

# 情勢判断資料(61年夏)

——わが国金融経済の分析と展望

## 〔目次〕

- |                          |                          |
|--------------------------|--------------------------|
| 1. 概況                    | (3) 対外不均衡問題への対応          |
| 2. 最近の経済情勢——61年度経済の展望    | (名目収支の黒字幅は一段と拡大)         |
| (1) 海外経済環境の変化            | (対外不均衡是正のためのマクロ経済政策の枠組み) |
| (2) 円高・原油価格低下の下での国内景気の動向 | 3. 最近の金融情勢               |
| (円高に伴う輸出数量の減少)           | (短期金利の低下と長短金利逆転現象の解消)    |
| (製造業の収益悪化と企業マインドへの影響)    | (マネーサプライの高水準と企業金融の緩和浸透)  |
| (企業の生産、投資活動への影響)         |                          |
| (物価、雇用面への影響と家計支出の動向)     |                          |

## 1. 概況

円高の進行を主因に輸出数量の頭打ち傾向が年明け後一段と明確化しており、その影響の下で鉱工業生産は停滞裡に推移している(図表1)。また、生産抑制の持続にもかかわらず、製品在庫率が緩やかながら引続き上昇傾向をたどるなど、在庫調整は延引する方向にあり、製造業の設備投資調整の動きも次第に強まっている。この間、製造業の収益は、円高に伴う輸出数量抑制や輸出単位当たり円手取り額の減少を主因に、61年度上期についても前期に続いて大幅な減益が予測されており、これを反映して製造業の業況感は輸出関連業種を中心にかなり後退をみている。

このように当面円高のデフレ・インパクトの波及から景気は減速傾向をやや強めつつあるが、他方、電力、リース業等の非製造業設備投資が着実な増加を続けており、また、個人消費、住宅投資など家計支出も底固い動きを保ち、景気を下支えしている。

ちなみに、先般発表された61年1～3月のGNP速報によれば、1～3月の実質成長率は前期比-0.5%と久方振りのマイナス成長となったが、これには一時的

(図表1)

## 最近の景気動向

(輸出数量(通関)、鉱工業生産、同在庫は季節調整済み・前期比)  
( )内は原計数・前年比、単位%

	60/4～6月	7～9月	10～12月	61/1～3月	4～6月
輸 出 数 量	2.5 ( 6.6)	- 0.4 ( 4.0)	2.1 ( 2.2)	- 3.9 ( 0.0)	1.4 (- 0.7)
鉱 工 業 生 産	2.2 ( 6.6)	- 0.2 ( 4.7)	- 0.9 ( 1.1)	0.2 ( 1.3)	0.3* (- 0.6)*
鉱 工 業 在 庫 (同在庫率、期末水準)	2.3 ( 99.9)	0.1 ( 99.3)	- 0.3 ( 100.6)	1.5 ( 104.7)	- 2.3* ( 102.5)*
経 常 利 益 (主要短観、製造業) (前 期 比)	60/上期 - 5.9		60/下期 - 22.0		61/上期 (予測) - 13.8
業 況 判 断 D. I. (主要短観、製造業)	14	9	3	- 5	- 18
全 国 百 貨 店 売 上 高 (前 年 比)	4.4	3.7	4.7	6.6	6.8**
実 質 G N P (季節調整済み・前期比)	1.4	0.7	1.4	- 0.5	n.a.

\* 6月は速報値。

\*\* 4、5月平均。

要因も介在している。半期毎にならしてみると、59年度下期以降60年度下期まで、実質成長率は前期比+2.7%→+2.0%→+1.5%と期を逐って低下しているが、60年度下期においてはなお年率3%程度の成長率を保っている。なお、この間の成長率低下は、そのほとんどが外需の寄与度低下(同+1.0%→+0.4%→-0.4%)に基づくものであり、内需の寄与度はこの間概ね横ばいに推移している。

以上のような足元の景気動向を踏まえ、わが国の61年度経済の動向を展望すると、国内景気の面では円高に伴う数量調整効果の本格化から輸出の落ち込みが不可避とみられるほか、能力増強投資の抑制を中心に製造業の設備投資が停滞色を強める可能性が高い。しかし、非製造業の設備投資や家計支出といったその他の国内民間最終需要は、独立投資誘因の根強さ、円高・原油価格低下メリットを反映した物価の鎮静傾向持続、金利低下効果の浸透を背景として引続き底固い動きをたどると見込まれる。財政支出も、公共投資についてその後の物価の一段の落ち着きを通ずる実質ベースでの上振れもあり、景気下支え効果を果たすものと見込まれよう。このため61年度の成長率は前年度に比べ低下を免れないとはいえ、先行き景気のいわゆる「底割れ」といった事態を招く惧れは少ないと判断される。

先行きの景気動向については、下期から来春以降にかけて物価安定の下におけ

る家計の支出行動パターンの変化を通じ、円高・原油価格低下のメリットが一層強く有効需要面に反映されるとか、円高の下で輸出向けに比べ内需向けの採算性が有利に変化するのに応じ企業の新しい投資行動が芽生えるといった望ましい展開も期待されよう。ただ、状況変化の如何によっては、円高のデフレ・インパクトが雇用・設備調整を起点とする所得循環を通じ、現在考えられる以上に増幅される可能性も全くないとは言いきれず、今後の経済動向の推移については引き続き注意深く見守っていくことが必要である。

一方、国際収支の動向をみると、円高に伴う輸出入数量調整効果は次第に具体的に認められるようになってきており、いわゆる「実質収支」はすでに60年度下期以降、改善傾向を明らかにしている。ただ、こうした動きが表面的な黒字の是正効果につながるには至らず、名目経常収支は円高の逆Jカーブ効果や原油価格下落の影響によって一段と黒字幅を拡大する傾向にある。のみならず、「実質収支」の改善についても、わが国の「輸出が増えやすく、輸入が増えにくい」経済体質を前提に考えると、この先輸出入構造の変革が現実に進まない限り、その持続性は必ずしも保証されたものとは言いがたい。その反面、輸出入数量調整を通ずる「実質収支」の改善効果が持続する場合には、国内経済に対し絶えざるデフレ効果を伴うこととなる訳で、この間いずれに振れても難しい問題に行き当たることとなろう。こうしたことからみても対外不均衡の是正は達成容易な課題ではないことが改めて確認されるが、それだけに国民各層の間に問題認識を一段と深める努力を払いつつ、①中期的にみた為替レートの円高基調維持、②短期的な景気対策にとどまらない持続性のある内需拡大策および経済構造改善のための諸方策の実施、③米国サイドでの財政赤字削減、というかたちでマクロ、ミクロの経済政策の枠組みをより強固に整え、粘り強く取組んでいく必要がある。

