

# 情勢判断資料(62年秋)

—わが国金融経済の分析と展望

## 〔目 次〕

- |                    |                   |
|--------------------|-------------------|
| 1. 概 況             | 3. 物価を巡る環境        |
| 2. 景気の拡大と対外バランスの改善 | (1) 物価基調の変化       |
| (1) 景気の現局面         | (2) 本年度末にかけての物価情勢 |
| (2) 今後の景気展開の展望     | (3) いわゆる「値戻し論」の評価 |
| (3) 対外収支の動向        | 4. 金融緩和の一段の浸透     |

## 1. 概 況

最近のわが国経済をみると、外需が依然減退を続けているものの、国内最終需要は全般に好調さを増しており、在庫の積増しも加わって、生産は急速な立上りを示している。これは、これまで景気を下支えてきた家計部門や非製造業部門の活発な支出活動が維持されている中で、製造業においても、在庫に続き、設備、雇用面での調整が概ね一巡し、設備投資や雇用が回復しつつあることによるものである。したがって、景気は自律的な拡大局面に入っていると判断される。

こうしたなかで、企業マインドはかなり好転をみており、これまで目立っていた業種間の「二面性」も、非製造業の好調に製造業が鞆寄せされるというかたちで、次第に解消する方向にある。

本年度下期の経済を展望すると、外需については、海外景気の緩やかな拡大持続を前提とする限り、輸出数量の若干の持直しが見込まれるが、その一方で、輸入数量は内需拡大の効果等により今後も大幅に増加するとみられるため、引続き成長にはマイナス方向で作用しよう。これに対し、国内需要面では、所得税減税を含めた財政追加効果の本格化がかなりの成長押し上げ要因となることが確実である。また国内民需も、個人消費・住宅投資や非製造業設備投資の好調持続に加え、生産の増大を背景とする製造業設備投資や在庫投資の立上がりも予想されるため、伸びを高める可能性が強い。この結果、下期にかけてのわが国経済は、内需主導型の成長という望ましい姿を展望でき、景気の拡大テンポとしてもかなり加速することが予想される。

下期に見込まれるこうした景気拡大テンポの加速は、財政追加の直接、間接の効果による面も大きい。同時に循環的にみても、本年央以降の生産の立上がり、企業収益や雇用の改善を通じて、企業部門と家計部門との間で前向きの所得循環を引起しつつあり、かなり腰の強い自律的拡大のメカニズムが作動しているとの評価が可能である。したがって、わが国経済は、物価の安定基盤が確保される限り、やや長い目でみても、外生需要に依存することなく、景気の持続的な上昇を展望しうる段階に入っていると考えられる。

この間、10月央以降世界的に株価の大幅な下落が生じ、その後もかなりの変動が続いている。もとより、相場の先行きにはなお予断を許さないものがあるが、主要国の経済実体が総じて良好であることや、主要国間の協調体制が引続き堅持されていることなどからみて、内外株式市場は次第に落ち着きを取戻すことが期待される。株価の変動が今後世界経済全般や、わが国家計の消費心理等に不測の影響を及ぼす可能性については、十分な留意を要することはいうまでもない。ただ、わが国の場合、景気上昇の腰がかなり強いことなどを勘案すると、マクロ的にみる限り、景気面へのインパクトを過度に懸念する必要はないものと判断される。

次に、対外収支の動向をみると、数量ベースの不均衡が引続き改善方向にあり、またドル・ベースの黒字幅も、なお高水準とはいえ、かなりのテンポで縮小しつつある。その背景としては、①これまでの円高の「逆」カーブ効果がピーク・アウトする間に、内需の拡大が輸出入両面から黒字を縮小する方向で作用していることに加え、②円高を契機とする貿易構造の変化によって、「輸出が増えやすく、輸入が増えにくい」体質からの転換が徐々に進展しつつあることを指摘できよう。したがって、わが国の対外黒字縮小傾向は、やや長い目でみても、次第に定着しつつあると判断でき、為替相場に対しても安定方向で作用することが期待される。

そうした一方で、商品市況および卸売物価の基調をみると、流通・ユーザー筋の在庫手当て積極化が景気上昇に伴う需給の引締まりを拍車しているため、このところかなり変化している。すなわち、商品市況は5月以降、急テンポで上昇しており、その影響を受けて国内卸売物価も、建設資材のほかかなり広範な品目で次第に騰勢を強めつつある。また消費者物価は、引続き総じて安定的に推移しているが、今後卸売物価からの波及が懸念される場所である。

今後の物価情勢を展望すると、原油価格をはじめとする海外一次産品市況の落

着きや生産の増大に伴う労働コストの低下、さらには電力・ガス料金の追加引下げなど、目先き一応の安定要素があるが、一方で、景気上昇テンポの加速に伴い、需給ギャップが急速に縮小する可能性も見逃せない。この場合、企業の生産態度がかなり需要後追的であることや、今回景気ボトムにおける稼働率が前回、前々回をかなり上回るものであったこと、さらには輸入面での「安全弁」についても国際的な需給の引締まり等を背景に多くを期待し難いことなどをも勘案すると、需給面からの物価押し上げ圧力は次第に高まっていくことが想定される。8月時点の「企業短期経済観測調査」の結果等からみても、企業の間では価格上昇期待がかなりのテンポで拮がりつつあり、今後国内需給の引締まりを背景にそうした期待が実現するおそれも無視しえないところである。また現在急速に改善をみせている労働需給が今後一層引締まる場合には、来年度にかけて賃金コストの面からも物価上昇圧力が加わることが懸念される。

なお、最近の商品市況あるいは卸売物価の上昇について、「これまでの価格低下の修正であり、収益を回復するうえで不可欠である」との議論もある。もとより個別品目においては、ある程度の「値戻し」が必要とされるものもあろうが、マクロ的にみる限り、①これまでの円高・原油安により、企業の原材料投入コストは販売価格の低下を上回って大きく下落していたこと、②これまでの企業収益の悪化は、生産・売上げ数量の減少に伴う固定費負担の増加と在庫評価損を主因とするものであること、③今後の企業収益は売上げ数量の増加とそれに伴う固定費負担の軽減によってかなりの改善が見込まれること、などから考えて、「値戻し」の範囲については、限定的に考えるべきであろう。

金融面に目を転じると、景気の上昇等に伴って長期金利が一頃に比べ上昇し、短期金利も、年末にかけての資金不足期入りを控え幾分強含みで推移している。ただ、景気が拡大局面に入り、投資の期待収益率や企業の価格上昇期待が高まりつつあることを勘案すると、実質的にみた金利負担はむしろ低下している可能性は否定できない。一方マネーサプライは、实体经济活動の上昇テンポを上回って依然増勢加速を続けており、当面10～12月も、前年比では一段と伸びを高める見通しである。この結果、流通速度の大幅な低下にも示されるように、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」は極めて高水準に上っている。しかも、景気の上昇等を背景に企業の借入需要が高まっている一方、金融機関の業容拡大意欲も引続き根強いいため、貸出面からのマネーの押し上げ圧力はなお高い。このように、金融が極めて緩和した状態にあることは、思惑的な在

庫積み増しの動きが起これば、これが容易にファイナンスされうる状況にあることを意味しており、したがって、万が一にも物価の安定が崩れることがないよう、今後の物価情勢については、十分な注意を払っていく必要があると考えられる。わが国経済にとって、対外不均衡の是正を図るという観点からも、内需の拡大は引続き重要な課題であるが、今後息の長い内需拡大を確保するうえで、物価安定基盤の維持が不可欠の前提であることを改めて銘記しなければならない。

日本銀行としては、こうした経済情勢の下で、当面の金融政策の運営にあたっては、為替相場や金融資本市場の動向に十分注意を払いつつ、より物価面への配慮に重点を置いた慎重なスタンスをとっていく必要があると考える。

## 2. 景気の拡大と対外バランスの改善

### (1) 景気の現局面

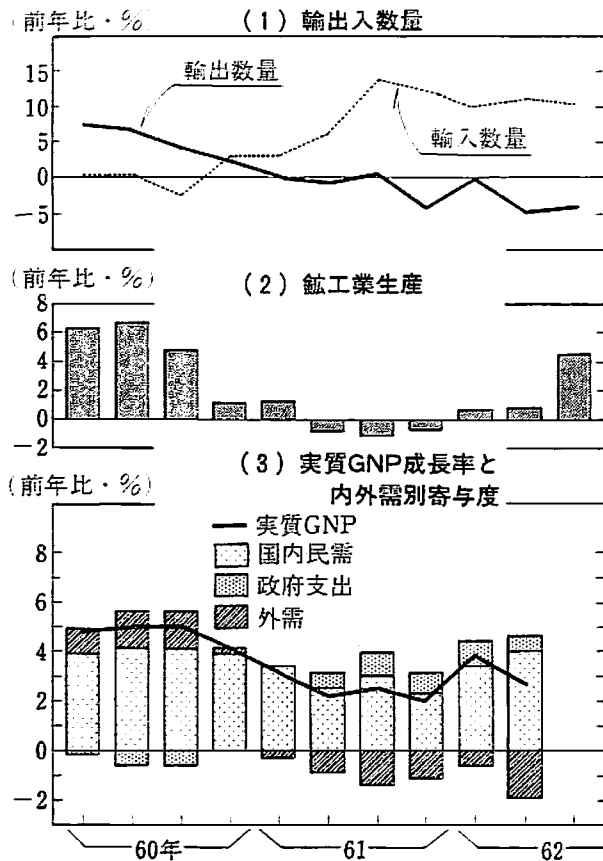
#### (景気は上昇過程)

まず、60年秋以降の景気の流れを改めて振り返ってみると、円相場が急速かつ大幅に上昇したことに伴い、わが国経済は、①輸出入数量の調整と、それに誘発された製造業の在庫・設備・雇用といった各面でのストック調整圧力が景気を下げる効果と、②原油安も加わっての物価安定や金利低下に触発された家計支出、非製造業設備投資が景気を下支えする効果の、相反する二つのインパクトを受けた。周知のとおり61年末までの時期においては、前者が後者を上回った結果、成長率の急速な鈍化を余儀なくされたが、62年入り後は、それまで円高のデフレ・インパクトを増幅していた製造業の在庫調整が進捗したため、景気は「底固め」の様相を強めた。

その後最近の状況を見ると、外需は輸出数量減、輸入数量増の両面から依然減退を続けているものの、国内需要は全般に好調さを増しており、生産も急速な立上がりを示している(前年比、4～6月+0.8%→7～9月+4.6%、図表1)。先般公表された62年4～6月のGNP速報によっても、外需が引続きマイナスとなる中で、内需の成長寄与度は一段と高まっていることがわかる。これは、これまで景気を下支えてきた家計部門や非製造業部門の活発な支出活動が維持されている中で、製造業部門においても、在庫に続き、設備、雇用面での調整が概ね一巡したことを基本的な背景とするものである。すなわち、製造業における在庫の調整は、本年春頃までにほぼ完了し、設備、雇用面でも、企業の調整努力に加え生

