

# 情勢判断資料（平成元年秋）

——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は、消費税導入前の駆け込み需要等の反動から年度初に一時的に成長テンポが鈍化する局面もみられたが、その後は設備投資、個人消費等国内民間需要の増大と企業収益、家計所得の好調が相互に影響し合うかたちで、再び拡大基調に復している。こうした中で、企業マインドには引続き強さがうかがわれ、需給面では、全体として製品・労働需給の引締まりが続く中、とくに企業の人手不足感の強まりが目立っている。一方、物価は、インフレ心理の落ち着きもあってこれまでのところ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、製品・労働需給の引締まりや昨年末以降の円安・原油高に伴う輸入コストの上昇等を背景に物価上昇圧力には依然として根強いものがある。この間対外名目収支は、円安に伴うJカーブ効果もあって、足もとかなりの黒字縮小をみている。

本年度下期のわが国経済を展望するにあたって、まず海外経済の動向からみると、欧米主要国の景気は、全体としては引続き高めの成長が続くとみられるものの、拡大テンポはこれまでの引締め効果の浸透等から徐々に低下していくものと予想される。一方、アジア諸国では、NIEsの輸出が増勢鈍化をみているが、内需は引続き好調である。こうした海外景気の動向を前提とすると、主要国においてはなお根強い物価上昇圧力が持続する公算が強く、国際商品市況も当面底固い推移をたどるものとみられる。

以上のような海外環境の下、わが国の元年度下期経済をみると、これまで景気拡大をリードしてきた設備投資については、高水準の稼働率・収益に加え、経済構造調整の進展や技術革新の急速な展開といった環境変化への対応もあって、引続き高い伸びが予想される。またウエイトの大きい個人消費についても、良好な雇用・所得環境の下、堅調な足取りを維持することが期待され、このため、住宅投資の減退を見込んだとしても、国内需要全体としてはこれまでの拡大基調を維持する可能性が高い。

そうした可能性が実現するための最大の条件は、インフレ心理の台頭を未然に防止し、物価の安定を確保することである。物価面では、製品・労働需給の引締まりやこれまでの為替円安化による輸入コスト上昇等、需給・コストの両面で上昇圧力には根強いものがあり、また最近の地方における地価上昇等にかんがみる

と、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、対外収支をみると、為替円安化に伴うJカーブ効果の顕現や原油価格上昇の影響から、名目ベース黒字は、昨年に比べかなり縮小するものとみられ、その対名目GNP比率も引続き低下するものと見込まれる。

金融面に目を転じると、為替市場では、本年度入り後ドル強含みでの不安定な地合いが続いているが、こうした為替相場の動きについては、本年9月のG7において、「最近数か月におけるドルの上昇は長期的視点からみた経済のファンダメンタルズに合致しない」との認識で一致し、為替市場において緊密な協調体制を堅持していくことが改めて確認されたところである。為替相場がドル高・円安方向へ行き過ぎれば、物価への悪影響はもとより、対外不均衡是正に向けての経済構造調整が阻害される懸念もある。目下のところ、企業は「中長期的には円高」との見通しの下、これまでの慎重な価格設定行動を変えるに至っていないが、そうした見方が崩れるようなことがあれば、「輸入の安全弁」機能の後退を通じて国内物価に悪影響を及ぼしかねない。

一方、マネーサプライは、ひとところに比べ伸び率が低下したとはいえ、当面10～12月も引続き前年比9%台の伸びが続く見通しであり、实体经济活動との対比でみて、その水準が高めであることは変わりがなく、長い目でみた物価の安定や金融・資本市場の安定を確保するとの観点からは、今後とも十分注視していく必要がある。

以上のような認識のもと、今後の政策運営にあたっては、物価の安定を図ることにより、息の長い景気の拡大を確保することが何よりも求められている。こうした観点からは、ミクロ政策面で、引続き市場開放や競争制限的な諸規制、諸慣行の見直しを通じて、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。またマクロ政策運営面のうち、財政政策については、需給が引締まっているだけに、このところの税収好調にとらわれず、景気変動を平準化し、持続的な成長を図るとの観点に立ち今後も歳出面での適切かつ節度ある運営が望まれる。

金融政策については、引続き物価の安定を基軸に据えた慎重な対応が求められている。こうした状況下、日本銀行は、5月末に引続き10月11日、為替相場、海外金利の動きならびに国内景気、物価、マネーサプライの動向、さらにはこれらを反映した市場金利の動きなどを総合的に勘案し、公定歩合の引上げ(3.25%→3.75%)を実施したが、本措置は物価の安定を確保することを通じて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。また、こうした措置は、インフレ心理の台頭や企業・金融機関行動の前傾化を未然に防止するとともに、為替相場の一層の安定に資するものと期待される。

## 〔目 次〕

- |  |  |
|--|--|
| 1. 最近の経済情勢<br>(景気は振れを伴いながらも拡大基調を<br>持続)<br>(物価の目立った上昇は回避)<br>(対外貿易黒字は足もとかなり縮小)     | (4) 対外収支の展望  |
| 2. 平成元年度下期の経済の展望<br>(1) 海外経済の展望<br>(2) わが国経済の展望<br>(国内需要は拡大基調を持続)<br>(3) 物価上昇圧力の評価 | 3. 最近の金融情勢<br>(為替市場の動向)<br>(金融市場の動向)<br>(マネーサプライの動向)         |
|  | 4. 今後の留意点と政策課題<br>(景気の自律的上昇力の持続性)<br>(物価上昇のリスク)<br>(当面の政策課題) |

### 1. 最近の経済情勢

(景気は振れを伴いながらも拡大基調を持続)

わが国経済は、春先以降振れの大きい局面が続いたものの、基本的には国内需要の腰は強く、景気は設備投資、個人消費の増大と企業収益、家計所得の好調が相互に影響しあうかたちで、引続き拡大を続けている(図表1)。

すなわち実質G N Pの動きをみると、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+9.6%とかなり高い伸びとなった後、4～6月にはその反動を中心に、同-3.1%と一時的にマイナス成長を記録した。もっとも、最近の各種経済指標からみると、こうした特殊要因が剥落した7～9月には、再び拡大軌道に復帰した見込みである。

この点をやや詳しくみると、まず鉱工業生産は、1～3月著増(前期比+3.1%)の反動もあって、このところ横ばい圏内の動きにとどまっているが、4～6月に大幅な減速をみた個人消費は、家電販売等の一部でその後も伸び悩みが続いていることを除けば、百貨店売上高や乗用車新車登録台数等の高い伸びに示されるように、年央以降着実な回復歩調をたどっている。また、企業部門をみても、収益については、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増益ないし高水準を持続する見込みである。このため、企業マインド面でも引続き強さがうかがわれ、8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、非製造業ともに業況判断D.I. (「良い」-「悪い」、社数構成比)の「良い」超幅は、既往ピークの水準を

(図表1)

## 景 気 の 足 取 り

	昭和63年 4～6月	7～9月	10～12月	平成元年 1～3月	4～6月	7～9月	
実質GNP (前期比、年率、%)	Δ 3.3	9.5	3.4	9.6	Δ 3.1	n.a.	
鉱工業生産 (前期比、%)	0.8	2.0	1.8	3.1	0.0	0.2	
製商品在庫判断 D.I. (「過大」-「不足」、%)	1	0	Δ 1	Δ 1	Δ 5	Δ 4	
製品需給判断 D.I. (「需要超」-「供給超」、%)	Δ 12	Δ 7	Δ 5	Δ 2	3	3	
製造業売上高 経常利益率(%) (除く石油精製)	5.48 (63/上期)		5.77 (63/下期)		〈予測〉 5.87 (1/上期)		〈予測〉 5.81 (1/下期)
製造業業況判断 D.I. (「良い」-「悪い」、%)	30	39	48	52	55	55	
生産設備判断 D.I. (「過剰」-「不足」、%)	5	3	0	Δ 1	Δ 2	Δ 3	
有効求人倍率 (水)	0.99	1.08	1.12	1.14	1.26	(7-8月) 1.34	
実質賃金 (前年比、%)	4.0	3.6	3.4	3.4	2.3	(7-8月) 0.5	
全国百貨店売上高 (前年比、%)	7.8	7.5	7.5	17.3	2.9	9.8	
新設住宅着工戸数 (前期比、%)	Δ 3.7	3.9	Δ 6.7	0.6	3.2	(7-8月) 0.6	
公共事業出来高 (前年比、%)	5.4	Δ 0.2	Δ 7.9	Δ 6.8	3.4	(7-8月) 2.5	
国内卸売物価 (前年比、%)	Δ 0.2	Δ 0.6	Δ 1.1	Δ 0.1	2.4	2.7	(10月上旬) 2.7
消費者物価 (全国、除く生鮮、前年比、%)	0.3	0.3	0.6	0.9	2.8	2.9	
経常収支 (季節調整済み、億ドル)	171	184	208	215	128	137	
対名目GNP比率(%)	2.4	2.7	2.8	2.9	1.8	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8月)による。