次に金融面に目を転ざると、本年入り後、3次にわたる公定歩合引下げの実施を受けて各種金利が歴史的な低水準にまで低下してきている。この間、金利先安観の後退から昨年来の長短金利逆転は解消をみている。また、マネーサプライの伸び率はようやく低下に転じたものの、实体经济活動との対比では依然として高目の水準にあり、法人部門を中心にマネーの流通速度が引き続き低下傾向をたどる中で、企業金融の緩和状態がさらに深まるなど、金融緩和は一段と浸透をみつつある状況と判断される。

## 2. 最近の経済情勢

### ——61年度経済の展望

#### (1) 海外経済環境の変化

まず、海外経済の動向をみると、米国では個人消費、住宅投資などが堅調なもの、更年後鉱工業生産の回復が一服状態(季節調整済み・前期比1～3月+0.1%→4～6月-0.7%)にある中で、本年の設備投資計画(商務省調べ)も、下方修正(前年比、4月調査+2.3%→6月調査+0.2%)されるなど、このところ景気はやや停滞気味に推移している(図表2)。これは原油価格急落が差当たりは石油関連産業への悪影響というかたちでマイナスのインパクトを及ぼしていることや、物価が大幅に下落する下で、企業に在庫圧縮の動きがみられるといった一時的な要因に基づくほか、設備投資が'83～'84年にかけてと急拡大後、緩やかな調整局面に入っていることを背景とするものである。こうした状況を眺め、連邦準備制度は7月上旬、本年第3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、均衡財政法の違憲判決確定により不透明の度を増した財政赤字削減の帰趨とあわせて注視を怠れないが、やはり、①ドル高修正を通ずるいわゆるインポート・ペネトレーションの縮小効果がいずれ期待されること、②物価の安定と金利の低下を背景に、個人消費や住宅投資などの堅調持続が見込まれること(小売売上高、季節調整済み・前期比1～3月+1.2%→4～6月+1.1%、住宅着工

(図表2)

#### 米 国 の 景 気 動 向

(季節調整済み・前期比・%)

	1984年	1985年	1985年				1986年		
			1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月	
実質GNP(年率)	6.4	2.7	3.1	2.3	4.1	2.1	3.8	1.1	
項目別寄与度	国内民間最終需要	5.6	3.6	2.3	4.9	4.0	2.8	0.7	4.2
	民間在庫投資	2.0	-1.4	-1.2	-0.7	-1.9	-0.7	5.1	-2.2
	純輸出	-1.9	-0.7	1.6	-3.3	-0.6	-2.0	0.7	-2.2
鉱工業生産	11.5	2.2	0.5	0.3	0.5	0.5	0.1	-0.7	
小売売上高	10.1	6.3	1.7	2.2	2.4	0.8	1.2	1.1	
民間住宅着工 (年率・千戸)	2.7 (1,749)	-0.4 (1,742)	9.2 (1,762)	-1.1 (1,743)	-3.2 (1,688)	5.1 (1,773)	12.7 (1,998)	-4.5 (1,908)	
非国防資本財受注	18.6	0.9	1.7	-1.6	5.6	0.0	-4.8	—	
卸売物価・最終財(前年比)	2.1	0.9	0.6	0.9	0.6	1.4	-0.1	-1.9	

件数、月平均・年率1～3月199万戸→4～6月190万戸)、③昨年中における在庫調整進捗が引続き下支え効果を発揮するとみられること、等の諸点を勘案すれば、一頃考えられたよりも後ずれを免れ難いとはいえ、早晚緩やかながら景気回復傾向が認められるようになるとうの基本的な見方を変える必要はないものと思われる。

次に欧州経済に目を転ずると、各国とも輸出が頭打ち傾向を強めているものの、原油価格の大幅下落による物価安定を背景として、個人消費や民間設備投資など国内需要を中心とした着実な景気上昇傾向が続くものと予想される。なお、西独では、本年1～3月にマイナス成長(実質G N P、前期比-1.7%)を記録したが、これは主として厳冬の影響に基づく一時的現象と考えられよう。この間、アジア諸国においては、インドネシア等のA S E A N 諸国が、原油をはじめとした一次産品市況の軟調持続から、また中国が昨年央以降の各種調整策実施の影響から、それぞれ停滞傾向を続けると見込まれる一方、韓国、台湾等のNICs 諸国では、円や欧州通貨と対比しての自国通貨安を背景とした輸出の増加とその波及効果から景気拡大ペースを強める方向にある。

## (2) 円高・原油価格低下の下での国内景気の動向

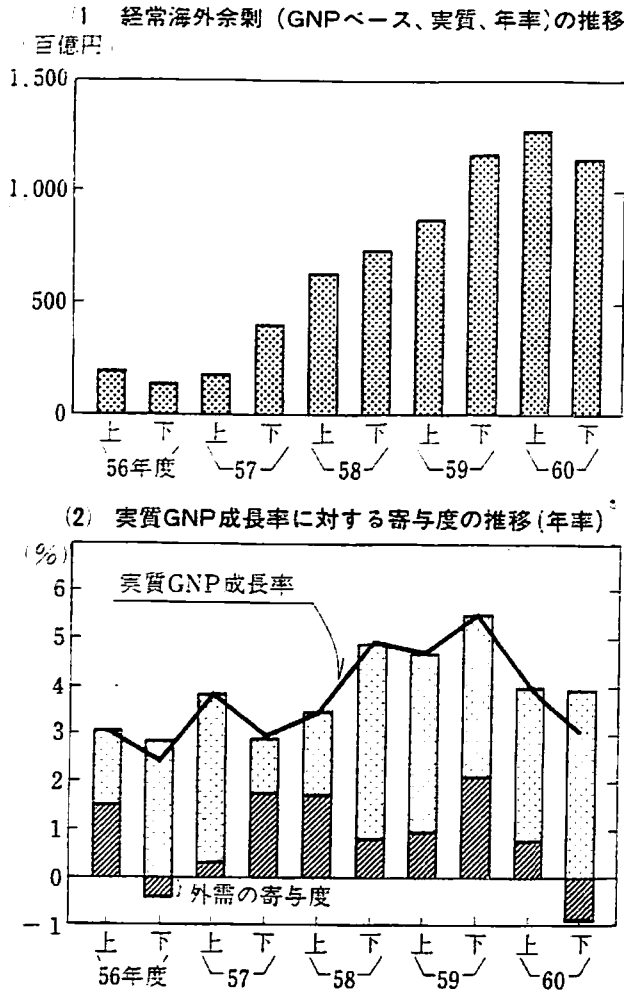
### (円高に伴う輸出数量の減少)

