

# 情勢判断資料（平成元年春）

## ——わが国金融経済の分析と展望

### 概 況

わが国経済は、設備投資、個人消費の増大と企業収益、家計所得の好調とが相互に補完しつつ、引続き力強い拡大軌道をたどっている。こうしたなかで、企業マインドは一段と積極化し、製品や労働の需給は引締まりの度を加えている。一方物価面をみると、4月初からの消費税導入により価格水準が上昇しているが、上記のような需給引締まりにもかかわらず、総じてみれば着き圏内で推移している。ただ、消費者物価は、サービス価格の上昇や円高による輸入コスト低下効果の減衰等から、このところ基調的な騰勢が幾分強まっている。この間、対外収支面では、輸入が高水準を続けているものの、海外主要国における設備投資の盛行や本邦企業の海外進出に伴って資本財等の輸出が増加していることから、昨年中央以降黒字幅の縮小はやや足踏みを示している。

平成元年度経済を展望するにあたっての主要なポイントは、①国内需要の拡大基調は維持されるか、②国内物価安定の基盤が保たれるか、③対外不均衡の縮小が進展するかどうかにある。

まず、国内需要の動向からみると、設備投資、個人消費の増大が企業収益、雇用、賃金の増加をもたらし、それがさらに企業、家計の支出活動を積極化させるという、景気拡大のメカニズムが極めて強く作動していることから判断して、住宅投資のある程度の後退を織り込んでも、内需は全体としては目立って減速することなく、力強い拡大基調を持続するとみられる。すなわち、個人消費は、税制改革に伴う消費者物価の上昇にもかかわらず、賃金・雇用の増加と、所得税減税の効果など所得環境の改善や、それらを背景とした家計の消費態度の前向き化から、高い伸びとなることが予想される。また、設備投資も、高水準の稼働率、収益を背景とした企業の積極的な設備投資マインドから、増産、拡販、新製品開発、通信・情報関連、土地有効利用等幅広い分野で、かなりの増勢を続けるものと思われる。

このように、国内需要が力強い拡大を続けるとみられるため、海外経済については、景気面よりも物価面から注視していくことが肝要である。欧米主要国では、累次にわたる金融引締め効果から、国内需要の伸びは次第に鈍化しつつあ

るよううかがわれるが、これまでの所得増の効果や、企業マインドの強さからみて、その程度は緩やかなものとなろう。一方、アジアNIEsでも、輸出の伸びは鈍化するものの、国内需要はかなり高い伸びを続ける見通しにある。この結果、各国においてこれまでの設備投資の能力化が見込まれるにもかかわらず、世界的な製品需給は当面タイトな状況が続くとみられ、しばらくは賃金・物価の上昇圧力が強いままに推移し、わが国の製品輸入価格も上昇を続ける公算が大きい。

物価に目を転じると、上記の需要堅調や海外物価上昇のなかにあっても、とくに最終財については、なおかなりの内外価格差が存在するだけに、製品輸入による直接・間接の国内物価抑制効果を一応は期待でき、上昇率の目立った加速は回避しうるものと見込まれる。しかしながら、需給・コストの両面から、基調的な物価底上げ圧力が高まる方向にあり、消費税導入に伴う物価上昇が一巡した後も、卸売物価、消費者物価ともに緩やかながら上昇傾向をたどる可能性が高い。すなわち、まず需給面をみると、活発な設備投資の効果から生産能力の伸びは次第に高まるにもかかわらず、先にみたように国内需要があまり減速することなく力強い拡大を続けるとみられるため、高水準の稼働率、製品需給の引締まり傾向が続くと見込まれる。またコスト面では、名目賃金上昇と雇用増に伴う人件費の伸びが生産・売上数量の伸びを次第に上回るとみられ、とくに非製造業を中心としてユニット・レーバ・コストが高まっていくことを避け難い情勢にある。さらに輸入原材料価格も、昭和60年から62年にかけての大幅円高と原油安によるコスト引下げ効果が概ね出尽した状況にあるため、今後は、最近の海外市況の強調や為替相場の円安傾向が続けば、むしろコスト押上げ要因として作用していくこととなろう。この点、こうしたコストの上昇は、いずれも多くの企業にとって共通の圧力を形成するだけに、製品需給が引締まる状況の下においては、企業の価格上昇期待を高めることが懸念される。また、製品輸入の「安全弁」効果についても、最近の海外製品価格の上昇から、内外価格差が縮小しつつあることには十分な注意が必要である。

次に対外収支をみると、海外経済が徐々とはいえ減速すると予想されることや輸出入両面にわたる経済構造調整の着実な進展から、数量ベースでの貿易不均衡は緩やかながら縮小傾向をたどる見通しである。ドルベースでみた貿易黒字については、輸出入金額に大きな格差が存在するなかで輸出価格の引上げが続くとみられるだけに、さほど大幅な縮小は見込み難いが、旅行収支や運輸収支等の

赤字拡大から、経常収支黒字は減少傾向を示す公算が大きく、その対G N P比率も引続き低下すると見込むことができよう。

この間、金融面をみると、企業や家計の流動性がすでに極めて潤沢であるにもかかわらず、最近における金融機関の積極的な貸出伸長姿勢を反映して、新規の通貨供給がなおかなり高いテンポで増加している。上記のような需給環境の下で、今後もこうしたマネーサプライの増加が続けば、その物価に与える影響が懸念される。

以上を総合すると、元年度のわが国経済は、高いテンポでの景気拡大を続け、経常収支黒字も経済規模との対比では縮小するという姿を一応展望することが可能である。しかしながら、物価面では消費税導入に伴う上昇が一巡した後も、緩やかながら上昇傾向をたどる可能性が高く、需給・コスト両面における物価押上げのリスクが高いことに十分留意しておく必要がある。とくに現在の国内需給のタイト化や海外各国における物価上昇圧力の強さを前提とすると、企業・家計の行動が過度に積極化したり、海外インフレが強まるリスクは無視し得ず、その場合には、国内物価上昇率が高まることによって、内需の持続的成長を損ないかねない。

したがって、今後の政策運営にあたっては、上記の企業行動等の行き過ぎや海外インフレ波及のリスクを念頭に置いたうえで、物価上昇圧力を最小限にとどめることにより、息の長い成長軌道を確保していくとの姿勢がこれまでも増して求められている。

この点、ミクロ政策面では、輸入や流通に関する各種規制・慣行や公共料金等を見直し、実効ある措置を講ずることを通じて、輸入の物価安定効果を最大限に活用していくことが重要である。

また、財政政策については、このところ税収好調が続いているが、民需主導の力強い景気拡大の下で、需給の引締まりが進んでいるだけに、今後とも歳出面で節度ある姿勢が維持されることが望まれる。

金融政策については、金融が現在かなり緩和した状況にあるだけに、万が一にも物価安定の基盤が損なわれないよう、機動的かつ適切な対応が必要である。わが国が世界経済に対してなしうる最大の貢献は、インフレを起こさずに安定的な経済運営を行うことであり、この点は、先般の7か国蔵相・中央銀行総裁会議でも確認されたところである。日本銀行としては、内外情勢を注視し、必要とあれば速やかに対応していく方針である。

## 〔目 次〕

- |   |   |
|---|---|
| 1. 最近の景気・物価情勢<br>(景気は力強い拡大と需給の引締まり)<br>(物価は総じては落ち着き圏内ながら、消費者物価は緩やかな上昇)<br>(対外収支黒字の縮小はやや足踏み) | (3) 物価上昇圧力の評価<br>(需給が引締まりを続けるなかで、原材料および労働コストは次第に上昇) |
| 2. 平成元年度経済の展望<br>(1) わが国経済の展望<br>(国内需要は力強い増大を持続)  | (4) 対外収支の展望<br>(経常黒字の対G N P比率は引続き低下)                |
| (2) 海外経済の展望<br>(拡大テンポは鈍化の方向ながら、賃金・物価の上昇圧力は当面強調)   | 3. 最近の金融情勢<br>(為替・金融市場の動向)<br>(マネーサプライの動向とその評価)     |
|   | 4. 今後の留意点と政策課題<br>(内外経済におけるリスク)<br>(政策面の課題)         |

### 1. 最近の景気・物価情勢

(景気は力強い拡大と需給の引締まり)

わが国経済は、設備投資、個人消費の増大と企業収益、家計所得の好調とによる前向きの循環を軸として、引続き力強く拡大しており、企業や家計のマインドも一段と積極化している(図表1)。

昨年10～12月の実質G N Pは、サービス支出の一時的抑制に加えて、労働力不足による建設工事の遅れ等もあって、前期比年率+3.0%と幾分低い伸びとなった(7～9月、同+9.5%)。もっとも鉱工業生産は高い伸びを続け、稼働率が上昇したほか、労働需給も一層の引締まりをみた(図表2)。この間、企業や家計を巡る収益・所得環境は一段と改善した。さらに、年明け後も、昭和天皇崩御に伴う経済活動への影響等にもかかわらず、各種の経済指標からは、企業・家計のマインドの強さや製品・労働需給の引締まりが確認されるところである。すなわち、日本銀行「企業短期経済観測調査」(以下、「短観」)2月調査結果をみると、主要企業の63年度下期の売上高、経常利益は、11月調査に比べかなり上方修正され、これらを背景として、製造業の業況判断D.I.(「良い」-「悪い」)は、+52%と40年代のピークに並び、非製造業でも+47%と既往ピークを更新した。主要企業の63年度の設備投資も、55年度以来の高い伸びとなった模様である。また、名目賃金の上昇や雇用の順調な伸びを背景に、消費者マインドも一段と積極化しており、消費支出も、乗用車や家電等が物品税廃止をにらんだ買い控えの影響から

(図表1)