(図表1)

### 景気の足取り



(注) 1. 輸入数量は非貨幣用金を除くベース(日本銀行調査統計局推計)。

2. 実質GNPの内外需別寄与度は記念硬貨要因を除くベース(日本銀行調査統計局推計)。

循環パターンとは著しく様相を異にしているといえよう。その背景については、後記のように、円高のメリットを享受した非製造業の好調が家計部門との間で前向きな所得循環を作動させている間に、製造業においても、ストック調整が一巡し、自律的な拡大局面に入っていることが指摘されよう。

#### (在庫手当での積極化)

このように景気の上昇が明確化する中で、流通・ユーザー筋の在庫手当が積極化しつつある。すなわち、大蔵省「法人企業統計季報」によって在庫投資を段階別にみると(図表3)、メーカー段階では、製品在庫が出荷増を反映してなお減少傾向をたどっているのに対し、原材料在庫は幾分積み増し方向に転じつつある。また流通段階においては、4~6月に入ってかなりの規模で積み増されており、その後も、価格先高観が広がるのに伴って、在庫手当を早める動きが続いている模様である。こうした流通・ユーザー筋の在庫手当積極化は、国内最終

産の持直しから、このところ過剰感が急テンポで後退しており(図表2)、後記のように、設備投資計画の増額修正や新規求人再開に踏切る動きがかなり広範囲にみられ始めている。こうした点からみて、景気は、自律的な拡大局面に入っていると判断される。

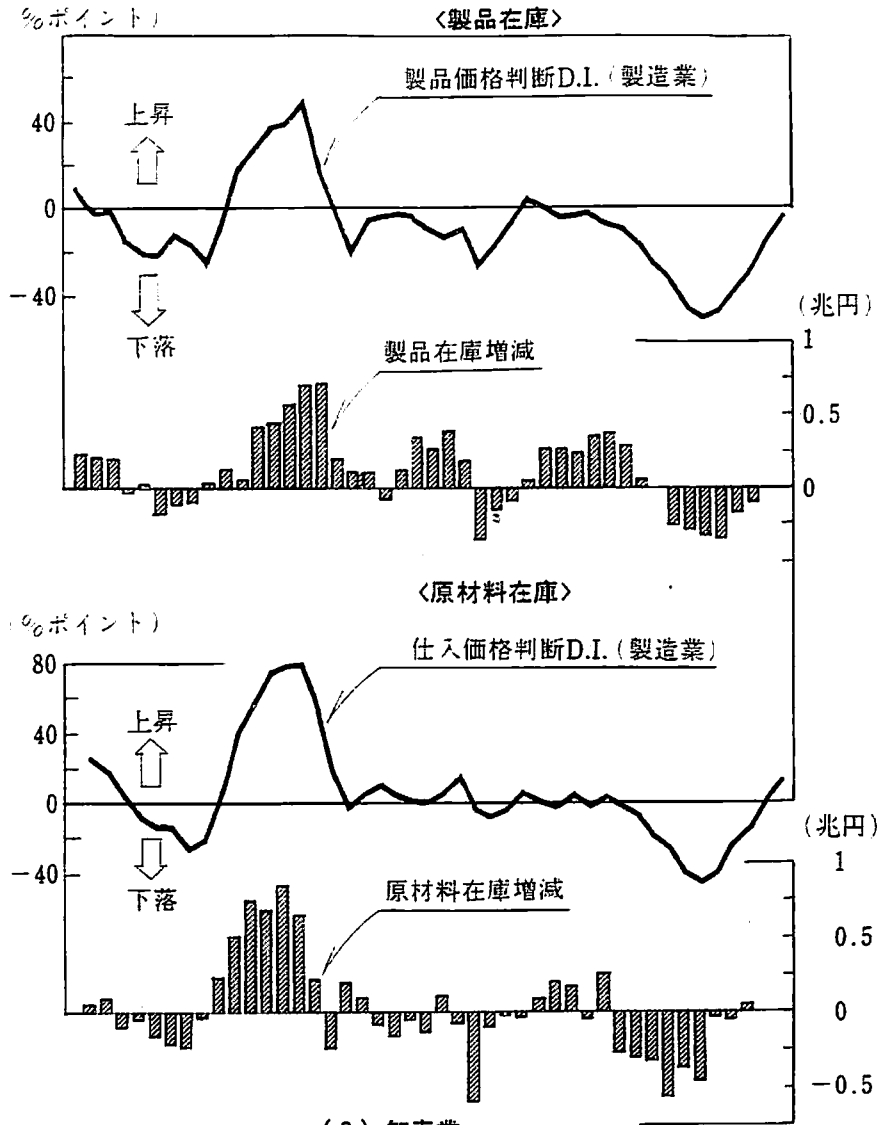
なお、60年央以降の景気調整局面においては、前記のような円高の相反するインパクトを反映して、製造業の不調、非製造業の好調という「二面性」が顕著にみられていたが、内需拡大の好影響が広がるのに伴って、非製造業の好調に製造業が鞆寄せされるというかたちで、こうした「二面性」も次第に解消する方向にある。この点は、製造業の不調が非製造業にも次第に波及するという、従来の



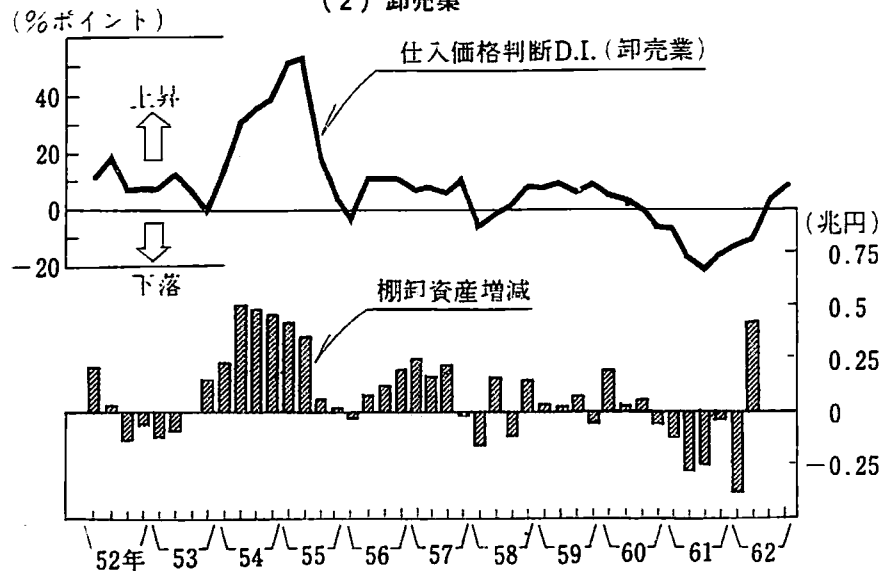
(図表3)

### 在庫投資の動向

#### (1) 製造業



#### (2) 卸売業



(注) 1. 在庫増減はいずれも大蔵省「法人企業統計季報」による(季節調整済み)。

2. 製品価格判断D.I.は、日本銀行「企業短期経済観測調査」による。

家計支出の伸びは住宅関連や自動車向けを中心に一頃に比べかなり緩やかとなっている。しかし、ドル高是正の効果によって、純輸出が改善傾向にあり(数量ベース経常赤字<1982年価格表示、年率換算>は86年7～9月をピークとして87年7～9月までに約240億ドル縮小)、その生産押し上げ効果から製造業の設備投資、雇用も持直しつつあるため、財政、家計部門主導型から製造業部門主導型にシフトしつつ、緩やかな拡大基調を持続しよう。

(財政追加効果の本格化)

財政支出については、「緊急経済対策」に基づく公共事業の大型補正追加分(約4.3兆円)がすでに執行段階に入っている。もとより、今後の執行テンポはなお不確定であるが、所得税減税(約1.5兆円)も実施されるため、財政追加の直接、間接の効果が下期の成長率を大きく押し上げることは間違いのないところである。

(国内民需は伸長持続)

一方国内民需は、生産の増大が製造業の設備投資や雇用増につながっていくことが想定されるため、個人消費や非製造業設備投資の好調持続とも相まって、引続きかなり高い伸びを見込めよう。

すなわち、家計部門をみると、円高・原油安の直接的な物価安定効果はかなり出尽したとみられるが、個人消費、住宅投資の好調さはむしろ一段と強まりつつある。これは、これまでの家計部門の活発な支出活動が非製造業部門の売上げ、収益の改善をもたらし、それが雇用の増加を通じて、次の段階の家計所得、支出の拡大につながるというかたちで、前向きの循環が作動していることによるものである(詳細は調査月報62年9月号掲載論文「物価安定が支える内需の拡大」参照)。

今後下期にかけては、生産回復に伴う所定外労働時間の増加等を背景に、製造業—家計部門の間の循環も前向きに動き始めると予想され、また所得税減税の効果もあって、低率ベアの下でも名目可処分所得は次第に伸びを高めるとみられる。したがって、物価上昇が大きく加速しない限り、個人消費は好調な足取りを維持する可能性が強い。またこのところ急増をみている住宅投資についても、最近の工事費の上昇やローン金利引上げなどを勘案すると、次第に頭打ちに転ずる

---

(注1) ちなみに、わが国の数量ベース貿易黒字(55年価格表示、年率)は60年7～9月以降62年4～6月までに約400億ドルに上る縮小をみているが、日本銀行調査統計局の「小型多国間モデル」によって試算すれば、米国の実質G N P成長率は最終的に+0.5%程度押し上げられるとの結果となっている(なお、「小型多国間モデル」については、調査月報62年5月号掲載資料「小型多国間モデルによる国際相互依存関係の分析」参照)。

