

情勢判断資料（平成元年夏）

——わが国金融経済の分析と展望

〔要 旨〕

平成元年度入り後のわが国経済の動向をみると、消費税導入前の駆け込み需要等、1～3月の特殊要因の反動から、一時的に経済成長のテンポは鈍化したが、そうした一時的影響が減衰するとともに、設備投資・個人消費の増大と企業収益・家計所得の前向きの循環が再び力強く作用し始めている。こうした状況下、企業収益は引続き増益基調をたどっており、企業マインドも一段と積極化している。この間、本年に入って円安が進行したことが目立っており、物価は、製品・労働需給の引締めりの下でこうした円安や原油高に伴う輸入コストの上昇を主因に、国内卸売物価、消費者物価とも緩やかに上昇しているが、そのテンポが加速するような事態は回避しえている。

本年後半以降のわが国経済を展望するにあたっては、①先般の公定歩合引上げの下で、引続き物価の目立った上昇を回避し景気の拡大を維持し得るか否か、また、②対外不均衡の縮小が進展するか否かも、為替・金融市場の安定性や貿易摩擦問題との関連で、重要なポイントである。

これらの点を検討するため、まず、海外経済の動向からみると、欧米主要国の景気はこれまでの引締め政策の効果浸透等から、全体としては米国を中心に一応スローダウンの方向にあるが、そのテンポは比較的緩やかなものにとどまるとみられ、これを反映し物価の上昇圧力は依然として強い。一方、アジア NIEs では、輸出の増勢は鈍化しているが、内需は総じてみればなお旺盛であり、労働・製品需給の引締めりを背景に、賃金・物価の高めの上昇が続いている。こうした海外経済の動向を前提とすると、当面ドル・ベースでみたわが国の製品輸入価格は上昇を続ける可能性が強く、また国際商品市況についてもこのところ騰勢頭打ちとなっているが、先行き大きく下押しするとは想定しにくい。

以上のような見通しの下、本年後半以降のわが国経済を展望すると、前年度の景気拡大の最大のリード役であった設備投資については高稼働率や人手不足、好収益という要因に加え、技術革新の急速な展開、経済の国際化、規制緩和等の潮流を背景に、企業が中長期的な観点に立って積極的な経営姿勢を示していることもあって、引続き高い伸びを維持するとみられる。これまでの内需主導の景気拡

大を支えた、もうひとつの柱である個人消費についても、賃金・雇用の増加を背景に好調を持続するとみられる。この結果、住宅投資について金利上昇の影響から減退傾向をたどることを想定しても、全体としては、ウエイトの高い個人消費、設備投資の堅調から、内需主導の景気拡大を続ける可能性が高い。

そうした可能性が実現するための最大の条件は、物価の安定を引続き確保することであるが、この点については、①製品輸入の「安全弁」効果と、②インフレ心理の落ち着きという、これまでのわが国の物価安定を支えてきた要因にどの程度期待しうるかに大きく依存している。このうち製品輸入の「安全弁」効果については、NIEsの供給余力の低下や物価上昇に加え、最近の円安傾向等を勘案すると、これの作用する余地がこのところ低下傾向にあることは否めない。インフレ心理については景気堅調にもかかわらず、全般になお落ち着いている。ただ、製品・労働需給が引締った状態で推移しているだけに、先行きインフレ心理が台頭することのないよう十分な注意が必要である。

この間、ユニット・レーバー・コストについても、労働需給の引締まりの下で、今後企業の生産・売上数量の拡大テンポが加速することは見込み難いことを勘案すると、次第に水準を高めていく可能性が高く、その影響は相対的に労働集約的で短期的には生産性の急速な上昇を期待しにくいサービス価格を中心に、価格上昇圧力となって作用するものと考えられる。

次に対外収支をみると、海外経済が徐々とはいえ減速傾向にあることや輸出入両面にわたる構造調整の進展を背景に、数量ベースでの貿易黒字は緩やかながら縮小傾向をたどろうが、そのテンポは昨年末以降のドル高・円安の影響もあって鈍化することが予想される。もっとも、ドル・ベースの貿易収支黒字については前年度にわずかに拡大した後、本年度については原油価格の上昇に加え、円安に伴うJカーブ効果の影響もあって小幅ながら縮小し、また経常収支黒字についても、旅行収支、運輸収支の赤字拡大等から、縮小傾向を示す公算が大きく、その対名目GNP比率も引続き低下すると見込まれよう。

金融面に目を転じると、為替市場ではこのところ不安定な地合が続いており、為替相場の水準としては前年度に比べるとかなりドル高・円安方向の展開となっている。現在までのところ、企業はこれを一時的なものとみなして価格設定行動をさほど変えていないが、仮にそうした見方が崩れるようなことがあれば、インフレ心理の台頭を通じて国内物価に悪影響を及ぼしかねない。

この間、マネーサプライは市場金利の上昇に加え、大口定期預金との利鞘稼得

を目的としたCP発行の減少や新短期プライム・レート導入の影響もあって伸び率を低下させているが、実体経済活動との関係でみて、マネーサプライが引続き高水準である姿に変わりはなく、今後ともその動向については十分注視していく必要がある。

以上のような認識のもと、マクロの経済政策面では、ホームメイド・インフレの発生を回避するとの観点から慎重な運営が必要である。このうち、金融政策面では、日本銀行は5月末に国内景気、物価、為替相場等の動向に加え、市場金利の上昇をも踏まえ公定歩合の引上げを実施したが、本措置はインフレ心理の台頭や企業・金融機関の行動の前傾化を未然に防止することを通じて、物価の安定を確保しつつ内需中心の持続的成長を図っていくことを目的としたものである。日本銀行は現在公定歩合引上げの効果の浸透状況を見守っているところであるが、引続き予断をもつことなく、物価情勢や為替相場の動向などを注視しつつ、適切かつ機動的な対応を図っていく考えである。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。

一方、ミクロの経済政策面では、引続き競争制限的な市場慣行や規制の緩和、見直しを一段と積極的に進めることが重要である。

〔目 次〕

1. 最近の経済情勢
(内需の力強い拡大と需給の引締め)
(物価は緩やかながら上昇)
(対外貿易収支黒字はやや縮小)
2. 平成元年後半以降の経済の展望
(1) 海外経済の展望
(2) わが国経済の展望
(国内民需は力強い拡大を持続)
- (3) 物価上昇圧力の評価
(4) 対外収支の展望
3. 最近の金融情勢
(為替市場の動向)
(金融市場の動向)
(マネーサプライの動向)
4. 当面の政策課題

1. 最近の経済情勢

(内需の力強い拡大と需給の引締め)

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いる(図表1)。

これを実質G N Pの動きに即してみると、本年1～3月は消費税導入前の駆け込み需要等から、前期比・年率+9.1%とかなり高い伸びとなった後、4～6月はその反動から一時的に伸びは低下した模様であるが、これをならしてみると高い伸びとなっているとみられる。同様に、鉱工業生産の伸びも1～3月(前期比・年率+13.0%)、4～6月(同-0.7%)とかなり振れているが、本年上期の通計では前期比・年率は+8.0%と高い伸びを続けている。こうした状況下、企業収益は昭和63年度下期に製造業、非製造業とも大幅な増益となった後、平成元年度上期についても引続き増益基調をたどる見込みである。これを背景に企業マインドは一段と積極化しており、5月時点の日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(以下、「主要短観」)によれば、製造業、非製造業とも業況判断D.I.の「良い」超幅は既往ピークを更新している(図表2)。

以上のような情勢の下で、企業の設備投資計画は引続き積極的であり、G N Pベースの実質設備投資は63年度に+17.9%増と44年度(+29.1%)以来の高い伸びを記録した後、平成元年度についても後記のとおり高い伸びが見込まれている。他方、消費支出についてみると、消費税導入前の駆け込み購入(衣料品、雑貨等)と物品税廃止前の買控え(家電、乗用車等)等の影響から、個々の個人消費関連指標はかなり振れているが、全体としては好調を持続している(3～6月の都内百貨店売上高前年比+10.0%)。

(図表1)

景 気 の 足 取 り

	昭和63年 1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	平成元年 1～3月	4～6月	
実質GNP (前期比、年率、%)	10.1	Δ 3.3	9.5	3.4	9.1	n.a.	
鉱工業生産 (前期比、%)	2.8	0.8	2.0	1.8	3.1	Δ 0.2	
製商品在庫判断D.I. (「過大」-「不足」、%)	3	1	0	Δ 1	Δ 1	Δ 5	
製品需給判断D.I. (「需要超」-「供給超」、%)	Δ 17	Δ 12	Δ 7	Δ 5	Δ 2	3	
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)		5.77 (63/下期)		<予測> 5.89 (1/上期)	<予測> 5.74 (1/下期)
製造業業況判断D.I. (「良い」-「悪い」、%)	11	30	39	48	52	55	
生産設備判断D.I. (「過剰」-「不足」、%)	13	5	3	0	Δ 1	Δ 2	
有効求人倍率 (水準)	0.88	0.99	1.08	1.12	1.14	(4-5月) 1.21	
実質賃金 (前年比、%)	1.7	4.0	3.6	3.4	3.4	(4-5月) 1.3	
都内百貨店売上高 (前年比、%)	8.7	8.5	8.4	7.8	21.0	Δ 1.0	
新設住宅着工戸数 (前期比、%)	Δ 2.9	Δ 3.7	3.9	Δ 6.7	0.6	(4-5月) 3.1	
公共事業出来高 (前年比、%)	19.8	5.4	Δ 0.2	Δ 7.9	Δ 6.8	(4-5月) 3.5	
国内卸売物価 (前年比、%)	Δ 0.1	Δ 0.2	Δ 0.6	Δ 1.1	Δ 0.1	2.4	(7月上旬) 2.6
消費者物価 (除く生鮮、前年比、%)	0.6	0.3	0.3	0.6	0.9	(4-5月) 2.7	
経常収支 (季節調整済み、億ドル)	225	171	184	208	215	144	
対名目GNP比率	3.2	2.4	2.7	2.8	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5月)による。

