したあとも、名目黒字の目立った縮小は見通し難く、また、実質ベースの収支についても縮小の持続性が必ずしも保証されているわけではないことに留意の要があろう。わが国輸出の所得弾力性の高さなど貿易構造の現状が当面大きく変わらないことを前提にする限り、円高の対外収支調整効果は比較的短期に一巡してしまう一方で、米国をはじめとする海外経済の緩やかな拡大持続を想定するとき、わが国輸出への所得効果が次第に累積していく可能性が高いからである。このような点からしても、対外不均衡の是正が引続き容易ならざる課題であることが改めて確認されよう。この問題に対しては、やはり、為替レート調整に

伴う内外財の相対価格の変化を今後の貿易・産業構造の転換に向けての触媒として活用していく取組みが不可欠といえよう。また、各国の対外不均衡が相互に密接な関連をもっていることからすれば、大幅な貿易赤字を抱える米国サイドにおいても、財政赤字を削減しつつ、生産基盤拡大の方向に沿って国内の資源配分を改めることを通じて、ドル安の効果を長期的に米国経済の輸入依存体質の改善に役立たせていくことが大きな課題であるといえよう。

この間、金融面に目を転じると、本年入り後、3回にわたる公定歩合引下げを通じて金融緩和が一層浸透する下で、マネーサプライは、实体经济活動との対比で高目に推移してきており、このところ金利低下の影響等から再び増勢を強めている。また、長期にわたる金融緩和持続の下で、投資信託や内外債券等をも含めた全体の流動性水準が相当高まってきていることも見落とすべきでない。当面の物価については、これまでの円高の効果浸透を引続き見込み得ることから、安定基調の大きな変化は予想し難いが、原油価格の持直し等を背景にこのところ内外商品市況の下げ止まり感が台頭しつつあり、また、土地等資産価格の騰勢も続いていることなどを勘案すると、将来のインフレ期待再燃を招くことのないよう、マネーサプライの動向をはじめ今後の流動性水準の推移には従来にも増して注意を払っていくことが肝要と考えられる。

## 2. 最近の経済情勢

### (1) 円高進行下の景気動向

#### (輸出数量調整の進行とその影響)

わが国の輸出数量(通関ベース)は、昨秋来の円高進行の下で、次第に減少傾向を明らかにしている(季節調整済み前期比、60年度上期+1.1%→下期-0.1%→61年度上期-0.4%。図表1)。輸出企業では、引続き、円高の進行に対応して採算確保を目的とした輸出価格の引上げに努めているものの、海外インフレが一段と鎮静化し、また、米ドル・リンクを利した発展途上国との競合が一層強まるのに伴って、このところ値上げテンポの慎重化を余儀なくされつつある。例えば、60年9月以降の円高に対する通関輸出価格の累積転嫁率をみても、61年4月の57.4%をピークにして9月には45.1%まで低下している。この点で、一層の円高進行にもかかわらず、それにもとづく輸出数量調整効果が限界的には低下してきている面があることは否めないところである。しかし、円高の価格効果発現における従来のラグ・パターンを前提にすれば、これまでの輸出価格引上げの累積効果が

(図表1)

### 輸出入数量(通関ベース)の動向

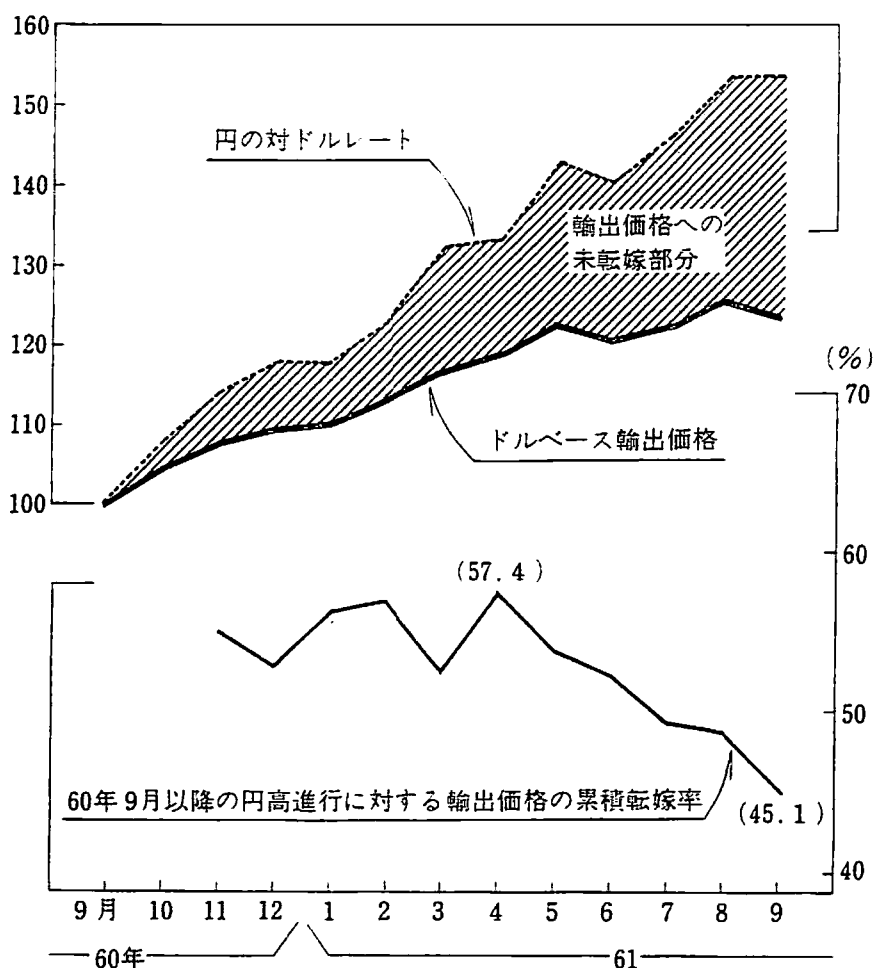
(季節調整済み前期比増減(Δ)率%、( )内は前年比)

	60年 10~12月	61年 1~3月	4~6月	7~9月	60年度 上期	下期	61年度 上期
輸出数量	2.1 ( 2.2)	△ 3.9 ( 0.0)	1.4 (△ 0.7)	0.2 ( 0.3)	1.1 ( 5.4)	△ 0.1 ( 0.9)	△ 0.4 (△ 0.6)
輸入数量	1.0 ( 3.5)	2.9 ( 3.6)	13.4 ( 16.9)	0.4 ( 18.1)	1.1 (△ 1.5)	2.3 ( 3.5)	15.3 ( 17.6)

(注) 61年9月は速報。

### (参考) 輸出価格(通関ベース)の推移

(60年9月=100)



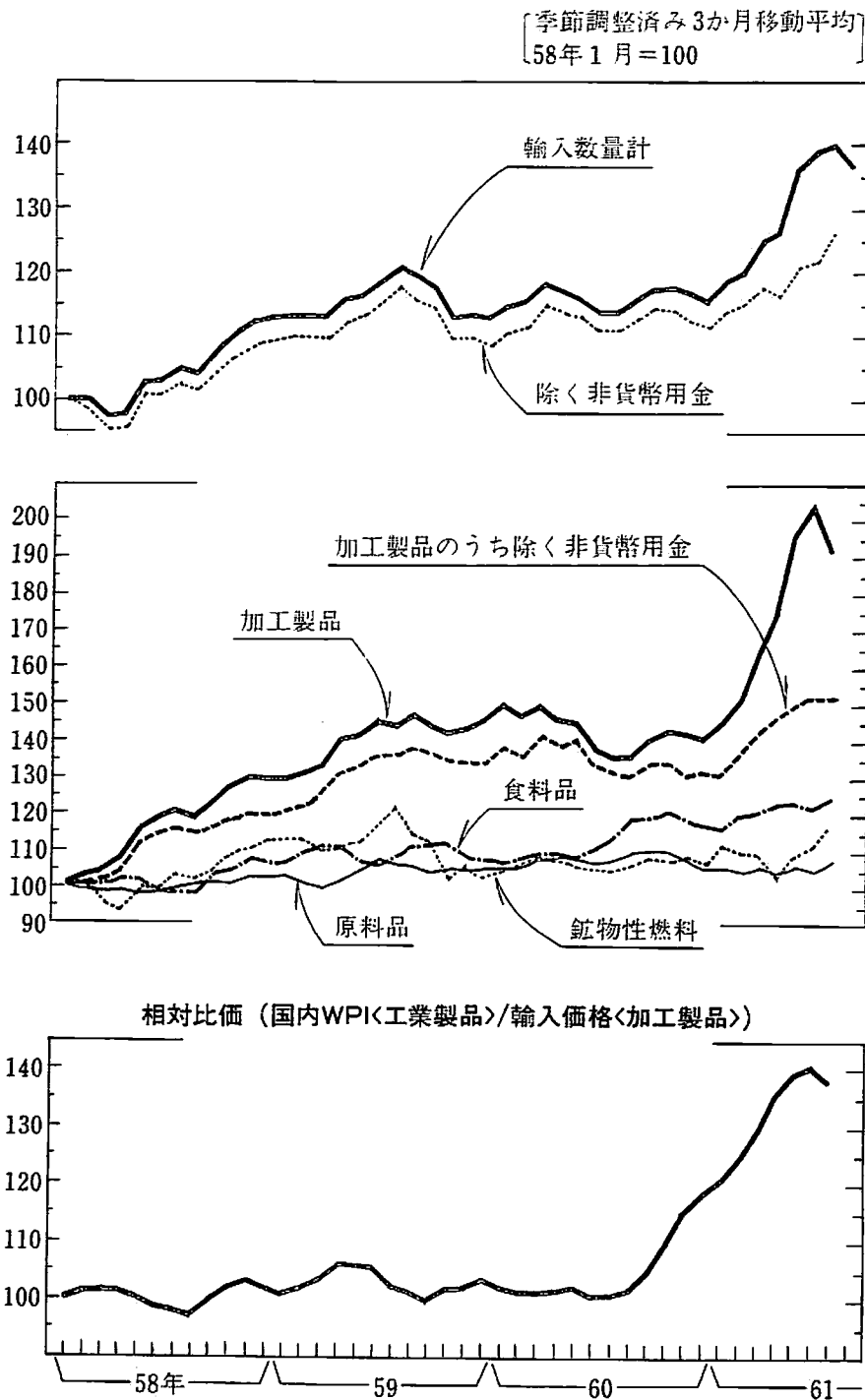
なおしばらく尾を引くことや欧州市場における新たな自主規制の影響などから、61年度下期の輸出数量も緩やかながら減勢をたどる可能性が大きいとみられる。