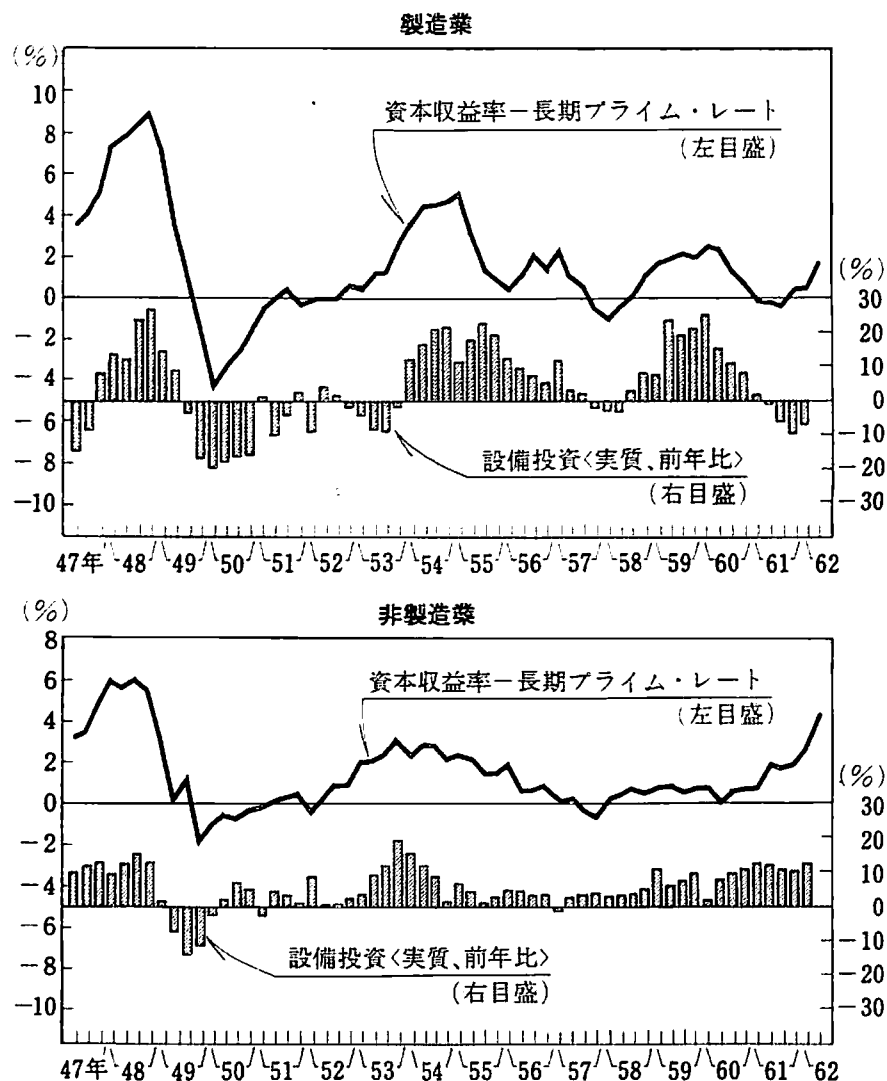


公算が大きい、足もとの着工水準が大きく上昇している(7~9月には年率換算で180万戸と48年10~12月以来の高水準を記録)ため、その工事進捗により当面は高水準を持続しよう。

次に企業部門をみると、設備投資は、前記のような資本ストック調整圧力の低下を反映して、製造業でもすでに中堅・中小企業を中心に持直しが明確化している(大蔵省「法人企業統計季報」ベース、季節調整済み前期比、61年10~12月-4.2%→62年1~3月-0.5%→4~6月+5.7%)。もとより、このところ活発化している海外生産強化の動きが、主として大企業の国内投資を抑制する効果は無視できないが、設備投資動向を大きく左右する投資採算は、資本収益率の回復、借入コストの低下の両面からすでにながりの改善をみており(図表4)、下期

(図表4)

金利、資本収益率と設備投資



(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。

にかけては生産、稼働率の大幅な上昇が見込まれることをも勘案すると、製造業の設備投資は、循環的な上昇局面に入りつつあるとみることができよう。また非製造業では、すでに投資拡大局面が59年度以降かなりの期間にわたっているが、投資採算が一段と改善していることなどからみて、引続き堅調な推移を見込みうる。現に、日本銀行「企業短期経済観測調査」(62年8月時点)をみても、非製造業の62年度設備投資計画は多くの業種でさらに上積みされており(電力・ガスを除く全国企業ベース、5月時点前年比+1.2%→8月時点同+7.0%<前年8月同+2.2%>)、根強い投資意欲がうかがわれる。

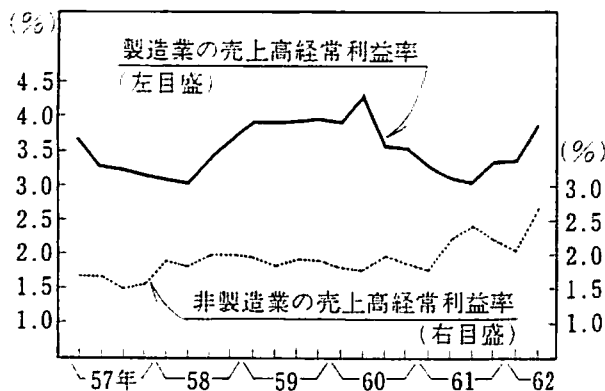
この間、在庫投資は、前記のとおりすでに流通段階を中心に積み増し局面に入っている。下期における国内最終需要の加速を前提とすると、在庫の積み増しテンポは、大規模な仮需が発生しない場合でも、かなり高まる可能性が強く、生産誘発効果も極めて大きなものとなるろう。

(景気拡大の持続力)

このように、62年度下期にかけてのわが国経済は、外需の寄与が引続きマイナスとなる中で、内需の伸びが高まるという、望ましい姿を展望でき、景気の上昇テンポもかなり高まることが予想される。もとより、これには、財政追加の直接、間接の効果が大きく寄与している。しかし同時に、循環的にみても、在庫調整の一巡を起点とした本年央以降の生産の急速な立上がりは、企業収益、雇用の回復を通じて、すでにみた企業部門全体と家計部門との間の前向きな所得循環につながりつつあり、かなり腰の強い自律的拡大のメカニズムが作動しているとの評価が可能である。

(図表5)

企業収益の動向

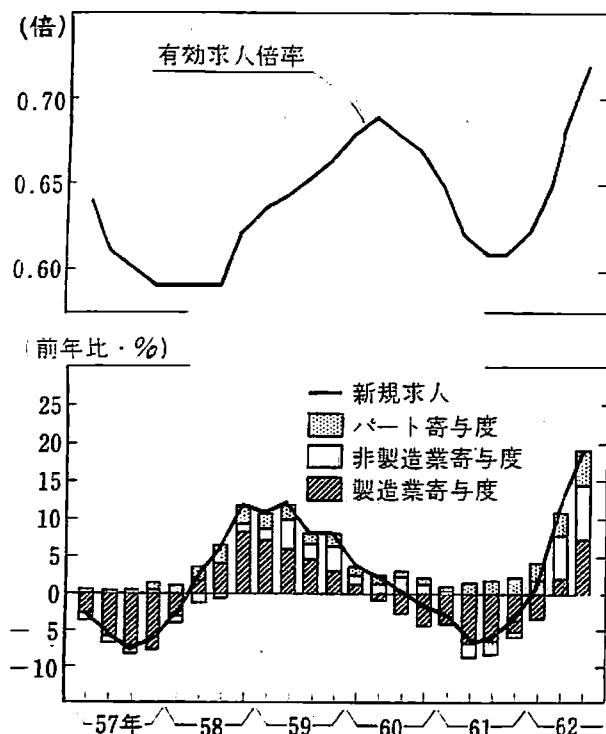


(注) 大蔵省「法人企業統計季報」による(季節調整済み)。

そこで、こうしたメカニズムの軸となる企業収益をみると(図表5)、非製造業では売上げ好調等から引続き増益基調をたどっている。製造業においても、円高対応の進展に加え、売上げの持直し、物価下落の一巡に伴う在庫評価損の縮小等を背景として、すでに回復に転じており、下期にかけては、売上げ数量の増加による固定費負担の軽減が見込まれるため、製造

(図表 6)

### 雇用関連指標の推移



業の収益は一層改善することが予想される。

一方雇用も、非製造業で拡大が続いており、製造業でも新規求人が中堅・中小企業を中心に急テンポで回復している(図表6)。この結果、有効求人倍率は、62年に入って急角度の上昇をみており(9月0.74倍)、すでに前回景気拡大局面のピーク(60年6月0.70倍)を幾分上回る水準となっている。

なお、今回の景気回復局面における雇用環境の改善テンポが、全体としては前回の立上がり局面をかなり上回っているのは、今回の

場合、景気の主導役が輸出に比べて雇用誘発効果の大きい内需であるという事情に基づくものである(詳細は前記論文「物価安定が支える内需の拡大」参照)。この点で、内需主導型の景気回復は、それ自体が内需の前向きな循環をもたらしやすいといえるわけであり、わが国経済にとって、外生需要に依存しない景気の持続的な上昇の展望が拓けつつあるということができよう。

いうまでもなく、今後の景気上昇テンポについては、為替相場の動向に加え、世界的な株価の変動といった不安定な要因に左右される面も否めない。ただ、為替相場については、上記の収益基調にもみられるこれまでの企業の円高対応の進展に加え、内需の腰の強さや輸出依存度の低下(主要企業・製造業ベースの輸出依存度、60年4～6月26.3%〈ピーク〉→62年7～9月21.7%)を勘案すれば、仮に円高が進展した場合でも、小幅であれば、そのデフレ・インパクトは軽微にとどまりうるとみられる。また、ニューヨーク市場に端を発した最近の株価の著しい変動については、米国経済の先行きや、主要国の協調体制に関する市場参加者の行き過ぎた不安感から、これまでの上昇基調が急反転した面が大きいとみられる。もとより相場の先行き展開については、予断を許されまいが、主要国の経済実体が総じて良好であることや、主要国の協調体制が引続き堅持されていることなどからみて、内外株式市場が次第に落ち着きを取戻すことが期待される。こう

した株価の変動が世界経済全体に与える影響はもとより、わが国に限っても設備投資・消費マインドに悪影響を及ぼす可能性については、十分注視していく必要があることはいうまでもない。ただ、わが国の場合、企業の収益基調が着実に上向き、また家計の所得環境も雇用情勢の改善に伴って好転をみていることなどを勘案すると、マクロ的にみる限り、景気面へのインパクトを過度に懸念する必要はないと思われる<sup>(注2)</sup>。

その一方で、すでに指摘したとおり、最近における内需の自律的拡大メカニズムが、物価安定の効果を起点として作動していることから裏付けられるように、息の長い景気の拡大を確保するうえでは、何よりも物価安定基盤の維持が重要である。物価が騰勢を強める場合には、その消費抑制効果はもとより、投機的在庫の積み上がりとその反動等から、景気上昇自体が短命なものとなる可能性が強いからである<sup>(注3)</sup>。

### (3) 対外収支の動向

(黒字縮小傾向は定着)

この間、対外収支の動向をみると(図表7)、前記のとおり数量ベースの不均衡が引続き改善の方向にあるほか、ドル・ベースの黒字幅も、なお高水準とはいえ、かなりのテンポで縮小しつつあり、62年度全体の経常黒字が前年度(941億ドル)を相当程度下回ることは確実とみられる。また名目GNPベースでみた外需依存度(経常海外余剰/名目GNP)も、61年10~12月の4.8%をピークとして62年4~6月には3.5%と急角度で低下し、60年初頃の水準まで戻っている。