2. 都内百貨店売上高は、消費税を除くベース。

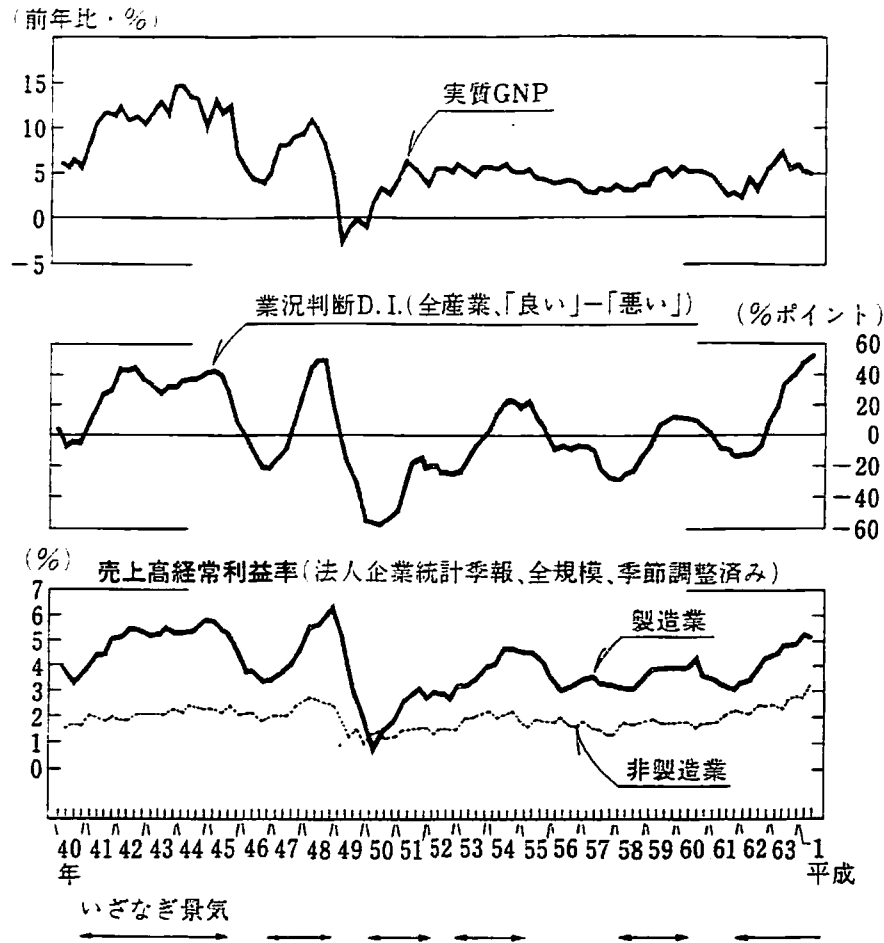
3. 経常収支の平成元年4～6月は4～5月の四半期換算。

(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5月)等

こうした設備投資と個人消費を中心とする内需の強さを反映して、「短観」主要企業における需給判断D.I.(「需要超」-「供給超」)は+3%と昭和49年2月(+30%)以来の「需要超」に転じ、また製品在庫判断D.I.(「過大」-「不足」)も

(図表2)

主要景気指標の長期時系列



- (注) 1. 非製造業は全産業から農林水産業、鉱業、製造業を除いたもの。
2. 「↔」部分は景気拡大期

(資料) 経済企画庁「国民経済計算」、日本銀行「主要企業短期経済観測調査」
(平成元年5月)、大蔵省「法人企業統計」

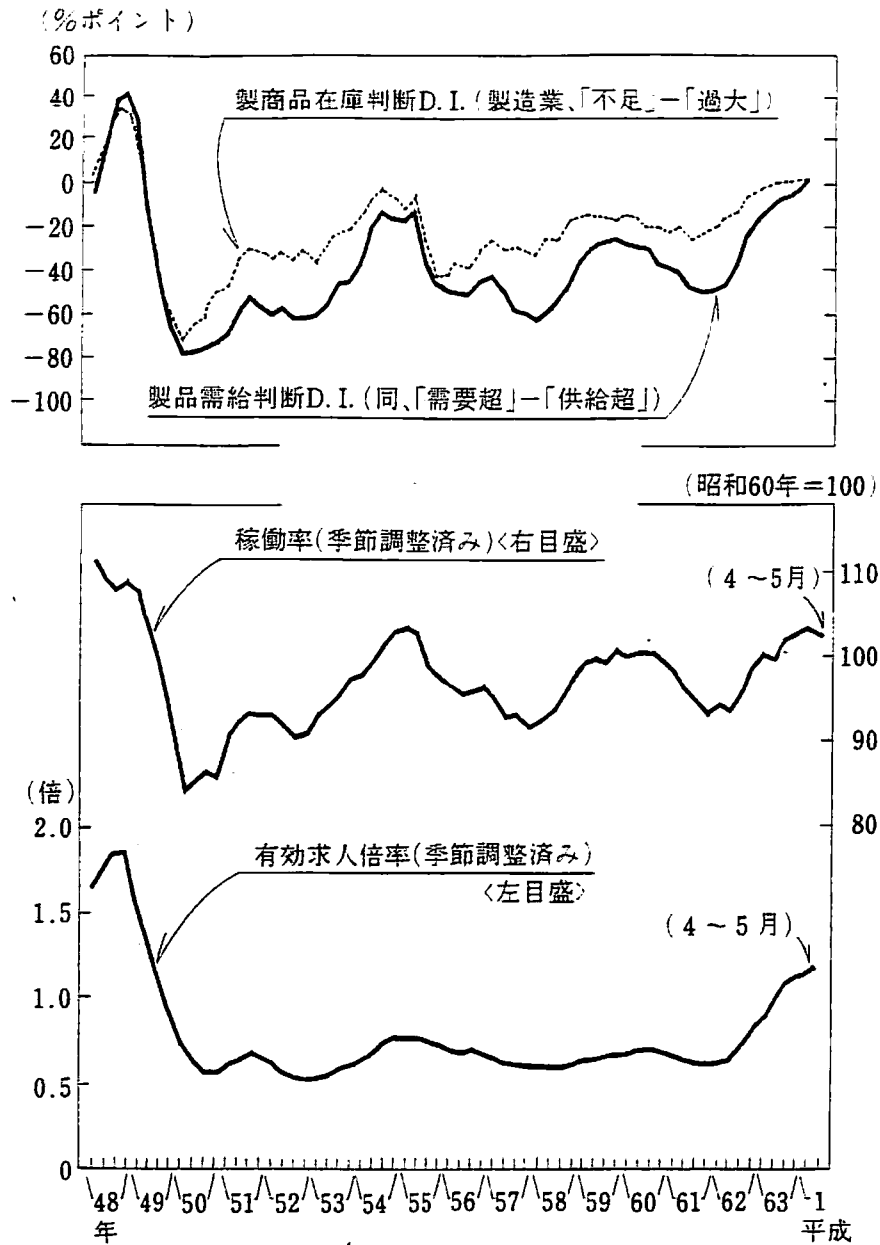
△5%と「不足」超幅をさらに拡大(2月△1%)するなど、需給関連指標は引締まり傾向を示している(図表3)。この間、雇用情勢については、このところ女子を中心に労働供給がかなり高いテンポで増加しているため、労働需給の逼迫傾向がここに来て一段と加速し名目賃金の上昇率が高まるという状況ではないが、引き続き引締まった状態で推移している(図表4)。

(物価は緩やかながら上昇)

物価面をみると(図表5)、これまでのところ、全体としてみれば、製品輸入の浸透による直接・間接の国内価格抑制効果とインフレ期待の鎮静を背景に、上昇テンポが目立って加速するような事態は回避しえているが、①昨年末以降の円安・原油高に伴う輸入コストの上昇と、②上記のような製品・労働需給の引締ま

(図表3)

製品・労働需給の動向



(資料) 日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(平成元年5月)、
通商産業省「鉱工業指数統計」、労働省「職業安定業務統計」