2. 全国百貨店売上高は、消費税を含むベース。

3. 経常収支の平成元年7～9月は7～8月の四半期換算。

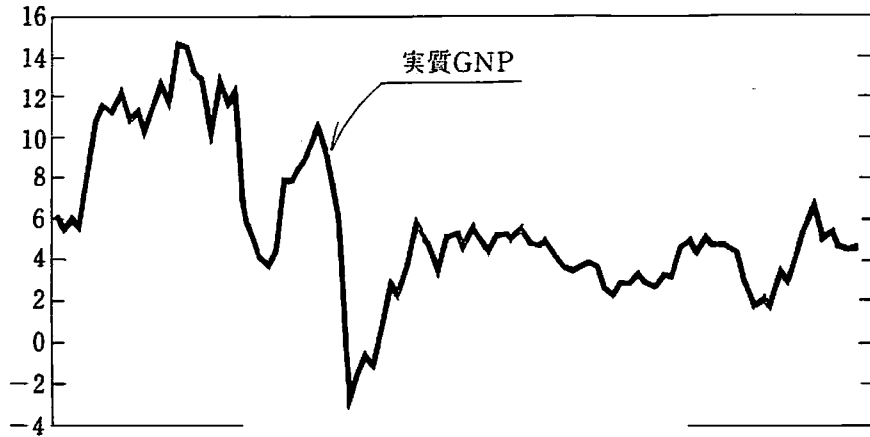
(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」、日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(平成元年8月)等

持続ないし更新している(図表2)。以上のような情勢のもとで、企業の設備投資計画は引続き積極的であり、GNP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

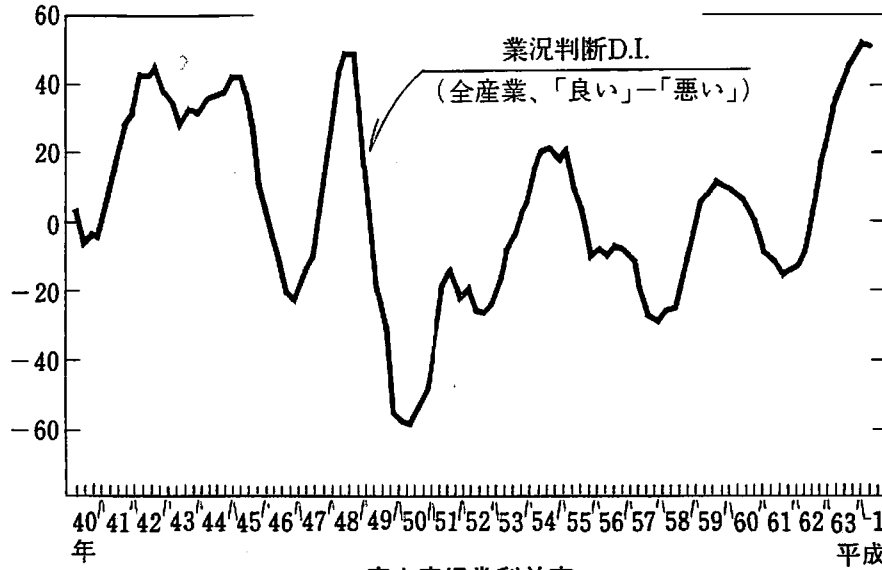
(図表 2)

業況判断、売上高経常利益率等の長期時系列

(前年比、%)



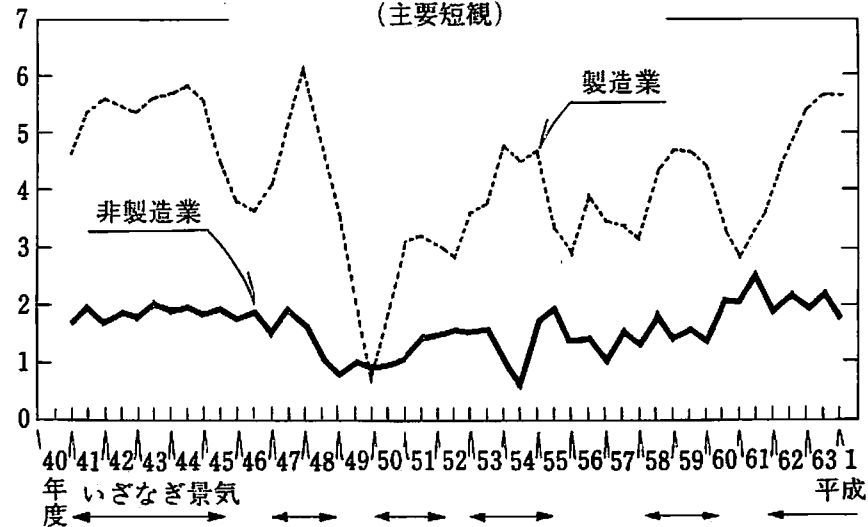
(%ポイント)



(%)

売上高経常利益率

(主要短観)



(注) 「↔」部分は景気拡大期

(資料) 経済企画庁「国民経済計算」、

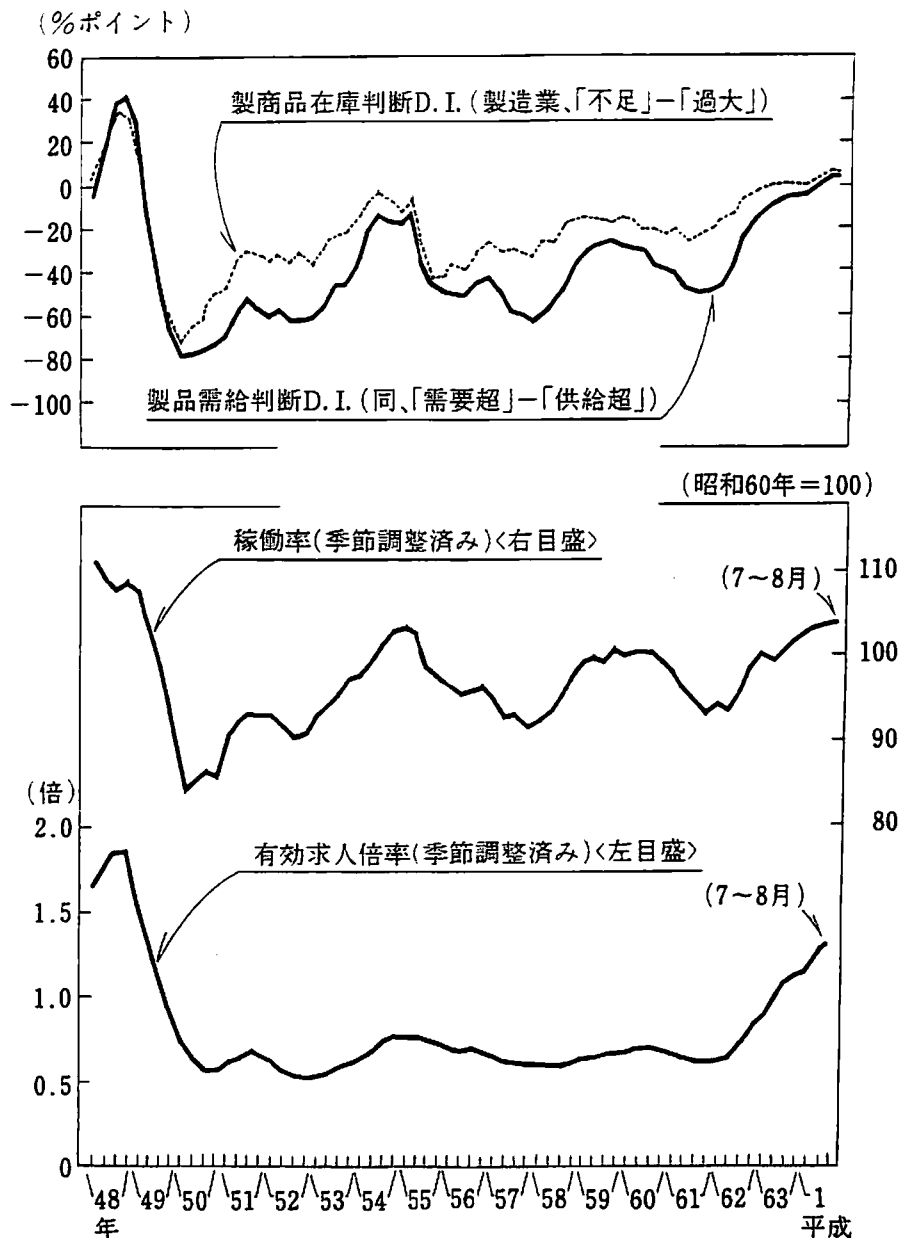
日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(平成元年8月)

記のとおり高い伸びが見込まれている。

こうした内需主導の景気拡大の持続を反映して、製品・労働需給は引締まった状態が続いており、とくに労働面では人手不足感が強まるなど逼迫傾向にある。ちなみに、最近の雇用情勢をみると、有効求人倍率(季節調整済み)は、7月に1.35倍と49年4月以来のレベルにまで上昇した後も高水準で推移しているほか、完全失業率も低水準にある(図表3)。もっとも、これまでのところ女子雇用を中心に労働供給が弾力的に増加していることや相対的に賃金水準の低いパート比率

(図表3)