その背景としては、これまで黒字幅を大きく膨張させてきた円高・原油安の交易条件改善効果がすでに出尽しとなっている一方で、内需の伸長が輸出入両面から黒字縮小方向に作用し始めていることを指摘しうるが、同時に、円高を契機とする貿易構造の変化によって、「輸出が増えやすく、輸入が増えにくい」体質からの転換が徐々に進展しつつあることも見逃せないところである。すなわち、60年秋以降の円高進行を契機として、すでに指摘したように、個々の企業レベルにおいては、輸入品への代替や輸出姿勢の採算重視の方向への転換といった動きが

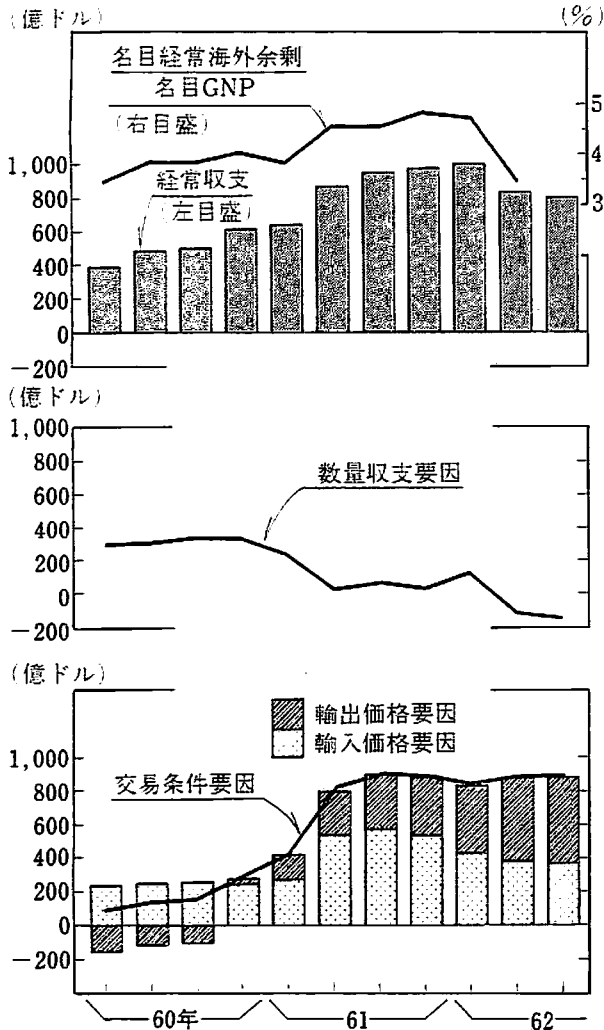
---

(注2) 株価下落のインパクトは多岐にわたり、これを定量的に把握することは容易でないが、これを個人消費に対する影響に限定し、しかも通常の消費関数を前提としたアプローチによる限り、仮に株価が2割方下落しても、その消費押し下げ効果は0.3%程度にとどまるとの一応の結果が得られる。

(注3) ちなみに、計量モデルのシミュレーションによると、消費者物価が何らかの外生的要因により1%上振れした場合、実質成長率は個人消費の後退とその波及効果によって、0.5~1.0%程度下振れを余儀なくされるとの結果も得られる。

(図表7)

対外収支の動向



- (注) 1. 経常収支は貿易収支季節調整後。  
 2. 数量収支要因、取引条件要因は通関統計ベースで、55年基準。  
 3. 計数は、季節調整済み年率。

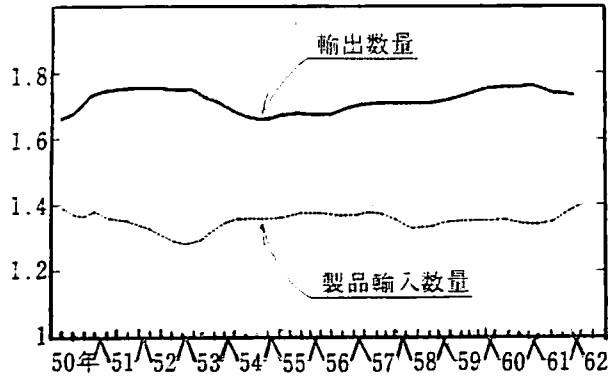
みられており、またマクロの資源配分の面でも、資本や労働といった生産要素が輸出依存型産業から内需型産業に向かって移動しつつある(詳細については調査月報62年2月号掲載論文「円高下の経済調整について」参照)。こうした動きは現在進行中であるだけに、その効果を定量的に把握することは容易でないが、その手がかりを得るために、輸出入の所得弾性値の変化を検証してみると、61年に入ってから、輸出の所得弾性値が緩やかながらも低下に向かう一方、輸入のそれはかなり急角度に上昇していることが読みとれる(図表8)。このうち輸出の所得弾性値の低下については、もとより各種輸出規制の導入ないし強化や、中国の輸入抑制策の影響も無視し難いが、同様の動きが52~53年当時の前回円高局面においてもみられていたことから考えて、円

高に対し、ややラグを伴って貿易構造の変化が生じ、それが輸出所得弾性値の低下、輸入所得弾性値の上昇というかたちで現われてきている可能性が強いといえよう。

このように貿易・産業構造の転換が次第に進展していることに加え、内需の腰の強さを勘案すると、わが国の対外黒字縮小傾向は、ある程度定着しつつあるトレンドと考えられ、今後為替相場に対しても安定方向で作用することが期待される。

(図表 8)

輸出入所得弾性値の推移



(注) カルマン・フィルタリングの手法を用いて計測。

計測式

$$\ln(EC_t) = \alpha_t + \beta_t \ln\left(\sum_0^1 WIM_{t-i}/2\right) - \gamma_t \ln\left(\sum_0^3 (PEXJ_{t-i}/PEXI_{t-i})/4\right) + \delta_t \ln\left(\sum_1^2 RK_{t-i}/2\right)$$

計測期間 35年第4四半期～61年第4四半期

(初期値計測期間35年第4四半期～45年第1四半期)

$$\ln(MC_t) = \alpha_t + \beta_t \ln\left(\sum_0^1 GNP_{t-i}/2\right) + \gamma_t \ln\left(\sum_0^3 (WPIM_{t-i}/(PIM_{t-i} \times IBDR_{t-i}))/4\right) + \delta_t \ln(KIIP_{t-i}/(GNP_{t-1} + IM_{t-1}))$$

計測期間 41年第4四半期～62年第1四半期

(初期値計測期間41年第4四半期～50年第1四半期)

EC	: 通関輸出数量
WIM	: 実質世界輸入
PEXJ	: 通関輸出価格指数
PEXI	: 競争国輸出価格指数
RK	: 製品在庫率
MC	: 通関輸入数量(製品)
GNP	: GNP
WPIM	: 国内卸売物価指数(工業製品)
PIM	: 通関輸入価格指数(製品)
IBDR	: 為替レート(円/\$)
KIIP	: 民間在庫残高
IM	: 輸入等

3. 物価を巡る環境

(1) 物価基調の変化

(商品市況の急騰とその影響)

一方物価を巡る環境に目を転じると、景気回復局面入り後日が浅いにもかかわらず、このところかなり変化しつつある。

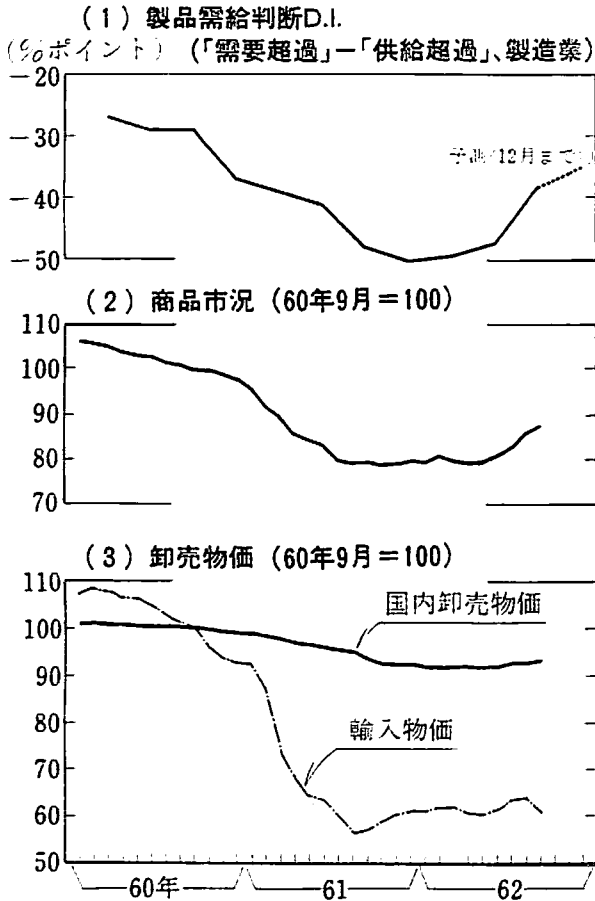
まず商品市況をみると(図表9)、5月以降、木材、鉄鋼、化学等を中心に急角度の上昇に転じており、その後8月半以降の円高進行局面においては、非鉄など海外関連品で一時反落する品目もみられたが、秋口に入ってから根強い騰勢が続いている。こうした商品市況急騰の影響は卸売物価面にも波及しつつあり、この結果、7～9月の国内卸売物価は素原材料、中間財を中心に前期比+0.9%(期中平均ベース)と59年7～9月以来の上昇を示した。これには、電力の夏季特別割増料金適用という一時的な要因もあるが、製材・木製品、鉄鋼など建設関連のほか、化学、非鉄、繊維などかなり広範囲

な品目で上昇がみられたのが特徴である(図表10)。なお卸売物価は、10月入り後総合、国内ともに前年比プラスに転じている。

この間、消費者物価は、引続き安定的に推移しているが、地価上昇に伴う民営家賃および帰属家賃の騰勢、さらには建築関連手間賃の上昇等から小幅ながらも上昇率を高めており(前年比、62年1～3月-0.9%→4～6月+0.2%→7～9月+0.5%)、今後は上記素原材料、中間財価格上昇の影響が及んでくることも懸念

(図表9)

### 物 価 の 動 向



- (注) 1. 製品需給判断D.I.は、日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(62年8月)による。  
2. 商品市況は、鉄鋼、繊維、非鉄、石油、建材、化学、紙、食料品の8類別、37品目の市況をWPIウエイトで加重平均したもの。