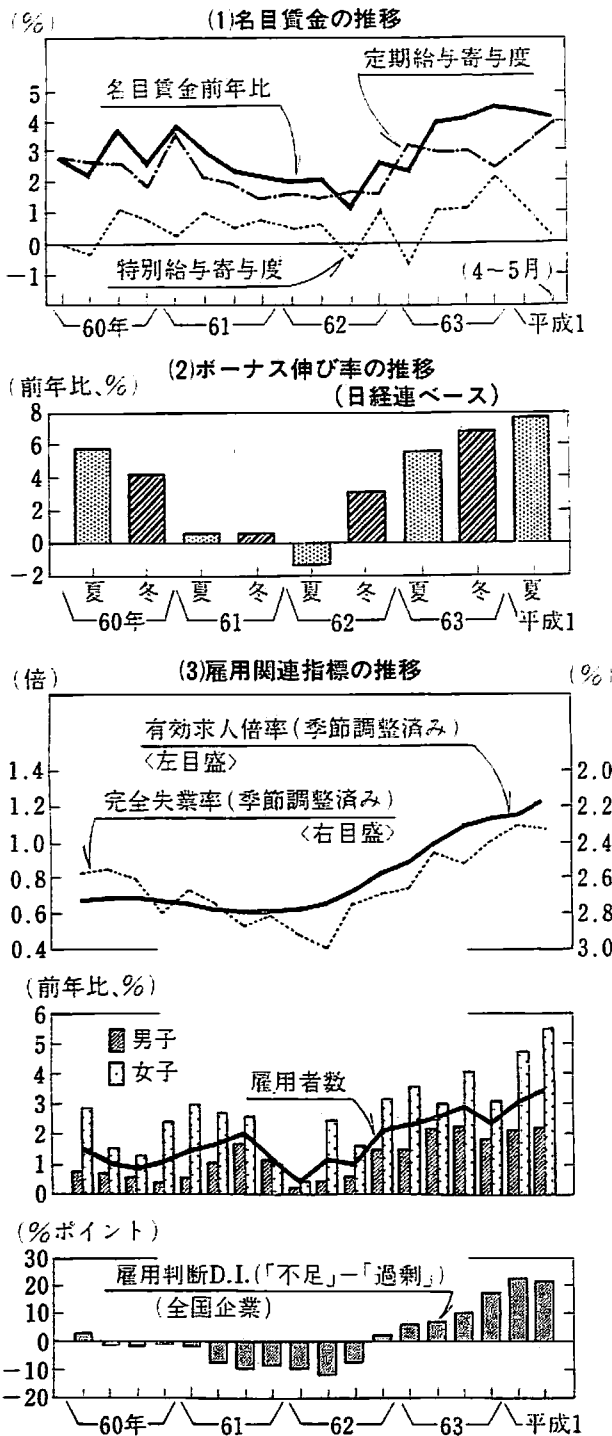
り傾向等から、本年に入ってからでは卸売物価、消費者物価とも上昇率をやや高めている(注1)。

このうち国内卸売物価については、本年初まで極めて安定した状態で推移してきた後、2月以降は月率0.1~0.2%程度のテンポで上昇するに至っている。現在

(注1) 消費税の導入に伴い、卸売物価、消費者物価とも4月に価格水準が上昇したが、以下ではその影響を一応概念的に除去したベースで議論を進める。

(図表4)

雇用・賃金の動向



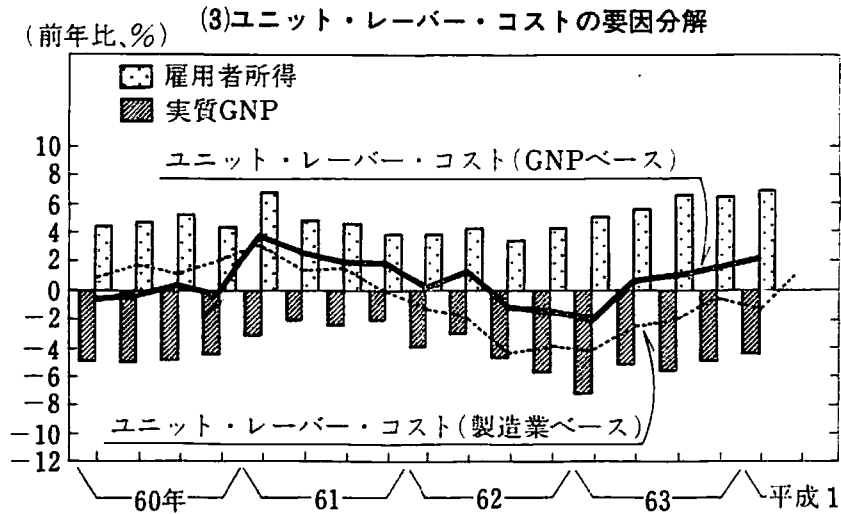
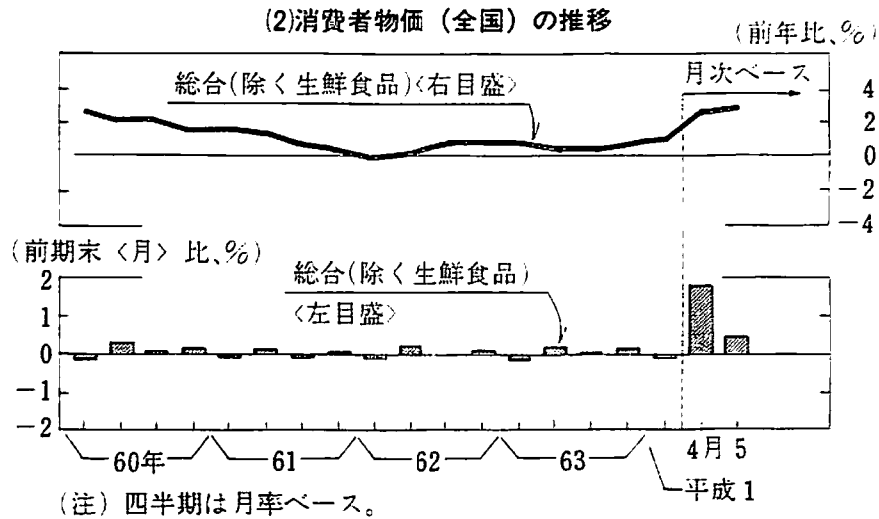
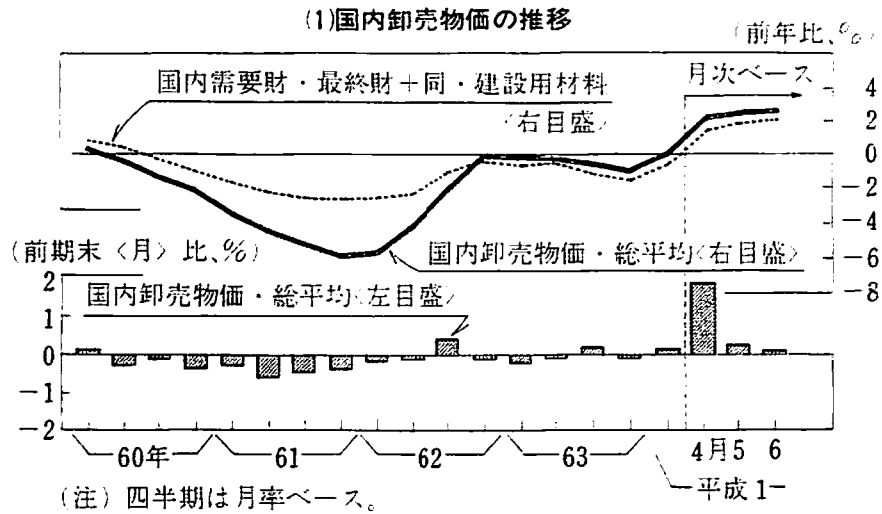
(注) 平成元年4～6月の有効求人倍率、完全失業率、雇用者数は、4～5月実績ベース。
 (資料) 労働省「毎月勤労統計調査」、総務庁「労働力調査」、
 日本経営者団体連盟「賞与・一時金労使交渉状況速報」、
 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」(平成元年5月)

までのところ、国内卸売物価の上昇は輸入コストの上昇の国内物価への波及という面が強いが、設備投資の堅調を反映し建設材料や工作機械等の設備投資関連品目が上昇傾向をたどっていることに示されるとおり、国内需給の引締まりも影響している。ちなみに、最終需要財の価格動向をみるため、国内卸売物価のうち最終財と建設材料(卸売物価・中間品の一部を構成)を合成した指数の動きをみると、本年2月以降上昇に転じ、月率0.2%程度のテンポで上昇している(図表6)。

また、消費者物価も上記のような卸売物価の上昇に加え、ユニット・レーバー・コストの高まり等を背景としたサービス価格の上昇等から、前年比上昇率を幾分か高めている。

(対外貿易収支黒字はやや縮小)
 ドル・ベースの貿易収支の動向をみると、昨年央以降、①設備投資主導による世界景気の同時的拡大を反映し、わが国の主力輸出品である資本財の輸出が増加したこと、②本邦企業の海外進出に伴って過渡期の「誘発輸出」が増加したことなどから、黒字がやや拡大する傾向を示していたが、足もと4～6月は物品税廃止前の国内需

(図表5) 物価とユニット・レーバ・コストの動向



(注) 平成元年4~6月のユニット・レーバ・コスト(製造業ベース)は、4~5月実績ベース。

(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6)

卸売物価・消費者物価上昇率(月率)

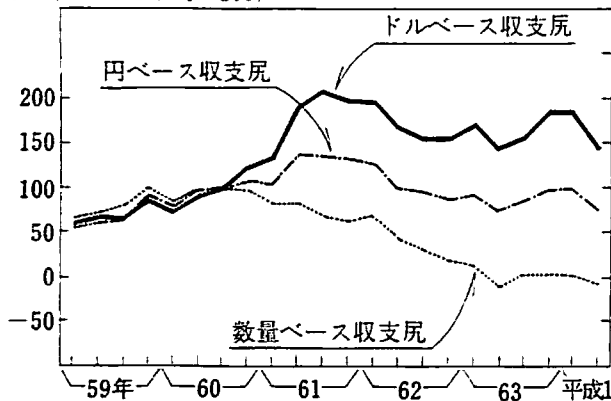
	物価上昇率(月率)	
	63年	元年(1~6月)*
素 原 材 料	0.02	0.51
中 間 品	Δ 0.01	0.16
最 終 財	Δ 0.05	0.16
国内卸売物価 (うち建設材料、最終財計)	Δ 0.03 (Δ 0.07)	0.16 (0.23)
消費者物価 (除く生鮮食品、全国)	0.10	0.26