## 景 気 の 足 取 り

	昭和62年 10~12月	63年 1~3月	4~6月	7~9月	10~12月	平成元年 1~3月	
実質GNP (前期比、年率・%)	7.1	10.1	△ 3.3	9.5	3.0	n.a.	
鉱工業生産 (前期比、%)	3.5	3.2	△ 0.2	2.4	2.4	(速報) 2.8	
製商品在庫判断 D.I. (「過大」-「不足」、%)	6	3	1	0	△ 1	△ 1	
製品需給判断 D.I. (「需要超」-「供給超」、%)	△ 24	△ 17	△ 12	△ 7	△ 5	△ 2	
製造業売上高 経常利益率(%) (除く石油精製)	4.82 (62/下期)		5.48 (63/上期)		5.57 (63/下期)		(予測) 5.76 (1/上期)
製造業業況判断 D.I. (「良い」-「悪い」、%)	△ 4	11	30	39	48	52	
生産設備判断 D.I. (「過剰」-「不足」、%)	18	13	5	3	0	△ 1	
有効求人倍率 (水準)	0.80	0.88	0.99	1.08	1.12	(1~2月) 1.14	
実質賃金 (前年比、%)	2.0	1.7	4.0	3.6	3.4	(1~2月) 3.9	
全国百貨店売上高 (前年比、%)	6.2	7.5	7.8	7.5	7.5	17.3	
新設住宅着工戸数 (前期比、%)	0.4	△ 2.9	△ 3.7	3.9	△ 6.7	(1~2月) △ 1.4	
公共事業出来高 (前年比、%)	14.2	19.8	5.4	△ 0.2	△ 7.9	(1~2月) △ 7.1	
国内卸売物価 (前年比、%)	0.0	△ 0.1	△ 0.2	△ 0.6	△ 1.1	△ 0.1	(4月上旬) 2.1
消費者物価 (除く生鮮、前年比、%)	0.6	0.6	0.3	0.3	0.6	0.9	
経常収支 (億ドル)	207	223	171	181	213	233	
対名目GNP比率	3.2	3.1	2.4	2.6	2.9	n.a.	

(注) 1. 製商品在庫判断 D.I.、製品需給判断 D.I.、業況判断 D.I.、生産設備判断 D.I.、売上高経常利益率は、日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(平成元年2月)による。

2. 経常収支は貿易収支季節調整後の計数。また、元年1~3月は1~2月の四半期換算。

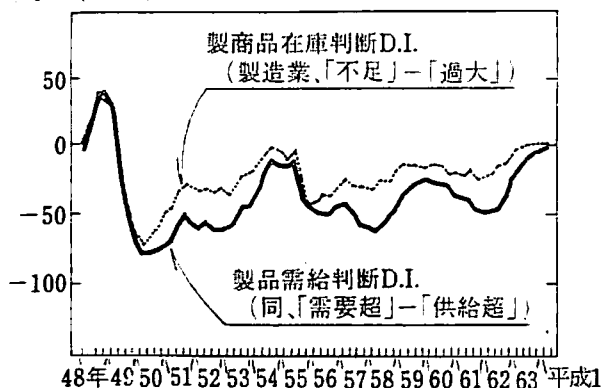
(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」、日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(平成元年2月)等

一時伸び悩んだことを除けば、百貨店売上高や旅行支出等は高い伸びを示している。こうした需要の強さを反映して、「短観」主要企業における製品需給判断 D.I. (「需要超」-「供給超」)は、△2%と50年代のピークを上回り、「いざなぎ

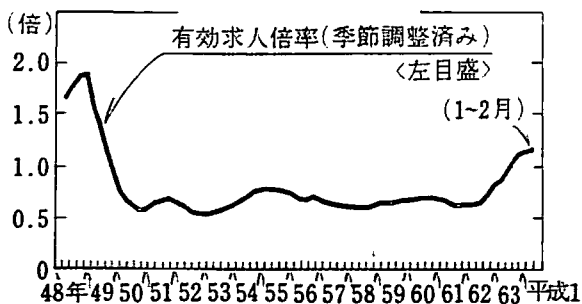
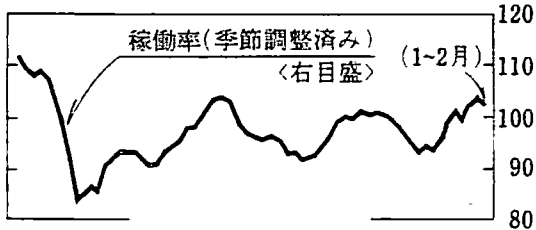
(図表2)

### 製品・労働需給の動向

(%ポイント)



(昭和60年=100)



(資料) 日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(平成元年2月)、通商産業省「鉱工業指数統計」、労働省「職業安定業務統計」

景気」中頃並みの引締まった水準となった。この間、雇用情勢をみると、企業の人手不足感は、建設やサービス業のみならず、製造業でも中堅・中小企業から大企業にまで広まっており、有効求人倍率も約15年ぶりの高水準となっている。

(物価は総じては落着き圏内ながら、消費者物価は緩やかな上昇)

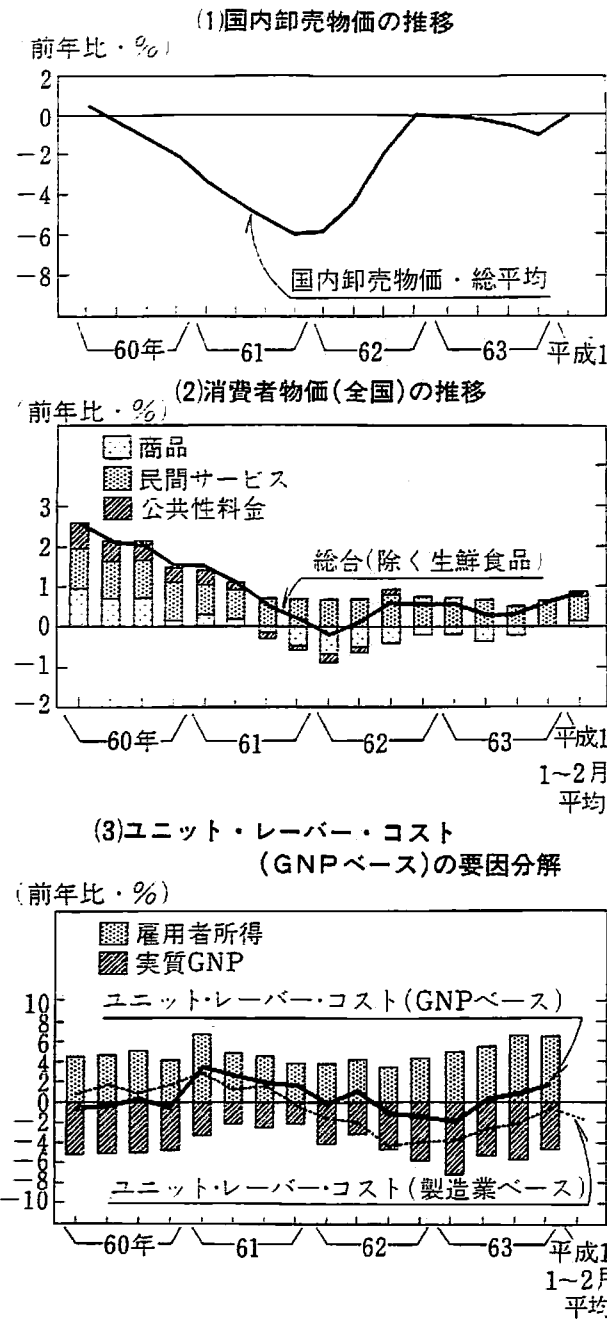
物価面をみると、総じて落着き圏内にあるが、消費者物価はここへきてやや上昇率を高めつつある(図表3)。

これまで、需要が高い伸びを続けるなかでも、物価の安定が維持されてきたのは、①既往円高等による輸入コスト低下の効果、②製品輸入の浸透による直接・間接の国内価格抑制効果、③生産の高い伸びに支えられたユニット・レーバ・コストの落着き、④インフ

レ期待の鎮静を背景とした慎重な在庫投資態度等によるものである。しかしながら、こうした要因については、今後は必ずしも従来同様の役割を期待できない状況となりつつある。とくに、消費者物価では、ユニット・レーバ・コストの高まり等を背景としたサービス価格の上昇や、輸入コスト低下の卸売物価を通じる間接効果の後退等が、物価押し上げ要因として作用し始めており、生鮮食品を除く消費者物価(東京)の前年比上昇率は、63年8月の+0.6%をボトムとして、本年3月には+1.7%にまで高まってきている。なお、消費税の導入に伴い、4月上旬の国内卸売物価は、前旬比+1.7%(前年比+2.1%)、また4月の消費者物価(東京、除く生鮮食品)は前月比+1.5%(前年比+2.8%)の上昇を示している。

(図表3)

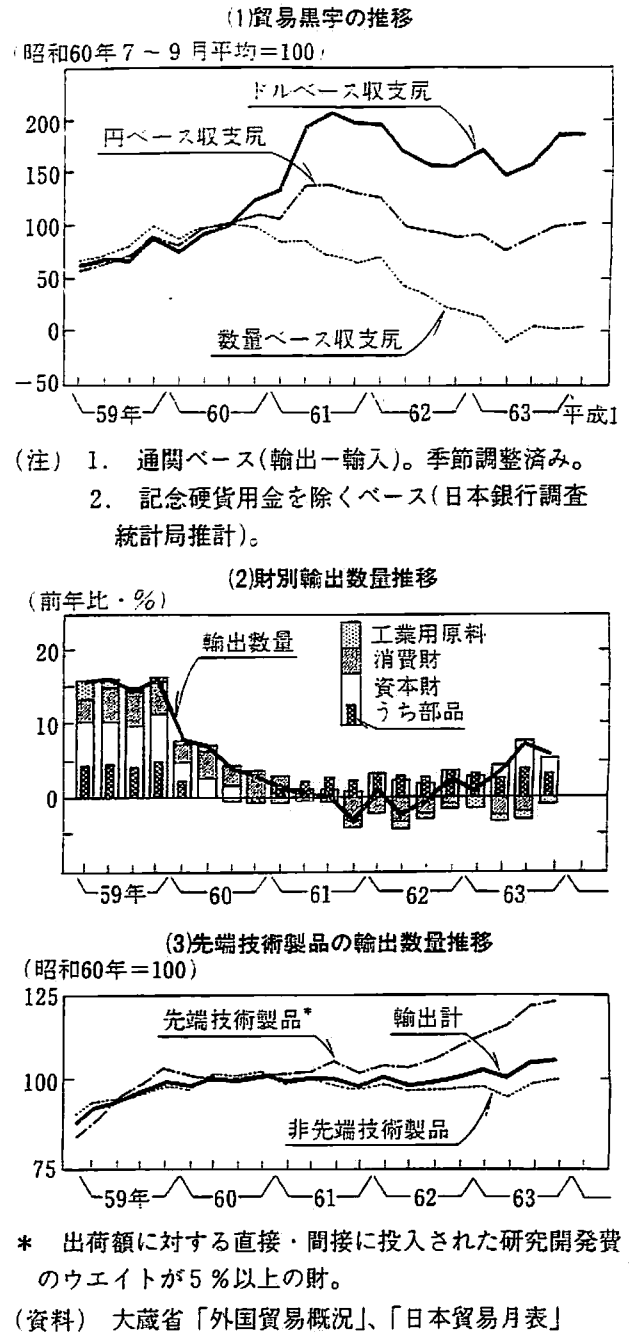
物価とユニット・レーバー・コストの動向



(資料) 日本銀行「卸売物価指数」、  
経済企画庁「国民経済計算」、  
総務庁「消費者物価指数」「労働力調査」、  
通商産業省「鉱工業指数統計」、  
労働省「毎月勤労統計調査」