一方、輸入数量(通関ベース)は次第に増勢の度合いを強めている(季節調整済み前期比、60年上期+1.1%→下期+2.3%→61年度上期+15.3%<ただし、非貨幣用金を除くベースでは約+9%>)。これは、国内生産活動の停滞を反映して

原燃料輸入は低迷しているものの、製品輸入が円高に伴う相対比価の有利化に加え、非貨幣用金の大量入着といった要因もあって、大幅な増加をみていることによるものである(図表2)。製品輸入については、今後も企業の海外調達拡大等を背景に高水準を続けると見込まれる。ちなみに、日本銀行(調査統計局)が主要企業・製造業386社を対象に実施したアンケート調査(8月時点)によれば、これら

(図表2)

輸入数量の品目別動向



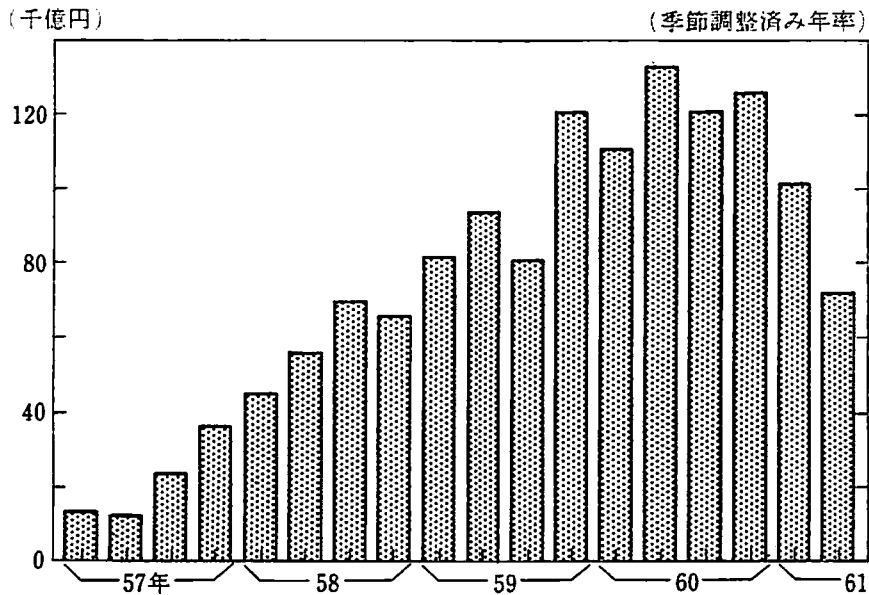
の企業における61年度の製品輸入額(ドル・ベース)は前年度を2割方上回る計画であり(60年度97億ドル→61年度119億ドル)、とりわけ電気機械など加工業種において海外部品調達を拡大する動きが目立つとの結果が得られている。

こうした輸出入数量調整の進行は、わが国経済のこれまでの輸出依存度が高かっただけに、外需の面から成長率にはかなりの下押し効果を及ぼしつつある。先般公表された61年4～6月のGNP速報によれば、4～6月の実質GNPベース経常海外余剰は昨年7～9月に比べ-40.7%と大幅な落込みをみている(図表3)。

(図表3)

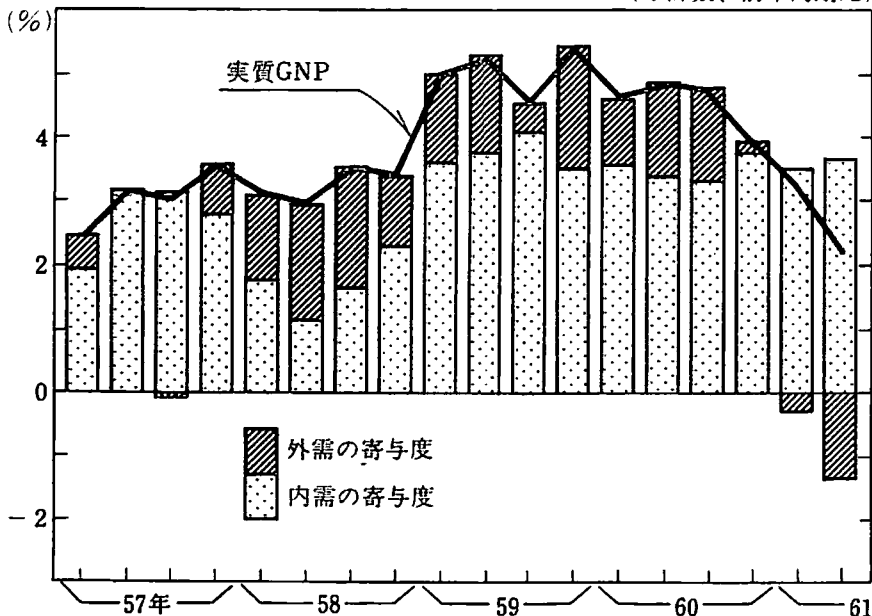
### 外 需 の 動 向

(1) 経常海外余剰(実質GNPベース)の推移



(2) 実質GNP成長率に対する内外需別寄与度

(原計数、前年同期比)



(注) 61年4～6月は記念硬貨向け非貨幣用金を除いた実勢ベース。

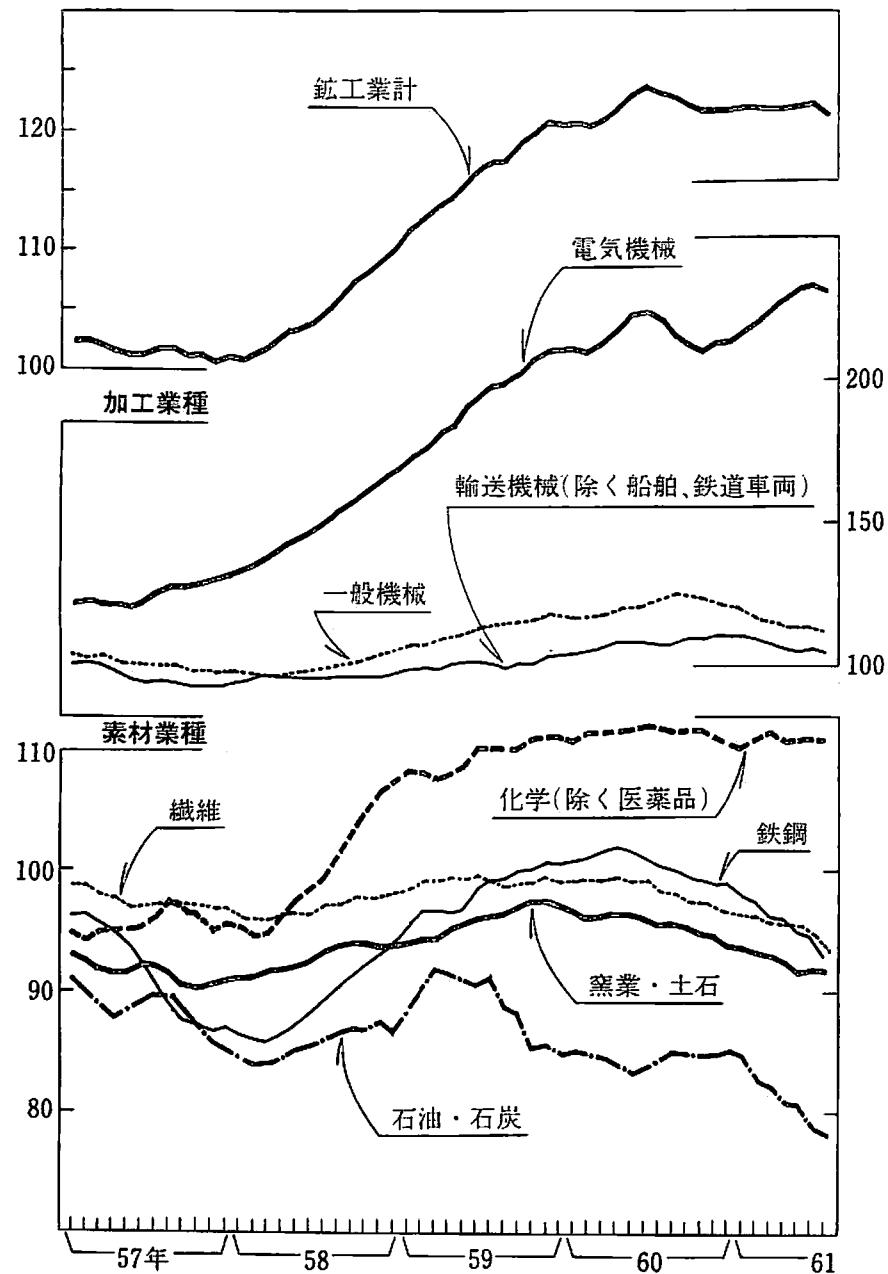
これには上記のような非貨幣用金の大量入着といった一時的な事情も影響している点はある程度割引く必要があるが、実質G N P成長率に対する外需の寄与度がこの間に大きく低下してきていることは明らかである(記念硬貨向け非貨幣用金の輸入を調整した実勢ベースで年率-0.8%程度)。当面想定される輸出入数量動向の下では、下期にかけても、程度の差こそあれ、わが国経済に引続き外需面からのデフレ・インパクトが及ぶ事態を免れ難いといえよう。

こうした輸出入数量調整を起点とした円高のデフレ・インパクトは、国内経済

(図表4)

鉱工業生産の動向

(55年1~3月=100)