*消費税導入・物品税廃止の影響を除去するため、4月を除く各月の前月比上昇率の単純平均を算出。

(図表7)

貿易黒字の動向

(60年7~9月平均=100)

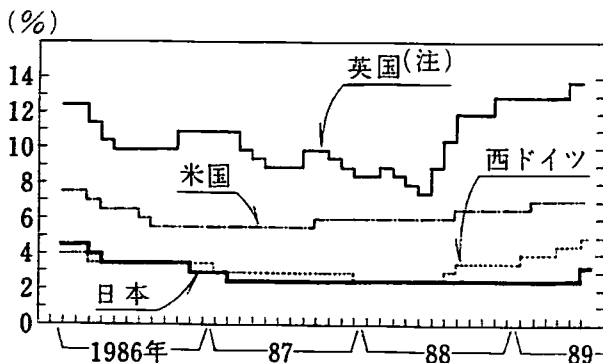


(注) 1. 通関ベース(輸出-輸入)。季節調整済み。
 2. 記念硬貨用金を除くベース(日本銀行調査統計局推計)。

(資料) 大蔵省「外国貿易概況」「日本貿易月表」

(図表8)

各国公定歩合等の推移



(注) 市場介入金利。

要の落込みに対処した1~3月の対米乗用車輸出急増の反動に加え、米国景気のスローダウン傾向や原油価格の上昇、ドル高・円安に伴うJカーブ効果等が寄与し、緩やかながら再び黒字が縮小している(図表7)。

2. 平成元年後半以降の経済の展望

本年後半以降のわが国経済を展望するにあたっての最大のポイントは、①先般の公定歩合引上げ(図表8)の下で、物価の目立った上昇を回避し引続き景気の拡大を維持し得るか否かであるが、さらに②対外不均衡の縮小が進展するか否かも、為替・金融市場の安定性や貿易摩擦問題との関連で、重要なポイントである。

以下ではこれら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) 海外経済の展望

まず、最初に海外経済の動向をみると(図表9)、主要国の景気はこれまでの引締め政策の効果浸透等から、全体としては一応スローダウンの方向にあるが、そのテンポは比較的緩やかなものにとどまるとみられる。

(図表9)

米国・EC・アジアNIEsの景気・物価動向

(1) 実質GNPの推移

(前年比・寄与度、%)

		1987年	88年	89/1Q
米 国		3.4	3.9	3.1
	内 需	3.2	3.2	2.5
	外 需	0.2	0.7	0.6
E C(主要4か国ベース)		2.7	3.6	n.a.
	内 需	3.8	4.5	n.a.
	外 需	Δ 1.1	Δ 0.8	n.a.
韓 国・台 湾		11.9	9.5	6.1
	内 需	11.5	13.8	9.5
	外 需	0.4	Δ 4.3	Δ 3.4

(2) 賃金・物価の推移

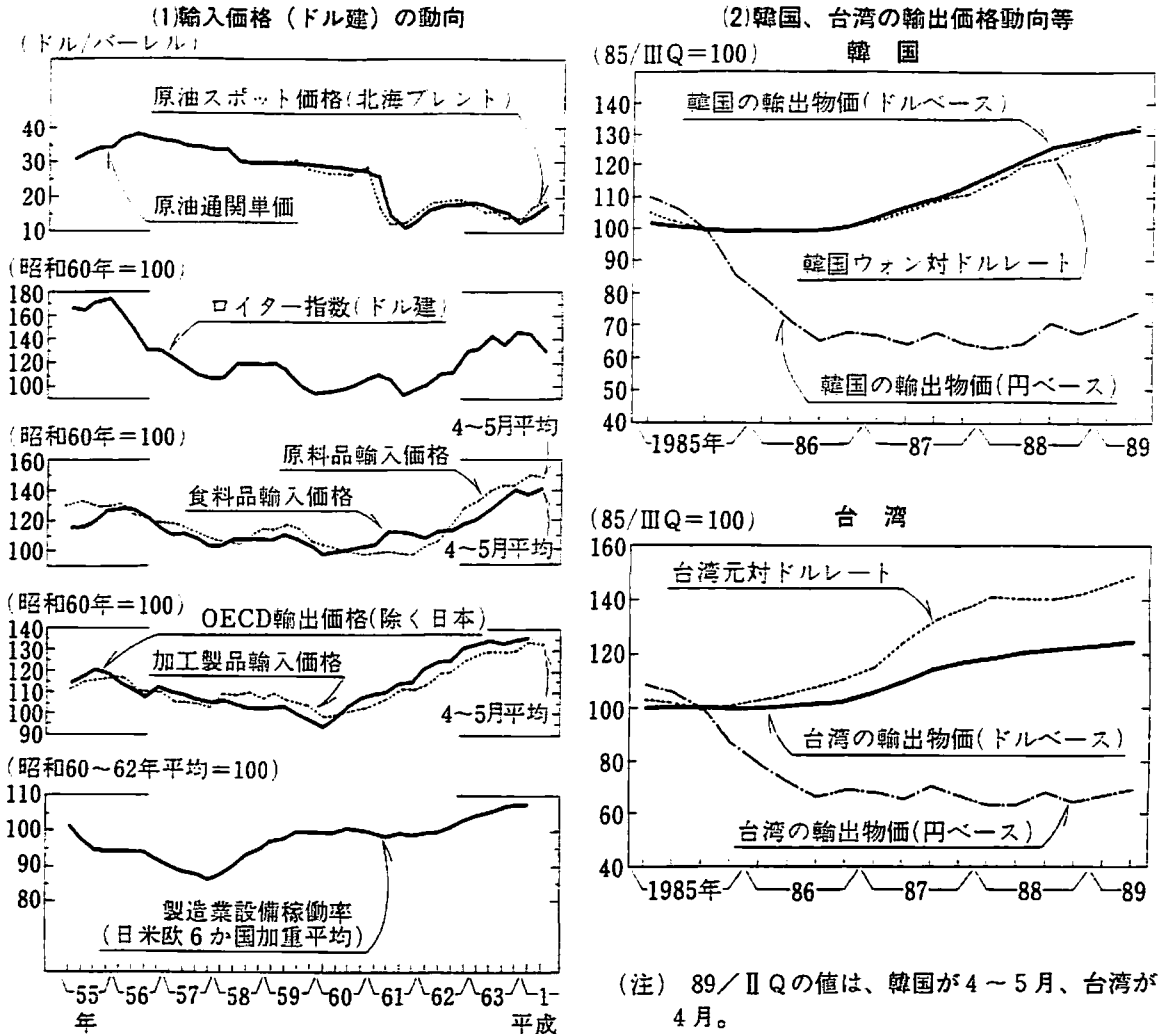
(前年比・%)

		1987年	88年	89/最近月
米 国 賃 金		2.5	3.5	3.8(6月)
	生産者物価(最終財)	2.1	2.5	5.9(6月)
	消費者物価	3.7	4.1	5.4(5月)
西ドイツ 賃 金		3.8	3.3	3.3(4月)
	生産者物価	Δ 2.5	1.3	3.4(5月)
韓 国 (製造業賃金)		11.6	19.8	(1月) 25.5
台 湾 ()		9.7	10.7	(1~2月) 19.4

すなわち、米国では昨年春以降の金融引締め政策の効果浸透に伴い、個人消費、住宅投資等金利感応的な部門を中心に内需鈍化の傾向がようやく明確化しつつある。この結果、本年1~3月の実質GNP成長率は干ばつ要因調整後の実勢ベースでは、前期比・年率+1.9%と鈍化した。今後こうした内需鈍化の傾向がより一層明確化すれば、対外不均衡の是正が進捗し、米国経済のいわゆる「軟着陸」への展望が開けてくるが、一方で企業の設備投資意欲は高稼働率、好収益の下でかなり底固く、全体としての内需鈍化のテンポは緩やかなものにとどまるとみられる。このため、物価面でもいつたん高まった上昇圧力が後退するまでには、なお時間を要する見込みである。また、欧州でも設備投資の堅調を背景に総じて拡大基調を維持しており、依然物価上昇圧力は強い。一方、アジアNIEsでは、自国通貨高(韓国、台湾)や労働争議(韓国)、労働力不足等の影響から輸出の増勢は鈍化しているが、内需は総じてみればなお旺盛であり、賃金・物価は労働・製品需給の引締まりを背景に、高めの上昇が持続している。

(図表10)