わが国の輸出数量(通関ベース、季節調整済み・前期比)は、1～3月に大幅に減少(-3.9%)したあと、4～6月も小幅な増加(+1.4%)にとどまり、前年水準を割込んだ状態となっている。このところ対米乗用車自主規制枠の影響(上記1～3月大幅減少の一因)などから四半期毎の振れがやや大きくなっているため、これを半期でならしてみれば、最近における輸出数量頭打ち傾向は一段と明確化している(前年同期比、60/上期+6.8%→60/下期+2.8%→61/上期-0.5%)。これは、後述のように円高に対応した企業の輸出価格引上げ態度は引続き総じて慎重であるものの、価格引上げの累積効果が徐々に浸透しつつあることによるものである。さらに先行き61年度中の輸出数量の動きを展望すると、海外経済環境については、上記のように米国景気が足元で下振れしていることを除けば、全体としてこれまでの緩やかな拡大基調に変わりはないものと見込まれるが、円相場のこれまでの推移を前提とした場合、従来の数量効果のラグ・パターンからみれば、円高化に伴う輸出数量抑制効果が年度一杯は効いてくることを主因に、前年度と比べてある程度落込みを免れないとみられる。

一方、輸入数量の動向をみると、このところ国内の生産活動の停滞に伴い原燃

図表3

外需の動向



料輸入が減少する一方で、製品類(半製品を含む)については円高に伴う相対比価の有利化に伴い、鉄鋼(韓国、台湾等が中心)、化学(サウジ製品中心)、繊維(織物類中心)等の増加が目立つが(注1)、今後もこうした傾向の持続が予想され、全体として前年度に比べればある程度高目の増加が見込まれよう。

以上のような輸出入数量の動向からみて、実質GNP成長率に対する外需(経常海外余剰)の寄与度は、60年度下期に続いて61年度中もマイナスとなる公算が大きい(図表3)。58年初以降の景気拡大の過程において外需は牽引車としての役割を果たしてきたが、今後においては逆に外需の落込みが、わが国経済に対して相当のデフ

レ・インパクトを及ぼすことが不可避と言えよう。

(製造業の収益悪化と企業マインドへの影響)

円高の進行の下で、わが国の輸出数量が減少する一方、自動車、電機などの輸出関連業種を中心に、製造業の収益が60年度下期に続き61年度にはさらに悪化するものと見込まれる。すなわち、非製造業では、円高のデフレ効果を直接には受けない一方で円高・原油価格低下のメリットを享受し得る立場にあることから、60年度下期大幅増益のあと、61年度に入っても良好な収益状態が続くとみられるが、製造業では輸出数量の減少、輸出単位当たり円手取り額の減少、生産水準の低下に伴う固定費負担の増大などのマイナス効果が、円高・原油価格低下に伴う交易条件改善や金利低下などのプラス効果を上回るため、61年度収益は前年度に比べ相当の悪化を免れない。ちなみに、日本銀行「主要企業短観」(5月調査)によ

(注1) 最近の製品輸入の増加の中には天皇陛下御在位60周年記念金貨用金地金のほか、非貨幣用金地金の増加という要因も含まれている。

れば、製造業の61年度上期収益は、前期に続いて大幅な減益(60/下期-22.0%→61/上期-13.8%)が予測されており、売上高経常利益率も3.13%と前回ボトム(58/上期3.15%)並みの水準にまで低下すると見込まれている(図表4)。

なお、61年度下期には、円高の直接の影響が一巡に向かうとの想定に立ち、かつ季節的な要因もあって幾分持直すかたちとなっている。

こうした企業収益の動向を反映して、製造業の業況感は輸出関連業種を中心にかなり後退をみている。主要企業・製造業の業況判断D.I. (「良い」-「悪い」、社

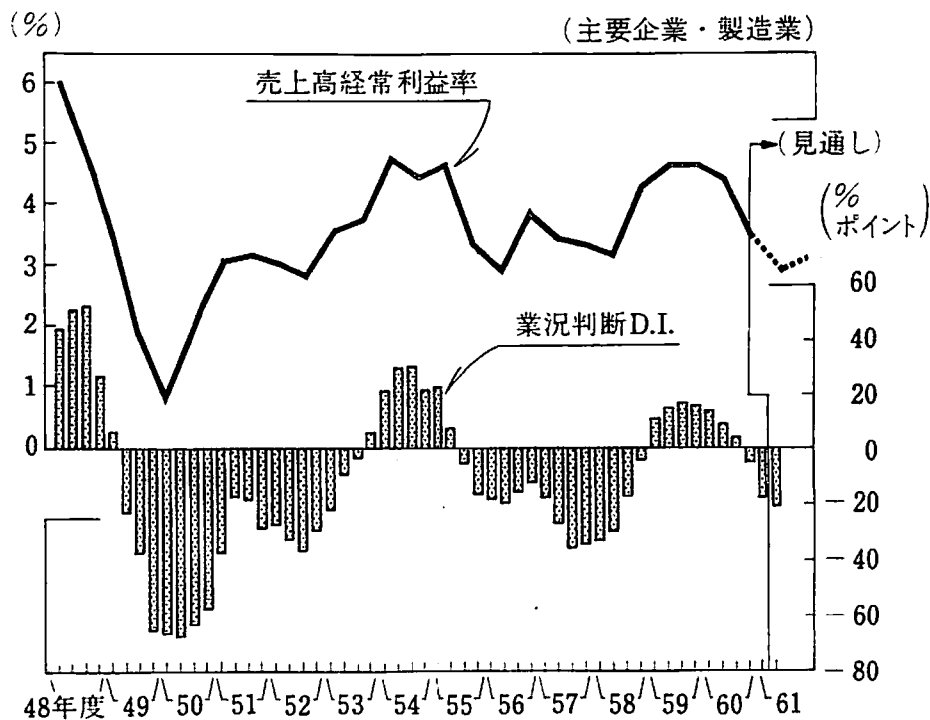
(図表4)

### 企業収益の動向

(短観ベース、主要企業)

		60年度		61年度(見通し)	
		上期	下期	上期	下期
経常利益・増減△率 (前期比、%)	製造業	△5.9	△22.0	△13.8	5.6
	除く石油精製	△5.0	△28.7	△14.9	8.5
売上高経常利益率 (水準、%)	製造業	4.41	3.44	3.13	3.25
	除く石油精製	4.94	3.60	3.13	3.36
経常利益・増減△率 (前年比、%)	非製造業	2.1	27.5	22.9	△18.2
	除く電力、ガス	4.9	4.3	7.5	0.0