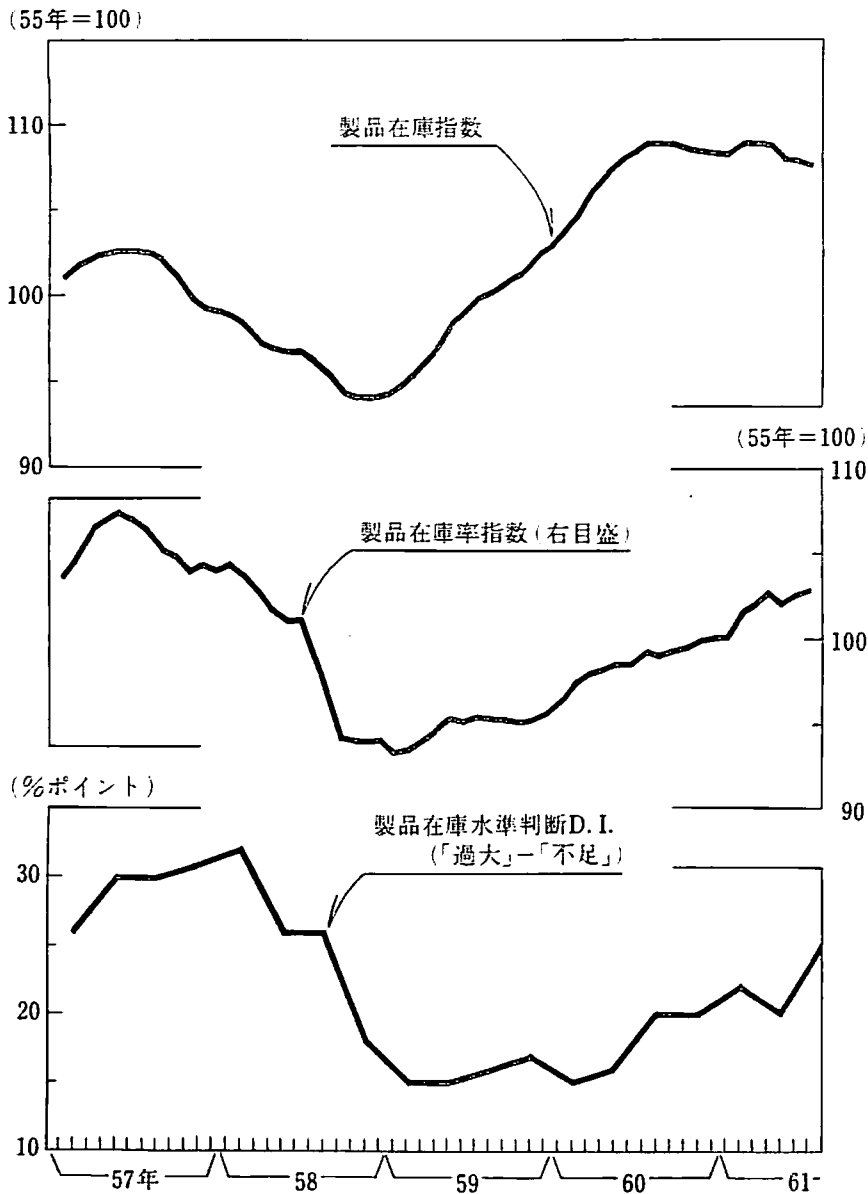
(注) 季節調整済み3か月移動平均による。

に対しては、メーカー在庫の調整を誘発しつつ、生産活動を下押しするとともに、製造業での資本ストック調整圧力を次第に高めており、さらにこのところ雇用面にもその影響が及びつつある。

すなわち、鉱工業生産の動向をみると、昨年央以降輸出の減退を反映して緩やかな減速傾向をたどってきたが、最近では、外需落込みの影響がさらに広がるのに伴って、やや停滞の度を強めている(季節調整済み前期比、61年1～3月+0.2%→4～6月+0.2%→7～9月<速報>-0.8%。図表4)。これを業種別にみ

(図表5)

在庫の動向



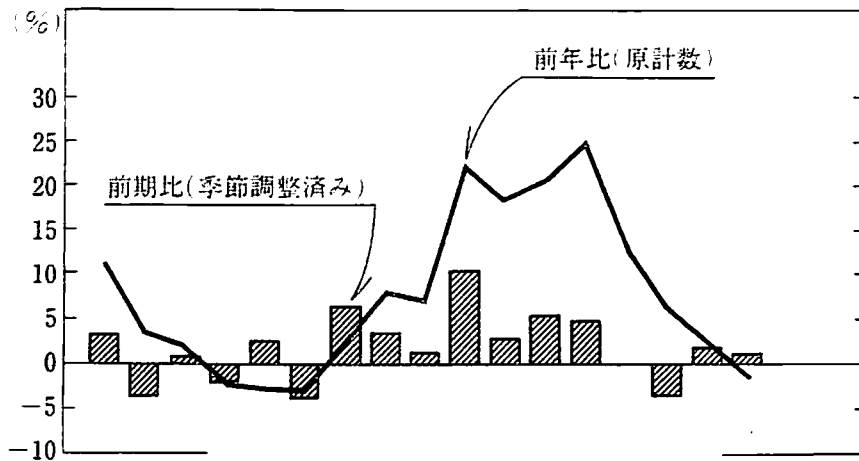
- (注) 1. 製品在庫指数および在庫率指数は季節調整済み3か月移動平均による。  
2. 製品在庫判断D.I.は日本銀行「主要企業短観」(製造業)による。



ると、輸出依存度の高い加工業種では、一般機械(工作機械等)や輸送機械(乗用車、オートバイ)が引き続き減少傾向にあるほか、年明け後やや持直しをみせていた電気機械も、半導体の在庫が再度積上がりを示す中で再び頭打ちに転じているなど、全体として低調な足取りが続いている。また、鉄鋼、繊維など素材業種でも、輸出関連メーカーによる資材手当て抑制に加え、製品輸入の増勢持続の影響もあって、さらに抑制基調を強めている。この間、こうした生産抑制を反映してメーカー在庫の水準は総じて低下方向にあるものの、出荷の停滞が続く中で、製品在庫率はなお高どまりを示し、また、製品在庫に関する企業の過剰感も引き続き強まっているなど、在庫調整は依然として後ずれする傾向にある(図表5)。過去の景気調整局面に比べ、在庫率の水準がさほど高くないことなどからみて、その調整圧力は比較的マイルドにとどまり得るとの判断が引き続き可能であるが、当面

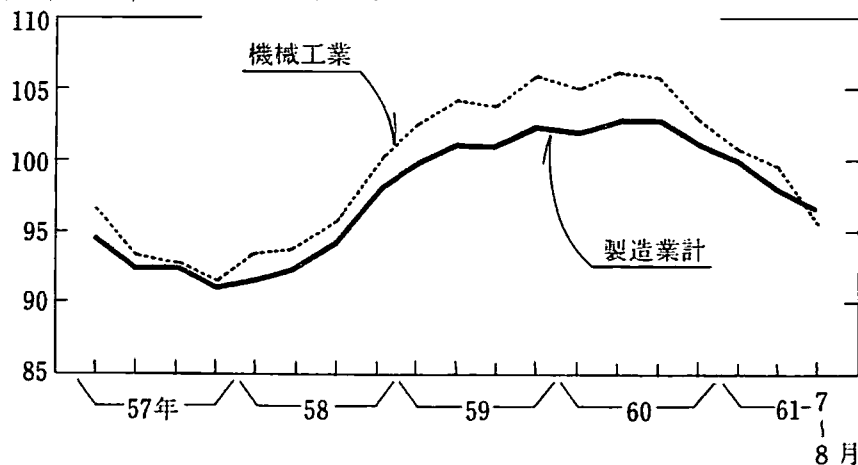
(図表6)

製造業設備投資の動向



(55年=100)

(参考) 稼働率指数の推移



(注) 1. 資本ストック統計。

2. 機械工業は、一般機械、電気機械、輸送機械、精密機械の合計。

の生産下押し要因としてなお尾を引く方向にあることは念頭に入れておかざるを得まい。

また、製造業の設備投資は、生産停滞に伴う稼働率の低下(製造業の稼働率指数、60年7月103.5<最近時ピーク>→61年8月95.0)とそれに伴う設備過剰感の高まり等を背景に、減勢基調を強めている(図表6)。8月時点の日本銀行「主要企業短期経済観測調査」によれば、製造業の61年度設備投資計画は、輸出関連業種を中心に前回5月調査に続いてさらに小幅ながらも減額修正され、前年度を-6.1%下回る水準に低下している(60年度+13.2%)。今回の景気上昇局面では製造業全体の生産能力の伸びはさほど高いものではなく、しかも、最近では設備投資調整を反映して増勢がさらに鈍化している(前年比、60年1~3月+5.6%→61年8月+3.0%)ものの、機械業種においては、このところの能力増強投資の抑制にもかかわらず、これまでの投資水準が相当高かったことから、生産能力の根強い拡大基調がなお大きく改まるに至らず(同、61年8月+6.5%)、それだけ稼働率の低下幅も大きくなっていることには留意の要がある。こうした点からみて、製造業では輸出関連業種を中心に資本ストック調整圧力がなおしばらく持越される可能性が大きいものとみておくべきであろう。