(図表4)

国際収支の動向



(対外収支黒字の縮小はやや足踏み)

貿易収支の動向をみると、輸入  
が高水準を維持しているものの、

海外需要が設備投資を中心として極めて堅調であることや、本邦企業の海外進出に伴って、輸出が増加したこと等を主因として、63年度下期には黒字増大をみた(通関ベース、図表4)。この結果、63年度全体の貿易黒字も、前年度を若干ながら上回った。一方、経常収支黒字は、旅行、運輸、特許料、海外事務所経費等の

貿易外収支の赤字が拡大しているため、前年度に比べ縮小し、経常黒字の対名目G N P比率も一段と低下した模様である(61年度4.5%、62年度3.3%、63年度2.7%程度)。

## 2. 平成元年度経済の展望

元年度経済を展望するにあたっての最大のポイントは、①景気の自律的な上昇力の評価と、②物価安定の維持の可否であり、それがより長い目でみた持続的成長の鍵といっても過言ではない。また同時に、③対外不均衡の縮小が進展するかどうか、為替・金融市場の安定性や貿易摩擦問題との関係からみて、極めて重要な問題である。

以下では、これら3つのポイントを念頭に置きつつ、内外経済を展望し、政策運営上の留意点を考えていきたい。

### (1) わが国経済の展望

(国内需要は力強い増大を持続)

まず、国内民間最終需要の動向をみると、企業収益、家計所得と設備投資、個人消費の間の拡大循環は、極めて腰が強く、住宅投資の後退にもかかわらず、全体として引続き高いテンポで拡大基調を持続するとみられる。

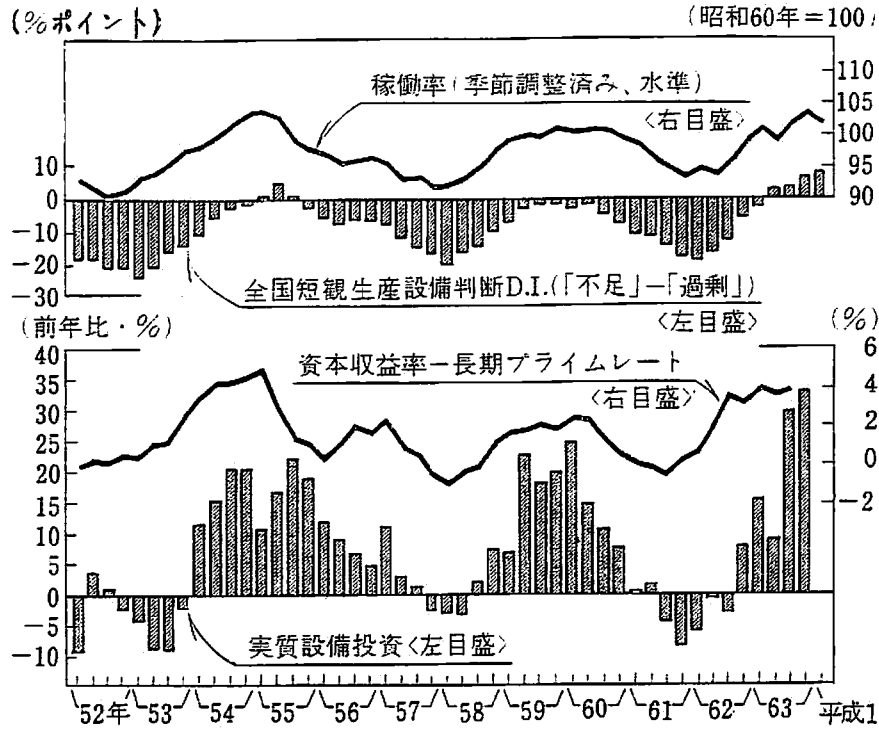
これを、設備投資からみていくと、企業の投資マインドは、高水準の稼働率・収益を背景として、極めて積極的であり、製造業では増産、拡販、新製品開発、合理化等、また非製造業では拡販や情報・通信関連、リゾート・都市開発等、幅広い分野で力強い増勢を続けると見込まれる。すなわち、製造業では、これまで能力増強投資が盛上がってきた割には生産能力の上昇テンポは鈍く、需要の強調持続から、引続き設備の不足感が高まる傾向にある(図表5)。こうした点からみて、元年度中に稼働率が目立って低下し、ストック調整圧力が高まる可能性は低く、増産や需要変化への対応を目指して、積極的な投資姿勢が維持されるとみられる。さらに、過去の例でも、収益好調のもとでは、研究開発等の投資も増大する傾向があることや、最近の労働需給の引締まりや名目賃金の上昇を背景に、省力化・合理化のための投資を企図する向きも増えていることなどから判断して、製造業の投資はかなり高い伸びを続けると予想される。

一方、非製造業でも、すでに投資拡大局面入り後4年以上経過した割には投資フローの資本ストックに対する比率がさほど高まっておらず、ストック・サイクル面からみて調整圧力が強まっているとどうかがわからない(図表6)。さらに、販