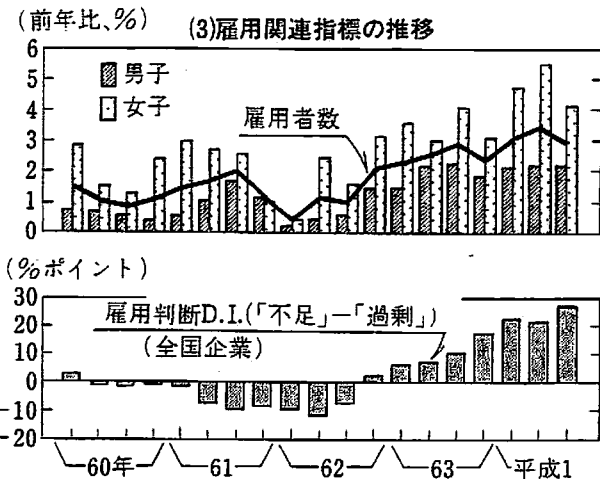
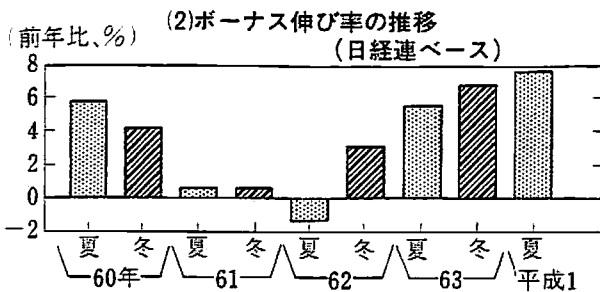
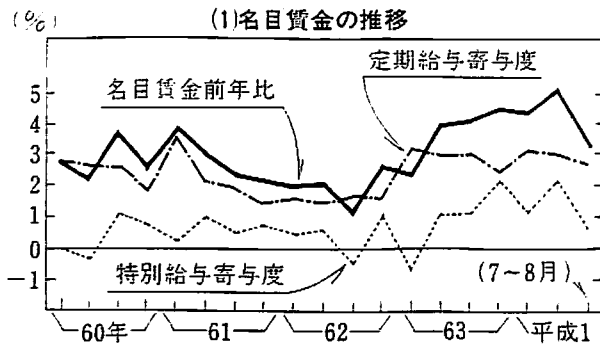
製品・労働需給の動向



(資料) 日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(平成元年8月)、  
 通商産業省「鉱工業指数統計」、労働省「職業安定業務統計」

(図表4)

### 雇用・賃金の動向



(注) 平成元年7～9月の雇用者数は、7～8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「給与・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8月)

の増加もあって、需給逼迫の割には名目賃金は比較的マイルドな上昇にとどまっている(図表4)。

(物価の目立った上昇は回避)

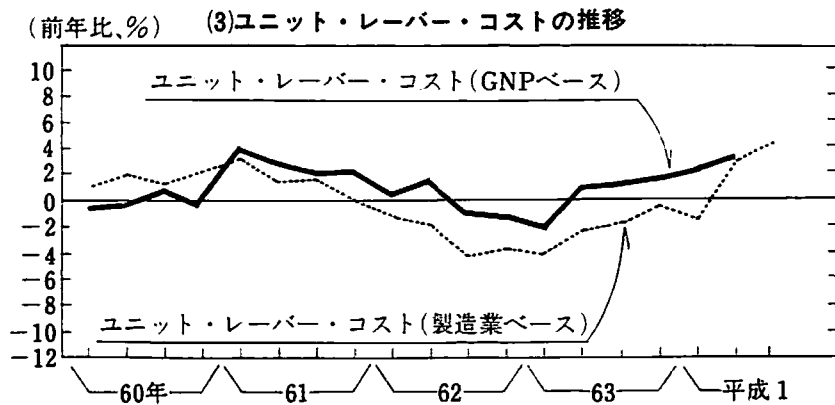
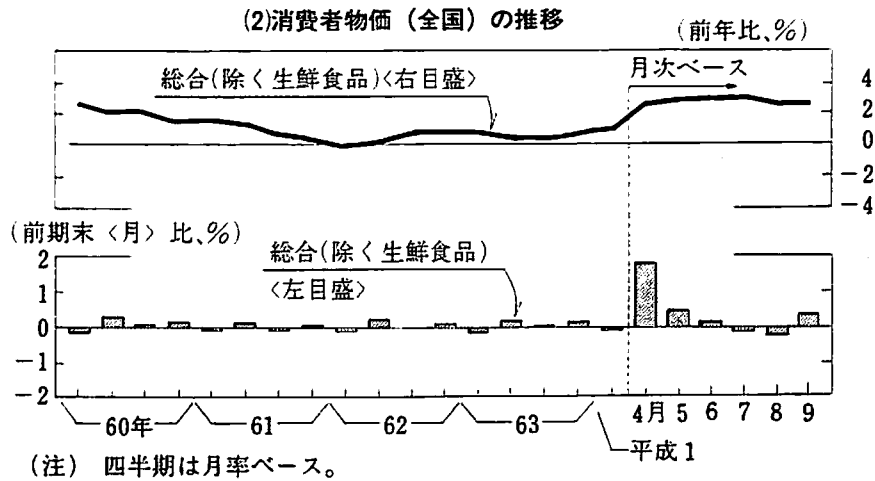
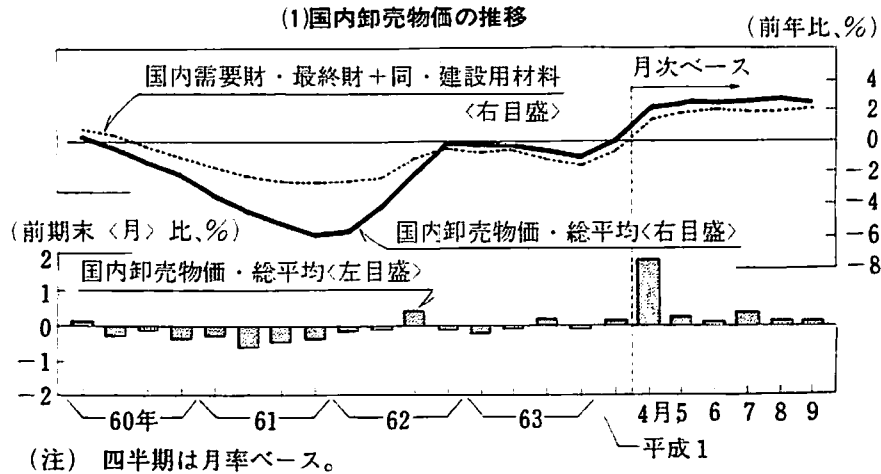
物価面をみると(図表5)、製品輸入の浸透による直接・間接の国内価格抑制効果やインフレ心理の落ち着きを主因に、これまでのところは全体として上昇テンポが目立って加速するような事態は回避している(注1)が、国内製品・労働需給の引締まりや昨年末以降の円安・原油高に伴う輸入コストの上昇等潜在的な物価上昇圧力には根強いものがある。

すなわち、国内卸売物価は、ひところ騰勢が目立った建設資材については輸入品増加の影響もあって夏場以降値上がりテンポが鈍化しているが、依然として輸入コストの上昇や国内需給の引締まりの影響から、月率+0.1～0.2%の微騰傾向が続いている。一方、消費者物価は、総じてみればなお安定圏内の動きとなっているが、足もとは生鮮食品や被服等の季節商品の値上がりもあって若干上昇して

いる。こうした中で、労働需給の逼迫、ユニット・レーパー・コストの高まりを背景に、民間サービスのうちの手間賃等個人サービス価格の前年比上昇率が徐々に高まりつつある点は、今後注意を要するところである。

(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5) 物価とユニット・レーバー・コストの動向



(注) 平成元年7～9月のユニット・レーバー・コスト(製造業ベース)は、7～8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」

(対外貿易黒字は足もとかなり縮小)

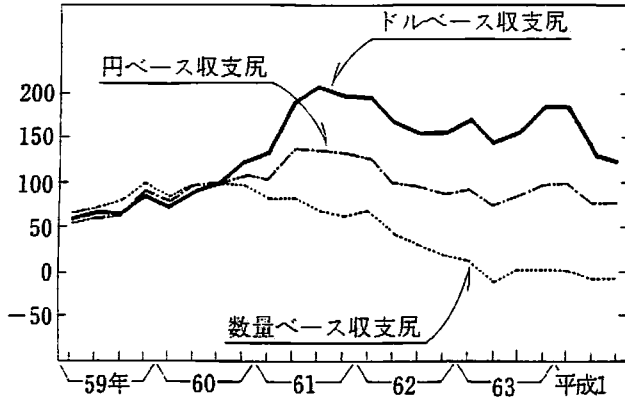
ドル・ベースの貿易収支の動向をみると、昨年央以降、設備投資主導による世界景気の同時的拡大を反映した資本財輸出の増加等から黒字がやや拡大する傾向



(図表6)

### 貿易黒字の動向

(昭和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」

を示していたが、本年度入り後は、1~3月の対米乗用車輸出急増の反動減に加え、海外景気のスローダウンや原油価格の上昇、ドル高・円安に伴うJカーブ効果の影響から、再びかなりの黒字縮小をみている(図表6)。