輸入物価を巡る環境



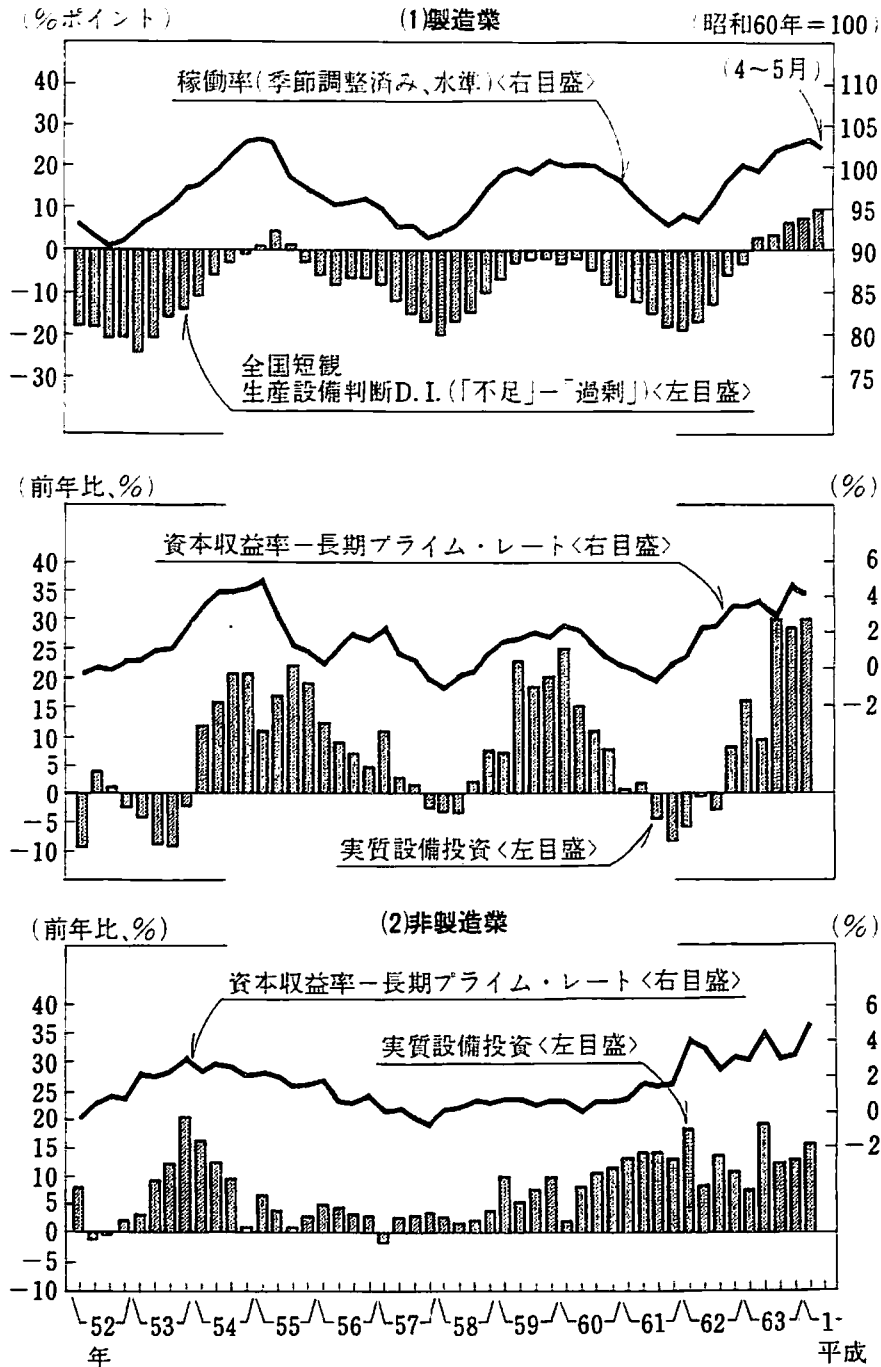
次に、海外経済の動向がわが国の輸入物価(ドル建)に与える影響をみると(図表10)、加工製品の輸入価格については、上記のような海外主要国やNIEsの景気動向からみて、今後なお上昇を続ける可能性が高い。一方、原油価格は世界的な景気拡大の下、昨年11月以降はOPEC諸国の減産等から上昇を続けたが、本年4月下旬頃からはOPEC加盟国の増産を主因に幾分弱含んでいる。その他の国際原料品市況については62~63年と上昇を続けた後、本年に入ってから増産(非鉄)や干ばつ懸念の後退(穀物)を反映して6月頃から軟化傾向となっている。もっとも、先行きの市況動向については、さまざまな不確定要因があるが、前記のとおり世界景気の減速が緩やかなものであれば、当面国際商品市況が大きく下押しするとは想定しにくい。

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、世界経済が赤字国を中心に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。

(図表11)

設備投資の動向



(注) 平成元年4~6月の稼働率は4~5月実績。

平成元年1~3月の実質設備投資は法人企業統計季報ベース。

(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」(平成元年5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」

(2) わが国経済の展望

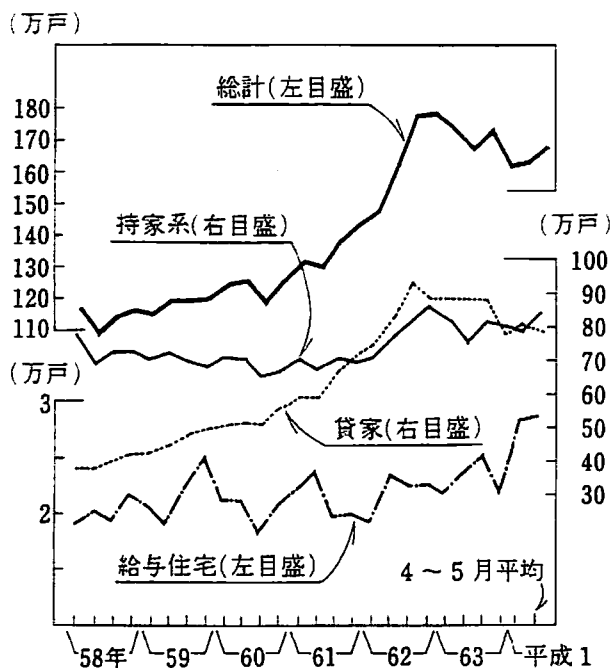
(国内民需は力強い拡大を持続)

国内民需の動向をみると、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引続き極めて腰が強く、住宅投資の鈍化を見込んでも、全体としては高いテンポでの拡大基調を続けるとみられる。

まず設備投資についてみると(図表11)、昭和63年度に続き平成元年度も高い伸びが見込まれている。ちなみに5月短観によれば、主要企業の元年度設備投資計画は前年5月時点の計画を上回る伸びとなっている(全産業：63年度実績+18.0%→元年度計画+13.0%、前年5月時点の63年度計画+10.5%)。こうした設備投資の強さを5月短観によって製造業・非製造業別にみると、製造業では前回調査比軒並み上方修正されており、投資目的別にはとくに増産・拡販投資にウエイトが高まっている。また非製造業では投資拡大局面5年目を迎えているにもかかわらず、情報・通信関連、リゾート・都市開発等幅広い分野で増勢を続け、かなり高い伸びが見込まれている。さらに、企業の研究開発費やソフトウェア開発等の規模も、技術革新の進展や受注・生産・販売・代金回収等取引のあらゆる段階

(図表12)

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」

におけるネットワーク・システム構築の流れ等を反映して、一段と増勢をたどっているとみられる。

こうした設備投資や研究開発のマインドの強さには上述の高稼働率や人手不足、好収益という要因に加え、経済構造調整の進展、技術革新の急速な展開、経済の国際化、規制緩和等の潮流を背景に、企業が中長期的な観点に立って積極的な経営姿勢を示していることも大きく影響している(注2)。

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、個人消費は良好な雇用・所得環境

(注2) 中長期的な観点からの企業の経営姿勢の積極化については、平成元年5月号調査月報掲載論文「昭和63年度の金融および経済の動向」参照。

を背景に、引続き堅調の見込みである。すなわち、住宅投資は住宅の質的向上の動きに加え消費税導入前の駆け込み契約分の着工もあって、これまでのところ比較的緩やかな減少となっている(図表12)が、先行きについては貸家採算の低下や住宅ローン金利の上昇等から大都市圏の貸家系を中心に着工戸数が減少すると見込まれる。

一方、個人消費をみると、その基礎となる所得環境は、①労働需給の引締まりや企業収益の好調を反映した今春ベア率やボーナス支給率の上昇に加え、②雇用も女子労働を中心に伸び率を高めていること、また、③個人業主所得についてもこれと関係の深い建設、卸小売、サービス等の中小企業の業況好調を反映して増加地合いを続けるとみられることから判断して、良好な状態で推移するとみられる。こうした所得環境を背景に、個人消費については家電等一部耐久消費財を除