(図表5) 製造業設備投資の動向

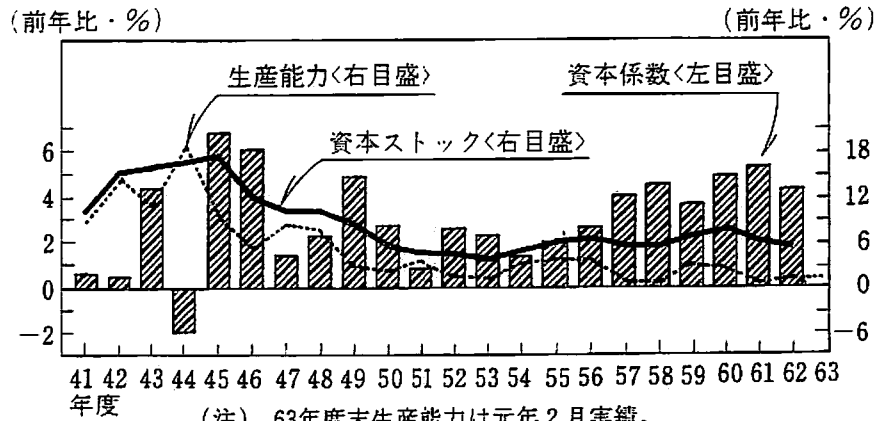
(1) 製造業設備投資と関連指標の推移



(注) 元年1～3月の稼働率は1～2月実績。

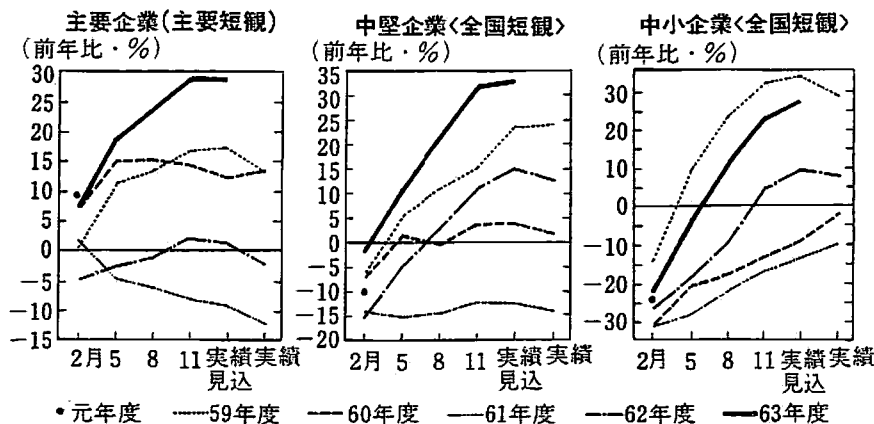
63年10～12月の実質設備投資は法人企業統計季報ベース。

(2) 製造業資本ストックと生産能力の関係



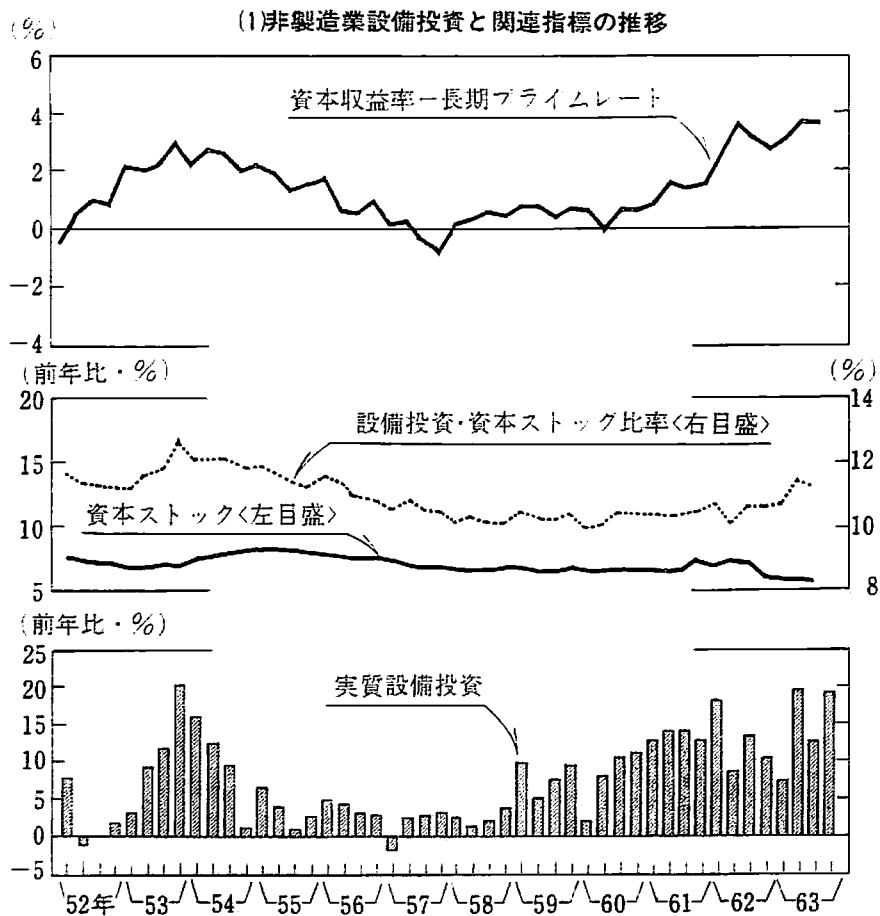
(注) 63年度末生産能力は元年2月実績。

(3) 製造業設備投資年度計画の修正状況

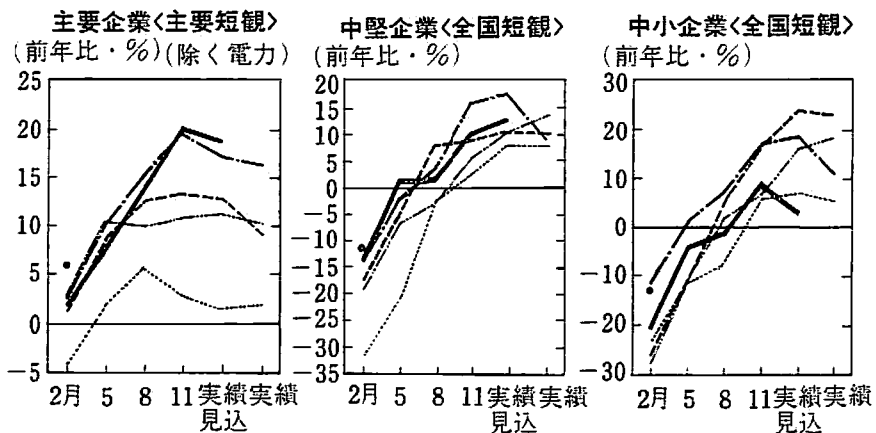


(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」、日本銀行「企業短期経済観測調査」(平成元年2月)、経済企画庁「国民所得統計」「民間企業資本ストック統計」、大蔵省「法人企業統計」

(図表6) 非製造業設備投資の動向



(2)非製造業設備投資年度計画の修正状況



・元年度 ——— 59年度 --- 60年度 ——— 61年度 ——— 62年度 ——— 63年度

(注) 63年10~12月の実質設備投資は法人企業統計季報ベース。

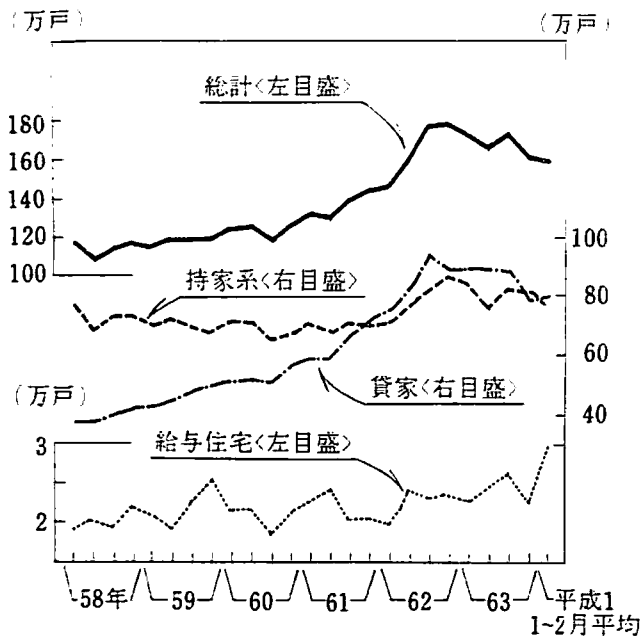
(資料) (図表5)に同じ。

売や輸送面の増強、リゾートや都市再開発等の投資のほか、通信・情報関連のいわゆる「独立的」投資も、広範な業種で継続的に行われる見通しにある。

こうした投資マインドの強さは、各種の設備投資アンケート調査によっても裏付けられる。例えば、2月「短観」によれば、主要企業の元年度設備投資計画

(図表7)

新設住宅着工戸数の推移  
(季節調整済み、年率換算)



(資料) 建設省「建設統計月報」

は、製造業、非製造業(除く電力)ともに63年度当初計画を上回る高い伸びとなっているほか、中堅、中小企業でも63年度当初計画並みの伸びを計画している。

次に、家計支出についてみると、住宅投資は減退の方向にあるが、総需要の中で最大のウエイトを占める個人消費の基調は、さらに強まる方向にある。すなわち、住宅投資は、分譲住宅や企業住宅が幾分増加するものの、貸家が大都市圏を中心に調整局面にあるため(図表7)、着工戸数ベースで見ると、ある程度の減少は免れない見

通しにある。もっとも、床面積の増加や質的向上分を勘案すれば、G N Pベースの減少は小幅にとどまるとみられる。

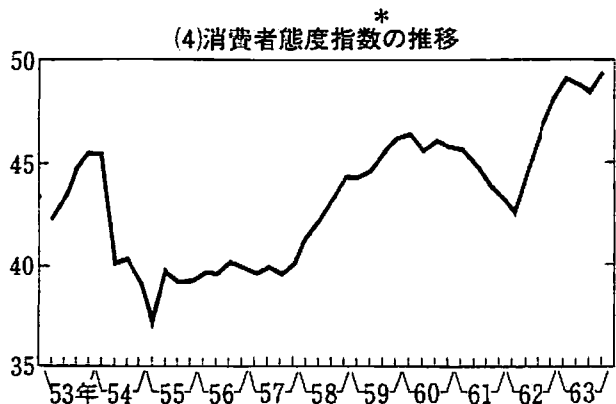
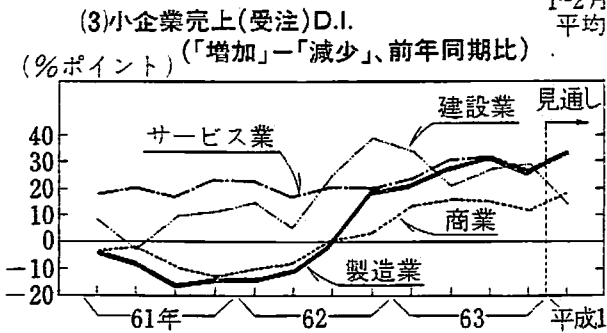
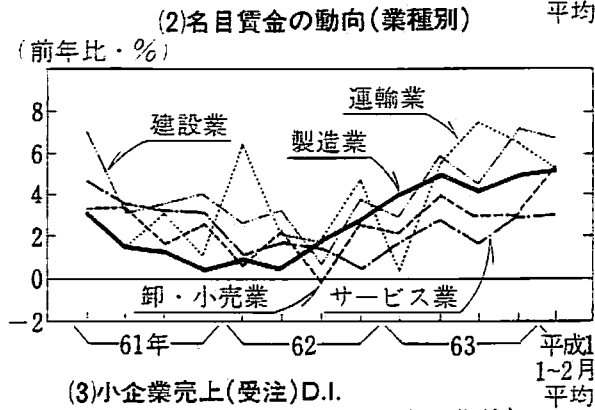
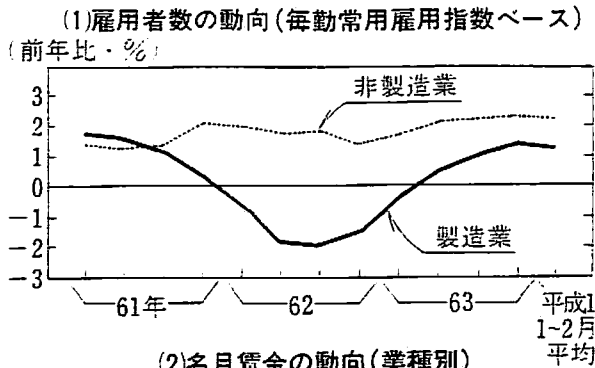
一方、個人消費をみると、まず所得面では、①中核を成す雇用者所得が、企業の人手不足感の強まりや企業収益の好調を背景とするベア、ボーナスの上昇と、パート、常用雇用双方での雇用者数の着実な増加から、63年度を上回る伸びを示すと予想され、また、②個人企業所得も、売上・収益の好調を反映して増加地合いを続けるとみられる。こうした所得の伸びの上昇や雇用環境の一段の改善は、家計の消費マインドの向上にも寄与しつつあり(図表8)、今後もそうした傾向が続くものと考えられる。この間、税制改革の影響については、63年、元年両年度の所得税減税等(累計3.5兆円)による可処分所得の増加が、消費税導入による負担増の影響を相殺する効果をもつと見込まれる。

次に政府支出については、元年度の一般会計予算案、財政投融资計画および地方財政計画を前提とし、前年度からのずれ込みを勘案すれば、元年度における対G N P 増加寄与度はほぼ63年度並みとなる見込みである。