## 2. 平成元年度下期の経済の展望

本年度下期のわが国経済を展望するにあたっては、①公定歩合引上げ(図表7)の下で、物価の目立っ

た上昇を回避しつつ、景気の自律的な拡大を維持しうるかどうか、が最大のポイントとなるが、それとともに、②対外不均衡の縮小が引続き進展するか否かも、為替・金融市場の安定性や貿易摩擦問題との関連からみて、極めて重要な問題である。

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、併せて現在わが国経済が抱えているリスク、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

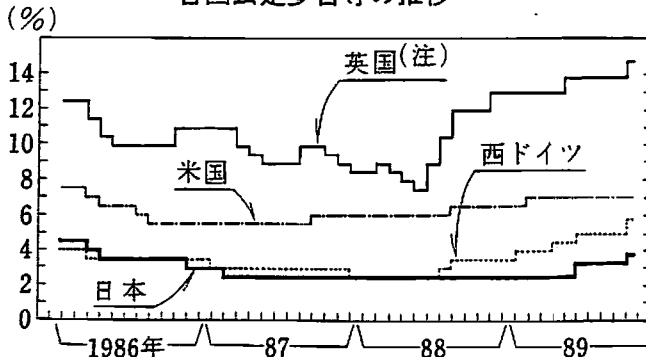
まず、最初に海外経済の動向をみると(図表8)、欧米主要国の経済は、全体としては引続き高めの成長が続くとみられるものの、拡大テンポは、これまでの引締め政策の効果浸透等から緩やかに低下していくものと予想される。

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、家計部門

を中心に内需の伸びがスローダウンしつつある。これを映じて生産や雇用者の増加も総じて小幅なものにとどまっており、今後こうした内需鈍化の傾向が一層明確化すれば、対外不均衡の是正にも好影響を与えるものと期待される。ただ、一方で、足もとの輸出や設備投資が堅調を維持していることも

(図表7)

### 各国公定歩合等の推移



(注) 市場介入金利。

(図表 8)

## 海外主要国の景気・物価動向

## (1) 実質GNPの推移

(前年比・寄与度、%)

		1987年	88年	89/1Q	2 Q	3 Q
米 国		3.7	4.4	3.3	3.0	2.9
	内 需	3.3	3.3	2.7	2.5	2.9
	外 需	0.4	1.1	0.6	0.5	0.0
E C(主要4か国ベース)		2.6	3.6	3.1	n.a.	n.a.
	内 需	3.8	4.5	3.9	n.a.	n.a.
	外 需	Δ 1.2	Δ 0.8	Δ 0.8	n.a.	n.a.
韓 国・台 湾		12.4	10.2	6.1	7.1	n.a.
	内 需	11.3	11.7	10.1	13.1	n.a.
	外 需	1.1	Δ 1.5	Δ 4.0	Δ 6.0	n.a.

## (2) 賃金・物価の推移

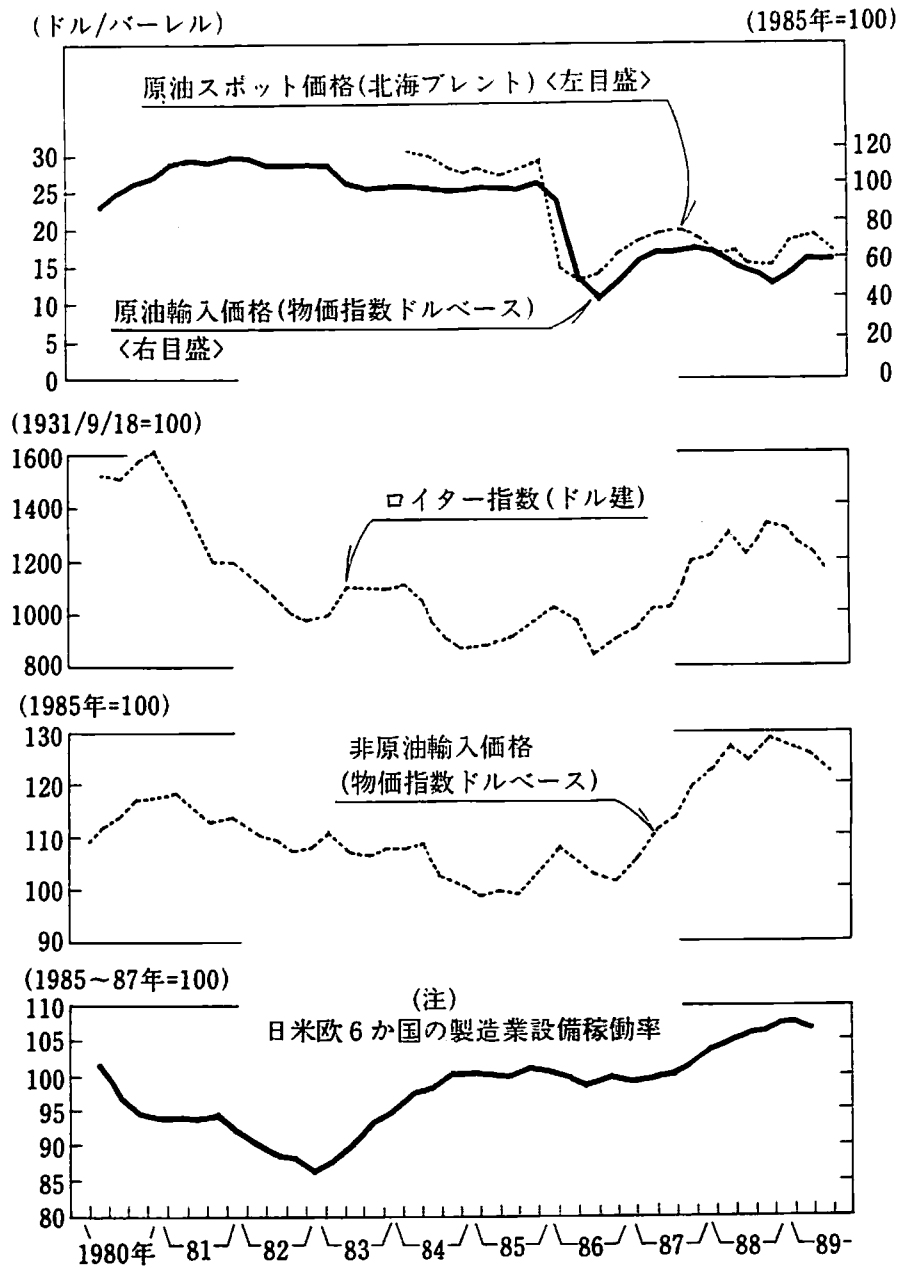
(前年比、%)

		1987年	88年	89/ 1 Q	2 Q	最 近
米 国	賃 金	2.5	3.5	4.1	3.9	4.0(3 Q)
	生産者物価(最終財)	2.1	2.5	5.1	5.9	4.6(3 Q)
	〈同・除く食料品・エネルギー〉	〈 2.4〉	〈 3.2〉	〈 4.4〉	〈 4.5〉	〈 4.2(3 Q)〉
	消費者物価	3.7	4.1	4.8	5.2	4.7(3 Q)
西ドイツ	賃 金	3.8	3.3	3.6	3.7	3.7(7月)
	生産者物価	Δ 2.5	1.3	3.1	3.3	3.0(3 Q)
韓 国 台 湾	製造業賃金	11.6	19.8	19.5	n.a.	25.3(5月)
	〃	9.7	10.7	17.8	n.a.	13.2(5月)

あって、景気は当面なお底固さを維持する可能性も強く、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、上昇率はピークアウトしたとみられるものの、基調的なインフレ圧力が目立って低下するまでには、今しばらく時間を要する見通しである。また、欧州では、英国が個人消費の減退から景気鈍化の方向にあるが、全体としては設備投資の堅調からこれまでの拡大基調を維持しており、物価上昇圧力は依然強い。このため、西ドイツをはじめ欧州諸国では、景気の過熱を防止し、為替相場の安定を維持する狙いもあって、10月上旬公定歩合や市場介入金利の引上げを実施した。一方、アジアNIEsでは、内需は引続き好調ながら、賃金上昇や自国通貨高の影響による輸出の増勢鈍化(とくに韓国)から、成長テンポは若干スローダウンしているが、ASEAN諸国では、輸内需とも好調が続いており、物価上昇率も高まっている。

(図表9)

輸入物価を巡る環境



(注) 日本、米国、英国、西ドイツ、フランス、イタリアの6か国ベース。

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9)、まず昨年11月以降上昇傾向にあった原油価格は、本年4月下旬頃からはOPEC諸国の減産の足並みの乱れから軟化したが、9月以降は需要好調もあって再び強含んでいる。また、その他の国際原料品市況も年央以降供給増加(非鉄)や干ばつ懸念の後退(穀物)等を反映して軟調気味に推移していたが、最近では供給障害の発生等により一部に上昇する品目もみられている。こうした国際商品市況