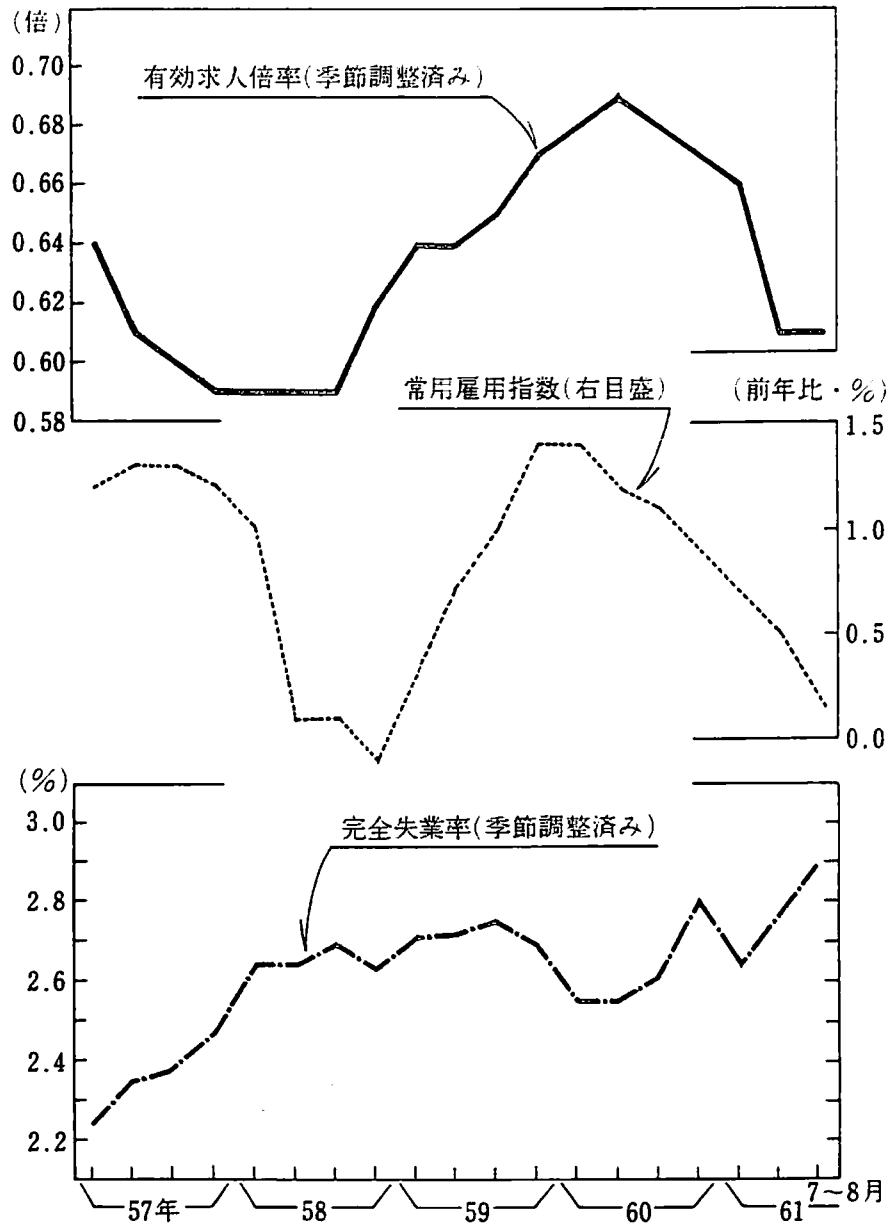
さらに雇用動向も、製造業における人員過剰感が高まる中で、次第に後退傾向を明らかにしている(図表7)。すなわち、製造業の求人意欲の減退を反映して有効求人倍率が緩やかな低下を続け(60年4~6月0.69倍<最近時ピーク>→61年7~8月0.61倍)、常用雇用者数の伸びも鈍化傾向を示している(前年比、60年1~3月+1.4%→61年7~8月+0.3%)。その一方で、労働市場への新規参入が雇用吸収力を上回って引続き増加していることから、完全失業率は、この7月に2.92%と既往ピークを更新したあと、8月も2.88%と高い水準を示すなど、ならしてみれば上昇傾向をたどっている。非製造業の業況が総じて底固さを保っていることやマクロの労働分配率が安定的に推移していることなどからみて、今後ともある程度の雇用増加を期待し得ようが、労働力人口の根強い増大傾向に加え、構造不況業種における企業内過剰雇用の蓄積や労働力の老齢化等にもとづく勢的な失業増大要因を勘案すると、今後も失業率は緩やかながら上昇持続を避けられまい。

(物価安定、金利低下による内需下支え)

以上のように円高のデフレ・インパクトは徐々に広がりを見せているものの、国内需要が全体として底固い足取りを維持していることから、景気全体の減速の

(図表7)

雇用の動向

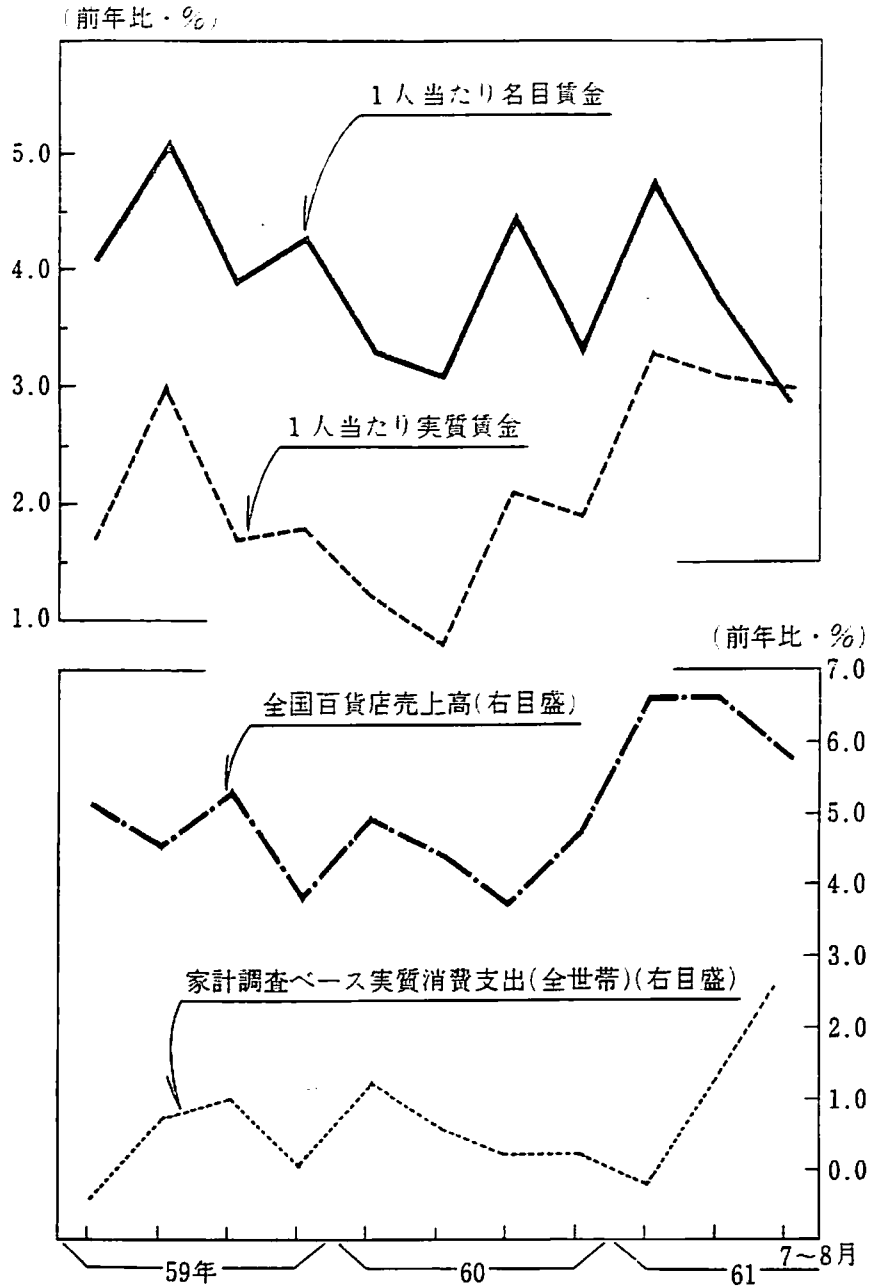


程度は引続き比較的マイルドなものにとどまっている。一層の円高進行の下でも、国内需要の下支えによる景気の累積的下降の回避という構図を保ち得ているのは、政府の総合経済対策の効果に加え、やはり、物価安定、金利低下の効果が家計や非製造業の支出行動を下支えていることによるものといえよう。

すなわち、家計部門をみると、まず所得面では、夏季賞与の低率妥結や時間外収入の落ち込みに伴う名目賃金の緩やかな増勢鈍化にもかかわらず、物価の一層の落ち着きに支えられて、実質ベースの所得は引続き堅調に推移している(図表8)。こうした中で、個人消費は、4～6月に伸びを高めた(実質GNPベース季節調整済み前期比、60年10～12月+0.5%→61年1～3月+0.6%→4～6月+1.0%)

(図表8)

家計所得、支出の動向

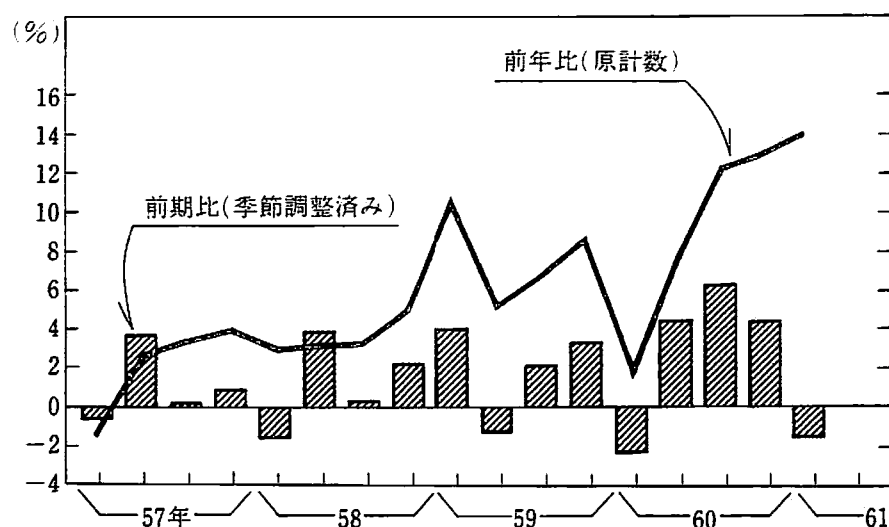


が、その後も、家計調査報告結果や百貨店売上高等から判断すれば引続き堅調な足取りを維持しているとみられる。また、住宅投資も、家計の実質所得確保に加え、借入金利の低下や建築コストの落ち着きといった事情が寄与して、このところならしてみれば次第に水準を高めている(7~8月の新設住宅着工戸数は年率136万戸と55年1~3月以来の高い水準を記録)。下期を展望しても、冬季賞与の低調予想などから家計の所得環境が厳しさを加えることは避け難いとみられるものの、当面の物価安定の持続を前提にすれば、それにもとづく家計支出の下支え効果を引続き期待し得よう。