(注) 61年度の見通し計数は、日本銀行「主要企業短観」(61年5月調査)による。



数構成比)は、本年入り後「悪い」超の状態となり、先行き9月にかけても小幅ながらさらに後退する見通しである(2月-5%→5月-18%→9月予測-21%)。一方、非製造業では電力のほか、個人消費、住宅関連業種などを中心に引続き良好感が維持されており、製造業とは対照的な姿となっている(主要企業・非製造業の業況判断D. I. 2月+7%→5月+9%→9月予測+9%)。

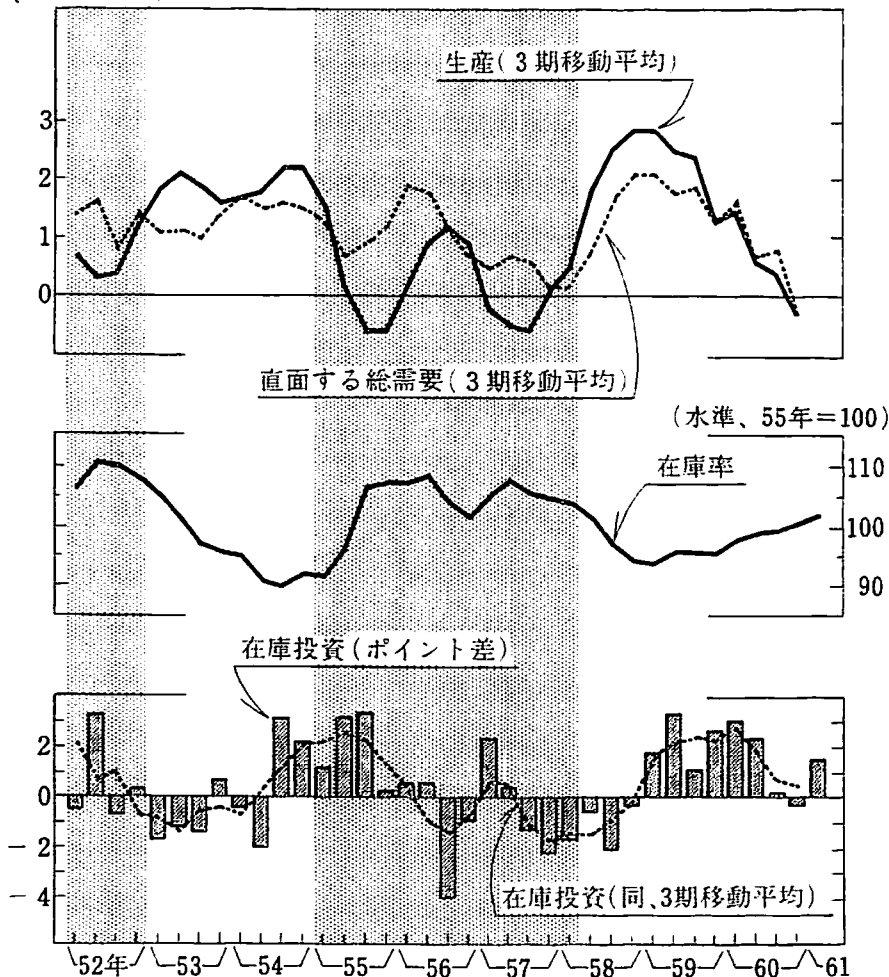
(企業の生産、投資活動への影響)

円高に伴う輸出数量の落込みから生産抑制にもかかわらず、在庫の調整は次第に後ずれする傾向にある。まず、鉱工業生産の動向をみると、昨年7~9月、10~12月と2期連続して減少したあと、本年入り後も小幅の増加にとどまっている(季節調整済み・前期比、60/7~9月-0.2%→10~12月-0.9%→61/1~3月+0.2%→4~6月<速報>+0.3%、図表5)。これを業種別にみると、素材業種で鉄鋼、繊維など軒並み生産調整が続いているほか、加工業種でも電気機

(図表5)

生産・在庫の動向

(前期比・%)



(注) シャドー部分は景気後退期(図表6も同様)。



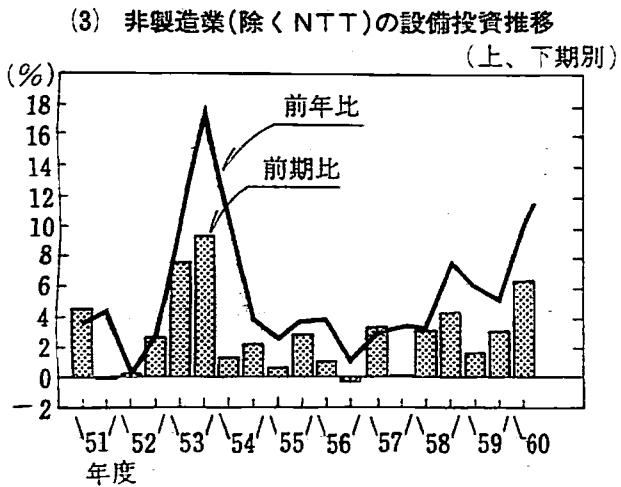
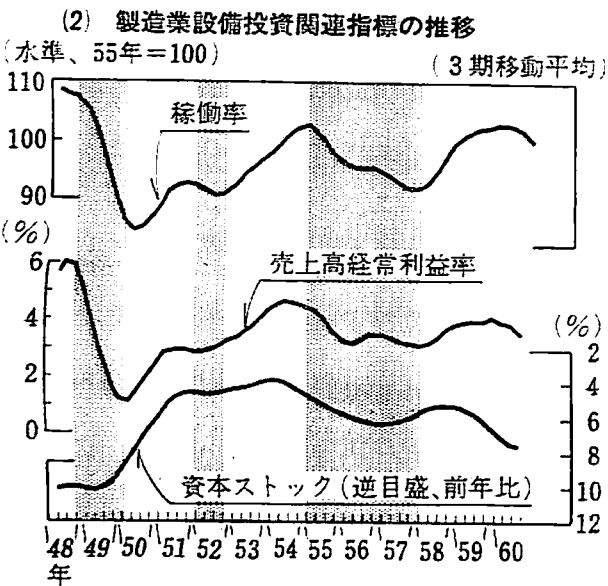
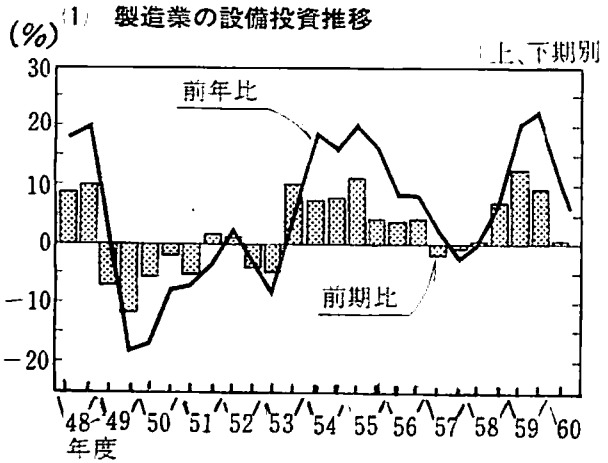
械が半導体の在庫調整進捗から幾分持直し気味となっているものの、昨年末頃から輸出数量の落込みや設備投資減速の影響の下に、輸送機械の増勢が鈍化し、また一般機械が減少に転ずるなど全体として力強さを欠いている。この間、製品在庫率は総じてみれば素材、加工とも緩やかな上昇傾向をたどっており、在庫調整は依然として捗々しく進んでいない。過去の景気局面に比べ、在庫調整圧力はマイルドであるとの見方が引続き可能であるが、生産に対し下押し効果を及ぼしていることには変わりなく、このような在庫調整の現状からみて、61年度の生産は最終需要に目立った回復が見込めない限り、停滞基調を脱し得ない公算が大きい。