の先行きについては、不確定要因が大きいだけに見通し難いものの、季節的な需要増(原油)に加え、前述のように世界景気が減速しつつも当面なお堅調さを維持するものとするれば、目先市況は底固く推移するものと考えられる。また、加工製品の輸入価格についても、このところ一部に海外需給引緩みの影響から弱含んでいるもの(鉄鋼、化学)がみられているが、アジア NIEs での賃金上昇や欧米主要国における物価上昇圧力の根強さ等からみて、ここしばらくは、総じて保合い圏内の動きにとどまるものと予想される。

こうした状況下、世界経済が安定した成長を続け、主要国間の対外不均衡是正が一段と進展するためには、景気過熱国ないし赤字国が引続き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、内需が引続き減速することを通じて、輸出余力が確保されるとともに、賃金・物価の上昇圧力が軽減されることが期待される。

## (2) わが国経済の展望

### (国内需要は拡大基調を継続)

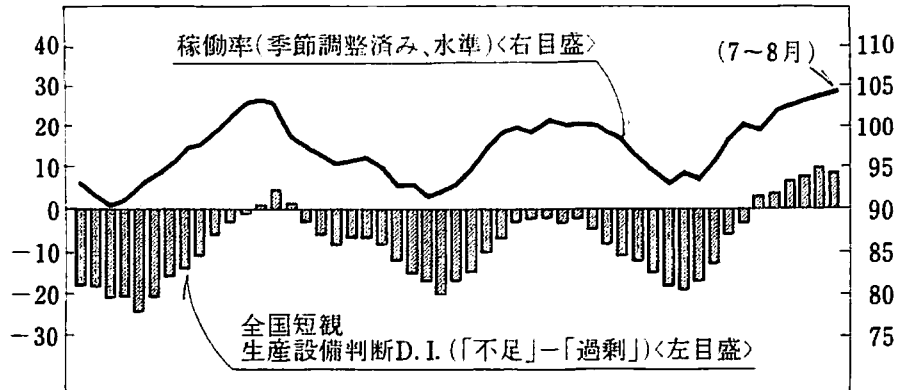
国内民間最終需要の動向をみると、以下のとおり設備投資が力強い増勢を続けるほか、民間需要の大宗をなす個人消費も堅調さを維持するとみられることから、住宅投資の減退にもかかわらず、全体としては、平成元年度中はこれまでの拡大基調を継続することが可能と思われる。

まず、設備投資についてみると(図表10)、高水準の設備稼働率、好調な収益等を背景に引続き企業の設備投資マインドが積極的であることから、本年度下期についても、増産・拡販、新製品開発投資等を主体に高い伸びが見込まれている。ちなみに8月短観における元年度設備投資計画をみると、主要企業、全国企業ともほとんどの業種で5月調査に比べさらに上積みされ、8月調査としては、大幅な投資盛上がりを見た昨年度並みの高い伸びとなっている(全産業<主要短観>：63年度実績+18.0%→元年度計画+14.8%、前年8月時点の63年度計画+14.3%)。業種別には、非製造業が、投資拡大局面5年目を迎えているにもかかわらず、意欲的な計画を組んでいるのが目立っている。最近の設備投資の内容をみると、①景気拡大や人手不足に対応した合理化・能力増強投資の増加に加え、②経済構造調整の進展や技術革新の急速な展開、規制緩和等外部環境の急速な変化に対応するかたちで、情報化投資、研究開発投資など投資の多様化が進んでいるのが大きな特徴である。こうした傾向は、設備投資の長期拡大を可能にしている要因のひとつとして見逃せないところである。

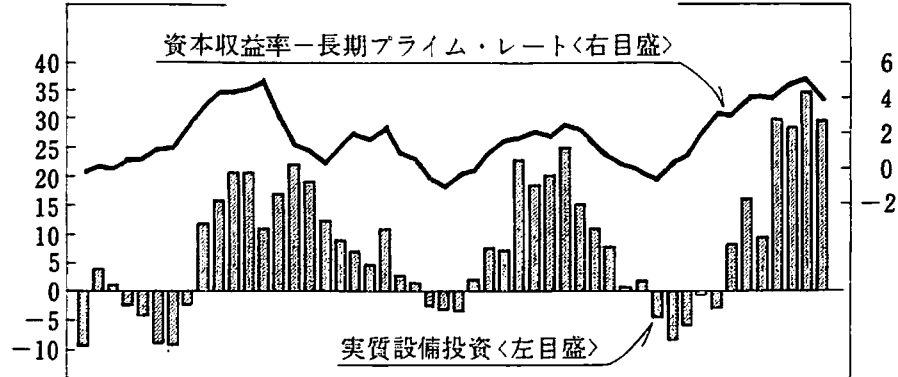
(図表10)

### 設備投資の動向

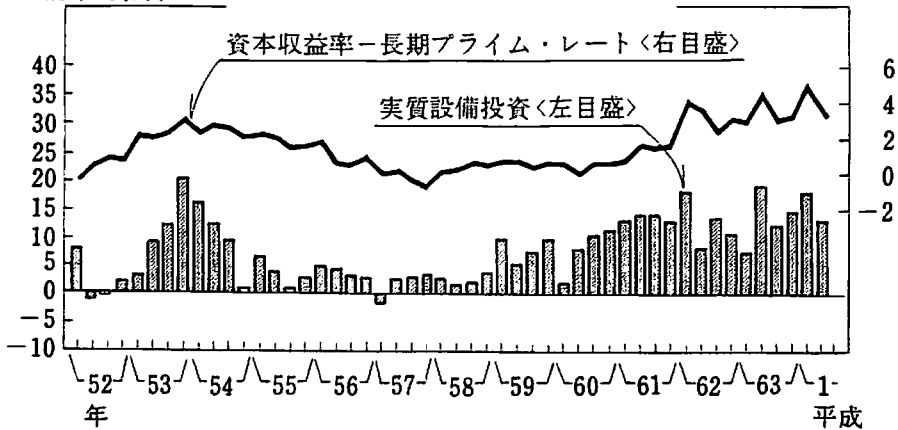
(%ポイント) (1)製造業 (昭和60年=100)



(前年比、%) (2)非製造業 (%)



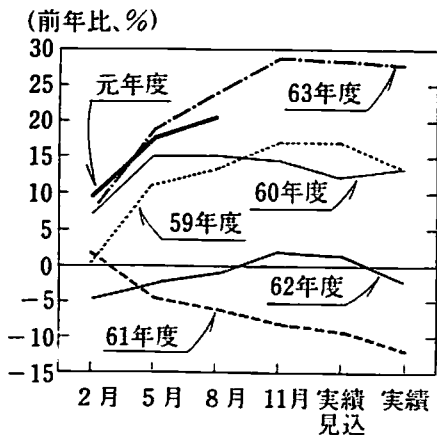
(前年比、%) (3)設備投資年度計画の修正状況 (%)



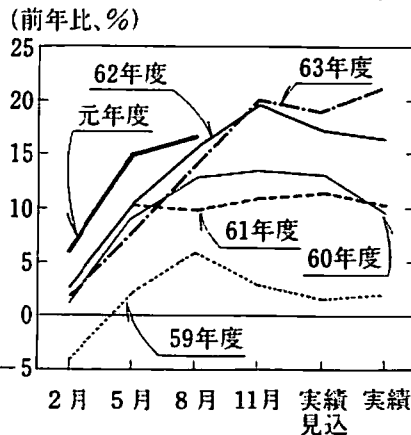
(3)設備投資年度計画の修正状況

(注) 元年4~6月の実質設備投資は法人企業統計季報ベース。

#### 主要短観製造業



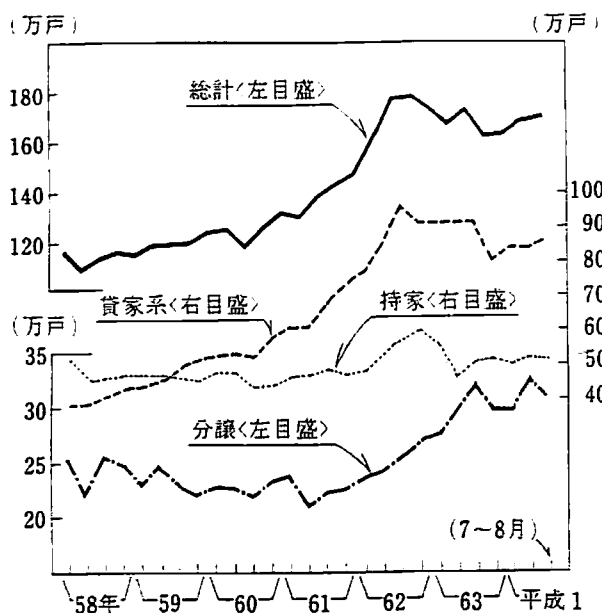
#### 主要短観非製造業(除く電力)



(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8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11)