以上を踏まえると、国内総需要は、在庫投資が需要見合いの積増しにとどまることを前提としても、平成元年度内には目立った減速を示さず、高い伸びを続ける公算が大きい。

(図表8)

雇用・賃金・個人消費の動向



\* 消費者態度指数は、消費支出に影響を与えると思われる20意識指数(10項目につき現状と先行き1年間の見通しを回答させ、各々の回答割合につき、「良くなる」に1.0、「やや良くなる」に0.75、「変わらない」に0.5、「やや悪くなる」に0.25、「悪くなる」に0のウエイトを与えて作成)を単純平均したもの。

(資料) 労働省「毎月勤労統計調査」、国民金融公庫「全国小企業動向調査」、経済企画庁「消費動向調査」

このように需要の伸びが高水準を続けるため、一方で生産能力面では、62年度後半以降拡大に向かった設備投資が、化学、紙・パルプ、機械等で能力として立ち上がってはくるものの、稼働率は今しばらく上昇傾向をたどり、その後も高水準で推移すると見込まれる。また、労働需給も、さらに引締め基調を強めていくと予想される。しかもこの場合、仮にインフレ期待の台頭などから、企業行動が過度に積極化し、仮需的な在庫増し等が広がるようであれば、総需要が一時的に大きく上振れ、需給が急速にタイト化する可能性も否定し得ないことには、十分留意しておく必要がある。

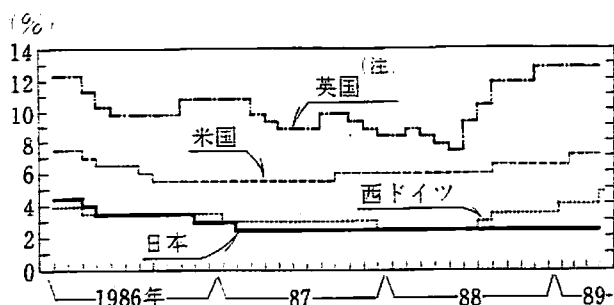
(2) 海外経済の展望

(拡大テンポは鈍化の方向ながら、賃金・物価の上昇圧力は当面強調)

ここで海外経済に目を転じると(図表9、10(1))、昨年中急テンポで拡大を続けた主要国の景気は、引締め政策の効果等から徐々ながら一応スローダウンの方向にあるが、これまでの所得増に伴う需要支持効果が世界的規模で続くため、その程度は緩やかなものになると予想される。このため、世界的にみた需給は、なおしばらくはタイトな状況が続き、各国におけ

(図表9)

## 各国公定歩合等の推移



(注) 市場介入金利。

る賃金・物価の上昇傾向(図表10(2))も急速に後退することは見通し難い。

米国では、昨年春以降徐々に金融が引締められており、その効果等から、個人消費の伸び率は年明け後耐久消費財支出を中心に鈍化しているようにはうかがわれる(実

(図表10)

## 米国・E C・アジア NIEs の景気・物価動向

## (1) 実質GNPの推移

(前年比・寄与度、%)

		1986年	87年	88年
米 国	内 需	2.8	3.4	3.9
	外 需	3.7	3.1	3.1
		Δ 0.9	0.2	0.7
E C(主要4か国ベース)	内 需	2.6	2.7	3.5
	外 需	3.7	3.8	4.7
		Δ 1.1	Δ 1.1	Δ 1.2
韓 国・台 湾	内 需	12.0	11.9	9.5
	外 需	7.4	11.5	13.8
		4.6	0.4	Δ 4.3

## (2) 賃金・物価の推移

(前年比・%)

		1986年	87年	88年	89/最近月
米 国	賃 金	2.3	2.5	3.5	4.1(3月)
	生産者物価(最終財)	Δ 1.4	2.1	2.5	5.6(3月)
	消費者物価	1.9	3.7	4.1	5.0(3月)
西ドイツ	賃 金	4.1	3.8	3.3	3.7(1月)
	生産者物価	Δ 2.5	Δ 2.5	1.3	3.4(3月)
韓 国(製造業賃金)		9.2	11.6	(1~10月) 20.8	n.a.
台 湾( )		10.0	9.7	(1~11月) 10.7	n.a.

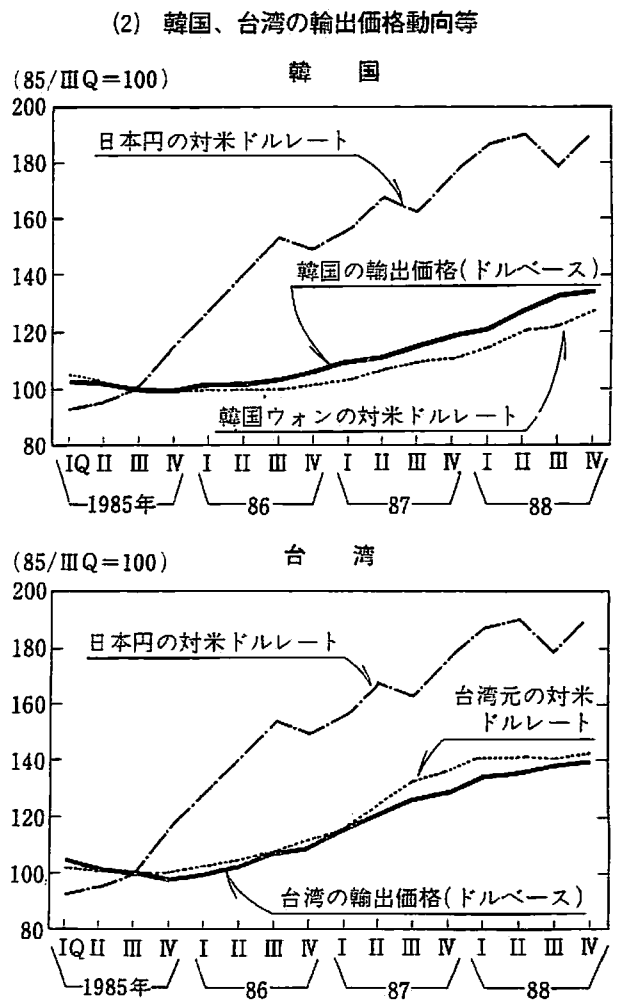
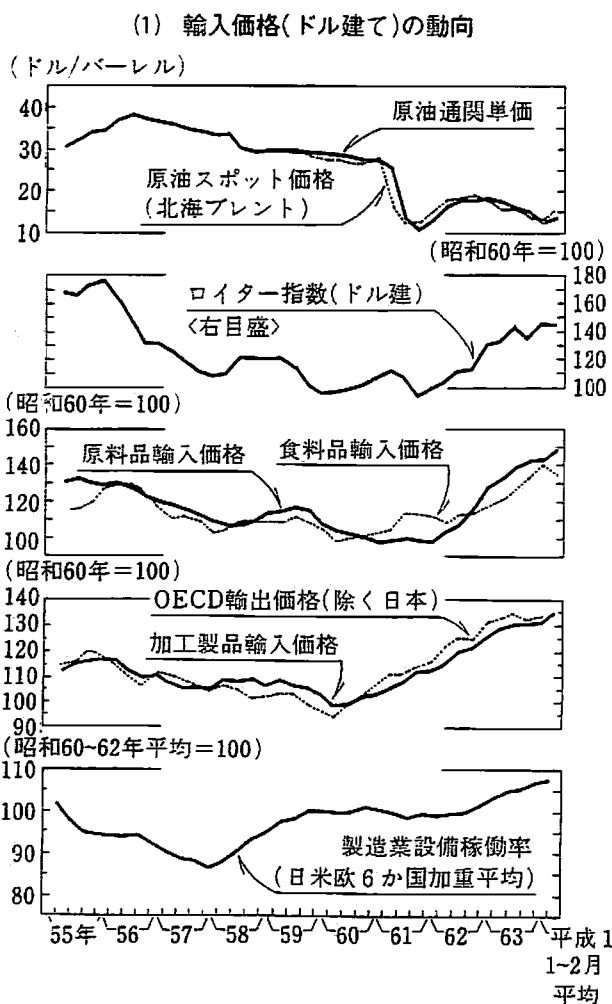
質個人消費、年率増加率、88年+2.8%、89/1~3月+1.3%)。これに伴って鉱工業生産の伸びも、スローダウン傾向がかなり明確になりつつある(年率増加率、88年+5.7%、89/1~3月+3.2%)。しかしながら、サービス支出の堅調を背景として、非製造業部門では支出と所得・雇用との間の拡大循環が継続して

おり、また好収益の下で企業の設備投資意欲は底固いため、国内需要の伸びは必ずしも十分な減速を示すとは限らない。このため、ここ数年来の設備投資の能力化が見込まれるにもかかわらず、当面は製品需給、労働需給ともタイトな状況が続くと予想される。そうしたなかで賃金・物価については、このところ上昇率がかなり高まっており、今後さらに一本調子で加速することはないまでも、上昇圧力が強いままに推移する公算が大きい。

また、欧州でも、昨年夏以来の金融引締め効果から、成長テンポは減速するとみられるが、設備投資を軸として、景気は底固い展開を示す可能性が高い。一方、アジアNIEsでも、輸出は鈍化しているが、これまでの輸出所得増が国内需要の自律的な拡大を導いているため、高めの成長を続けるものとみられ、国内需給、賃金両面からインフレ圧力が強い状況が続こう。

わが国の加工製品輸入価格(ドル建て)を展望すると、これまでも先進国(OECD)の輸出価格の動きを反映して、かなりの上昇をみており(図表11)、今後も上記

(図表11) 輸入物価を巡る環境



のような世界的需給・物価の動向や、NIEs 諸国における高い賃上げや自国通貨の切上がり傾向からみて、さらに上昇を続ける可能性が高い。一方、原料の輸入価格についても、最近の原油価格の上昇に端的にみられるとおり、先進国やアジア NIEs における需要の同時的な増大が価格上昇圧力として作用しており、上記のような各国の需要動向を前提とすると、一次産品市況全体として当面強含みに推移する公算が大きいことは、軽視してはならない要素である。