けば、全体としてみれば堅調を続けるとみられる。

次に、政府支出については、元年度予算と地方財政計画を前提とすると、元年度におけるGNP寄与度はほぼ前年度並みとなる見込みである。

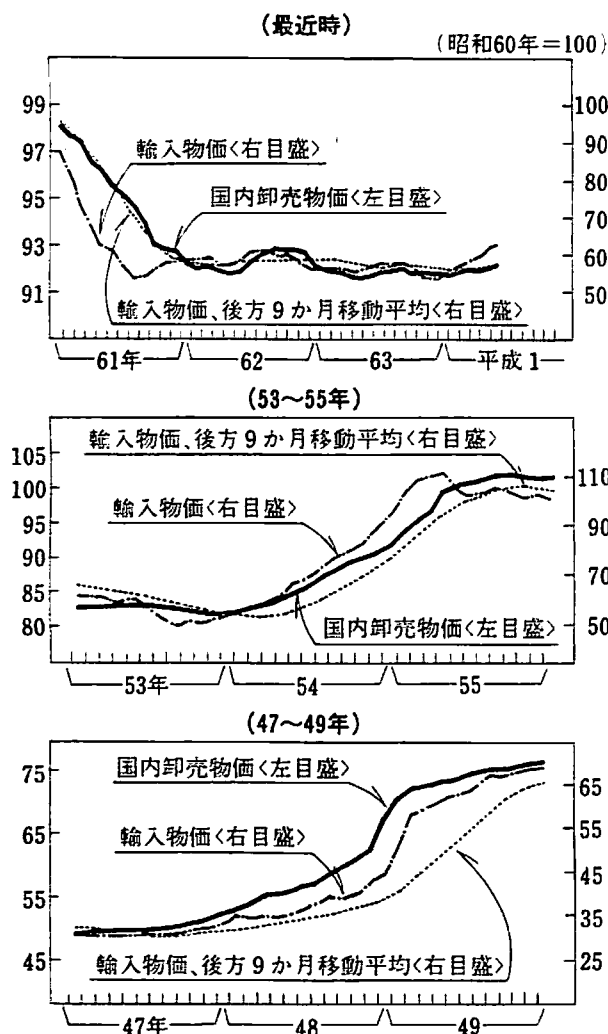
以上を踏まえると、国内総需要は住宅投資の減退傾向から先行き幾分伸び率を低める方向にあるが、全体としてはウエイトの高い個人消費、設備投資の堅調から、平成元年度内は目立った減速を示さず高い伸びを続ける公算が大きい。

(3) 物価上昇圧力の評価

次に物価に関しては、製品・労働需給の引締まりの下で、輸入コストの上昇等から幾分伸び率を高めるが、期待インフレ率の落ち着きが維持される限り、上昇テンポの

(図表13)

輸入物価と国内卸売物価の関係



(注) 平成1/4月の影響を除く。

加速は避けられる見通しである。

これを国内卸売物価の動きに即してやや詳しくみると、まずコスト面では昨年
末以降の円安傾向や原油高等を反映して輸入コストが上昇しているが、過去にお
ける輸入コストと国内卸売物価の関係を前提とすれば、当面輸入コストの上昇が
国内物価の上昇圧力となって働く公算が高い。ちなみに、過去の輸入コストと国
内卸売物価の関係をチェックしてみると(図表13)、①全体としてみれば国内卸売
物価は過去の輸入コストとかなり明確に対応していること、しかし、②国内で期
待インフレ率が高まりホームメイド・インフレが発生した場合(第一次石油ショッ
ク時)には、国内卸売物価が輸入コストを上回る上昇を示すことが確認される。

したがって、問題はそうしたホームメイド・インフレの発生を今後とも回避し
得るかどうかであるが、これは、①製品輸入の「安全弁」効果と、②インフレ心
理の落ち着きという、これまでの物価安定を支えてきた要因にどの程度期待しうる
かに大きく依存している。このうち製品輸入の「安全弁」効果についてはNIEs
の供給余力の低下や物価上昇に加え、最近の円安傾向等もあって、「安全弁」効
果の作用する余地はこのところ低下傾向にあることは否めない^(注3)(前掲図表
10)。

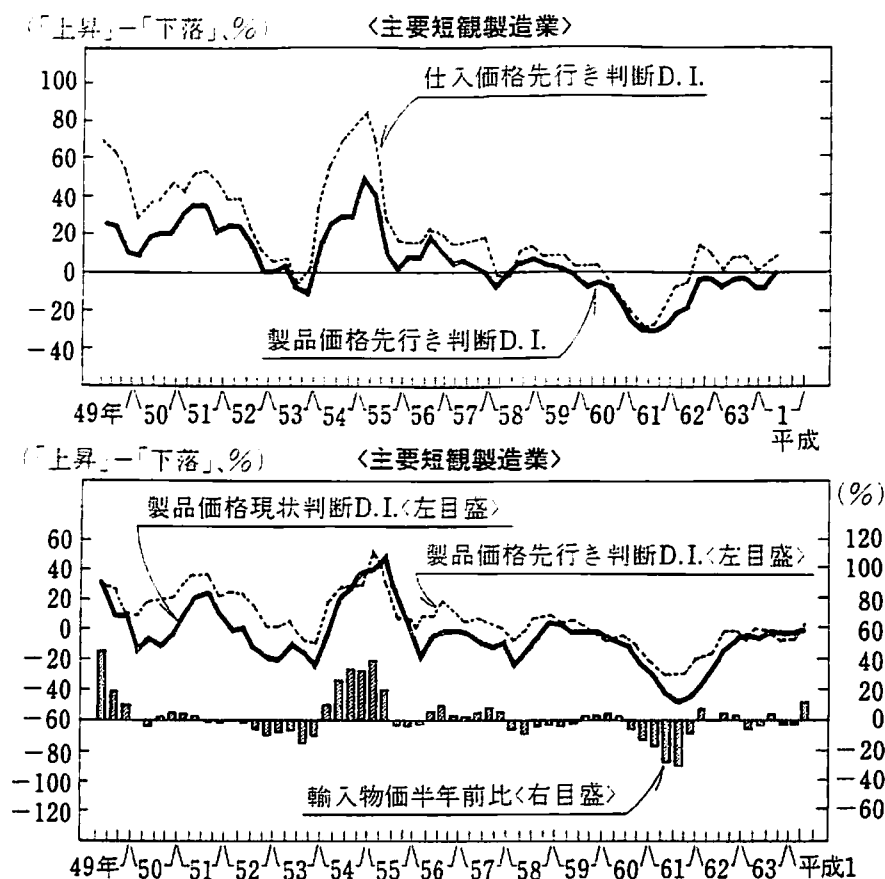
期待インフレ率の動向についてはこれを明示的にとらえることは難しいが、①
「主要短観」の製品価格判断D.I.において59年5月以来の「下落」超傾向が一
巡する見通しにあること(図表14)や、②国内商品市況が上昇していること等から
みて、短期の期待インフレ率は幾分上昇していると考えられる。ただ、長期の期
待インフレ率については、現在景気拡大2年9か月目を迎えているにもかかわらず、
その動向を端的に示す長期債利回りの上昇幅が相対的に小さく、今次公定歩
合引上げ後はむしろ低下気味であること(図表15)にも示されるとおり、全般にな
お落ち着いている。しかし、製品・労働需給が引締った状態で推移しているだけ
に、先行き為替相場の円安化等を契機に期待インフレ率が高まることのないよう
十分な注意が必要である。

この間、ユニット・レーバ・コストの動きをみると(前掲図表5)、前述のと
おり名目賃金の伸びがさらに加速しているわけではないが、雇用が伸びを高める
一方、今後企業の生産・売上数量の拡大テンポが加速することは見込み難いこと
を勘案すると、次第に水準を高めていく可能性が高い。こうしたユニット・レー

(注3) わが国の製品輸入に占めるアジアNIEs、ASEAN 主要8か国の割合は約23%(昭和
63年)。

(図表14)

先行き価格観の動向



(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」(平成元年5月)
「卸売物価指数」

バー・コスト上昇の影響は、相対的に労働集約的で短期的には生産性の急速な上昇を期待しにくいサービス価格を中心に出てくると考えられる。

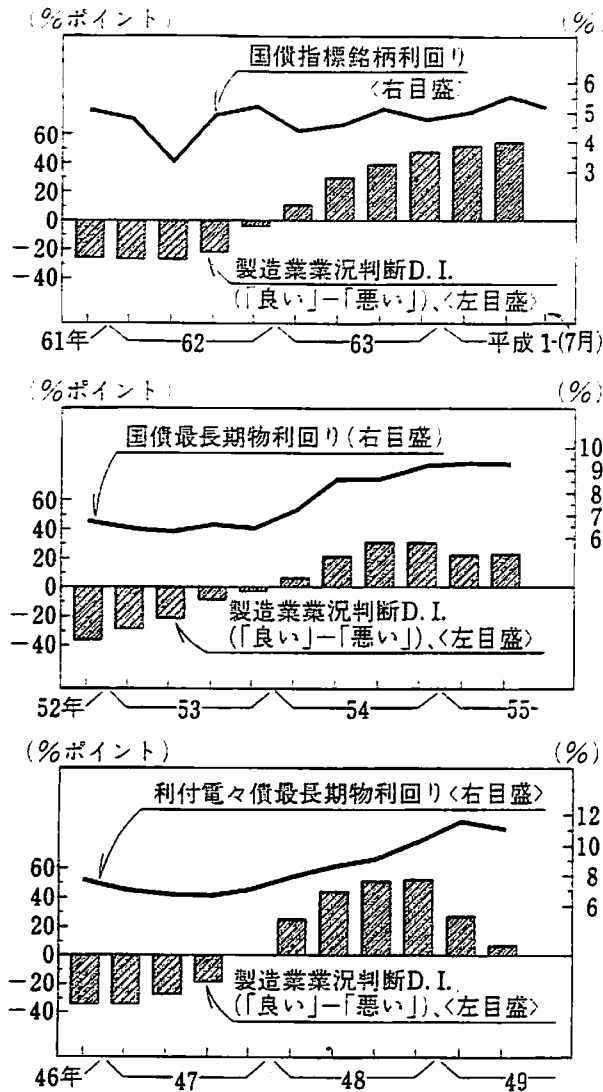
(4) 対外収支の展望

足もとの数量ベースの貿易黒字はやや縮小しているが、先行きについては以下のような黒字拡大と縮小の両方の要因がある。

第1に世界景気、とくに米国景気がスローダウンの方向にあることは、わが国からの輸出の伸びを抑える要因であることは言うまでもない。ただ、前述のとおり、世界景気の減速が現状程度であれば、この面から十分な効果を期待することは難しい。