今後本年度末にかけての物価環境を展望すると、原油価格をはじめとする海外一次産品市況の落ち着きを一応想定し、生産の増加に伴う生産性上昇が賃金コストを引下げる効果や、電力・ガス料金の追加的な引下げも考えると、48~49年や54~55年当時の物価上昇期のような事態はまず考えられまい。しかし、最近の商品市況や国内卸売物価の上昇テンポはかなり速いうえ、金融緩和が一段と進展しているだけに、こうした状況が続けば、現在安定している消費者物価にも波及し、賃金・物価の好循環を損なうことになりかねず、先行きの物価情勢に対しては十分な注意が必要な局面に入っていると考えられる。

(需給ギャップは急速に縮小する方向)

まず第1は、今後需給ギャップが急速に縮小すると予想されることである。すなわち、そのマクロ的な指標として製造業稼働率をみると、すでに7~9月には

されるところである。

こうした商品市況あるいは卸売物価の騰勢は、海外市況の上昇を反映した面もあるが、より基本的には、前記のような流通・ユーザー筋の在庫手当て積極化が、景気上昇に伴う需給の引締まりを拍車していることによるものであり、また海外市況の上昇自体についても、わが国の輸入増加によって加速されている面も見逃せない。ちなみに、日本銀行「主要企業短期経済観測調査」により製造業の需給判断D.I.をみると(図表9)、景気が底を打ったあともほぼ横ばいとどまっていたが、62年8月調査時点では急角度で引締まり方向に転じており、58~59年の前回景気上昇局面に比べるとそのテンポはかなり速い。

#### (2) 本年度末にかけての物価情勢

(図表10)

## 国内卸売物価の品目別動向

(前期比・%)

		61年 10~12月	62年 1~3月	4~6月	7~9月
国内卸売物価総平均 (除く電力、ガス、水道)		- 2.4 (- 2.2)	- 0.6 (- 0.7)	0.0 ( 0.0)	0.9 ( 0.7)
類       別	製材・木製品	1.8	2.1	- 0.1	8.9
	鉄鋼	- 1.5	- 2.1	- 1.1	1.8
	非鉄金属	- 0.9	0.2	2.0	5.4
	化学製品	- 2.1	- 0.5	- 0.7	0.4
	石油・石炭製品	- 22.3	1.2	6.1	0.8
	パルプ・紙・同製品	- 2.6	- 0.9	1.3	0.4
	繊維製品	1.6	- 0.6	- 0.8	2.1
	窯業・土石製品	- 0.5	- 0.7	- 0.7	- 0.6
	機械機器 <sup>(注)</sup>	- 0.6	- 0.4	- 0.7	- 0.4
段階別	素原材料	- 0.8	0.0	- 0.2	1.1
	中間財 (うち建設用材料)	- 3.8 (- 0.3)	- 0.9 (- 0.4)	0.1 (- 0.4)	1.9 ( 3.7)
	最終財	- 0.6	- 0.5	- 0.3	- 0.2

(注) 一般・精密機器、電気機器、輸送用機器の加重平均。

かなりの上昇をみた模様である。今後についても、これまでの能力増強投資の抑制によって生産能力の伸びが低下している(前年比、60年1~3月+5.5%<ピーク>→62年8月+0.7%)だけに、生産の増加につれて、稼働率がさらに上昇し、ボトムにおける水準が相対的に高かったこともあって、年明け頃までには前回、前々回の景気上昇局面のピークにほぼ匹敵する水準にまで高まる可能性が強い(図表11)。とりわけ、建設関連需要が集中するとみられる素材業種においては、長期にわたる設備調整を反映して生産能力自体が削減されている(62年8月前年比-0.7%)結果、このところの需要の回復によって、稼働率がすでに前回景気上昇局面のピークを越しているとみられ、需給はすでに相当引締まった状況にある<sup>(注4)</sup>。この間、企業の生産態度については、とくに素材メーカーでは減量経営の徹底もあって、かなり需要後追的になっており<sup>(注5)</sup>、需要の増加テンポが高まれば、企業が必ずしも意図的に生産を抑制しなくても、需給地合いは今後かなり引締まる可能性がある。

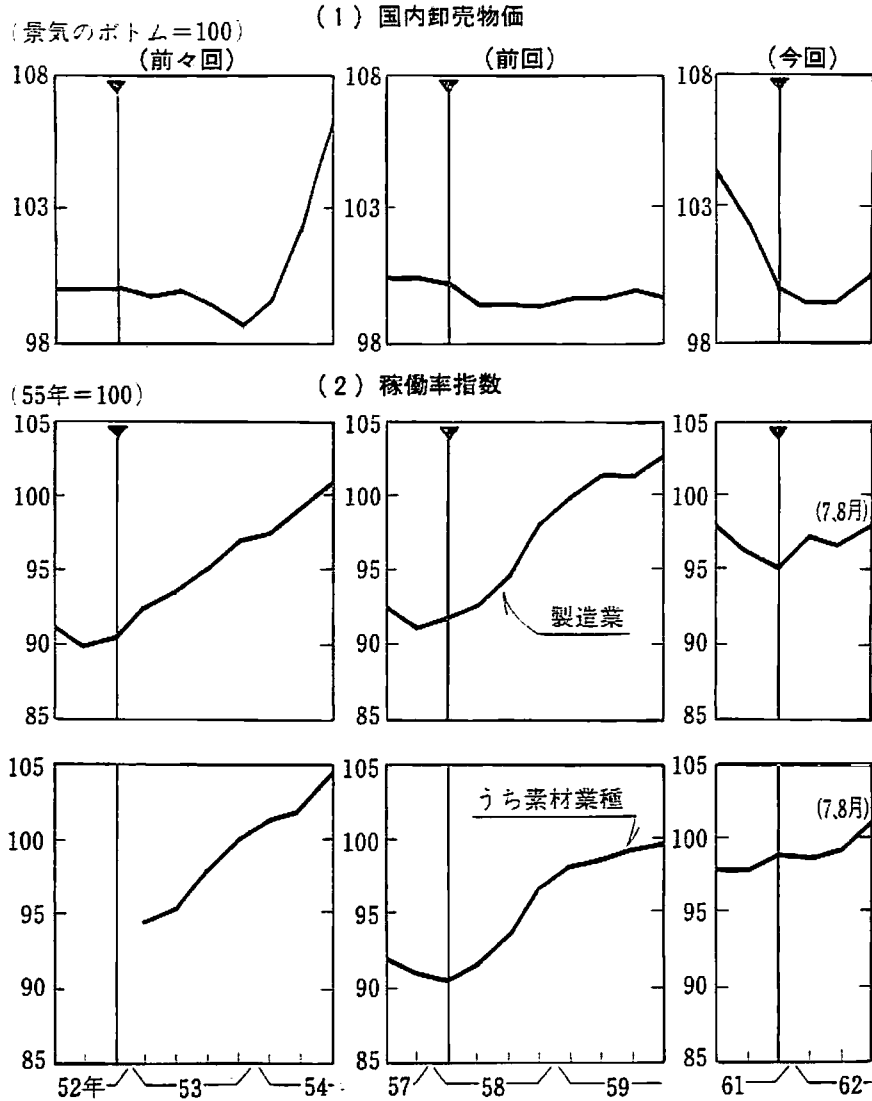
(輸入の「安全弁」の評価)

もとより、国内の需給ギャップが縮小しても、円高によって割安となった輸入



(図表1)

景気上昇局面における需給バランスの比較



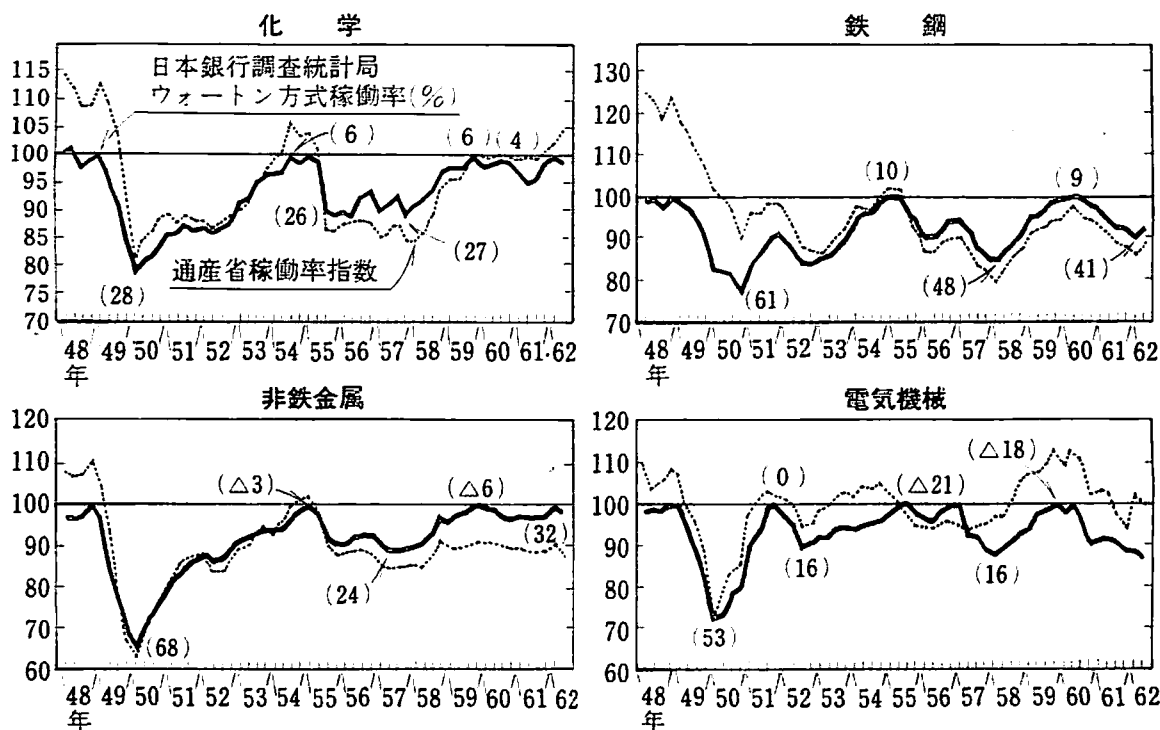
品が増大し、それを緩和するように作用すれば、物価上昇圧力はかなり軽減されよう(いわゆる輸入の「安全弁」効果)。そこで、今後需給の引締まりが予想される素材品目について、こうした輸入の「安全弁」がどの程度作動しているかをみると、これまでのところセメント、C重油など一部の品目を除き、この面からの国内物価安定効果はさほど大きくないのが現状である(図表12)。