こうした状況下、世界的な需給の逼迫を回避するとともに、主要国の対外不均衡を一段と是正するためには、世界経済が全体として適度のスローダウンを示すことが肝要であり、とくに米国において、内需が適切に減速することを通じて、輸出余力が確保されるとともに、物価・賃金の上昇圧力が軽減されることが期待される。

### (3) 物価上昇圧力の評価

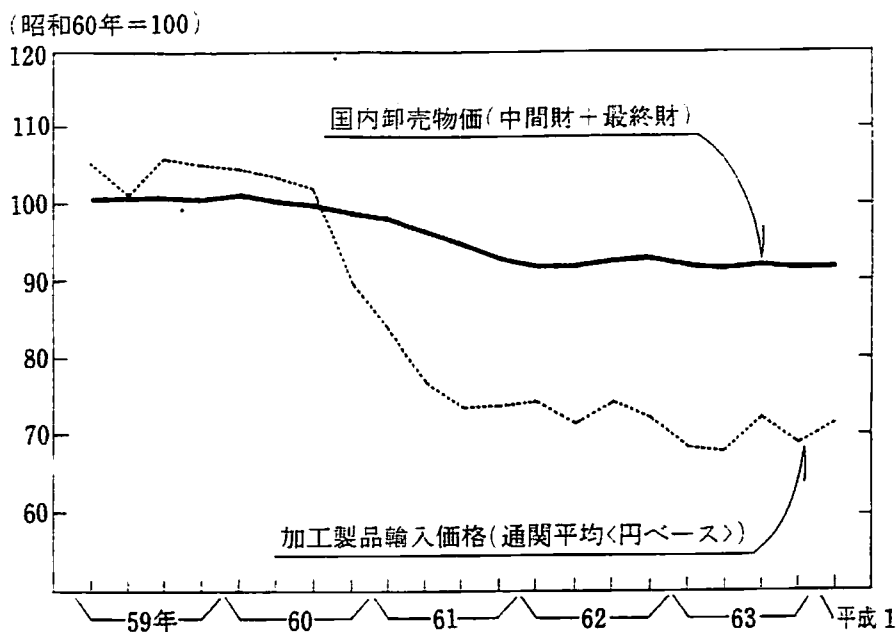
(需給が引締まりを続けるなかで、原材料および労働コストは次第に上昇)

ここで元年度の物価情勢を考えると、製品における内外価格差は、縮小したとはいえいまだに存在しており(図表12)、最終財を中心とした製品輸入が物価を抑制する効果にはなお期待できるため、国内物価の上昇率が目立って加速する状況は回避しうると考えられる。ただ、製品需給面で一層の引締まりが予想されるなかで、コスト面においてもユニット・レーバークストが緩やかな上昇傾向に転じ、輸入コストも強含みの推移をたどれば、消費税導入に伴う物価上昇が一巡した後も、卸売物価・消費者物価ともに、基調的な底上げ圧力が働いていく可能性が高い。

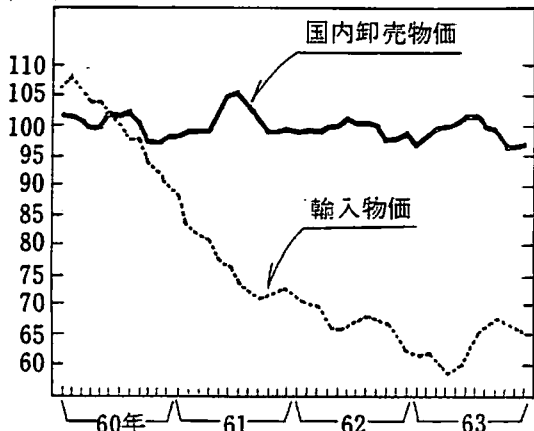
これをやや詳しくみると、前記のような労働需給の逼迫や企業収益の好調を反映して、元年度のベア率は、63年度を上回って終息する方向にあり(日経連による4月11日段階の中間集計では主要201社のベア率は、時短を含まないベースで、5.06%と昨年比0.64%ポイント上昇)、またパート時給やボーナスを含めた名目賃金の上昇率は、これを上回って伸びる方向にある。また雇用者数も、テンポは鈍化するにせよ、引続き増加歩調をたどるとみられ、一方で、今後の生産・売上数量の拡大テンポが加速することは見込み難いだけに、企業のユニット・レーバークストは、次第に水準を高めていく可能性が高い。とくに、生産性の伸びがあまり高くないサービス業等においては、従来から人件費の動きが価格の変化に密接に結び付いており、このところの名目賃金の上昇は、サービス価格を一段と

(図表12)

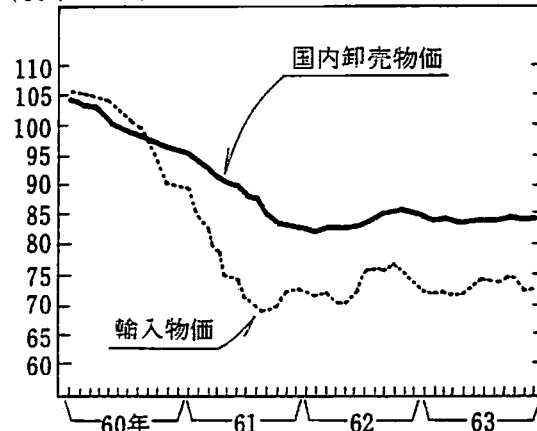
### 内外相対価格の推移



(60年=100) (規制のある品目)



(60年=100) (規制のない品目)



(注) 国内・輸入共通品目全体が国内卸売物価に占めるウエイトは18.2%。うち規制のある品目は、粉乳、粗糖、チーズ、たばこ、ウイスキー、ぶどう酒、ブランデー、生糸、小麦、牛肉、豚肉、葉たばこ、原料炭、一般炭の14品目であり、対国内卸売物価ウエイトは2.3%。

(資料) 日本銀行「卸売物価指数」、大蔵省「外国貿易概況」

上昇させる公算が大きい(図表13)。一方、これまで物価安定に寄与してきた輸入コスト低下の効果については、すでに概ね出尽した状況にあるため<sup>(注)</sup>、今後、為替相場や海外物価の推移いかんによっては、次第に国内物価押し上げ要因として作用する可能性を否定し難い。

問題は、こうしたコストの上昇が、物価全般の目立った上昇につながるかどうか

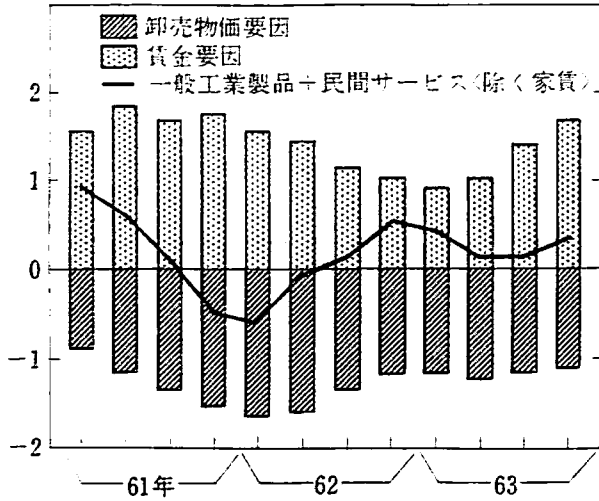
(注) 調査月報平成元年2月号掲載論文「最近の物価動向について」を参照。



(図表13)

消費者物価の要因分解と名目賃金との関係

(1)消費者物価(一般工業製品+民間サービス(除く家賃))の要因分解  
(前年比・%)



(要因分解式) ( )内はt値  
消費者物価

(一般工業製品+民間サービス(除く家賃)、前年比)

$$= \sum_{t=0}^2 a_t \times (\text{国内卸売物価消費財、前年比})_{t-1} \quad (16.2)$$

$$+ \sum_{t=0}^3 b_t \times (\text{非製造業名目賃金、前年比})_{t-1} \quad (25.9)$$

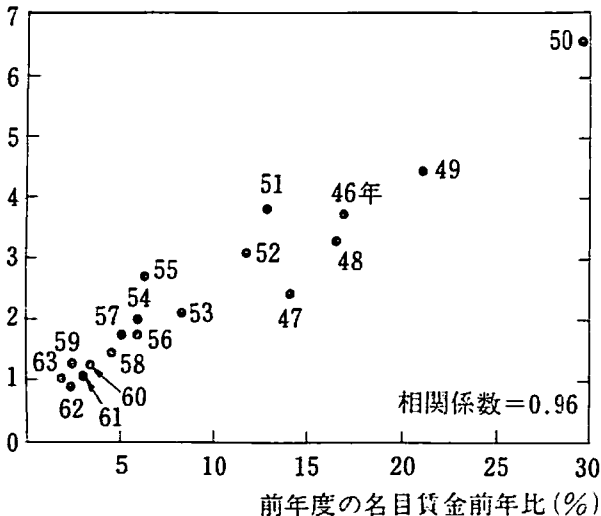
$$\text{シラー・ラグ: } \sum_{t=0}^2 a_t = 0.626, \quad \sum_{t=0}^3 b_t = 0.493$$

計測期間: 56/I Q ~ 63/IV Q

$$\bar{R}^2 = 0.94, \quad S.E. = 0.39, \quad D.W. = 0.77$$

(2)個人サービス料金と名目賃金の関係

4月の個人サービス料金前月比(%)