第2の要因は海外現地生産関係の「誘発輸出」の動向である。本邦企業による海外現地生産はやや長い目でみれば、わが国の輸出減少・輸入増加に効果を発揮するが、過渡期においては「誘発輸出」の増加を通じて黒字をむしろ拡大する(図表16)。この点本邦企業の最近の海外直接投資計画を5月の「主要短観」によ

(図表15) 景気拡大局面における長期金利の動向



(注) 景気拡大局面とは景気の谷(経済企画庁の景気の基準日付による)以降を指す。

(資料) 日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(平成元年5月)

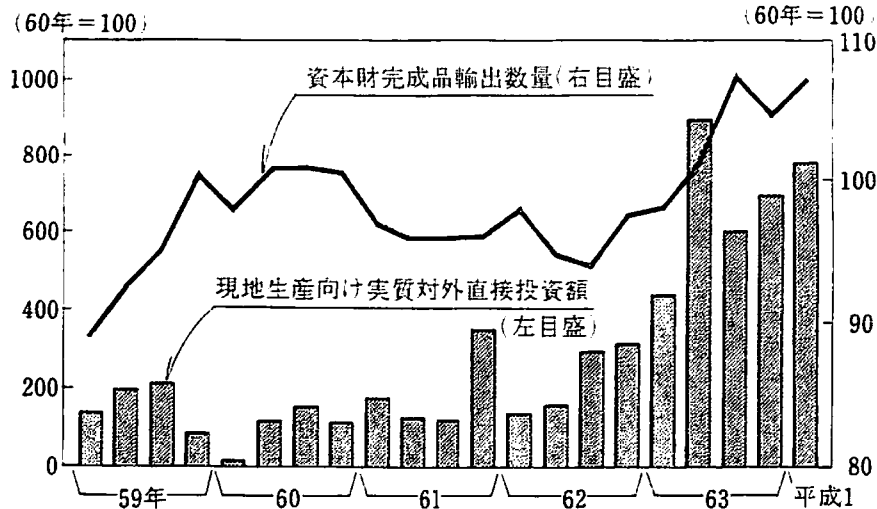
ってみると、63年度に大幅増加(+42.4%)となった後、元年度についても2月調査比2割強の増額修正が行われ、前年同期における63年度計画を上回るなど、根強い投資意欲がうかがわれる。

第3の要因はドル高・円安の進行が輸出入数量に及ぼす影響である。ドル高・円安は輸出入両面に影響するが、輸出数量面では、①わが国の内需が堅調であることに加え、②最近の輸出増加が海外現地生産の立上がり過程での「誘発輸出」や価格弾力性の低い先端技術製品に支えられている面が強いだけに、当面円安が目立って輸出増加をもたらす可能性は小さいと考えられる。他方輸入数量面では、円高に伴う大幅な内外価格差の存在がこれまでの構造調整の進展(消費財の開発輸入・逆輸入、中間品の海外調達増加)をもたらした最大の背景であっただけに、円安が続けば、これがNIEs、

ASEAN諸国の物価上昇傾向や供給余力の低下とも相まって、伸び率低下をもたらす可能性がある。こうした数量面への影響は、円安が進行しても企業がこれを「一時的」とみなす限りはそれほど大きくないが、そうした見方が崩れると、数量ベースの黒字拡大効果もそれだけ大きくなる。

以上を総合すると、平成元年度の数量ベースの貿易収支黒字は前年度に比べ縮小しようが、そのテンポは鈍化することが予想される。もっとも、ドル・ベースの貿易収支黒字については63年度にわずかに拡大(62年度940億ドル→63年度953億ドル)した後、平成元年度については原油価格の上昇に加え、円安に伴うJカー

(図表16) 資本財輸出と対外直接投資の関係



(注) 資本財完成品輸出数量、現地生産向け実質対外直接投資額とも、日本銀行調査統計局推計値。

(資料) 日本銀行「国際収支統計月報」、
大蔵省「外国貿易概況」「日本貿易月表」

ブ効果の影響もあって、小幅ながら縮小する見通しである。この間、経常収支黒字は、旅行収支、運輸収支の赤字拡大等から、縮小傾向を示す公算が大きく、その対名目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

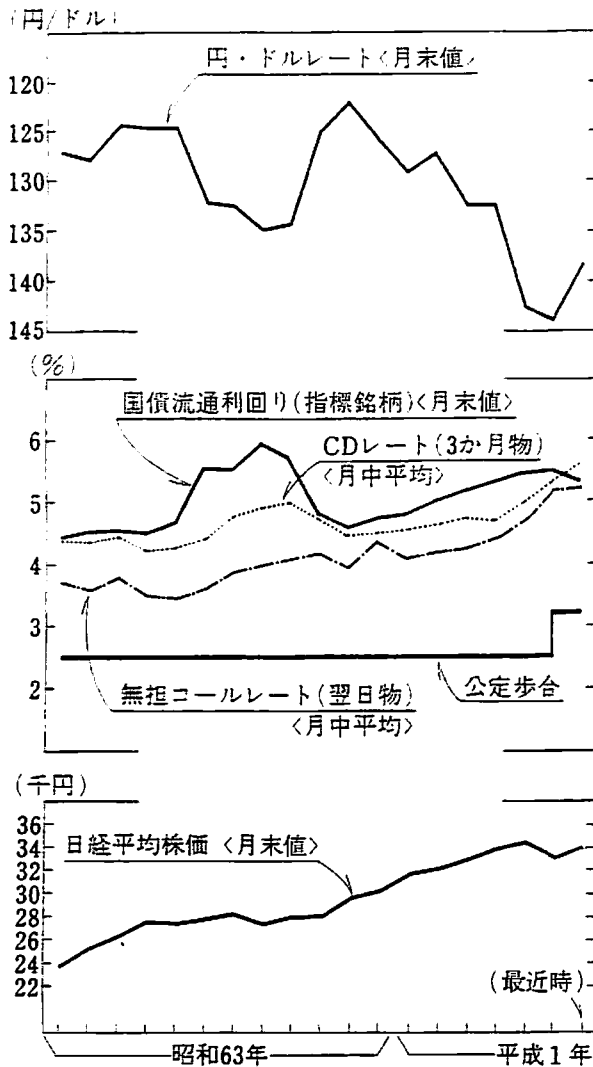
(為替市場の動向)

最近の為替市場の動きを振り返ると(図表17)、円相場は昨年11月下旬に既往ピーク(東京市場終値ベース、11月24日121.15円/ドル)を更新した後、米国金融政策の一段の引締め強化等を背景に軟調地合で推移していたが、本年度入り後は一段とドル高・円安が進行し、6月央には一時1ドル=151円台を記録するに至った。もっとも、その後は各国協調による強力な市場介入が行われる下で急速なドル高・円安の動きに対する警戒観が台頭し、ごく短期間のうちに1ドル=137円までドル安・円高方向に向うなど、かなり投機色の強い展開となっている。こうした最近における急激な為替相場変動の背景をみると、ドル高・円安方向の動きについては米国経済のいわゆる「軟着陸」期待等が、またドル安・円高方向の動きについては米国金利の低下等が挙げられているが、いずれにせよ市場参加者の相場観はかなり不安定な状態で推移している。

このように、為替市場ではこのところ不安定な地合が続いているが、為替相場の水準としては前年度に比べるとかなりドル高・円安方向の展開となっている

(図表17)

為替相場・金利の推移



(63年度中平均128.26円/ドル、平成元年4～7月中旬平均138.70円/ドル)。為替相場がドル高・円安方向に行き過ぎれば、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、今後とも為替市場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。

(金融市場の動向)

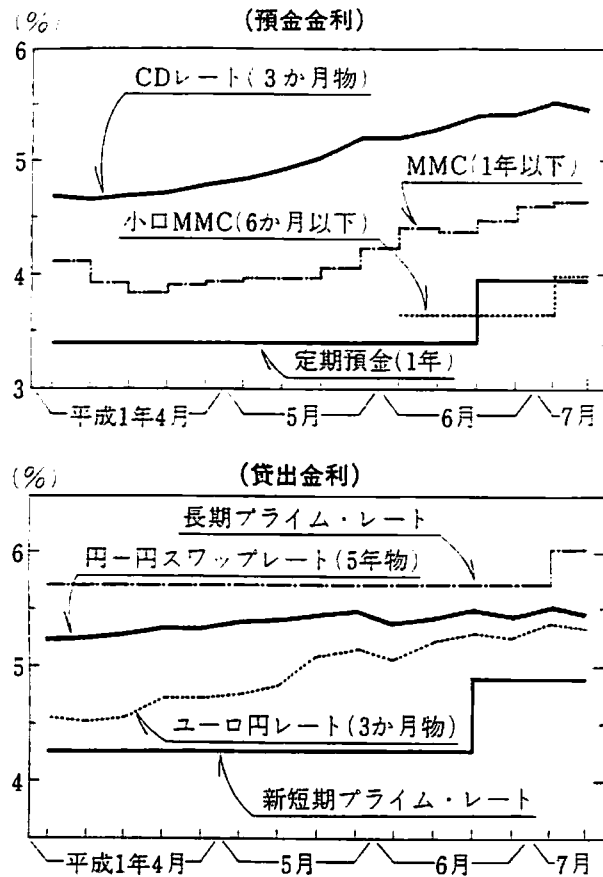
この間、金融市場の動向をみると(図表17)、短期市場金利は力強い景気拡大の下、これまでも基調的な強含み傾向を続けていたが、とくに4月以降はドル高・円安や物価上昇圧力の高まり等を反映してかなり上昇する一方、長期市場金利も上昇した。5月末の公