一方、非製造業の設備投資に目を転ずると、リースを中心とするサービス業が引続き堅調に推移しているほか、このところ卸・小売業、金融・保険業なども増勢を強めているなど、全体として増加基調を続けており(図表9)、これが全体の設備投資を引続き下支える役割を果たしている。前記「短観」により61年度の設備投資計画をみても、すでに触れたように製造業が調整の度を強めている一方で、非製造業では、電力投資の政策的な上積みという事情も加わって、前年度比+14.6%と高い伸びを維持している(60年度+4.5%)。このような非製造業設備

(図表9)

非製造業設備投資(除くNTT)の動向



(注) 資本ストック統計。

(参考)非製造業設備投資の業種別内訳(除くNTT)

(前年比・%)

	60年 4~6月	7~9月	10~12月	61年 1~3月	4~6月
法人季報ベース (除く電力・ガス)	11.9 (13.8)	15.4 (19.6)	19.3 (22.2)	11.0 (16.9)	19.6 (26.2)
サービス業	34.1	43.7	28.4	26.6	26.9
農林水産業	-55.5	17.5	24.2	-17.2	50.2
鉱業	2.8	-7.9	4.0	2.9	-21.1
建設業	-26.9	-14.6	-14.9	6.4	41.8
卸・小売業	1.4	-1.1	-3.4	9.9	37.6
不動産業	14.7	14.4	27.2	30.0	55.1
運輸・通信業	21.2	16.7	63.4	6.8	-5.3
電力・ガス	5.9	0.4	8.8	-5.2	-3.1
金融・保険業	-4.4	-3.1	-4.6	8.9	31.3

(注) 金融・保険業は、法人動向調査による。

投資の拡大持続の背景には、金利低下や規制緩和の効果、独立的投資誘因の根強さ(情報化の進展等)といった事情が指摘されるが、それとともに、非製造業にとって需要依存度合いの高い家計支出の堅調持続との関連もやはり無視し難い。

この間、財政支出は、公共事業の上期前倒し執行に加え、資材価格の落ち着きもあって、伸びを高めている。下期についても、前倒し執行に伴う反動は今般決定された総合経済対策にもとづく補正追加措置によってかなり補てんされる見通しにある。

(製造業収益をバッファーとするデフレ・インパクトの吸収)

このように、内需については下期も比較的底固い展開を見込み得るが、その一方で、円高のデフレ効果がとりあえず輸出企業の収益をバッファーとしてある程度吸収されている面があることは看過できないところである。

すなわち、製造業の収益動向を前記「短観」によってみると、61年度上期にかけ輸出関連業種を中心に急速な悪化を示した(前期比、60年度下期 $-22.0\%$ →61年度上期見込み $-20.9\%$ )あと、下期については一層の後退を避け得る見通しとなっている(同 $+1.8\%$ 。図表10)。これは、投入価格の低下を通じた円高・原油価格低下メリットの均てんが、金利低下の効果とも相まって収益を下支えするとの期待にもとづくものである。しかし、これまでの円高進行の下で、製造業、とくに輸出ウエイトの高い産業においては、輸出数量減少、輸出採算悪化の両面から成る円高のデメリットが円高・原油価格低下メリットを上回って収益下押し方向に作用しているため、下期にかけての収益水準の予測が次第に下振れを余儀なくされている(下期の売上高経常利益率見通し、5月調査 $3.3\%$ →8月調査 $3.1\%$ )ことも事実である。輸出産業におけるこれまでの収益蓄積と企業体質強化が企業マインドのひとつの下支え要因になっている面は見逃せないが、こうした収益の減退を反映して、製造業の業況感は引続き緩やかながら後退をみている(主要企業・製造業の業況判断D. I. <「良い」-「悪い」社数構成比>、61年2月 $-5\%$ →5月 $-18\%$ →8月 $-23\%$ )。

(円高効果を活かした経済運営)

ここで、円高の国内経済に及ぼす影響を改めて整理すれば、円高進行に伴う外需面からの成長下押しが強まる中で、国内需要が比較的底固さを保ち得ているのは、次のような事情にもとづくものといえよう。まず、円高に伴う交易条件改善効果が家計や企業の実質所得を下支え、金利低下の効果とも相まって、輸出入数量調整を通ずるデフレ効果を和らげていることである。また、すでに述べたよう

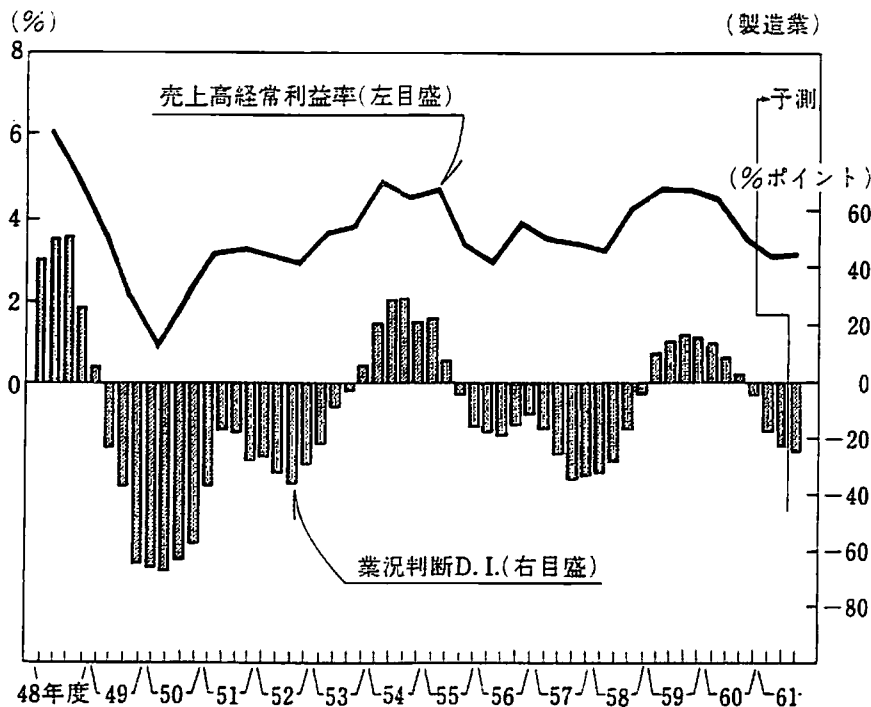
(図表10)

## 企業収益の動向

(増減(Δ)率、%)

		60年度 上期	下期	61年度 上期 (予測)	下期 (予測)	
製 造 業	経常利益・前期比	Δ 5.9	Δ 22.0	Δ 20.9	1.8	
	売上高経常利益率	4.41	3.44	3.00	3.10	
	前期比変化幅	Δ 0.23	Δ 0.97	Δ 0.44	0.10	
	要 因 別 内 訳	原材料費要因	Δ 0.13	0.39	1.36	n.a.
		人件費要因	Δ 0.67	Δ 0.04	Δ 1.24	n.a.
		金融費用要因	0.02	0.05	0.06	n.a.
		減価償却費要因	0.03	Δ 0.32	Δ 0.28	n.a.
非 製 造 業	経常利益・前年比	2.1	27.5	20.9	Δ 18.6	
	除く電力・ガス	4.9	4.3	3.5	Δ 2.0	

(注) 日本銀行「主要企業短観」(51年8月)による。



に、輸出産業の収益悪化をバッファーとして円高のデフレ・インパクトの国内経済への波及が抑えられていることももうひとつの要因として見逃せない。今後を展望すると、後者については、所得循環等を通じて円高のデフレ・インパクトが製造業から非製造業部門や家計部門にある程度拡散していく可能性も否定し難いところである。この点、61年度において家計の実質所得が確保される見通しにあるのは、もともと賃金決定が企業収益の変動に対しかかなりのタイム・ラグをもっ

ていることにもとづく面も見逃せない。また、前者のいわゆる円高メリットに関しても、これを起点とした家計や企業の支出行動の新たな展開を伴わない限り、一過性のものと考えらるべきであることには留意の要がある。

円高の交易条件改善効果については、物価安定にもとづく実質金融資産残高効果を通じて家計のより前向きの支出行動が促されるとか、あるいは、輸出向けに比べ内需向け生産の採算性が有利化するのに対応した企業の新たな投資行動が芽生えるようになれば、その効果を国内需要拡大のことでこととしてより持続的に活用する展望が拓けることになるわけである。目下のところそこまでの展望を得られるには至っていないが、そうした環境整備の一環として、例えば、規制緩和の推進を通じ内需向け投資を促す環境を整えるための努力を払っていくことなどが極めて重要といえよう。

## (2) 物価を取巻く環境

### (輸入原燃料コスト低下の効果浸透)

次に、最近の物価動向をみると、円高・原油価格下落の影響が企業の投入・産出価格の低下を通じて各財に幅広く波及する中で、国内卸売物価は一段と低下し(前年比、60年7～9月-1.0%→61年7～9月-5.6%)、また、消費者物価の上昇テンポも着実な鈍化をたどっている(同、60年7～9月+2.1%→61年7～8月+0.1%。図表11)。このところの消費者物価の落ち着きには、天候要因にもとづく生鮮食品の値下がりも無視できないが、やはり、輸入原燃料コストの低下を反映した工業製品価格(石油製品、耐久消費財)や公共料金(電気・ガス料金)の下落によるところが大きく、この間、民間サービス料金も賃金コストの安定等を背景に上昇率を低めている。今後年度末までを展望しても、消費者物価については、従来の輸入コスト低下の波及パターンを前提にする限り、これまでの輸入原燃料コスト低下の効果浸透を引続き見込み得ることから、さらに幾分落ち着き基調を強める可能性が大きい。