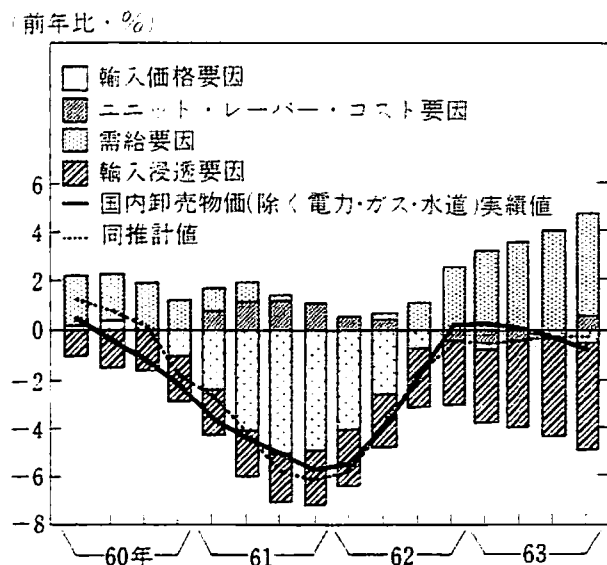


(資料) 総務庁「消費者物価指数」、日本銀行「卸売物価指数」、労働省「毎月勤労統計調査」

かにあるが、これは①企業にとってのコスト上昇の共通性、②需給の状況・見通しに大きく依存する。第1の点からみると、上記のコスト上昇は、いずれも各企業に対して概ね共通に作用するものであるだけに、企業にとって、シェアを失うことなく、価格を上げる契機と認識されがちであり、物価上昇期待が醸成され易くなることは、否めないところである。一方、需給面をみると、大幅な内外価格差が存在し、安価な製品輸入の増加が望める限りは、それが企業の価格引上げ意欲に直接・間接の抑制作用を及ぼすため、物価上昇の急速な加速は避けうると考えられる。ちなみに、卸売物価の動きをこうした製品輸入の浸透度に関する要因、国内需給要因、輸入コスト要因、ユニット・レーバークスト要因により回帰分析してみると(図表14)、63年に入ってから、需給引締まりが価格押上げ要因として作用している一方、輸入浸透要因による抑制効果がそれを相殺し、結果として物価の安定が保たれたことがみてとれる。しかしながら、今後を展望すると、内外価格差は、なお大きいとはいえ、海外各国の輸出価格上昇から次第に縮小傾向にある。した

(図表14)

### 国内卸売物価の要因分解



〈要因分解式〉 ( ) 内は t 値  
国内卸売物価(除く電力・ガス・水道、前年比)

$$= 4.647 + \sum_{i=0}^3 a_i \times (\text{名目原単位指数}^*)_{t-i} - (7.5) \quad (27.4)$$

$$\times (\text{輸入投入価格指数}^{**} \langle \text{前年比} \rangle)_{t-1} - (6.0)$$

$$+ \sum_{i=0}^3 b_i \times (\text{ユニット・レーバークスト}^{***} \langle \text{前年比} \rangle)_{t-i} - (7.5)$$

$$+ \sum_{i=1}^{10} c_i \times (\text{製品輸入浸透度指数}^{****} \langle \text{2年前比} \rangle)_{t-i} - (6.9)$$

$$+ 0.0936 \times (\text{製品需給判断 D.I.} \langle \text{主要短観・製造業} \rangle)$$

アーモン・ラグ： $\sum_{i=0}^3 a_i = 0.164$ 、 $\sum_{i=0}^3 b_i = 0.509$ 、 $\sum_{i=1}^{10} c_i = -0.155$

計測期間：51/IQ ~ 63/IVQ

$R^2 = 0.974$ , S.E. = 0.78, D.W. = 0.67

\* 名目原単位指数 =  $\frac{\text{工業用原料輸入額(通関ベース)}}{\text{製造業生産額(短観ベース)}}$   
[60年 = 1.0]

\*\* 輸入投入価格指数は、輸入素原材料価格指数と輸入中間財価格指数の加重平均 [60年 = 100]。

\*\*\* ユニット・レーバークスト =  $\frac{\text{雇用者所得}}{\text{実質GNP}}$

\*\*\*\* 製品輸入浸透度指数 =  $\frac{\text{製品輸入数量指数}}{\text{内需向け出荷指数}}$   
[60年 = 100]

(資料) 日本銀行「卸売物価指数」「主要企業短期経済観測調査」、経済企画庁「国民経済計算」、通商産業省「鉱工業指数統計」、大蔵省「外国貿易概況」、労働省「毎月勤労統計調査」

がって、一方で国内需給の過度の逼迫を回避するとともに、製品輸入による国内価格抑制効果を最大限に活用するために、輸入や流通面等における競争制限的規制や慣行を一段と見直すことが急がれるところである。

#### (4) 対外収支の展望

(経常黒字の対GNP比率は引続き低下)

対外収支を展望すると、経済構造調整の長期的な効果が輸出入両面において持続的に作用することと、海外需要の伸びも若干はスロウダウンすることが予想されることから、数量ベースの貿易黒字は再び緩やかながら縮小傾向をたどると見込まれる。

まず、輸出数量からみると、一方で①海外現地生産関連の誘発輸出(資本財、部品)の高水準持続、②技術力の向上を背景とした先端技術品輸出の増加、③海外インフレに伴う輸出採算の改善、などの伸長材料はあるが、他方で、海外需要の伸びが一応鈍化の方向にあることや、海外現地生産の本格化に伴う輸出代替効果が徐々に顕現化することなどの抑制要因もあるため、緩やかな増加にとどまる見通しにある。

次に、輸入数量については、海

外価格の上昇から、中間財輸入の伸びが鈍化するものの、①消費財や部品では、これまでの大幅な為替レート調整に伴う種々の構造変化が持続的に作用すること（海外進出先からの開発輸入、逆輸入の本格化、海外調達経路の活用積極化等）から、むしろ従来のトレンドを上回る伸びを続けるとみられるうえ、②原燃料の輸入も、生産増加に対応して増加するため、全体としてかなり高い伸びを維持する公算が大きい。

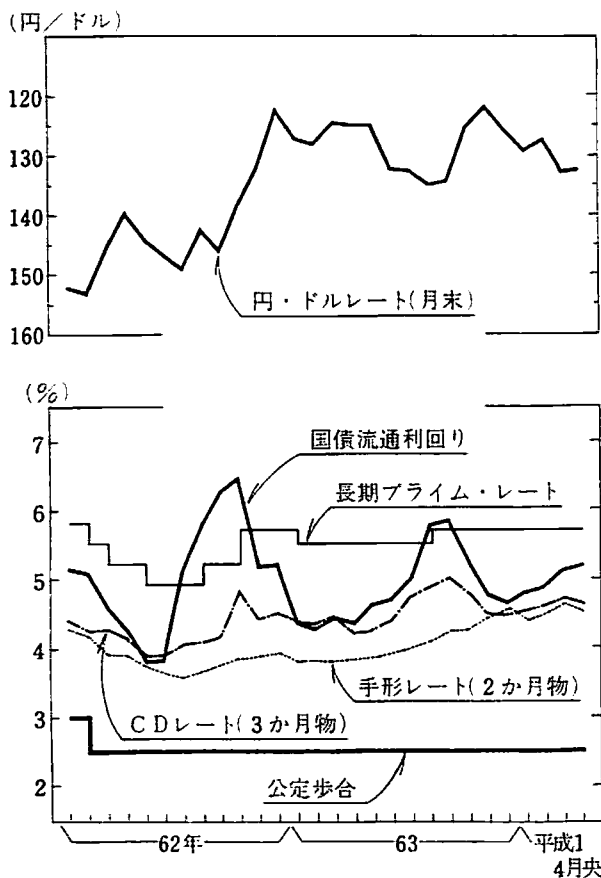
もっとも、ドルベースで見ると、輸出入金額に大幅な格差（輸出は輸入の約1.6倍<63年度>）が存在するなかで輸出価格の引上げが続くとみられるだけに、貿易黒字の縮小は極めて緩やかなものとなろう。

この間、経常収支黒字は、旅行収支、運輸収支等の赤字拡大から、縮小傾向を示す公算が大きく、その対G N P比率も引続き低下すると見込まれよう。

### 3. 最近の金融情勢

(図表15)

為替相場・金利の推移



(注) 市場金利はいずれも月中平均。国債流通利回りは国債最長期物の店頭指標売気配。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」

(為替・金融市場の動向)

最近の為替相場の動きを振り返ると(図表15)、昨年10月央から11月下旬にかけてドル安・円高傾向が続き、円は既往ピークを更新した(東京市場終値ベース、11月24日121.15円/ドル)。もっともその後は、米国金融政策の一段の引締め強化や、原油市況の上昇等に伴い、円安・ドル高地合いの展開となり、最近では概ね131~132円/ドル台での小浮動を繰返している。

このように、為替相場はドル強含みでの小幅変動の状況が続いているが、円安・ドル高が行き過ぎれば、物価への悪影響はもとより、現在日米両国で進行中の対外不均衡是正に向けての構造調整が

阻害されることが懸念される。日本銀行としては、今後の動向を引続き十分注視し、必要とあらば国際協調体制の下で適切に対応していく方針である。

国内金融・資本市場では、短期市場金利は、昨年末以降、季節的な資金需給地合いの変化等を反映して一高一低を繰返しているが、景気の拡大を背景に、基調としてはやや強含み傾向にある。また、長期市場金利も、昨年12月中旬以降内外景気の好調、海外金利の上昇、原油市況のじり高、為替の円安傾向等を背景に、小幅の振れを示しつつも、総じて強含みに推移している。この間、株式市況は、1月～3月央にはもみ合い商状となっていたが、3月末以降は急伸し、既往ピークを更新している。

(図表16)

マネーサプライと流通速度の動向

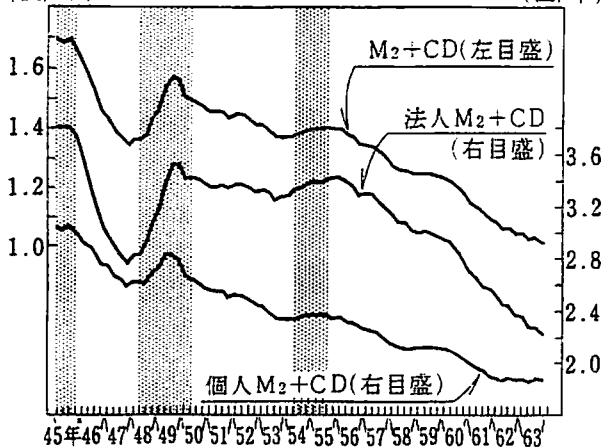
(1) マネーサプライの推移 (前年比・%)