次に企業の設備投資動向に目を転ずると、60年度中製造業の増勢が次第に頭打ちとなる一方、非製造業は前年度に比べむしろ伸び率を高めていたが、61年度にはこの対照がさらに鮮明化する方向にある。すなわち、非製造業では電力、ガスで政策的上積みの実施が予定されていることをはじめ、金利の低下もあってリース業の高い伸びが持続するほか、不動産、運輸・通信などを中心としたその他の「狭義非製造業」も堅調を続けるなどかなりの増勢持続が見込まれる。一方、製造業では上記のような収益の悪化と稼働率の低下傾向を背景とした能力増強投資の抑制から停滞色を強めるため、61年度の民間設備投資は全体として前年度と比べて伸び率低下を免れない見通しである(図表6)。もっとも、製造業の資本ストック調整の度合いについては、これまでの生産能力の伸びが比較的緩やかであったため、昨年来の生産停滞の下でも稼働率の低下が過去の設備投資調整局面に比べ小幅であることに加え、新製品開発を中心とする独立投資意欲が引続き根強いこと、調整はさほどの深度には至るまいと考えられる。

このように製造業と非製造業とで対照的な動きがみられるのは、①円高の及ぼす直接的影響が両者の間で相反するほか、②設備投資循環局面の相違(製造業設備投資は58年度から立上がっていた結果、米国景気減速の影響を強く受けて円高進行に先立ち60年度に入ってすでに調整局面入り、この点とくに中小企業に顕著)、③情報化進展等を背景とする非製造業における独立投資誘因の強さ等に基づくものと言えよう。今後を展望するにあたっては、一方で製造業に対する円高のデフレ・インパクトが所得循環を通じ、非製造業の投資にも波及する可能性を無視し得ないが、他方で製造業について、円高の下で輸出向けに比べ内需向けの採算性が有利に変化するのに応じ企業の新しい国内投資活動が活発化する可能性にも注目していく必要がある。

(図表6)

設備投資の動向



(物価、雇用面への影響と家計支出の動向)

製造業の収益が悪化する下で、名目所得の緩やかな伸びを消費者物価の一層の落ち着きが下支えし、個人消費は引続き堅調に推移しているとみられ(図表7)、個別にみても教育・医療費等一部サービス支出の伸びがこのところやや鈍化しているものの、百貨店売上高、乗用車・家電等耐久消費財の販売は総じて底固い展開を示している。

所得面を中心に先行きを展望すると、まず物価動向については、円高加速、原油価格低下を主因に卸売物価が大幅な下落を続け、消費者物価もその波及効果から今後なお上昇率の鈍化傾向が続くと見込まれる(61/6月、前年比、総合卸売物価-10.1%<うち国内最終財-1.4%>、消費者物価<東京・速報>+0.7%)。一方、賃金、雇用面に目を転ずると、一人当たり名目賃金がベア率、今夏ボーナスの低目妥結から前年と比べて伸び率を低下させることに加え、雇用者数も製造業での停滞を主因に伸び悩むことから、名目雇用者所得

の増勢は鈍化を免れないが、上記のような消費者物価の一段の鎮静化によって、実質雇用者所得は、引続き緩やかな伸びを維持するものと期待される。こうした想定の下では個人消費は引続き底固い推移が予想され、また住宅投資も金利低下

(図表 7)

## 個人消費の動向

(季節調整済み・前期比・%)

	59年度	60年度	59年度		60年度	
			上期	下期	上期	下期
消費者物価(全国・総合)	2.2	1.9	0.9	1.2	1.0	0.8
名目可処分所得(家計調査世帯) (勤労者世帯)	4.4	3.8	2.6	1.6	2.3	1.4
消費性向 <sup>(注)</sup> ( " )	78.6	77.1	78.5	78.6	77.7	76.6
名目消費支出 ( " )	3.6	1.8	1.5	1.8	1.0	0.0
名目消費支出(GNPベース)	5.0	4.6	2.2	2.7	2.3	1.8
実質消費支出 ( " )	2.6	2.7	1.0	1.4	1.4	1.1

(注) 消費性向は水準。

や住宅建設コストの低下などを背景に最近の回復歩調を持続し得よう。

ここで、円高が家計支出に及ぼす効果について改めて考えてみると、円高・原油価格低下の下では、消費者物価の低下テンポがGNPデフレーターの下テンポを上回ることにより家計部門の「交易条件」改善を確実に見込み得ることがプラス効果の基本的背景をなしている。この効果を十分に確保するためには、円高・原油価格低下の差益還元策を徹底して進めることが必要である。なお、こうした状況の下では、労働分配率を上昇させることなく、労働生産性の伸びを上回る家計の実質所得(消費者物価でデフレートした名目賃金)の増加を実現しうることになる訳である。さらに、物価の安定は、たとえば実質金融資産残高効果を通じて家計の支出行動を積極化させる(支出性向を引上げる)契機をも孕んでいるが、この点今後の家計支出の増加に実際どの程度つながっていくかはもとより不透明と言わざるを得ない。これとは逆に先行きの情勢変化の中で、当面の予想を超えて円高のデフレ・インパクトが雇用・名目所得両面で実質所得押下げの方向により強く作用することはないか、消費者マインドが後退する惧れはないか、注目を怠れないが、目下のところそうした心配は少ないものと思われる。