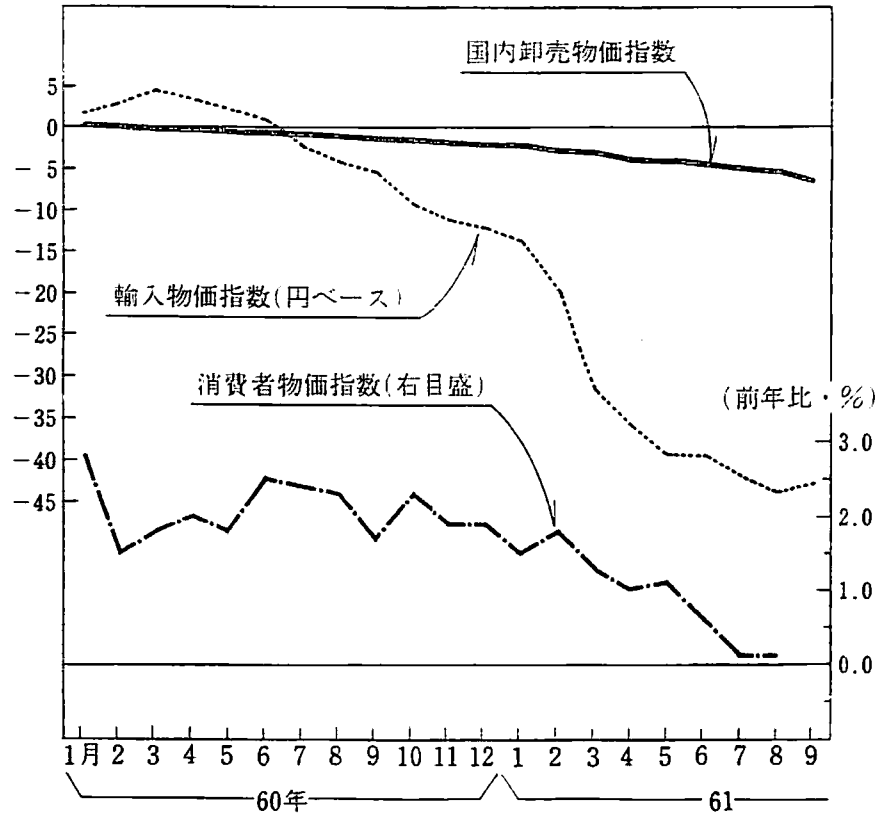
なお、円高・原油価格低下メリットの国内経済部門の間での配分結果については、もとより、的確な把握は困難であるが、マクロの労働分配率の推移から判断する限り、企業部門と家計部門との間では目立った偏在が生じていないようにみられる。ただ、その場合、円高・原油価格下落にもとづく国内物価の低下の程度が、円ベース輸出価格の大幅下落(ドル建輸出価格引上げの抑制)によって制約を受けている(交易条件改善効果の一部の海外流出)点には留意すべきである。企業収益を一定に保つとすれば、企業は、円ベース輸出価格の低下分を国内向け価格



(図表11)

## 物 価 の 動 向

(前年比・%)



## (参考) 消費者物価の内訳

(前年比騰落(Δ)率、%)

	60年 7~9月	10~12月	61年 1~3月	4~6月	7~8月
生 鮮 食 品	4.8	3.5	2.7	Δ 2.6	Δ 6.3
除く生鮮食品	2.0	1.8	1.5	1.1	0.6
農水畜産物	2.2	2.1	1.6	0.5	Δ 0.6
工業製品	0.9	1.0	0.5	0.2	Δ 0.3
民間サービス	3.2	3.3	2.3	2.3	2.3
公共料金	2.8	2.2	2.3	1.0	Δ 0.9
総 合	2.1	2.0	1.5	0.9	0.1

(注) 1. 公共料金には、電気・ガス料金を含む。

2. 60年中の計数は、旧基準ベース。

の引下げ抑制によって補わざるを得ないからである。

(内外商品市況における下げ止まり感の台頭)

先行きの物価については、これまでの円高・原油価格下落にもとづく直接的な物価押下げ効果がいずれ剥落するとしても、賃金上昇率の鈍化を通じた間接的な

効果はなお残るとみられるため、国内コストの面からみる限り安定基調の大きな変化は予想し難いが、後述のような最近のマネーサプライの高振れ傾向をも含めて、今後の物価を取巻く環境の変化には十分注意を払っていくことが肝要といえよう。こうした意味合いで注目されるのが、足もとの物価が引続き落ち着き傾向を強めている一方で、これまで続落歩調をたどってきた内外の商品市況の流れにこのところ幾分の変化がうかがわれる点である。

すなわち、海外原料品市況をみると、OPECの協調減産を反映して原油のスポット取引価格が夏場以降持直しを示しているほか、非鉄も貴金属相場高に触発された投機資金の流入等を背景にやや反発をみせている。こうした中で、わが国では、すでに9月の輸入物価が原油価格上昇から1年7か月ぶりに反騰しており、また、国内商品市況面でも、海外市況の変化を織込むかたちでこれまでの市況先安観がかなり後退、これに伴って下げ渋りに転ずる品目が次第に増えてきている。今後の国際商品市況の動向を考えるうえでは、OPECの減産体制の帰すうなど不透明な要素が多いが、引続き注目を怠れないところである。

### (3) 対外不均衡問題の展望

#### (名目黒字の拡大傾向持続と逆Jカーブ効果)

一方、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ずると、円高による輸出入数量調整の進行を反映して、実質ベースの収支はすでに明らかな縮小傾向を示している。通関統計にもとづき実質ベースの貿易収支を試算すれば、60年9月以降61年9月までの間に黒字幅は年率で約180億ドル縮小したとの結果が得られる(図表12)。また、GNP統計により実質経常海外余剰の対実質GNP比率(55年価格表示)をみても、60年7～9月の4.2%に対し、61年4～6月では2.4%(非貨幣用金の大量入着といった特殊要因を捨象しても3.5%)と着実な低下傾向を示している(図表13)。以前から繰返し指摘しているように、貿易摩擦問題の核心が輸出入数量のギャップにあることからすれば、こうした動きは十分に評価されるべきことと思わ

(図表12)

#### 通関ベース貿易収支の要因分解

(年率、億ドル)

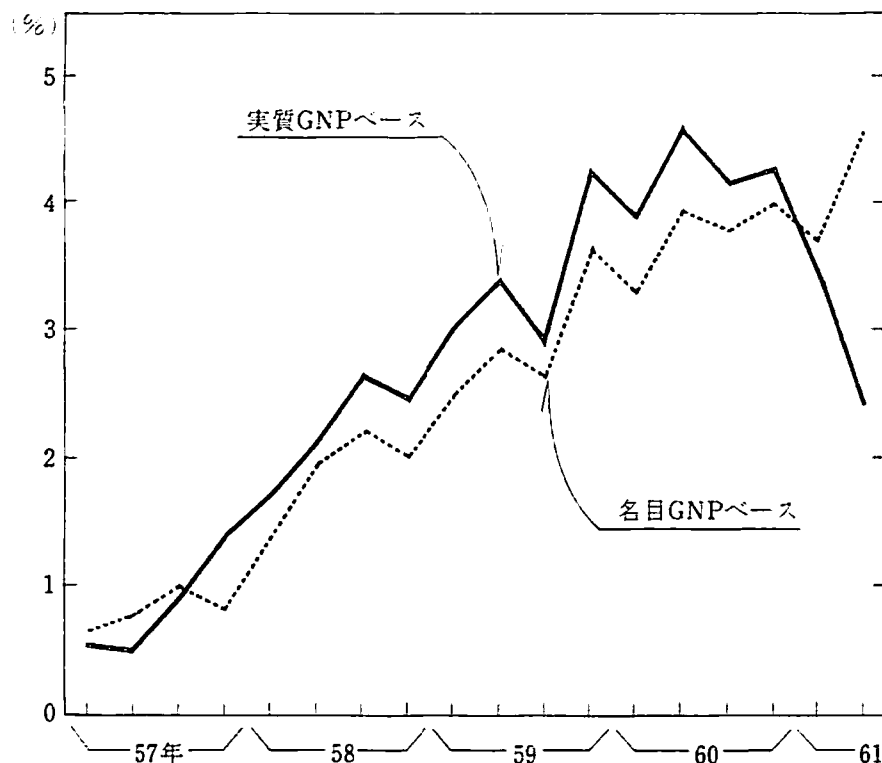
60年9月	61年9月(速報)	
461	→ 976	+ 515
価 格 要 因		+ 660
輸出 価 格(+ 24.7%)		+ 430
輸 入 価 格(- 18.2)		+ 230
数 量 要 因		- 180
輸 出 数 量(+ 2.4)		+ 40
輸 入 数 量(+ 17.2)		- 220

- (注) 1. ( )内はこの期間の変化率を表示。  
2. 価格は原計数、数量は季節調整済み計数。

剰の対実質GNP比率(55年価格表示)をみても、60年7～9月の4.2%に対し、61年4～6月では2.4%(非貨幣用金の大量入着といった特殊要因を捨象しても3.5%)と着実な低下傾向を示している(図表13)。以前から繰返し指摘しているように、貿易摩擦問題の核心が輸出入数量のギャップにあることからすれば、こうした動きは十分に評価されるべきことと思わ

(図表13)