	M <sub>1</sub>	準通貨	C	D	M <sub>2</sub> +CD	(参考) 銀行券
昭和61年度	8.4	9.2	Δ 4.0		8.6	8.4
62年度	10.2	11.7		8.7	11.2	10.5
63年度	p 8.4	p 11.7	p 8.4	p 8.4	p 10.8	10.9
62年7～9月	11.4	10.0	25.4		10.8	10.2
10～12	9.0	13.3	2.2		11.8	10.4
63年1～3	9.2	13.8	Δ 4.0		12.1	10.7
4～6	9.1	12.7	Δ 0.2		11.3	12.3
7～9	6.5	13.2	Δ 2.8		10.9	10.5
10～12	8.9	10.7	24.5		10.6	9.7
平成1年1～3	p 9.1	p 10.5	p 15.7	p 10.3	p 10.3	11.1
1年3月残高 (兆円)	p113.3	p299.8	p 10.7	p423.8		28.2

(注) pは速報。

(2) マネーの流通速度

(回/年) — 名目総需要 / M<sub>2</sub>+CD平残 (回/年)



(注) シェード部分は金融引締め期を示す。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」

(マネーサプライの動向とその評価)

金融の量的指標であるマネーサプライ(M<sub>2</sub>+CD平残、前年比、図表16)は、63年1～3月に+12.1%と約9年ぶりに12%台を記録した後、徐々に伸び率が低下し、元年1～3月には+10.3%となった。

このように、マネーサプライの前年比伸び率が、高水準ながらも一頃より低下してきたことを、通貨需要面からみると、①実体経済活動に伴う取引需要の伸びが、さすがに62年度下期から63年度上期にかけての急テンポの拡大に比べれば、鈍化していること、また、②金利の下げ止まりに伴いマネー押上げ圧力が漸次減衰してきたこと、が主要な背景である。一方、これを通貨供給面からみると、インパクト・ローンを含めた金融機関の対民間貸出の寄与が、緩やかに低下をみてきたことが主因である。

もっとも、目先4～6月のマネーサプライ動向を展望すると、通貨需要面については、①この先景気拡大テンポが目立って鈍化するとはみられないことや、消費税導入に伴う名目取引額の膨張から、名目総需要の前年比伸び率が高まる方向にあることに加え、②株式・不動産等の資産取引にかかるマネー需要もこのところ増加傾向にあるため、これらが昨年後半以降の金利強含みによるマネー押下げ効果を幾分上回る可能性が高い。また、金融機関の与信面をみると、このところ貸出伸長意欲が強まっており、総貸出は中堅・中小企業や個人向けを中心として高水準の伸びを示すとみられる。これらを総合すると、マネーサプライの伸び率はすでに下げ止まったとみられ、引続き+10%台の伸びを示すと予想される。

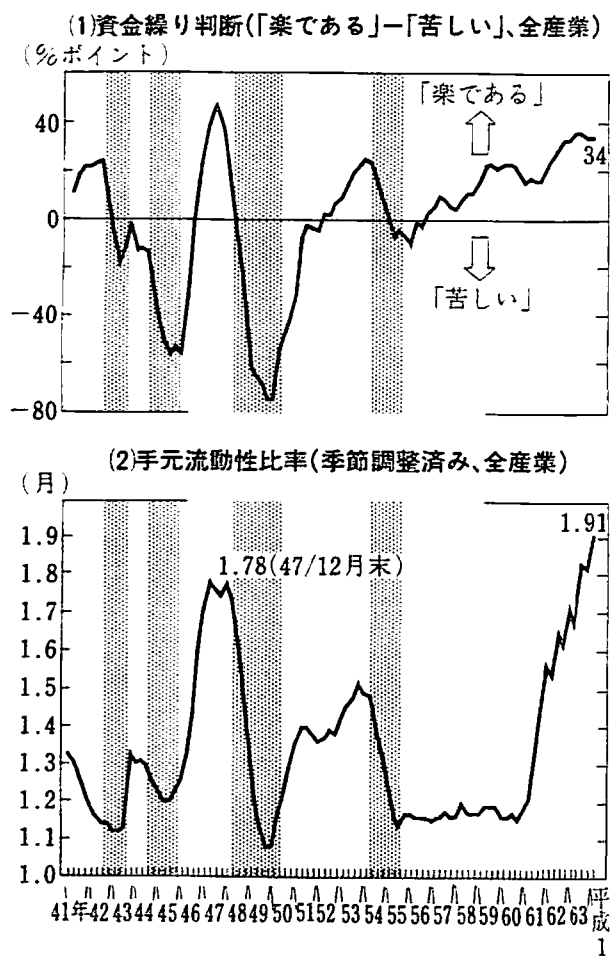
次に、マネーサプライの水準を実体経済活動と対比してみると、流通速度(名目総需要/M<sub>2</sub>+CD平残、図表16(2))は、63年7～9月に一時的な上昇をみた

が、ならしてみれば低下傾向を続けている。この結果、企業金融関連指標をみても、緩和感が一段と浸透しており、「主要短観」全産業ベースの手元流動性比率は、46～47年に記録した水準を更新しつつある(図表17)。

このように、長期にわたる金融緩和の下で、実体経済取引に用いられていないマネーの「不活動残高」がすでに累積しているところへ、今後も、なお実体経済活動を上回るテンポで新規のマネーが供給されるという構図に変化はみられない。このような状況は、物価を取り巻く需給・コストの環境が一段と厳しさを増しているなかで続いているだけに、長い目でみた物価の安定を確保するとの観点から問題含みであることは否定できない。また、金融機関の資産内容

(図表17)

### 企業金融関連指標の推移



(注) シャドー部分は金融引締め期を示す。

(資料) 日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(平成元年2月)

の健全性を確保し、金融・資本市場の不安定化を回避するという見地からも、金融緩和の行き過ぎに対しては、十分警戒的にみておく必要がある。

#### 4. 今後の留意点と政策課題

(内外経済におけるリスク)

以上検討してきたように、わが国経済は、元年度も力強い自律的拡大を続け、経済構造の調整も徐々に進展するとみられるが、物価面では、消費税導入に伴う影響が一巡した後も、需給・コストの両面から物価の底上げ圧力が高まる公算が大きい。しかも、企業・家計行動が行き過ぎたり、海外物価の上昇テンポが高まる場合には、物価上昇率が一段と高まる恐れがあり、その場合、景気の振幅が増大することによって、息の長い景気拡大の達成を困難なものとしてしまう可能性が高い。

こうした観点から、改めて内外環境に伏在するリスクについて考えてみると、まず海外環境については、すでにみたように主要国は、昨年春以降、金融引締め策を段階的に強めつつあり、その効果から米国を中心に、内需は減速の方向に向かいつつある。この場合、赤字国を中心として、海外景気が順調に減速していくことは、わが国にとって、海外インフレ・リスクの回避、国内需給の緩和、貿易黒字の縮小の各面で、むしろ望ましい展開と考えられ、よほど大きな落込みを示さない限り、わが国の景気が下降に向かう事態は考え難い。その逆に、各国の内需の減速が遅れたり、不十分なものととどまる場合には、海外からのインフレ・リスクが高まるだけでなく、輸出の増加テンポの加速から、わが国の黒字が拡大することはもとより、稼働率を押し上げ、国内需給を一段と引締める恐れがある。

また、世界的な物価上昇や対外不均衡是正の遅れは、金融・為替市場の不安定化を招きかねず、そうした面からも、赤字国を中心として、引締め効果が速やかに浸透していくことが期待される場所である。

国内面では、需要・収益の好調が長期にわたり続くなかで、企業マインドが過度に強硬化したり、企業の慎重な価格設定姿勢が崩れるリスクが高まっていく点には、十分に留意しておく必要がある。とくに、需給が引締まっているなかで、企業の手元流動性が極めて潤沢な状況にあるだけに、為替相場・原油価格の動向や賃金の上昇、さらには消費税導入に伴う価格引上げの動きなどが、企業の期待インフレ率を高めたり、思惑的な在庫積増しを誘発させる可能性は無視し得ない。また、企業の設備や在庫等の投資マインドが一層強硬化するような場合に

は、家計の景気や雇用の見通しについての見方、ひいては消費行動も一段と積極化することも考えられ、またそれが需給逼迫のテンポをさらに加速することも懸念される。

(政策面の課題)

以上の諸点からみて、物価を巡る環境は厳しさを加えたといわざるを得ない。

したがって、ミクロ政策面では、輸入や流通に関する各種規制・慣行の見直しや、公共料金の引下げ等の面で、実効ある措置の実施促進がこれまでも増して強く求められている。もとより、こうした見直しは、物価面のみならず、貿易摩擦の緩和、長い目で見たわが国経済の活力維持の観点からみても、不可欠のものであり、収益の好調が続き、企業の環境変化への対応力、雇用吸収力が高まっているこの時期こそ、規制や慣行を積極的に見直す絶好の機会というべきであろう。

一方、マクロの金融財政政策面では、企業・家計行動の行き過ぎや海外インフレの強まりのリスクを念頭に置いた慎重な運営が必要である。

まず、財政政策については、このところ税収好調が続いているが、民需主導の力強い景気拡大の下で、需給の引締まりが進んでいるだけに、今後も歳出面での節度ある姿勢の維持が望まれるところである。またこうした姿勢が、長い目でみた財政の効率化・健全化に資することはいうまでもない。

金融政策面では、物価上昇圧力を最小限にとどめるよう、機動的かつ適切な対応が求められている。こうした政策運営は、わが国経済が長い目でみて持続可能な成長を確保するための不可欠の要件であるばかりでなく、先般の7か国蔵相・中央銀行総裁会議でも確認されたとおり、世界経済の安定的発展の鍵であり、国際的な政策協調の中心目的とも合致するものである。日本銀行としては、こうした観点から、万が一にも物価安定の基盤が崩れることのないよう、内外情勢を注視し、必要とあれば速やかに対応していく方針である。