なお、雇用情勢についてさらに若干敷衍すると、失業率は在庫調整の延引に基づく鉱工業生産の停滞に加えて、新規労働力参入の増加が予想されることもあって上昇傾向をたどろう。ただ非製造業部門の雇用増加に支えられて、そのテンポは比較的緩やかなものにとどまろう。また、今後において円高に伴う産業構造の転換が進行する下ではいわば構造的な失業が徐々に累積していく懸念があること

に注意しておく必要がある。

### (3) 対外不均衡問題への対応

(名目収支の黒字幅は一段と拡大)

円高の進行に対応してミクロの輸出関連企業レベルでは、ドル建輸出価格の引上げ、部品輸入の拡大、対外直接投資の推進などの動きがみられており、これらはいずれもわが国の対外不均衡と貿易摩擦の改善方向に働くことが期待される。もっとも、逆Jカーブ効果の大きさ等を考慮すると、これらの円高対応策による当面の改善効果は、わが国の名目経常収支黒字の縮小には容易につながらず、むしろ当面は黒字が拡大し続ける可能性が高い(図表8)。

すなわち、企業の円高対応策の現状をみると、まず輸出価格の設定については、企業は海外市場の当面の需要動向や中長期的なマーケット・シェアの確保などを総合的に勘案しながら精一杯のドル建価格引上げを企図しており、その結果として輸出数量への抑制効果は、すでにみたように次第に具体化しつつある。しかしながら、為替相場が160~170円まで円高化したあとも、通関ベースでの輸出価格転嫁率にさしたる変化がみられず(昨年9月以降の累計、2月56.9%→3月52.4%→4月57.4%→5月53.7%→6月52.2%)、いままでのところ現地在庫の目立った積上がりもみられないなど、輸出数量が急速に減少する気配は窺われない。また、輸入面では、前述のように製品類の輸入が増加傾向にあることに加えて、円高対策として海外からの部品調達を増やす事例が増加していることも事実であるが、他方で原燃料輸入数量減少もあって当面の貿易黒字削減効果は限られたものでしかない。このほか、企業は円高に対する中長期的な対応策として対外直接投資を推進する構えを示しているが、そうした現地生産化による貿易黒字削減効果についても短期的には大きな期待をかけ難い。現地生産の本格化は1~2年後に予定されている場合が多い(たとえば米国での自動車、半導体の生産など)ため、当面の輸出代替効果は軽微であるし、また現地生産の本格化後も、わが国からの部品輸出増加や、わが国への原燃料輸入減少などにより、輸出代替効果のかなりの部分が相殺されてしまう可能性があることには留意しておく必要がある。

このように企業の円高対応策は確かに輸出入数量の調整効果を持っているものの、わが国の名目対外収支の改善という目標に照らした場合にその程度はモデレートであり、名目経常収支は円高の進んだ60年度下期においても円高の逆Jカーブ効果や原油価格下落の影響によってさらに黒字幅を拡大した。61年度に入ってから目下のところなおこうした傾向が続いている。

(対外不均衡是正のためのマクロ経済政策の枠組み)

このように名目対外収支の是正にはすぐに結びつかないとしても、実質ベースの収支がすでに明らかな改善傾向を示していること自体は十分に注目されてよいことと思われる。以前から繰り返し指摘しているように貿易摩擦の核心は名目収支ではなく、輸出入数量のギャップにあると考えられるからである。ここで円高の

(図表 8)

国際収支の動向

(1) 国際収支の推移

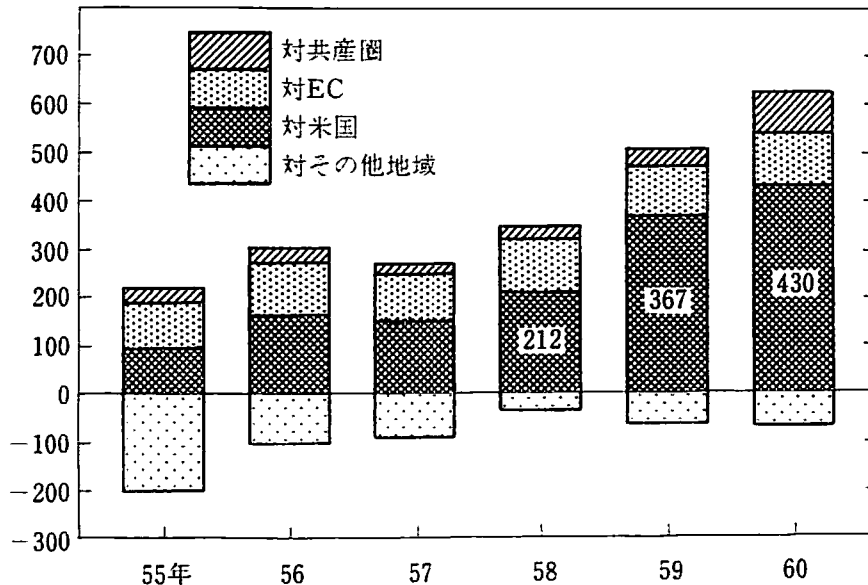
(単位・億ドル、( )内は前期<年度>比%、  
金額はIMFベース、季節調整後)

	59年度	60年度	59年度		60年度	
			上期	下期	上期	下期
輸出	( 11.4) 1,679	( 7.6) 1,807	( 8.2) 849	(- 1.6) 835	( 3.2) 862	( 10.3) 950
数量*	13.1	3.1	8.4	4.0	1.1	- 0.1
価格*	- 1.7	4.5	- 0.9	- 5.0	1.6	11.2
輸入	( 5.2) 1,223	(- 2.6) 1,191	( 5.8) 638	(- 7.9) 588	( 0.3) 589	( 2.3) 603
数量*	7.1	0.9	4.7	- 3.1	1.1	2.3
価格*	- 2.8	- 4.3	- 0.4	- 4.6	- 1.6	- 0.7
貿易収支	456	616	210	247	272	347
経常収支	370	550	165	206	243	311

\* 数量は通関ベース、季節調整後、価格は通関ベース、原計数。いずれも前期<年度>比%。

(2) 地域別貿易収支の推移

(億ドル)