## 経常海外余剰の対G N P 比率



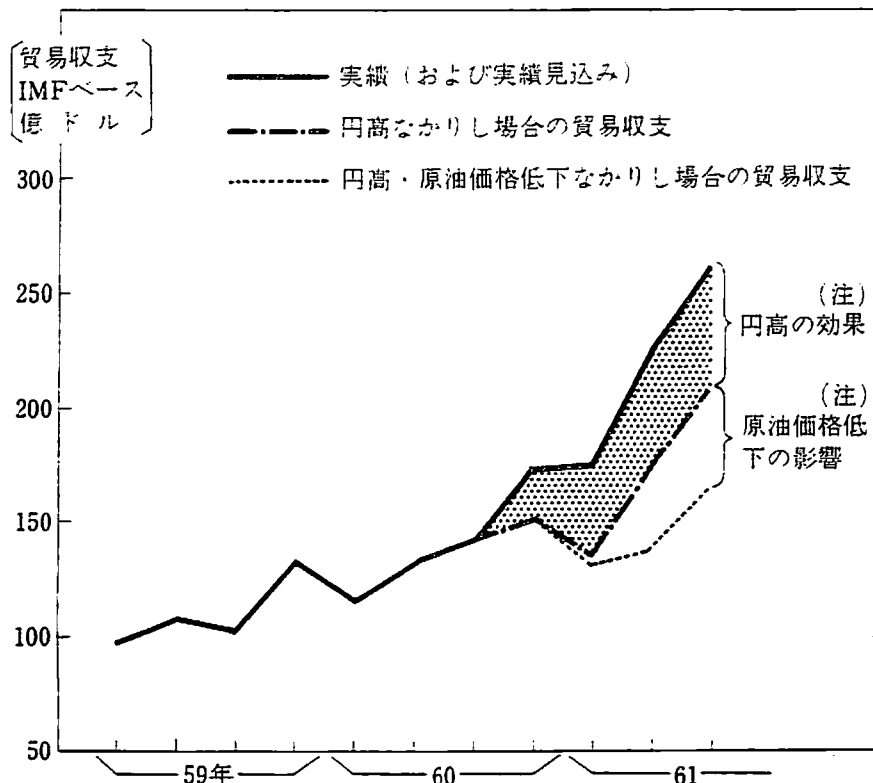
れる。

その一方で、名目ベースの収支については、黒字幅がさらに拡大傾向を続けており<sup>(注1)</sup>(経常収支<年率換算>、60年度上期487億ドル→下期621億ドル→61年4～8月878億ドル)、G N Pベースでみた名目経常海外余剰の対名目G N P比率も引続き高まっている(60年7～9月3.8%→61年4～6月4.6%、前掲図表13)。実質ベースの収支縮小にもかかわらず、名目黒字の拡大傾向が続いているのは、これまでの原油価格下落の影響に加え、やはり、円高の逆Jカーブ効果が強く働いていることによるものである(図表14)。しかし、円高の逆Jカーブ効果にもとづく名目黒字の拡大局面自体はこの秋頃に一応ピークを越えるとみられるものの、その後も名目黒字縮小に向けてのはっきりとした展望をもち難く、実質ベースでの収支の縮小持続も保証されているわけではない。わが国輸出の所得弾力性の高さが短期的には大きく変わらないことを前提にする(わが国の産業・貿易構造の現状を所与とする)限り、為替レート調整を通ずる価格効果は比較的短期に一巡してしまう一方で、当面想定される海外景気動向の下では、それに伴うわが国輸

(注1) 本文中の名目収支はすべてドル表示。円表示(年率換算)では、60年度上期11.9兆円→下期12.3兆円のと、61年5月15.5兆円をピークとして幾分縮小(8月14.3兆円)。

(図表14)

### 円高の逆Jカーブ効果



(注) 60年7～9月以降、円高なかりし場合、円高・原油価格低下なかりし場合の貿易収支の推移を、それぞれ日本銀行(調査統計局)のマクロ計量モデルによるシミュレーションにより求めて算出。

出への所得効果が次第に累積し、円高の輸出入数量調整効果を相当程度減殺してしまう可能性が強いからである。この問題に対しては、従来から繰返し指摘してきたように、為替レート調整に伴う内外財の相対価格変化(例えば、内需向け生産の採算性が、外需向け生産のそれに比べ相対的に有利化)を貿易・産業構造の転換に向けての触媒として活用していく取組みがやはり不可欠であると考えられる。この点は、すでに、円高のプラス効果を国内経済運営のうえで持続的に活かしていくという観点からその必要性を指摘したところであるが、同時に、為替レートによる対外収支縮小効果を持続させるという観点からも欠かせないポイントである。この点、わが国企業において、円高進行の下で海外生産・調達拡大などの動きが徐々ながらも進展しつつある<sup>(注2)</sup>ことは、短期的にはともかく、中長期的には貿易・産業構造の変化を促す有力な要因として期待できよう。

(注2) このうち、海外調達活発化の動きはすでに触れたところであるが、日本銀行(調査統計局)が主要企業・製造業386社を対象に実施したアンケート調査(8月時点)によれば、海外生産拡大等を狙いとした海外投融資(ドル・ベース)も61年度には製造業全体で前年度比3割方拡大する計画となっている。

(当面の海外景気動向)

ここで、当面の海外景気を展望すると、その鍵を握る米国経済については、鉱工業生産が夏場以降幾分上昇に転じたとはいえ、なお力強さを欠いている(季節調整済み前期比、4～6月-0.5%→7～9月+0.6%)など、持直しの時点がひと頃考えられたよりも後ずれしていることは否めない(図表15)。これは、個人消費、住宅投資などが堅調を維持しているものの、ドル安の効果により改善の期待されている純輸出が、農産物輸出の減少や石油輸入の急増もあって、なお不振を改めるに至っていないほか、稼働率の低下や石油産業の業況不芳を受けて設備投資の停滞が続いていることを背景とするものである。こうした状況の下で、連邦準備制度は8月20日、本年4回目の公定歩合引下げに踏切った。米国景気の先行きについては、財政赤字削減の帰すうや税制改革の影響など不透明な要素が少なくないが、雇用の増加や物価安定の下支えを背景とした家計の実質可処分所得の堅調持続に加え、この先ドル安の効果浸透に伴う純輸出の幾許かの回復や在庫調整の進展を起点とする生産誘発を期待し得ることから、景気の流れとしては、今後緩やかながら上昇テンポを高める可能性が大きいと思われる。

(日米両国における経済体質改善努力の必要性)

ここでの看過し難い問題は、ドル安の対外収支調整効果については、発展途上

(図表15)

米 国 景 気 の 動 向

(季節調整済み前期比、%)

		1985年 7～9月	10～12月	1986年 1～3月	4～6月	7～9月	1985年 上 期	下 期	1986年 上 期
実質GNP(年率)		4.1	2.1	3.8	0.6	2.4	2.5	3.2	2.5
需要項目別寄与度	個人消費	3.4	1.1	2.3	4.0	4.7	2.3	2.5	2.4
	住宅投資	0.6	0.2	0.5	0.7	0.4	0.2	0.4	0.5
	設備投資	0.0	1.5	- 2.1	- 0.1	0.0	0.9	1.0	- 0.7
	民間在庫投資	- 1.9	- 0.7	5.1	- 2.7	- 2.1	- 1.5	- 1.3	1.7
	政府支出	2.7	2.0	- 2.6	1.9	0.7	0.9	2.2	- 0.4
	純輸出	- 0.6	- 2.0	0.7	- 3.0	- 1.2	- 0.2	- 1.6	- 0.9
	輸出等	- 0.6	0.8	0.7	- 1.0	1.4	- 0.6	- 0.3	0.3
輸入等	0.0	- 2.8	0.0	- 2.0	- 2.6	0.3	- 1.3	- 1.2	
鉱工業生産		0.4	0.5	0.3	- 0.5	0.6	0.6	0.9	0.3
消費者物価(前年比)		3.4	3.5	3.1	1.6	1.6	3.7	3.4	2.4
経常収支(億ドル)		- 284.6	- 337.0	- 340.4	- 347.3	n.a.	- 555.3	- 621.6	- 687.7

(注) 経常収支は季節調整済み(-印は赤字を示す)。

国等の為替レートの事実上の米ドル・リンクの問題を別にしても、米国輸入の所得弾性値の高さなど現状のマクロ経済のあり方を所与とする限り、もともとその有効性がかなり制約を受けていると考えざるを得ない点である。すなわち、米国のように高い限界輸入性向をもつ経済では、為替レート調整(自国通貨安)により純輸入がひとたび減少しても、それが生産・所得増→支出増をもたらすプロセスにおいて、新たな輸入需要が大きく誘発されるため、為替レート調整による当初の赤字削減効果は最終的にはかなり減殺される可能性が強い。このことは、逆にわが国サイドからみれば、円高の対外黒字削減効果が輸出に対する海外からの所得効果によって相殺されやすい状況にあることを意味していよう。一方、海外の成長促進などにより米国の輸出が回復するような場合を想定しても、米国輸入の所得弾性値の高さなどが変わらなければ、それにもとづく対外収支改善効果を大きく期待することにはやはり無理があろう。

また、米国経済との関連でわが国輸出への影響をみる場合、対米輸出の急増により国内景気の活況をみているアジア NICs との関連も無視し難い。事実、最近のわが国輸出を地域別にみると、ドル・ベースでは輸出価格の引上げを反映して各地域向けとも概して伸びを高めているが、そうした中で韓国、台湾などを中心とする東南アジア向けの伸長がとくに目立つかたちになっている(図表16)。こうした他地域を介した迂回的な影響をも含めてみれば、「輸入の増えやすい」米国経済の体質によって為替レートの対外収支調整効果が制約されている姿をより明瞭にうかがうことができよう。

当然のことながら、相互依存の世界にあっては、各国の対外不均衡は相互に密接な関係をもっており、本来一国単独の努力で対外不均衡を是正するのに限界が

(図表16)

地域別輸出金額(ドル・ベース)の動向  
(前年比増減(△)率、%)

く )内 ウエイト%	60 年 度	61年4～9月
米 国<38>	12.9	26.1
E C<12>	16.2	70.4
中 国< 7>	43.2	△ 25.7
そ の 他<43>	△ 1.9	17.3
うち 東南アジア<19>	△ 6.2	32.6
合 計	7.7	23.1

(注) 61年9月は速報。

あることは改めて銘記されなければならぬ。こうした意味で、とりわけわが国にとって重要な意味をもつのは、いうまでもなく米国における大幅経常赤字是正の展望である。この点については、すでに調査月報本年8月号掲載論文「米国の貿易不均衡について」で詳しく触れたところがあるが、ドル安の効果を経期的に米国の輸入依存