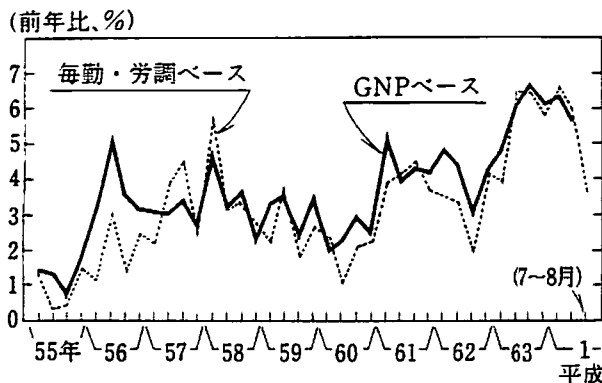
新設住宅着工戸数の推移  
(季節調整済み、年率換算)



(資料) 建設省「建設統計月報」

(図表12)

実質雇用者所得の動向



(注) 1. 毎勤・労調ベースの雇用者所得は労働省「毎月勤労統計」および総務庁「労働力調査」より日本銀行調査統計局推計。

2. GNPベース雇用者所得は民間最終消費デフレータ、毎勤・労調ベース雇用者所得は消費者物価指数でデフレート。

(資料) 経済企画庁「国民経済計算」

労働省「毎月勤労統計調査」、総務庁「労働力調査」「消費者物価指数」

次に、家計支出についてみると、住宅投資が高水準ながら次第に減少に向かう一方、個人消費は、消費税導入の影響が一巡した後、良好な雇用・所得環境の下で比較的堅調な足取りを維持する見通しである。すなわち、住宅投資は、足もとについては消費税の導入や住宅ローン金利の引上げ前の駆け込み着工の増加から、かなり高水準で推移しているものの、先行きについては、その反動が予想されることから徐々に減少していくものとみられる(図表11)。

一方、個人消費をみると、その基調を左右する所得環境は、①中核を成す雇用者所得が、雇用者数の着実な増加や企業収益の好調を背景とするベア率、ボーナス支給率の上昇からこのところ高い伸びを続けている(図表12)ことに加え、②個人企業所得も、これと関連の深い建設、サービス関連の個人企業の業況堅調を映じて、増加傾向を続けるとみられることなどから判断して、引続き良好な状態で推移するとみられる。こうした所得の増加や良好な雇用環境の持続は、家計の消費マインドに好影響

を与えることが予想されることから、今後とも物価の安定が維持されれば、個人消費については、全体としてみれば堅調な足取りを続けることが期待される。

この間、政府支出については、暫定予算成立の遅れから、公共工事の発注が後

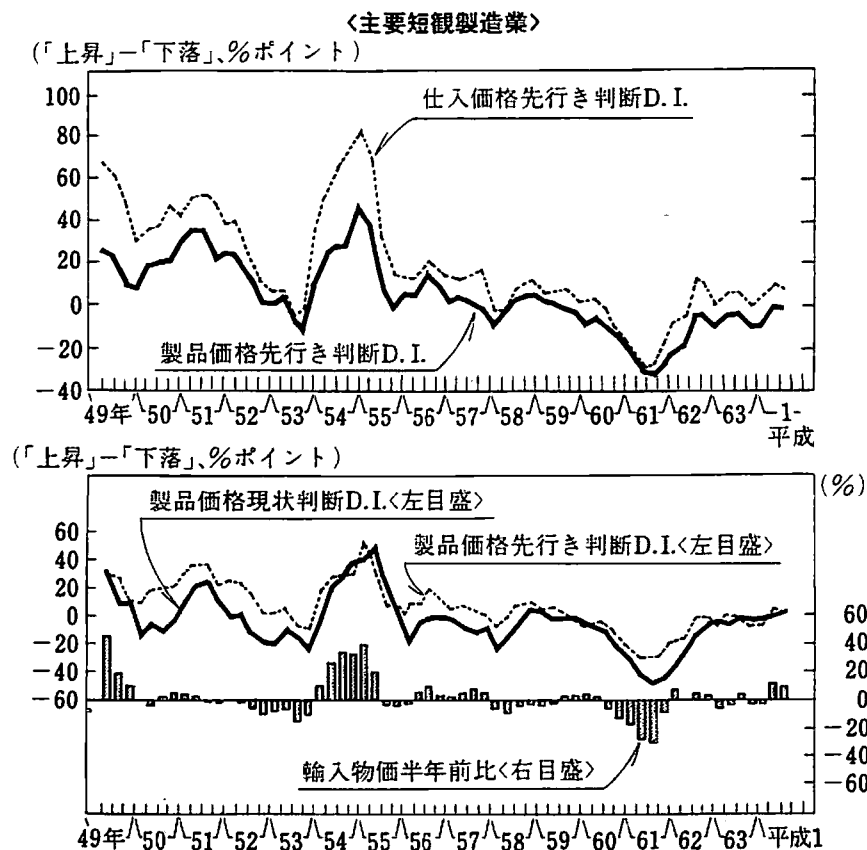
倒しとなっているものの、元年度予算と地方財政計画を前提とすると、平成元年度におけるG N P 寄与度はほぼ前年度並みとなる見込みである。

### (3) 物価上昇圧力の評価

物価に関しては、製品・労働需給引締まりの下で、これまでの為替円安化による輸入コスト上昇等の影響から、当面ジリ高歩調を続けるとみられるものの、企業のインフレ心理の落ち着きが引続き維持される<sup>(注2)</sup>限り、上昇テンポの加速は避けられる見通しである。こうした背景としては、①労働需給逼迫の割には、これまでのところ名目賃金の上昇率が比較的緩やかなものにとどまっていることに加え、②海外需給面では、供給の増加もあって、ひとところに比べれば、製品、原材料とも逼迫感がやや薄れる方向にあること、等がその主たる要因として指摘できよう。

ただ、こうした中で、①企業の先行き価格見通しをみると、製品価格は比較的落ち着いている一方、仕入価格は上昇傾向にあること(図表13)、②ユニット・レー

(図表13) 先行き価格観の動向



(資料) 日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(平成元年8月)  
「卸売物価指数」

(注2) 企業のインフレ期待の落ち着きには、製品輸入を通じる直接的な価格押下げ効果に加え、潜在的な輸入圧力がわが国企業の値上げ姿勢を慎重化させているといった広い意味での「輸入の安全弁」効果が少なからず寄与しているものと思われる。

バー・コストについても、雇用の増大の一方、生産、売上数量の拡大テンポの加速は見込み難いことから、徐々に伸び率を高める方向にあること(前掲図表5)など、物価上昇圧力には根強いものがあるのも事実であり、こうした点を勘案すると、後記のとおり、物価情勢については企業のインフレ心理の動向をはじめ今後とも注視を怠れない。

#### (4) 対外収支の展望

対外収支の動向に目を転じると数量ベースの貿易黒字は元年度上期に縮小のあと、下期については、海外での現地生産化に伴う「誘発輸出」の堅調持続や、年初来の為替相場の円安化に伴い輸入の増勢が鈍化すると見込まれるため、元年度全体としては、黒字縮小テンポは緩やかなものとなる公算が強い。

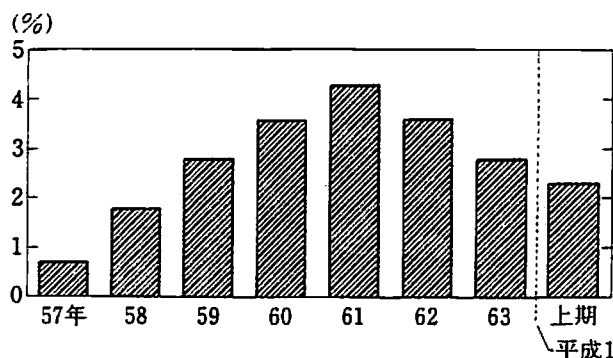
すなわち、輸出数量については、中国向け輸出の減少や、わが国の内需拡大に伴い輸出余力が減退する可能性があるものの、本邦企業が海外現地生産を進めつつあることに伴い、こうした海外現法への資本財・部品輸出が引続き増加すること等が見込まれることから、先行きについては緩やかながら増加を続ける見通しである。一方、輸入数量については、生産の増加に伴う原材料輸入の伸びが回復することや消費財輸入の順調な増加が期待されるものの、中間財等の一部では内外価格差が縮小していることや年初来の為替円安の影響もあって、これまでに比べれば増勢は若干鈍化する可能性が強い。

もっとも、ドルベースでみた名目貿易収支の黒字は、原油価格の上昇や円安に伴うJカーブ効果の顕現から、前年比かなり縮小するものと見込まれる。また、経常収支についても、旅行収支や運輸収支等の赤字幅拡大が見込まれることから、貿易収支を若干上回る黒字縮小が予想され、経常収支黒字の対名目G N P比

率も引続き着実に低下することが期待されよう(図表14)。

(図表14)