その背景としては、韓国、台湾等 NICs 諸国の供給能力の増大にもかかわらず、①世界的な需給引締まりによって国際市況が上昇をみている(化学製品、鋼板類)、②わが国の輸入需要の急増がそれを拍車している面がある(木材、合板等)、さらには③個別業界内に非関税障壁がある、といった事情を指摘できよう。こうした点からみて、今後とも輸入の拡大に努める必要があるのは当然であるが、その物

価安定効果には多くを期待し難いのが実情であろう。ただ最終財については、卸・小売筋による衣料品等の開発輸入の積極化といった動きが拡がりつつあり、この点で、食料品等その他の分野でも市場開放が進められれば、消費者物価に好影響が及ぶことも期待されよう。

(注4) 一般に設備稼働率の指標として通産省の稼働率指数が用いられるが、その場合、通産省の生産能力指数については、業種によってはすでに陳腐化した設備がかなりの程度含まれており、必ずしも現実的な生産設備能力を反映していない面があることに留意しなければならない。また、設備面からは増産可能であっても、人員面で隘路があることも無視できない。そこで、過去の生産のトレンドをもとに業種別生産能力を別途推計し、これをもとに稼働率を試算すると、化学等では、いずれの指数によっても現状フル操業にあり、また鉄鋼、非鉄等においても、通産省指数よりも実勢の稼働率の水準は高く、すでにかかなりの高操業との結果が得られる。

### 業 種 別 稼 働 率 の 推 移



ウォートン・スクール法 (Wharton School Method) による稼働率の推計について

1. 各景気局面におけるピークの生産量を生産能力とみなす(このとき、稼働率は100%となる)。
2. ピーク・ピーク間を直線でつなぎ、同直線上の値を生産能力とみなす。
3. 上記により求めた生産能力で、実績の生産を除して稼働率を算出。

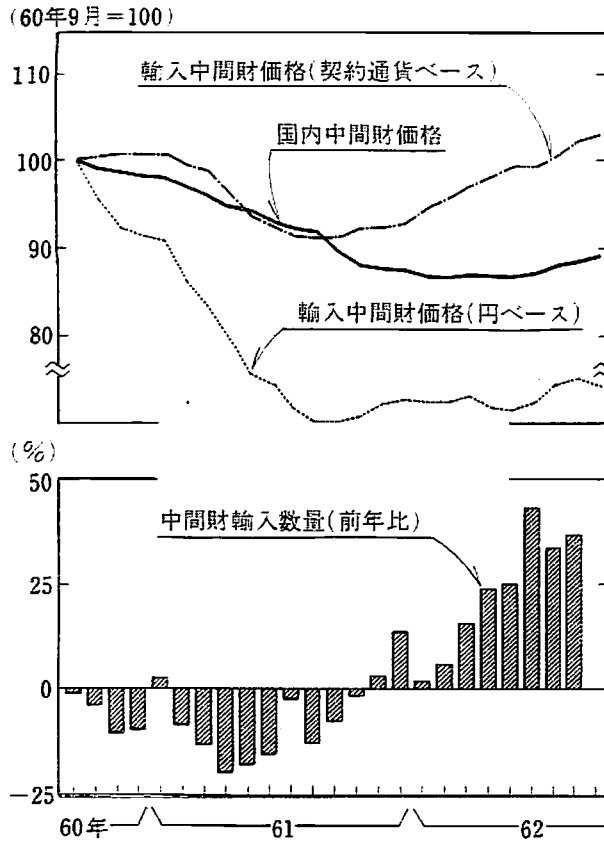
(備考1) ピークの決定に際しては、全国短観(規模計)の設備判断D、Iを参考とした(グラフ中( )内の計数、プラスが過剰超)。

(備考2) グラフ中、通産省稼働率指数については、55年=100の指数に55年平均ウォートン方式稼働率÷100を乗ずることにより、55年時点で水準を調整したもの。

(注5) ちなみに、62年8月時点の日本銀行「主要企業短期経済観測調査」によると、素材業種においては、62年度の売上げ予想が前回調査比+1.4%とかなり上方修正されているのに対し、生産計画の修正幅は同+1.0%と抑制的であり、需要後追的な生産態度を裏付ける結果となっている。

(図表12)

### 輸入の「安全弁」の評価



(注) 1. 価格は日本銀行「卸売物価指数」による。  
2. 中間財輸入数量は通関統計ベース(日本銀行調査統計局推計)。

### (物価上昇上振れの危険性)

このように、下期には、景気の拡大テンポが加速する下で、需給面からの物価押し上げ圧力が次第に高まっていくことが予想される。すでに指摘したように、企業の価格上昇期待はかなりのテンポで拡がりつつあり、今後国内需給ギャップの縮小を背景にそうした期待が実現するおそれも無視しえないところである。そうした事態が現実化し、しかも輸入面で市場開放が早急に期待できないとすれば、消費者物価への上昇圧力も免れず、労働需給の引締めや企業収益の上振れとも相まって、来年度にかけては賃金コスト面からも物価上昇圧力が加わることが懸念される。

なお、58～59年の前回景気上昇局面においては、総需要の拡大がかなりのテンポで、長期間続いたにもかかわらず、インフレ圧力の発生を免れた。これは、前回の場合、景気のリード役が輸出で、内需については終始盛上りを欠いたため、輸出市場と国内市場がかなりの程度分断されていた(詳細は調査月報62年9月号掲載研究「日米経済構造に関する一考察」参照)状況の下で、国内需給の急速な引締めりが避けられたことが主因であり、今回の場合とは大きく相違することに留意しなければならない。

### (3) いわゆる「値戻し論」の評価

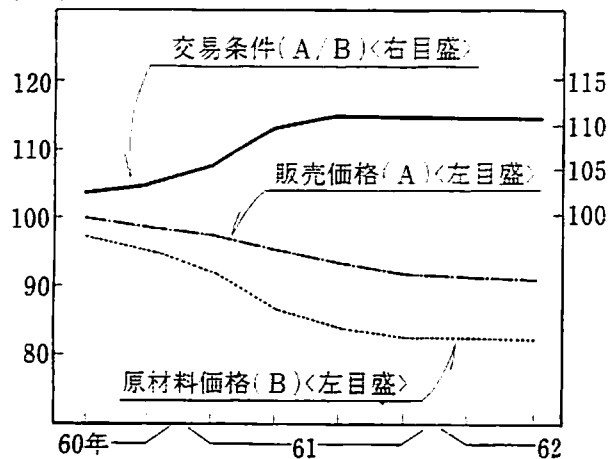
ところで、最近の商品市況あるいは卸売物価の上昇について、「今まで価格が下がり過ぎていたのであり、その正当な修正にすぎない」として、それを容認しようとするいわゆる「値戻し論」もある。もとより個別品目において、ある程度の値戻しが必要とされるものもあろうが、マクロ的にみる限り、その範囲は限定的に考えるべきであるといえる。

すなわち、「値戻し論」の評価に際し、まず指摘しなければならないのは、これまでの円高・原油安の下で、企業の投入コストである原材料価格は販売価格の低下を上回って大幅に下落しており、この結果、製造業における交易条件は収益を改善する方向で変化していることである(図表13(1))。いま、大蔵省「法人企業統計季報」等によって製造業収益の変動要因を分解してみると、円高直前期の60

(図表13)

交易条件の改善と企業収益への影響

(55年=100) (1) 製造業の交易条件



(注) 日本銀行「製造業部門別投入・産出物価指数」による。

(2) 製造業収益の変動要因分解

(%)

	60年7~9月→ 61年7~9月	61年7~9月→ 62年4~6月
売上高経常利益率	3.59→3.05	3.05→3.92
同上変化幅	Δ 0.54	0.87
交易条件要因	5.97	Δ 0.33
売上数量要因	Δ 0.37	1.37
売上価格要因	Δ 1.33	Δ 0.55
固定費要因	0.31	Δ 0.40
在庫評価要因	Δ 1.17	1.04
その他の要因 (投入原単位要因等)	Δ 3.94	Δ 0.27
(参考) 価格要因	4.64	Δ 0.88
数量要因	Δ 10.11	4.21

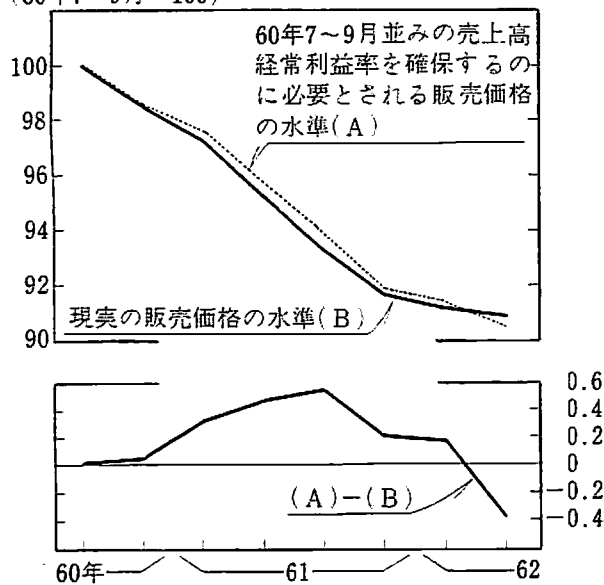
(注) 1. 大蔵省「法人企業統計季報」、日本銀行「製造業部門別投入・産出物価指数」等により試算。  
2. 価格要因は、交易条件要因と売上価格要因を、数量要因は、売上数量要因とその他の要因のうちの投入原単位要因をそれぞれ合計したものの。

年7~9月から61年7~9月までの間に売上高経常利益率は-0.5%ポイント低下しているが、①価格要因に限ってみれば、販売価格の低下にもかかわらず、原材料価格下落のメリットが上回ったため、利益率をむしろ押し上げる方向に作用していること、②利益率圧縮の原因が主として生産・売上げの減少に基づく数量要因にあること、さらに③在庫評価損の発生が収益悪化を拍車していたことがわかる(図表13(2))。一般に「値戻し論」が根拠をもちうる場合があるとすれば、原油など輸入原材料価格が上昇する一方で、需給緩和から販売価格が低下し、その結果生じた交易条件の悪化によって企業収益の圧縮を余儀なくされているようなケースであろうが、今回の製造業収益悪化の原因はこれと基本的に異なるものである。

もとより、収益悪化が売上げ数量の減少に基づく場合であっても、企業としては、これを値上げによって補てんしようとする姿勢をとりがちである。そこで、こう

した意味での「値上げ圧力」がどの程度強いかをみるために、前記「法人企業統計季報」等により、売上げ数量を所与とした場合に一定の売上高経常利益率(ここでは60年7～9月の水準を想定)を確保するために必要とされる販売価格の引上げ幅を大胆に試算してみると、最近時点においては、売上げ数量の回復に伴って、製造業全体では「値上げ圧力」がすでに解消しているとの一応の結果が得られる(図表14)。しかも今後の企業収益は、すでに指摘したように、かりに「値戻し」がなくても、売上げ数量の増大に伴う固定費負担の軽減からかなりの改善が見込まれている。したがって、この点からみても、「値戻し論」は妥当性を欠いたものということができよう。また当面の物価情勢という観点からは、仮に「値戻し論」を容認すれば、いわゆる「玉突き