実質ベースの収支面への効果を改めて確認するため、たとえば、輸出数量指数の輸入数量指数に対する比率を「実質収支指数」と定義してその推移をみると、この値はすでに60年度上期から下期にかけて-2.4%低下(57/1月=100として121.4→118.5)しており、またGNPベースの経常海外余剰の実質額(55年度基準)も同じく-10.3%縮小している(前掲図表3)。両者が今後61年度中にさらに目立って低下することは確実である。ただ、この場合にも、さらに幾つかの問題が残ろう。第1に、先行きを展望すると、緩やかにせよ海外経済が拡大を続ける中にあっては、わが国輸出へのプラスの所得効果が見込まれる。わが国の「輸出が増えやすく、輸入が増えにくい」経済体質を前提に考えると、この先輸出入構造の变革が現実に進まない限り、実質収支の改善持続性は必ずしも保証されている訳ではない。第2に、わが国のように経常黒字のGNPに対する比率が非常に高水準に達している状況の下では、輸出入数量調整の影響が、少なくとも当面は経常黒字の削減よりも、成長率の限界的低下に大きく現われてしまうという問題を含んでいる。第3に、60年度下期から61年度にかけて見込まれるような実質ベースでの収支改善を今後やや永きにわたって持続とした場合、これを補う内需の拡大が伴わない限り、国内経済に絶えざるデフレ圧力が伴うこととならざるを得ない点である。

このような点からしても、対外不均衡是正が容易ならざる課題であることが改めて確認される訳であり、そのためにはマクロ、ミクロの経済政策の枠組みを次のようなかたちで整え、粘り強く取組んでいくことが肝要と考えられる。第1に、わが国の国内均衡や国際金融情勢への攪乱的影響を避けるためには当面為替相場の安定が望ましいが、中期的にはやはり円高基調の持続が必要である。こうした円高基調の下で初めて、企業の投資行動の変化等を介し、産業構造転換への動きが定着すると期待し得る。第2に、輸出入数量調整のデフレ・インパクトに対処し、また産業構造の転換を円滑に進めるためには、円高に対応した企業の新しい需要開発、供給体制の整備と物価安定の下での家計の支出行動積極化に期待するとともに、やはり住宅対策、都市再開発、様々の規制緩和、労働時間短縮、税制改革など短期的な景気対策にとどまらない持続性のある内需拡大策ないし構造的改善促進のための諸方策の実施が欠かせないところであろう。

さらに、わが国の貿易黒字の裏側にある米国の貿易赤字を解消するためには、米国サイドでの財政赤字削減を求めていくことも必要と考えられる。

### 3. 最近の金融情勢

(短期金利の低下と長短金利逆転現象の解消)

年明け後日本銀行は、3次にわたり公定歩合を引下げ、この結果、公定歩合(3.5%)は、終戦直後の一時期を除けば、戦後最低の水準となったが、これに伴いインターバンク市場レートは低下傾向をたどり、コール・レート(無条件物、月中平均値)は、4月以降5%を割込む水準となっている(1月6.84%→4月4.70%→5月4.21%→6月4.30%)。また、オープン市場レートも、ほぼ同様に推移している(現先レート3か月物、月中平均値、1月6.52%→4月4.85%→5月4.58%→6月4.64%)。一方、長期債利回りの動向をみると、3月頃まで金利先安観を背景として一本調子で低下したあと、下げ一服となり、その後は米国の長期金利の動向等に対応した一高一低の相場展開となっている(国債、最長期物利回り1月末5.57%→4月末4.79%→5月末5.57%→6月末5.07%)。この結果、昨年秋口頃から続いてきた長短金利の逆転現象は、本年4月中旬以降解消をみている。このことは昨年来の長短金利逆転が「長期性資金需給」の緩和といった要因に加えて、やはり米国長期金利の低下や為替円高化を背景とした短期金利の先安観によって大きく影響されていたことを物語るものであり、現実には短期金利が大幅に低下し、金利先安観が後退したときに逆転が解消するに至ったと言えよう。

この間、貸出金利も長短プライム・レート引下げ(短期プライム・レートは2、3、5月の合計-1.375%、長期プライム・レートは2、3月の合計-0.8%)の影響浸透等から順調な低下傾向を続けている(総合貸出約定平均金利<都・地・相銀平均>、年明け後5月末までの低下幅-0.45%、5月末水準6.05%)。

(マネーサプライの高水準と企業金融の緩和浸透)

マネーサプライの動向をみると、中心指標であるM<sub>2</sub>+C Dの伸び率(前年同期比)は、昨年10~12月(+9.0%)、本年1~3月(+9.0%)と2期連続で高水準を続けたあと、4~6月は+8.5%と幾分低下している。このような4~6月の伸び率低下は、①中長期代替資産(国債、金融債等)の利回り低下が、マネー押上げ方向に寄与したものの、②実体経済面での名目総需要の伸び率の鈍化、③短期金融資産(中国ファンド)利回りとの対比でみたマネー内資産利回り(C D、大口定期預金金利等)の相対的低下が、いずれもマネー押下げ方向に寄与した結果であると考えられる。今後のM<sub>2</sub>+C Dの動向を展望すると、金融自由化の流れの中でM<sub>2</sub>+C D内自由金利商品への資金流入のインセンティブは引続き強いと見込ま

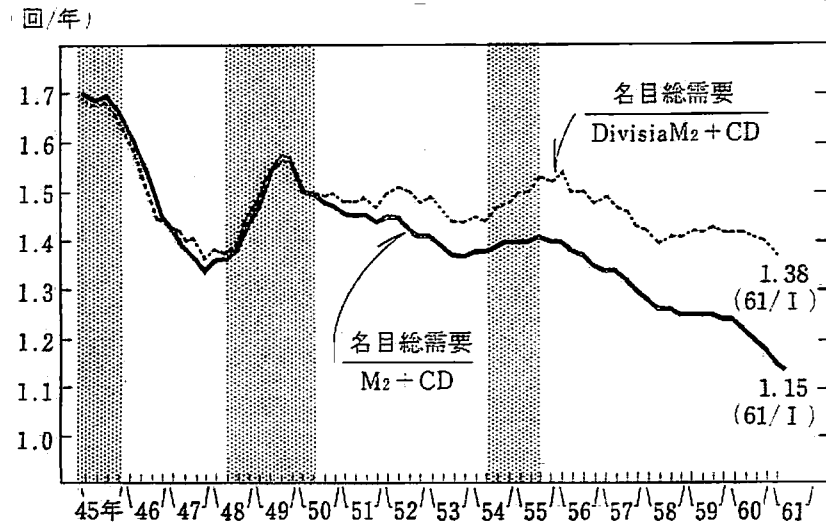
れるものの、物価の一層の落ち着きや実体経済活動の鈍化に伴い通貨に対する取引需要が低下傾向をたどると予想されることから、当面7～9月の伸び率は4～6月をやや下回る可能性もあろう。