体質の改善に役立たせていくには、財政赤字の削減を推進しつつ、国内の資源配分を生産基盤拡大の方向に沿って改めていくことが大きな課題であるといえよう。

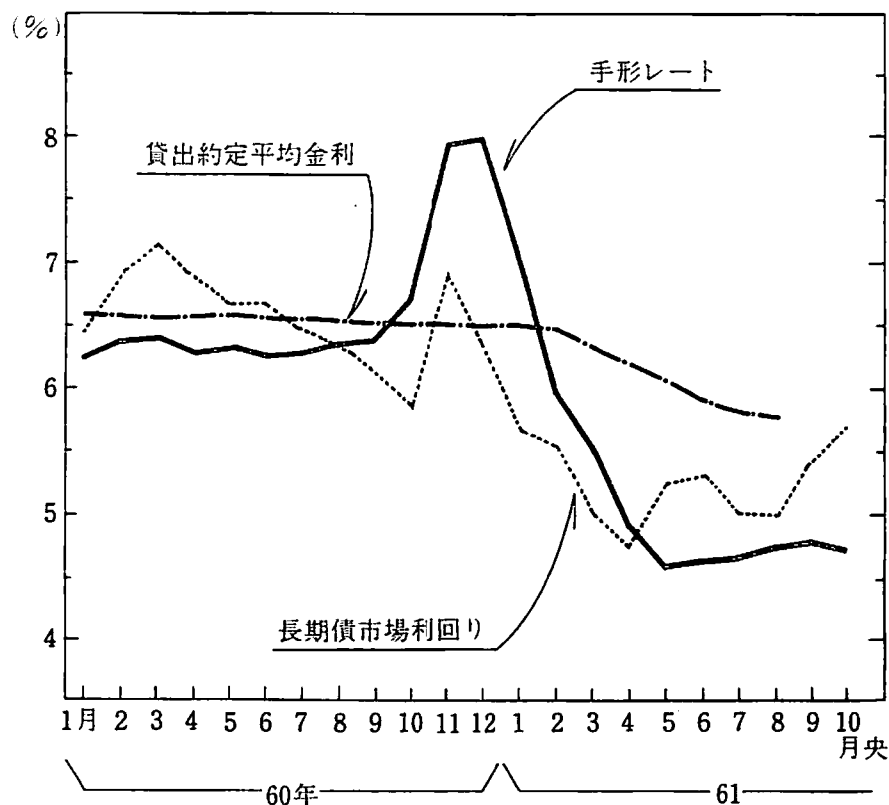
### 3. 最近の金融情勢

(金利水準の一段の低下)

日本銀行は、本年に入り、内外における諸情勢を勘案しつつ、為替相場の安定と内需の拡大に資する見地から公定歩合を3回にわたり引下げた。それを受けて、短期および長期の市場金利が昨年末に比べ一段と水準を低めるとともに、昨年秋の短期市場金利のいわゆる「高目放置」を契機にして発生した長短市場金利の逆転現象は解消した(図表17)。また、貸出金利も、長短プライム・レート引下げの効果が着実に浸透しており、都銀、地銀、相銀の3業態平均の貸出約定平均金利(総合)では7月以降既往ボトム(54年3月)を下回る水準にまで低下をみている。この結果、預金金利を含めたわが国の諸金利は、歴史的にみても、あるいは海外諸国の現状と対比しても、著しく低い水準にまで低下してきているといえよう。

(図表17)

#### 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、都銀・地銀・相銀平均による。

また、企業金融面でも、「資金繰り判断D.I.」が昨年秋から本年初にかけ、短期市場金利のいわゆる「高目放置」の影響や景気減速に伴う収益悪化を受けて一時若干の後退を示したが、その後、前記のように諸金利の低下が進み、また、金融機関の弾力的な貸出態度が持続する中で、再び反転し、かなり緩和した状態を続けている(主要企業・全産業、「楽である」-「苦しい」社数構成比、61年2月+15%→5月+17%→8月+16%)。

(マネーサプライの高振れ傾向とその評価)

このように、公定歩合の引下げを通じて金融緩和が一段と浸透する下で、マネーサプライは、实体经济活動との対比で高目に推移してきており、このところ再び増勢を強めている。すなわち、マネーサプライの中心指標である $M_2 + CD$ (平残前年比)の動向をみると、昨年春以来やや上昇テンポを高め、とくに10~12月から本年1~3月にかけて2四半期連続して+9.0%と高水準の伸びとなったあと、4~6月は+8.5%に低下したが、7~9月については、 $M_1$ の増勢加速を主因に+8.8%(速報)と再び増勢を強め、当初予測(「8%台」)の上限値にまで接近するかたちとなった(図表18)。また10~12月にかけても、引続き高目に推移する可能性が大きいとみられる。

(図表18)

マネーサプライの動向

(前年比・%)

	$M_2 + CD$	$M_1$	準通貨 + C D	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	P 8.8	P 7.8	P 9.2	(7~8月) 6.0	8.6

- (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)によった。



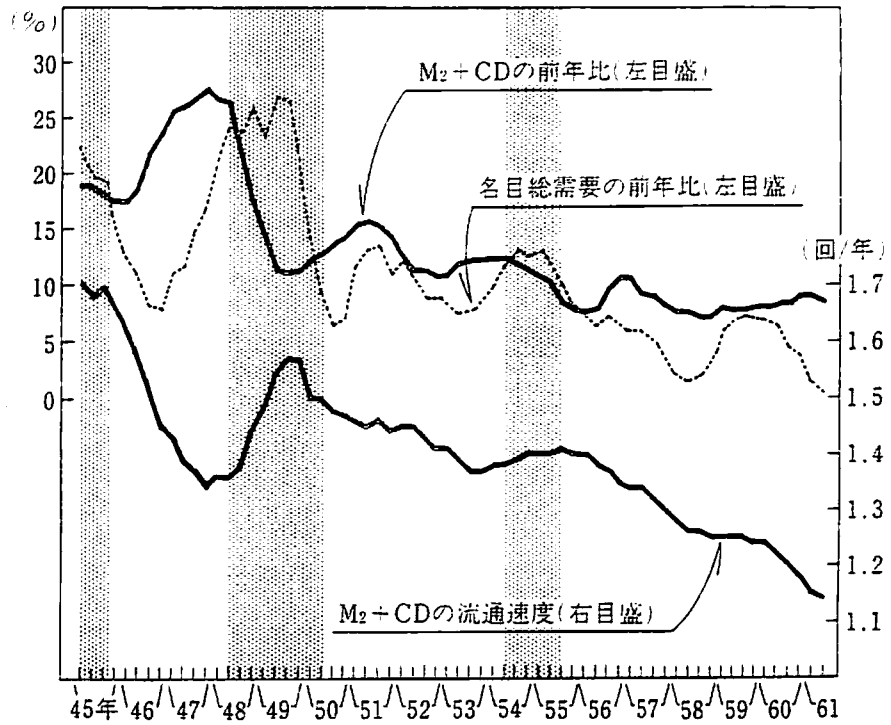
このように、景気減速の下でマネーサプライが高振れ傾向をたどっている背景について整理すれば、昨年春頃から本年初までにかけては、一連の預金金利自由化措置(MMCの創設、大口定期預金金利の自由化など)に伴うマネー対象金融資産の保有採算の向上や、昨年秋の短期市場金利の上昇の下で醸成された金利先高観にもとづく長期貸出の一時的な急増といった事情によるところが大きく、その限りでは、特殊要因が直接・間接にかなりの程度影響していたといえよう。これに対し、このところのマネーサプライ伸び率の高まりは、預金金利自由化措置(MMC、大口定期預金の預入最低限度引下げ等)の影響持続に加え、金利低下を背景にマネー保有の機会費用が低下していることにもとづく部分も少なくないと考えられる。マネーサプライ指標の中でも、現金通貨と預金通貨で構成されるM<sub>1</sub>の伸び率上昇がこのところとくに目立っているのは、こうした事情を反映したものとみることができよう。なお、マネー保有の機会費用はマネー代替資産、例えば長期債の金利水準のほか、その先行き期待(債券売却に伴うキャピタル・ゲインないしロス見通し)によっても左右される関係にあるが、これとの関連で注目されるのは、長期債市場においてこのところ流通市場利回りが幾分反発を示すなど、国内短期金利の先安観が後退する中で長期金利の先行きに対する人々の期待変化を示唆する動きがみられることで、こうした面からも一時的なマネー押上げ圧力が作用する局面があることを念頭に入れておく必要がある。

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みると、M<sub>2</sub>+CDの流通速度(名目総需要/M<sub>2</sub>+CD平残)は、今回緩和期においてはこれまでも前回緩和期を上回るテンポで低下してきたが、このところそれが幾分加速しつつある(図表19)。しかも、今回の金融緩和が極めて長期にわたり、名目総需要の伸びを上回るマネーの増加が累積されてきた結果、流通速度の水準自体も相当低下してきている。さらに、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れば、最近になって増勢テンポをとくに高めているというわけではないが、名目総需要との対比ではその伸びが引続きかなり高いことに十分留意する必要がある。こうした流動性が高水準にあるほど、やはり、金利水準や企業の先行き期待の変化に伴い、流動性として蓄積された金融資産が投機的な実物投資に転化する可能性が大きいものとみておくべきであろう。最近の土地等資産価格の騰勢は、そうした流動性水準の高まりと無関係ではないと考えられる。

すでに触れたように、実体経済面からみる限り、当面物価の安定基調の大きな変化は予想し難いものの、土地等資産価格の騰勢が金融面から拍車され、将来の

(図表19)

M<sub>2</sub>+CDの流通速度の推移



- (注) 1. 流通速度は  $\frac{\text{名目総需要}}{\text{M}_2 + \text{CD残高}}$  による。  
2. シャドー部分は金融引締め期を示す。

インフレ期待再燃を招くことのないよう、マネーサプライの動向をはじめ今後の流動性水準の推移には従来にも増して注意を払っていく必要があると考えられる。