(図表14) 企業の「値上げ圧力」(製造業)  
(60年7～9月=100)



(注) 1. 大蔵省「法人企業統計季報」、日本銀行「製造業部門別投入・産出物価指数」等により試算。

2. 60年7～9月並みの売上高経常利益率を確保するのに必要とされる販売価格水準の考え方

(1) 売上高経常利益率の定義式を変形し、販売価格上昇率を原材料価格、投入原単位の逆数、売上数量、固定費、売上高経常利益率のそれぞれの変化率ないし変化幅で表わす式を作る。

(2) 上記の式において、売上高経常利益率の変化幅=0とおき、その場合の販売価格変化率を計算し、60年7～9月の販売価格を基準として販売価格(理論値)を算出。

(3) 数式で表わすと次のとおり。

経常利益( $\pi$ )  
 $=$ 売上高( $S$ ) $-$ 固定費( $F$ ) $-$ 変動費( $V$ )...①  
 $S =$ 販売価格( $P$ ) $\times$ 売上数量( $Q$ ).....②  
 $V =$ 原材料価格( $p$ ) $\times$ 投入数量( $q$ ).....③

見込まれている。したがって、この点からみても、「値戻し論」は妥当性を欠いたものということができよう。また当面の物価情勢という観点からは、仮に「値戻し論」を容認すれば、いわゆる「玉突き

①、②、③式より

$$\begin{aligned} \text{売上高経常利益率 } \frac{\pi}{S} &= 1 - \left(\frac{F}{P \cdot Q}\right) - \left(\frac{V}{P \cdot Q}\right) \\ &= 1 - \left(\frac{F}{P \cdot Q}\right) - \left(\frac{p \cdot q}{P \cdot Q}\right) \\ &= 1 - \left(\frac{F}{P \cdot Q}\right) - \left(\frac{p}{P}\right)\mu \\ \text{ただし } \mu &= \left(\frac{q}{Q}\right) \\ \text{よって } d \frac{\pi}{S} &= \left(\frac{F}{P \cdot Q} + \frac{p \cdot \mu}{P}\right) \cdot \left(\frac{dP}{P}\right) \\ &\quad - \left(\frac{p \cdot \mu}{P}\right) \cdot \left(\frac{dP}{P}\right) \\ &\quad + \left(\frac{F}{P \cdot Q}\right) \cdot \left(\frac{dQ}{Q}\right) \\ &\quad - \left(\frac{p \cdot \mu}{P}\right) \cdot \left(\frac{d\mu}{\mu}\right) \\ &\quad + \left(\frac{F}{P \cdot Q}\right) \cdot \left(\frac{dF}{F}\right) \end{aligned}$$

これを  $\left(\frac{dP}{P}\right)$  について解き、

$d\left(\frac{\pi}{S}\right) = 0$  とおくことにより

$\frac{\pi}{S}$  を変化させない場合の  $\left(\frac{dP}{P}\right)$  を求め、

販売価格を算出。

値上げ」のかたちで物価上昇が波及し、インフレ心理の再燃をもたらす懸念があることに十分留意すべきことはいうまでもない。

#### 4. 金融緩和の一段の浸透

次に、以上のような景気、物価動向を踏まえて、最近の金融情勢につき金利、マネーサプライの両面から検討してみよう。

##### (金利水準の評価)

日本銀行は、61年初来、為替相場の安定と持続的な内需の拡大に資することを目的として、公定歩合を5回にわたり引下げてきた。この結果、わが国の公定歩合は2.5%と既往最低の水準となっており、それを反映して、市中金利は春先来短期、長期ともに一段と低下をみた。

ただ、短期市場金利は秋口以降、10~12月の大幅資金不足期入りを控えた資金取入れ需要の活発化から、幾分強含みで推移している。また長期国債の流通利回りは、5月中旬まで急テンポで低下を続けたが(指標銘柄の89回債の利回りは一時2%台半ばまで低下)、その後かなりの振幅を伴いながらも上昇した。こうした動きを受けて、長期国債の応募者利回りのほか、長期プライムレートや住宅ローン金利も段階的に引上げられることとなった。こうした長期金利の動きの背景には、それまでの過度な金利先安期待に基づく投機的な動きの反動に加え、最近の景気上昇の明確化等が市場参加者の金利観を幾分上方修正しているとの事情がある。その意味で、ここ数か月来の長期金利の反転は自律的な調整といえよう。

こうした長期プライムレートや住宅ローン金利の上昇が、金利に敏感な住宅投資等のある程度下押すことは避け難い。ただ、それを企業の設備投資行動との関連でみた場合、一方で資本収益率も、生産・売上げの増大に伴い大幅な改善を示していることを勘案すると、最近の金利(長期プライムレート)上昇が生産的投資を大きく阻害するおそれは少ないと考えられる(図表15(1))。また短期金利については、これを在庫投資の機会費用としてみれば、企業の価格上昇期待が高まったことに伴い、実質的な金利負担はかえって低下している可能性も否定できないところである(図表15(2))。

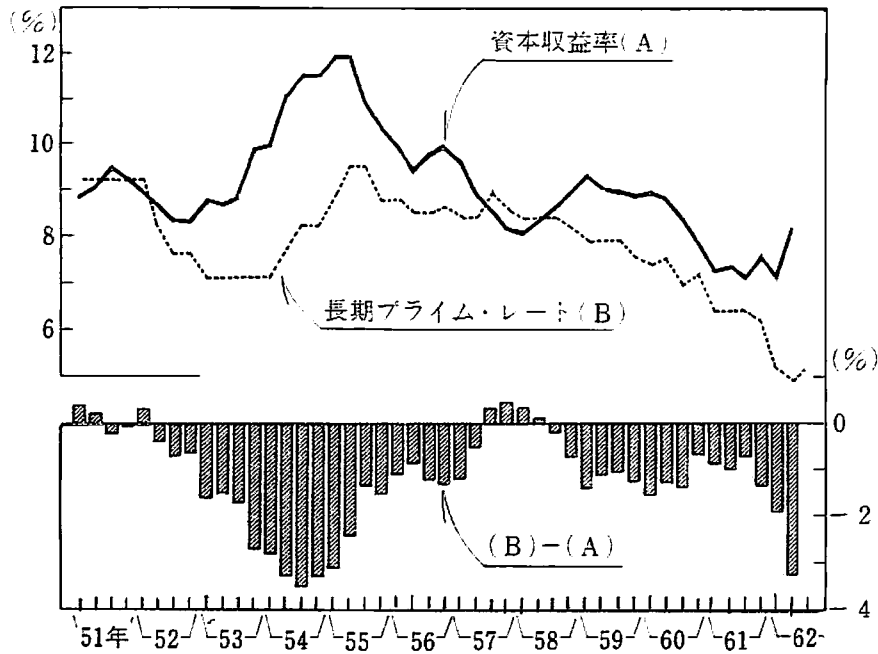
##### (マネーサプライの増勢加速とその背景)

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)は、本年に入ってから急速に増勢を強めており、7~9月には+10.8%と54年10~12月以来の高い伸びとなった(図表16)。当面10~12月を展望しても、前年比伸び率は11

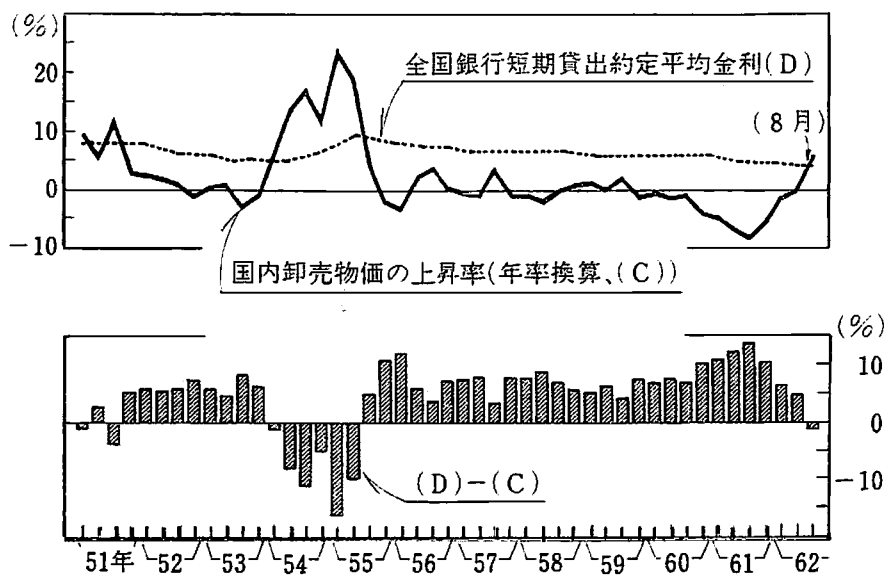
(図表15)

### 金利水準の評価

#### (1) 企業の資本収益率からみた金利水準



#### (2) 企業の在庫保有コストからみた金利水準



(注) 資本収益率(全産業ベース)は、営業利益/有形固定資産(時価)。

%台とさらに高まる見通しである。

マネーサプライの動きを実体経済と対比するため、その流通速度(名目総需要/M<sub>2</sub>+CD残高)をみると、本年に入ってから一段と低下テンポを速めており、緩和開始直前を基準とした累積低下幅はすでに前々回緩和期(46~47年)をも上回るに至っている(図表17(1))。またこれを過去の景気上昇局面と比較した場合、53年、58年の局面においては、流通速度は、景気が底を打ったあと、低下テンポが

(図表16)

## マネーサプライ関連指標の推移

(前年比・%)

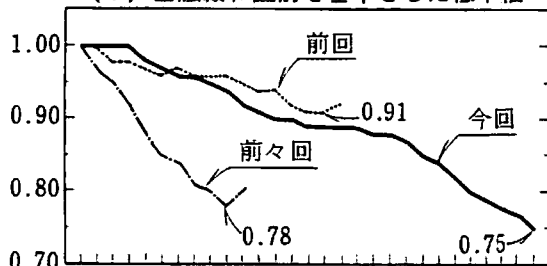
	現金通貨		M <sub>1</sub>	M <sub>2</sub> + C D	〈参考〉 銀行券
	現金通貨	預金通貨			
60年 1～3月	6.3	6.2	6.2	7.9	7.0
4～6	6.5	4.3	4.8	8.3	6.3
7～9	6.2	4.2	4.7	8.3	5.9
10～12	7.0	3.7	4.5	9.0	5.3
61年 1～3	6.7	3.4	4.2	9.0	5.8
4～6	6.9	6.7	6.7	8.5	6.7
7～9	8.9	7.4	7.8	8.8	8.6
10～12	11.3	8.1	8.9	8.3	8.4
62年 1～3	14.7	8.9	10.3	8.8	9.8
4～6	16.1	9.9	11.3	10.0	10.9
7～9	P 15.1	P 10.2	P 11.4	P 10.8	10.2