経常黒字対名目G N P比率の推移



(資料) 日本銀行「国際収支統計月報」、経済企画庁「国民経済計算」

### 3. 最近の金融情勢

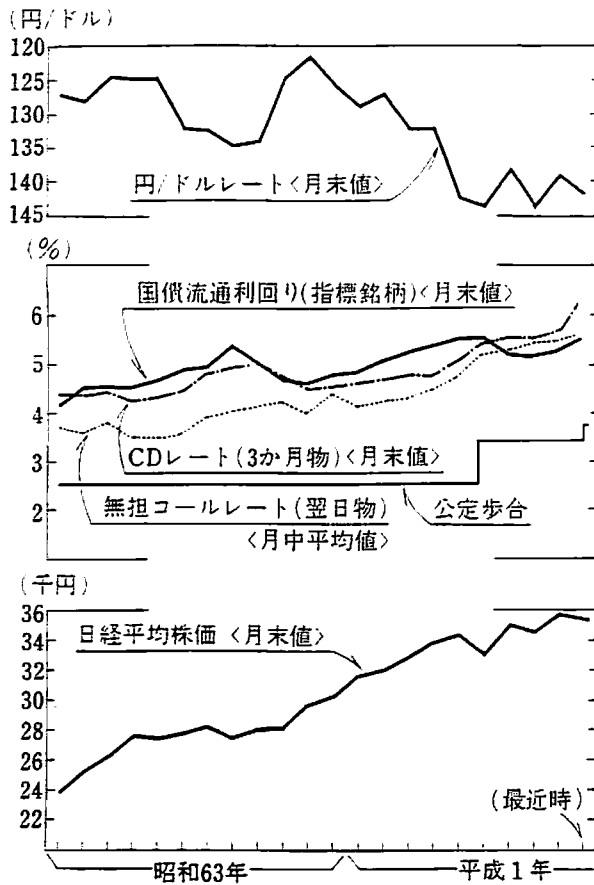
(為替市場の動向)

最近の為替市場の動向を振り返ると(図表15)、円相場は、6月央に一時1ドル=151円台と年初来の円安ピークを記録した後、米国金利低下期待の強まり等を背景に



(図表15)

為替相場・金利等の推移



8月初には136円程度までドル高修正が進むなどかなり振れの大きい相場展開を示した。しかし、その後は、米国経済の底固さを示す経済指標の発表やそれに伴う米国金利の早急な低下期待の後退等を受け、再びドル高・円安に転じ、とくに9月入り後は、中旬過ぎまで145円を上回る円安気味の相場水準が続いた。もっとも、各国協調による強力な市場介入が行われる下で、9月下旬以降は、ドル高・円安の行き過ぎに対する警戒観が台頭し、円相場は幾分上昇し、140円台前半の展開となっている。

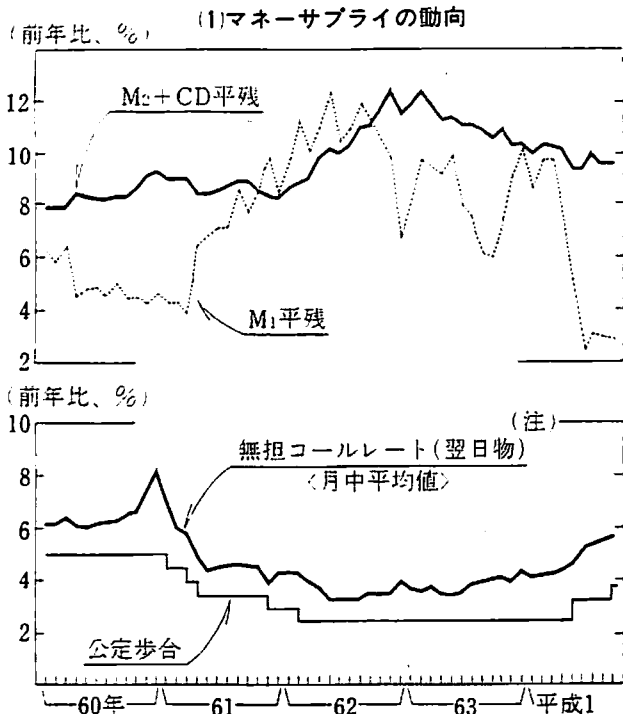
このように、為替市場では、本年度入り後はドル強含みでの不安

定な地合いが続いているが、こうした為替相場の動きについては、本年9月のG7(7か国蔵相・中央銀行総裁会議)においても、「最近数か月におけるドルの上昇は長期的視点からみた経済のファンダメンタルズに合致しない」との認識で一致し、為替市場において緊密な協調体制を堅持していくことが改めて確認されたところである。為替相場がドル高・円安方向へ行き過ぎれば、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経済構造調整が阻害される懸念もあるだけに、日本銀行としても、今後とも為替市場の動向を引続き十分注視し、行き過ぎた動きがあれば、各国との協調体制の下で、適切な措置を講じていく所存である。

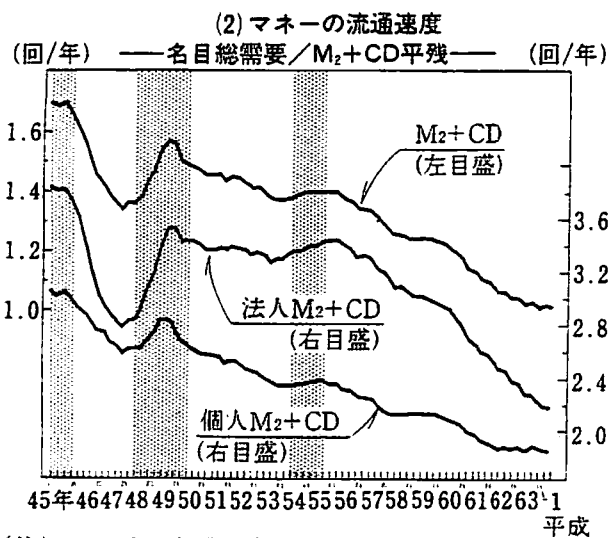
(金融市場の動向)

一方、国内金融・資本市場の動向をみると、短期市場金利は、5月末の公定歩合引上げ後も、景気の拡大やドル高・円安気味の相場展開を背景に基調としては強含みの傾向が持続し、とくに10月入り後は一段の上昇をみた。また長期市場金利は、6月半ばにかけ短期市場金利と歩調を合わせるかたちで上昇した後、7月入

(図表16) マネーサプライと流通速度の動向



(注) 60/7までは有担無条件物。



(注) シャドー部分は金融引締め期を示す。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」

り後は米国金利低下期待等から低下し、その後再び上昇しているものの、基本的には市場におけるインフレ心理の落ち着き等を背景に、上昇幅は比較的小幅なものにとどまっている。この間、株式市況は、9月末に既往ピークを更新したあと、10月入り後は、米国株価急落等の影響もあって一時下落したものの、その後値戻しし高値圏でもみ合っている。

(マネーサプライの動向)

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)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7～9月は+9.7%と前期(+9.7%)比横ばいの伸びとなった(図表16(1))。

7～9月のマネーサプライの伸びが前期並みとなったことを通貨需要面からみると、①4月頃からの市場金利の上昇が引続きマネーサプライの押下げ要因として作用

したものの、②7～9月は前期減速をみた景気が再び上昇したことなどを背景に名目取引需要の伸びが高まり、上記の金利要因を減殺したことが、主要な背景である。一方、これを通貨供給面からみると、これまで伸び率が緩やかな低下傾向にあった金融機関の対民間貸出が旺盛な資金需要を背景としたインパクトローンの増加もあって、前期並みの高めの伸びを持続したことが主因として挙げられる。

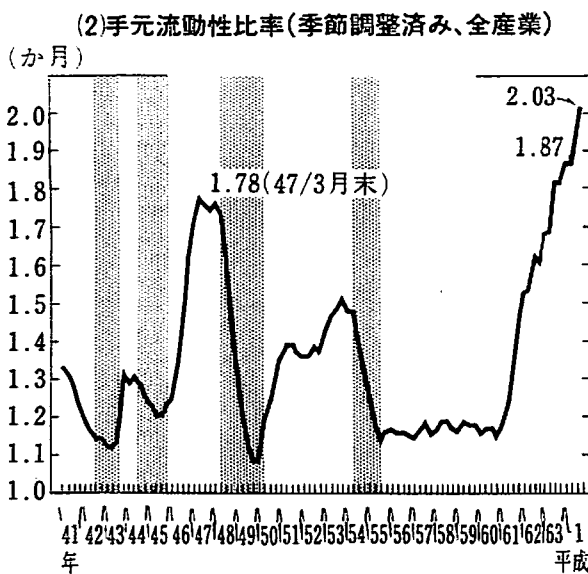
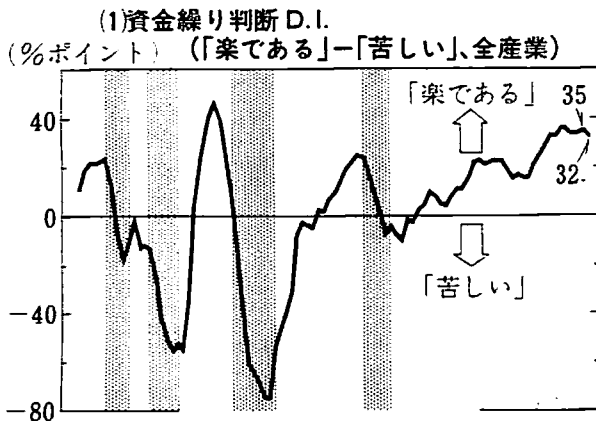
目先10～12月のマネーサプライ動向を展望すると、通貨需要面については、①当面景気は引続き順調な拡大を続けるとみられることから、名目総需要の増加が