定歩合の引上げ措置はこうした市場金利の上昇をも踏まえたものであることは前記のとおりである。公定歩合引上げ後の市場金利の動向をみると、短期金利は無担コールで5.2%前後(5月中平均4.68%<63年7月3.87%>)、3か月物CDで5.5%前後(同5.01%<4.78%>)と今次公定歩合引上げ前の水準を上回っているが、長期市場金利はむしろ弱含みに転じている。

以上のような公定歩合および市場金利の動向を反映して、預金金利面では規制金利預金および市場金利に連動する大口定期、MMC、小口MMC等の金利が、また貸出金利面でも長短プライム・レートが引上げられたほか、スプレッド貸出の金利も上昇している(図表18)。このうち、短期プライム・レートについては本年1月以降各行が市場金利連動型の新短期プライム・レートの導入を進めていたが、本年6月央以降、その水準を4.25%から4.875%へと引き上げている。

(図表18)

預金・貸出金利の推移



(注) 1. ユーロ円レートは、スプレッド貸出の金利推移(ユーロ円レート+スプレッド)をみるために掲載。
2. 横目盛の単位は週。

この間、株式市況は公定歩合引上げ後幾分軟調気味に推移したが、その後は反発している。

(マネーサプライの動向)

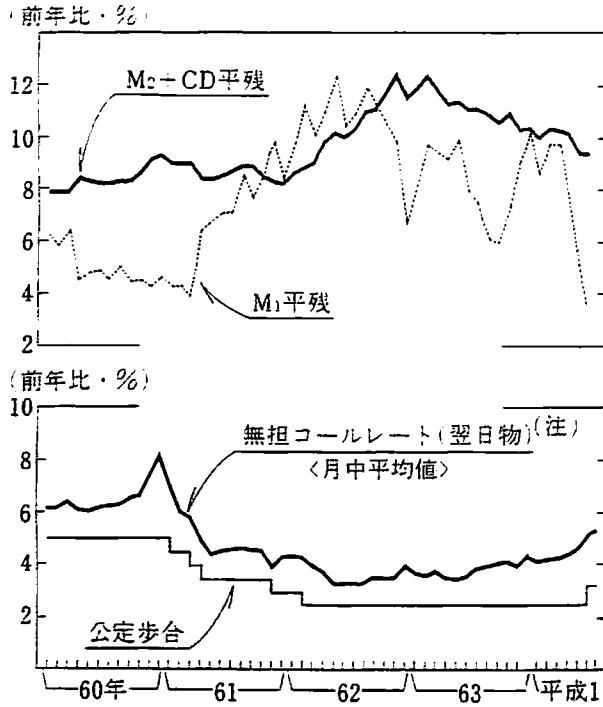
マネーサプライ($M_2 + CD$ 平残前年比)は63年1~3月に+12.1%と約9年ぶりに12%台を記録した後、徐々に伸び率を低下させていたが、本年4~6月は+9.7%と前期(+10.3%)をかなり下回った(図表19)。4~6月のマネーサプライの伸びが低下した背景を通貨需要面からみると、①公定歩合引上げに先立ちすでに4月頃から市場金利が上昇し、これがマネーの押下げ要因として作用したことに加え、②大口定期預金金利とCP発行金利との格差縮小に伴い利鞘の稼得を目的とした大口定期預金の設定が減少したこと

も挙げられる。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が低下したことが挙げられる。もっとも、4~6月のマネーサプライ伸び率の低下には、このほかこのところ定着しつつある新短期プライム・レートも預金の剥落という形を通じて、影響している可能性もある。

目先7~9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ず名目総需要の面からマネーの押下げ圧力が働くことはないと考えられるが、②これまでの市場金利の上昇は引続きマネーの押下げ要因として作用するとみられる。この間、マネーの供給面でウエイトの高い貸出について、日本銀行は金融機関に対し、後述の公定歩合引上げの趣旨を踏まえ、金額、内容の両面にわたりより一層ディシプリンの効いた運営を行うよう要請したところである。

(図表19)

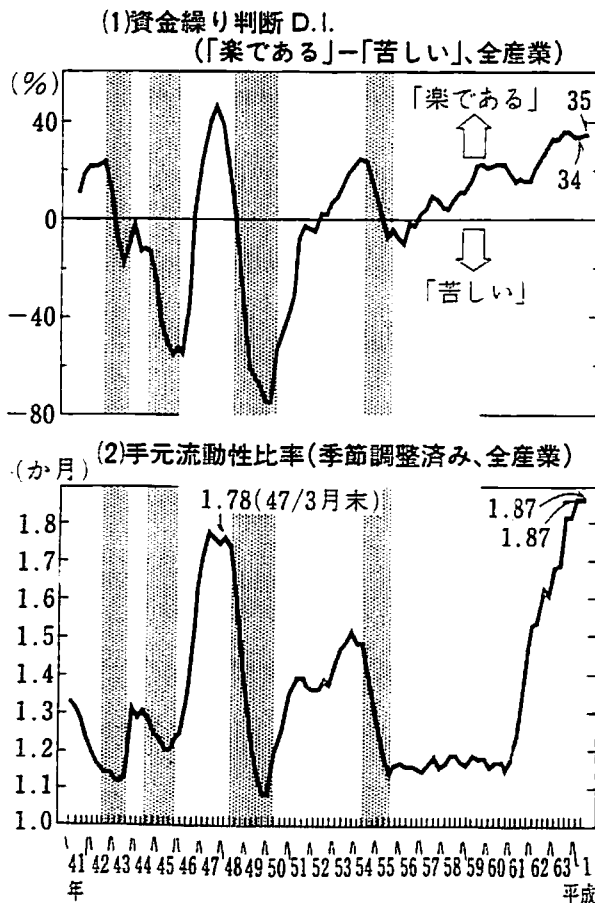
マネーサプライの動向



(注) 60/7月までは有担無条件物。

(図表20)

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5月)

これらを総合的に勘案すると、7～9月のマネーサプライの伸び率は前期比幾分低下し、9%台と予想される。

次にマネーサプライの水準を実体経済活動との関係で評価するため、M₂+CDの流通速度(名目総需要/M₂+CD平残)をみると、流通速度は1～3月に続き4～6月もほぼ横ばい圏内の動きとなるものの、水準としては歴史的にみても極めて低い状態が続くことには変わりはない。また、企業金融指標を「主要短観」によってみると、企業の手元流動性比率が既往ピークにあるほか、資金繰り判断も緩和感が続くなど、引緩んだ状態で推移している(図表20)。

以上を総合すると、マネーサプライの前年比伸び率はこのところ鈍化傾向にあるが、すでにみた実体経済との関連で金融面から十分な注意が必要であるという状況には変わりはなく、今後とも物価の安定を確保していくとの観点はもとより、金融・資本市場への攪乱を防止していくとの見地からも、マネーサプライの動向については十分注視していく必要がある。

4. 当面の政策課題

前記のとおり、現在のわが国の景気拡大を支えている内需の勢いは相当強い。それだけに、息の長い持続的景気拡大を実現するためには、景気を行過ぎとこれに伴う物価上昇を未然に回避することが重要である。この点、当面のわが国の物価を巡る環境をみると、海外情勢、為替相場、期待インフレ率等、わが国の物価に影響を与える諸要因が現在の基調から大きく逸脱しない限り、物価の目立った上昇は回避しうると考えられるが、「輸入の安全弁」効果の低下や国内需要の強さ、高水準のマネーサプライ等からみて、引続き十分な注意が必要である。為替相場については、現在までのところ、企業は円安傾向の動きを一時的なものとし、輸出や価格設定に関する行動を変えておらず、これが現実の物価情勢の悪化を防ぐ上で寄与しているとみられるが、仮にそうした見方が崩れるようなことがあれば、企業の慎重な価格設定行動が変化し、ホームメイド・インフレのリスクが高まる可能性があることに留意する必要がある。

以上のような認識のもと、マクロの経済政策面では、ホームメイド・インフレの発生を回避するとの観点から慎重な運営が必要である。このうち、金融政策面では、日本銀行は5月末に国内景気、物価、為替相場等の動向に加え、市場金利の上昇をも踏まえ公定歩合の引上げを実施したが、本措置はインフレ心理の台頭や企業・金融機関の行動の前傾化を未然に防止することを通じて、物価の安定を確保しつつ内需中心の持続的成長を図っていくことを目的としたものである。日本銀行は現在公定歩合引上げの効果の浸透状況を見守っているところであるが、引続き予断をもつことなく、物価情勢や為替相場の動向などを注視しつつ、適切かつ機動的な対応を図っていく考えである。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。

一方、ミクロの経済政策面では、引続き競争制限的な市場慣行や規制の緩和、見直しを一段と積極的に進めることが重要である。