ただこうしたマネーサプライの動きを実体経済活動との対比で見ると、 $M_2 + CD$ の流通速度(名目総需要/ $M_2 + CD$ 平残)は、今次金融緩和期においてこれまで前回緩和期をしのぐ低下テンポを示しており、先行きについても名目総需要の伸び率鈍化が予想される中で、流通速度は一段と低下をたどるものと見込まれる(図表9)。また、通貨種類毎に“moneyness”の程度に応じ異なるウエイトを

(図表9)

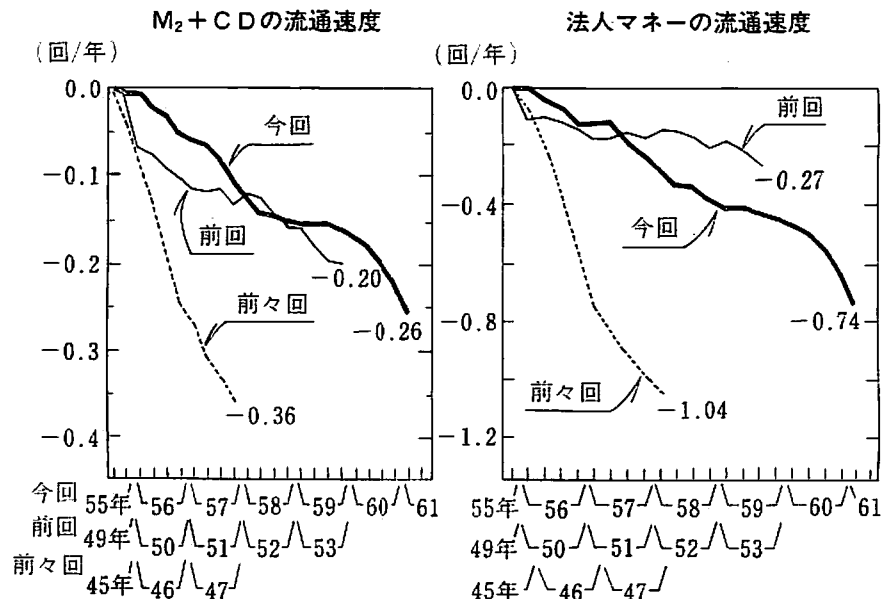
マネーサプライの動向

(1)  $M_2 + CD$ の流通速度の推移



(注) シャドー部分は引締期(図表10も同様)。

(2) 過去の緩和局面との比較(流通速度のピークからの低下幅)





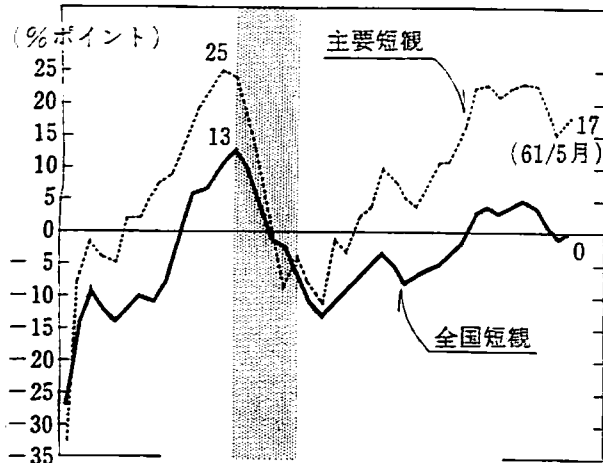
与えた一種の加重平均指標である Divisia  $M_2 + C D$  (注2)の流通速度も、このところ低下方向にある。これらの事情を勘案すると、マネーサプライは当面の実体経済活動との対比でみて引続き高目の水準で推移するものと判断されよう。なお、 $M_2 + C D$ の流通速度を部門別にみると、法人部門の低下が引続き目立つ状況にある。

次に企業金融の動向に目を転ずると、金利低下、流動性増加の中で一段と緩和が進んでいる。すなわち、前記「短観」による「金融機関の貸出態度判断」、「資金繰り判断」等のD.I.は、前々回(60/11月)、前回(61/2月)調査においていわゆる「高目放置」の金融調節の影響もあって、やや緩和感の後退を窺わせたが、今回(5月)調査では、主要企業を中心として再び緩和感が拡大している(図表10)。

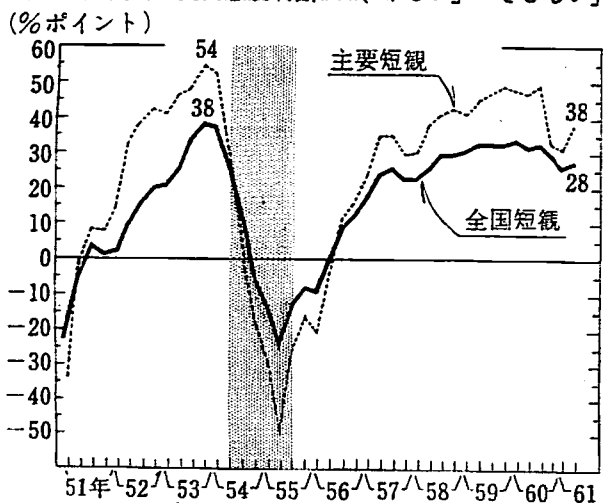
(図表10)

### 企業金融の動向

(1) 資金繰り判断D.I. (「楽である」-「苦しい」)



(2) 金融機関の貸出態度判断D.I. (「ゆるい」-「きびしい」)



輸出を中心に売上げが減少し、製造業の収益が後退する中で、これまでのところ目立った後ろ向き借入れ需要もみられず、企業金融面に緩和が浸透し続けている背景には、①輸出関連企業を中心とするこれまでの内部留保の蓄積、②金融収益の増加など営業外収益の好調による企業収益の下支え効果、③金利低下に支えられた内外債券市場での良好な起債環境等の要因も指摘されよう。

このように諸金利の低下、マネーサプライや企業金融の動向等からみて全体として金融の緩和は一層深まりつつあるものと判断される。また、こうした金融の緩和を一つの背景として都市部地価、株価等資産価格の騰勢が続いている。地価については、最近では東

(注2) マネーサプライの Divisia 指標の内容については調査月報59年11月号論文「最近のマネーサプライ動向について」を参照。

京都心3区からその周辺へ、あるいは地方都市へと波及がみられるし、株式市場への余剰資金の流入増大を背景に株価は業績見通し等と関係なく上昇する状況となっている。もちろん、現在の経済情勢の下では、円高・原油価格低下の効果浸透から当面物価鎮静傾向の継続が見込まれており、上記のような動きが直ちに一般物価の上昇につながる懸念は少ないと言えようが、金融の緩和の行き過ぎから将来インフレ期待再燃を招くことのないよう、今後ともマネーサプライの動向等には十分注意を払っていくことが必要である。