(注) Pは速報。

(図表17)

マネーの流通速度  
(名目総需要/M<sub>2</sub>+C D平残)の推移

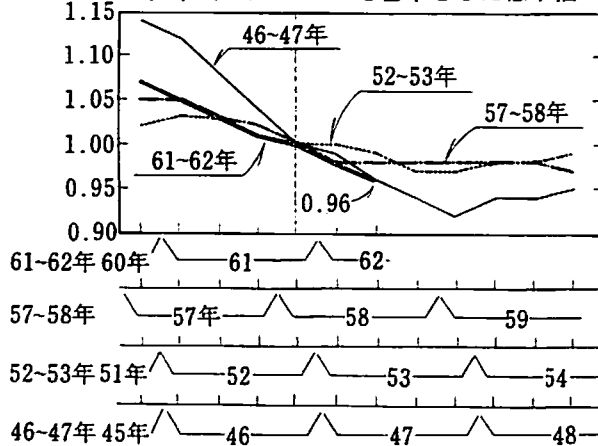
## (1) 金融緩和直前を基準とした低下幅



今回 55年△56△57△58△59△60△61△62  
 前回 50年△51△52△53△54

前々回 45年△46△47△48

## (2) 景気ボトムを基準とした低下幅



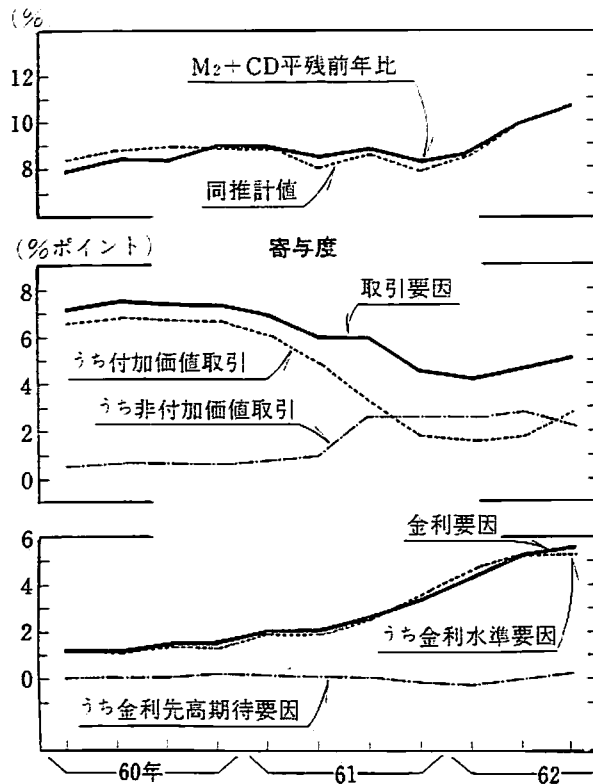
(注) 今回の景気ボトムについては、とりあえず61年10～12月と想定。

緩やかに鈍化したのに対し、今回の場合、なおかなり急テンポで低下し続けているのが特徴的であり、この点のみをみれば、47年当時のパターンと類似しているといえよう(図表17(2))。こうした流通速度の一段の低下は、实体经济活動の上昇テンポをかなり上回ってマネーが供給され続けていることを示している。

そこで、このようなマネーサプライの増勢加速の背景をみると、61年央以降通貨需要を大きく押し上げてきた株式など既存資産取引は幾分鈍化に向かっているものの、その一方で、景気上昇に伴う取引需要が急速に高まっていること、またこれまでの金利低下の直接的な効果として、マネー保有の



(図表18)

M<sub>2</sub>+CD前年比の要因分解

(推計式)

$$\ln(M_2 + CD \text{平残} < \text{季節調整済み} >)$$

$$= 1.13110 \times \sum_{t=0}^7 w_t \times \ln(\text{名目総需要})_{-t} \quad (\text{注1})$$

$$+ 0.03160 \times \sum_{t=0}^2 \ln(\text{株式売買代金})_{-t/3} \quad < 5.9 >$$

$$- 0.03553 \times \sum_{t=0}^3 (\text{金融債流通利回り})_{-t/4} \quad < -9.7 >$$

$$+ 0.01089 \times (\text{金利先高期待ダミー}) + 0.34769 \quad (\text{注2})$$

$$< 3.2 >$$

$$R^2 = 0.99 \quad D.W. = 0.95 \quad < > \text{内は } t \text{ 値}$$

計測期間：56年第4四半期～62年第3四半期

t	0	1	2	3	4	5	6	7
w <sub>t</sub>	0.222	0.194	0.167	0.139	0.111	0.083	0.056	0.028

(注1) 62年7～9月の名目総需要は日本銀行調査統計局推計。

(注2) 利付債の流通利回りが発行利回りを0.5%以上上回った場合はその乖離幅、それ以外は0。なお当該期を含め3期にわたって、1.0、0.67、0.33のウエイトでラグを引くと想定。

機会費用の低下に基づく通貨需要がなお高水準を続けていることが指摘される。さらに7～9月については、金利先高観の台頭を背景として、長期資金に対する借り急ぎの動きが広がったことも影響している。ちなみに、取引および金利両要因を説明変数とする通貨需要関数を推計してみると(図表18)、实体经济取引の持直しと金利先高期待が最近におけるM<sub>2</sub>+CDの高まりをかなりの程度説明しており、こうした見方を裏付けている。

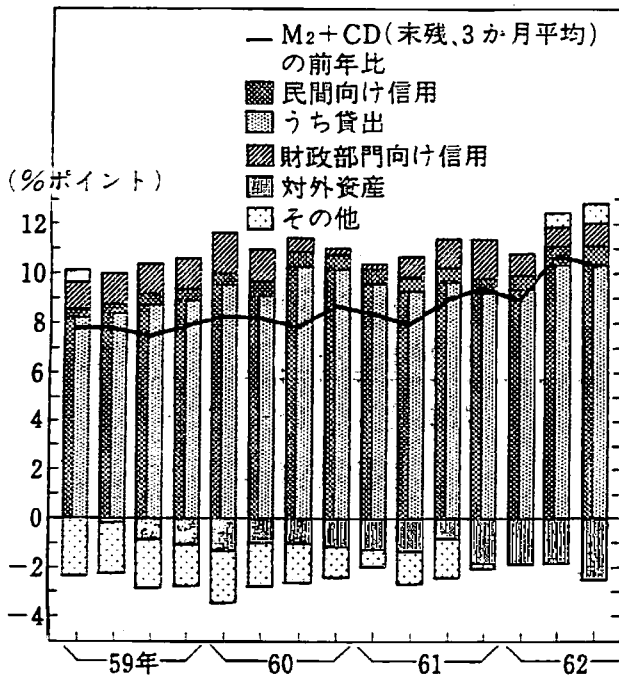
一方、これを通貨供給面からみると、金融機関による対民間与信が大幅な増加を続けている(図表19)。その基本的な背景としては、景気の上昇等を反映して企業の借入需要が高まっている一方、金融機関の業容拡大意欲も引続き根強いことを指摘できよう。

## (金融緩和の現状評価)

以上のように、マネーサプライは依然増勢を続けており、流通速度の大幅な低下にも示されるように、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」は極めて高水準に上っている。またこれを企業金融の観点から

らみても、手元流動性比率、資金繰り判断D.I.は、いずれも前回緩和期のピークをかなり上回るに至っており(図表20)、金融緩和が一段と浸透していることは

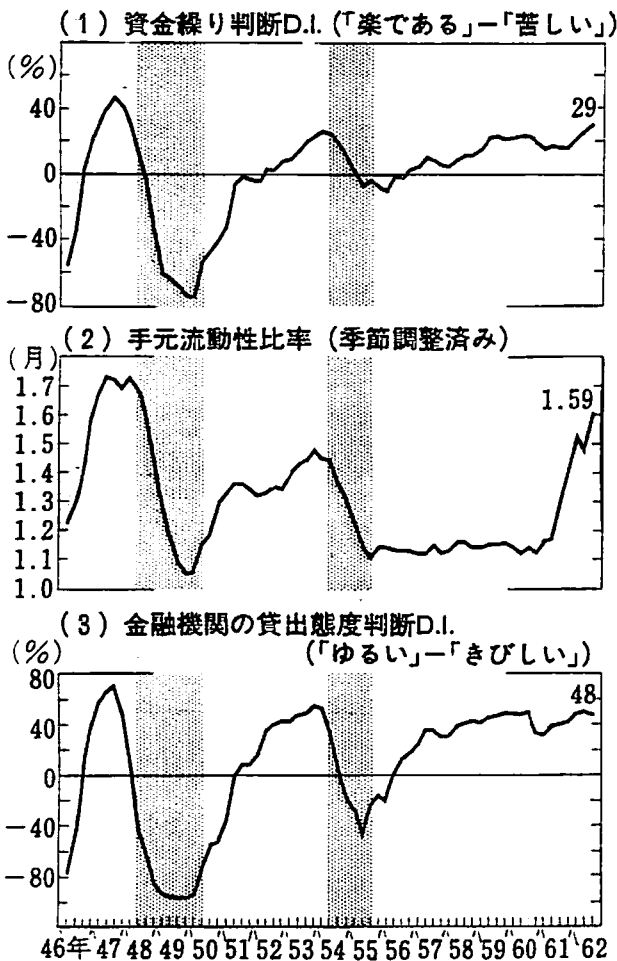
(図表19) マネーサプライの信用面の対応



(注) 62年第3四半期は7～8月の平均。

(図表20)

企業金融関連指標の推移



明らかといえよう。こうしたなかで、仮に思惑的な在庫積み増しの動きが起これば、これが容易にファイナンスされうる状況にあることを意味しており、したがって、万が一にも物価の安定が崩れることがないように、今後の物価情勢については、十分な注意を払っていく必要があると考えられる。

以上のような諸情勢にかんがみ、当面の金融政策の運営にあたっては、金融資本市場や為替相場の動向に十分注意を払いつつ、より物価面への配慮に重点を置いた慎重なスタンスを採っていくことが適当である。物価の安定を確保が、せつかく自律的な拡大局面に入った内需主導型景気を息長く持続させ、それが国際協調にも資すると考えられるからである。

(注) 1. 日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(全産業)による。  
2. シャドー部分は金融引締め期を示す。