マネーの取引需要を押し上げる一方、②市場金利上昇の効果から金利面からはマネーの押し下げ圧力が作用する、との前期同様の姿が続くものと考えられる。この間、マネーの供給面でウエイトの高い貸出については、最近の市場金利上昇や公定歩合引上げの影響から伸びが若干低下すると予想されるものの、景気の拡大持続を背景に資金需要にはなお強いものがある。これらを総合的に勘案すると、10～12月のマネーサプライの伸び率は、引続き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(図表16(2))、流通速度は、本年4～6月に続き7～9月も概ね横ばい圏内の動きとなるものの、水準としては引続き極めて低水準の状況が続いている。また、企業金融関連指標を8月

(図表17)

企業金融関連指標の推移



(注) シャド-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8月)

「主要短観」でみると、企業の資金繰り・金融機関の貸出態度判断D.I.は5月末の公定歩合引上げを挟んで若干引締まりの方向に変化しているが、その程度は極めて小幅にとどまっているほか、企業の手元流動性比率は既往ピークをさらに更新するなど、全体としてみれば、緩和感の強い状況が続いている(図表17)。

以上を総合すると、マネーサプライの前年比伸び率が、ひとところに比べ低下したとはいえ、引続き9%台の伸びを続けることは、実体経済活動との対比でみて、その水準がなお高めであることは変わりがなく、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。今回

の公定歩合の引上げ措置はこうした事情をも勘案したものであることは前記のとおりであり、日本銀行は金融機関に対し、公定歩合引上げの趣旨を踏まえ、貸出計画の策定にあたっては金額、内容の両面にわたり、よりディシプリンの効いた運営を行うよう改めて強く要請したほか、とくに土地関連融資については、機会をとらえて一層慎重な対応を行うよう強く求めたところである。

#### 4. 今後の留意点と政策課題

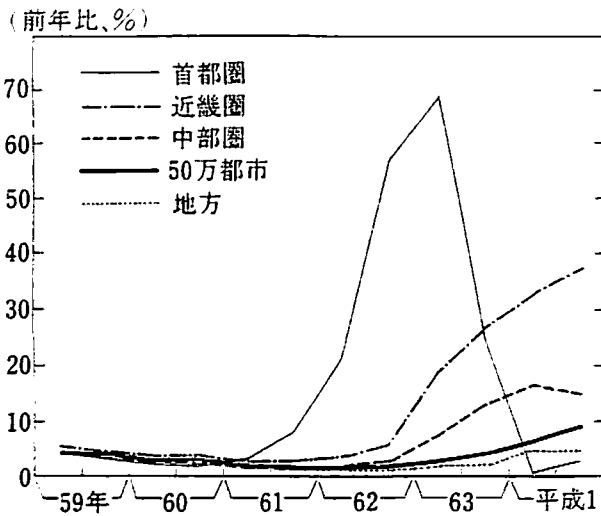
以上のように、わが国経済は元年度中は大枠として、引続き物価が目立った上昇が回避される中で、景気拡大の持続、対外収支調整の進展といった比較的バランスのとれた姿を一応展望できる。しかしながら、こうしたシナリオの実現性については、以下の点に留意しておく必要がある。

(景気の自律的上昇力の持続性)

まず、景気面では、今回の景気拡大局面は、この10月でほぼ3年が経過し(前回景気ボトムは61年11月)、昭和40年代前半のいざなぎ景気以来の長さとなっているほか、各種経済指標の中には、ひところの一本調子の上昇から最近では上昇テンポが鈍化ないし高水準横ばいとなるものがみられ始めていることもあって、今後の景気の自律的な上昇力の持続性について検討しておく必要がある。

景気が転換点を迎え、下降局面入りする場合の要因としては、後述する物価上昇率加速に伴うデフレ効果や外生的ショックを別にすれば、当面在庫調整と設備のストック調整圧力の増大の二つが内生的要因として考えられる。このうち在庫に関しては、生産・出荷の前年比伸び率が緩やかな低下傾向を示す中、メーカー・流通段階での製品在庫はこのところ増加傾向をたどっている(原材料在庫は引続き低水準)。このため、過去の景気循環局面との類推では、景気はピークに接近しつつあるとの見方もあり得るところであるが、在庫率としては一部品目を除き各段階とも未だ低水準にあることや企業の在庫積増し姿勢が引続き慎重であることなどからみて、最終需要が余程下振れしない限り、意図せざる在庫の積み上がりから、目先景気が調整局面入りする可能性はかなり小さいように考えられる。また、設備のストック調整についても、素材関連の一部では生産能力の拡大から、需給バランスの緩和をみている品目もみられるが、全体としては、①前述した投資内容の多様化等もあって、設備投資が大幅に増加している割には資本ストックや生産能力の伸びが小幅にとどまっている<sup>(注3)</sup>こと(とくに加工業種の

(図表18) 地域別住宅地価の動向



(資料) 国土庁「地価公示」(1月1日現在)  
「都道府県地価調査」(7月1日現在)

え下降局面入りする可能性はかなり小さいと判断されるが、景気の拡大が長期にわたっているだけに、今後の動向については、注意を払っていくことが必要となる。

#### (物価上昇のリスク)

景気拡大を息の長いものにするためには、物価の上昇を未然に防止することが不可欠の条件であるが、こうした観点から最近の経済情勢をみると、物価を巡る環境は引続き予断を許さないものがあるように思われる。

第1は、ドル高・円安気味の為替相場の動向である。目下のところ企業は、「中長期的には円高」との見通しの下、慎重な価格設定行動を変えていないが、仮に企業の中長期的な相場観が円安に振れた場合には、①製品値上げによるコストの回収が始まる可能性があるほか、②これまで物価安定の大きな背景となっていた「輸入の安全弁」機能が大幅に後退し、国内インフレのリスクが高まる可能性があることには、十分留意する必要がある。

第2に、金融面では、貸出・マネーサプライの高めの伸び、企業金融の引緩みが続く中で、このところ地価については首都圏で下げ止まりないし反騰の兆しを示す一方、地方都市では上昇率が徐々に高まる(図表18)など、資産価格が再び上

一部には、供給面での制約から大幅な納期遅延をみている品目もみられる)、②設備投資の先行きに大きな影響を与える企業収益、稼働率については内需の堅調な伸びに支えられて、現状好調ないし高水準を維持していること、などからみて、目下のところ調整圧力が大きく高まっている兆しはうかがわれない。

以上の諸点や企業マインドの強さからみて、物価の安定が確保される限り、目先景気が転換点を迎

(注3) 最近の製造業の生産能力指数については、実勢に比べやや過小評価されている公算が強いが、こうした事情を勘案しても稼働率はなお高水準にあるとみられるため、製品需給全体としては、引続き引締まり基調にあるものと判断される(本号掲載の研究「最近の生産能力の動向について」を参照)。

昇の兆しをみせていることである。こうした傾向が今後さらに強まる場合には、資産価格の上昇が経済全体のインフレマインドを刺激するとともに資産・分配面での不平等感の強まりを招来するおそれもある。

また、最近の労働需給の逼迫が、ユニット・レーバー・コストの大幅な上昇を通じて、企業のコスト・アップをもたらし、これが価格設定面での慎重な企業行動を変化させる可能性があるかどうかといった点も、注視を怠れないポイントである。現在までのところは、女子雇用を中心とした労働供給の高い伸びもあって、名目賃金は比較的マイルドな上昇にとどまっているが、こうした労働人口の伸びを上回る雇用者のハイペースの増加を長期にわたって維持するのは難しいとみられるだけに、この点前記のユニット・レーバー・コストの動向とも併せ、今後十分な注意が必要であろう。

#### (当面の政策課題)

以上の諸点からみて、今後の政策運営にあたっては物価の安定を図ることにより息の長い景気の拡大を確保することが強く求められており、そのためには、為替相場の安定の下でインフレ心理の落ち着きを維持することが当面の最大のポイントとなろう。こうした観点からは、ミクロの経済政策面では、引続き市場開放や競争制限的な諸規制、諸慣行の見直しを通じて、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り、この面での不断の努力が求められよう。こうした対応は、物価面のみならず、貿易摩擦の緩和、長期的視点から見たわが国経済の活力維持といった観点からも不可欠のものである。一方、マクロ政策運営面では、財政政策については、民需主導の景気拡大の下で需給が引締まっているだけに、このところの税収好調にとらわれず、景気変動を平準化し、持続的な成長に資するとの観点に立ち、今後も歳出面での適切かつ節度ある運営が望まれる。

金融政策については、引続き物価の安定を基軸に据えた慎重な対応が求められている。こうした状況下、日本銀行は、5月末に引続き10月11日、為替相場、海外金利の動きならびに国内景気、物価、マネーサプライの動向を勘案しつつ、これらを反映した市場金利の上昇をも踏まえ、再度公定歩合の引上げ(3.25%→3.75%)を実施したが、本措置は前回の引上げ同様物価の安定を確保することを通じて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。また、こうした措置は、インフレ心理の台頭や企業・金融機関行動の前傾化を未然に防止するとともに、為替相場の一層の安定に資するものと期待される。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方針である。