

# 情 勢 判 断 資 料（平成 2 年冬）

——わが国金融経済の分析と展望

## 〔要 旨〕

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背景として、引続き拡大基調をたどっている。こうした状況下、企業収益は高水準を維持しており、企業マインド、事業計画もなお積極的である。この間、製品・労働需給は、これまでの順調な景気拡大を反映して引締まった状態が続いており、とくに労働面では企業の人手不足感が一段と強まっている。こうした状況下、賃金は緩やかながらも上昇傾向を続けている。一方、物価については、国際原材料品市況の軟化や製品輸入の増加等を背景として、このところ落ち着いた動きとなっているが、製品・労働需給の引締まり、為替相場の円安化さらには海外原油市況の上昇等もあり、潜在的な上昇圧力には引続き根強いものがある。また、地価も地方都市を中心にこのところ騰勢が目立っている。この間、対外収支は、貿易面での円安に伴う J カーブ効果や原油価格の上昇が大きく影響し、黒字幅は縮小傾向をたどっている。

来年度経済を展望するにあたっての最大のポイントは、内需を中心とした現在の景気拡大基調を維持しつつ、物価の安定を今後も持続できるかという点であるが、このほか、最近の対外収支不均衡の縮小傾向が来年度も続くかという点も、貿易摩擦との関連で重要である。

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、世界景気は米国を中心にスローダウンの方向にあるが、欧州・アジア諸国の景気が総じて堅調を持続するとみられるだけに、そのテンポは緩やかなものにとどまるものと期待される。こうした状況下、各国とも賃金コストの上昇が続く可能性が高いこともあり、物価上昇圧力は根強いものと思われる。この間、国際原材料品市況は、世界景気の緩やかなスローダウンを映じ、総じて軟調地合が予想されるが、原油については、OPEC が減産姿勢を明確化しているほか、ソ連、米国の生産が減少する可能性もあり、今後の動向を十分に注視していく必要がある。

以上のような海外環境の下、来年度のわが国の経済を展望すると、景気拡大テンポは下期にかけて緩やかに減速しつつ、全体としてみれば引続き拡大基調を維持するとの望ましい方向での展開を期待できよう。すなわち、まず設備投資につ

いては、素材型産業や非製造業の一部を中心に、これまでの投資の能力化に伴いストック調整が進む結果、その増加テンポは次第に鈍化するとみられるが、高水準の稼働率や企業収益を背景に引続き高い伸びが見込まれる。また、家計支出面では、住宅投資については、若干ながらも減少に向かう見通しであるが、個人消費については、良好な雇用・所得環境の下で引続き堅調に推移することが期待される。

上記展望が実現するための最大の条件は、物価の安定を確保することである。この点に関しては、原材料価格の落ち着きを主因に、目立った物価上昇は回避し得ると期待されるが、需要の堅調から製品需給は引続きタイトな状態が続くとみられるなかで、労働需給の一段のタイト化により賃金コストが上昇する可能性が高く、その影響は労働集約的なサービス価格を中心に物価上昇圧力となって作用してくるものと考えられ、物価情勢の先行きには引続き予断を許さないものがある。また、賃金コストの上昇に伴い企業収益は、高水準ながらも頭打ち傾向を強めるとみられるが、こうした状況の下で、企業の潜在的な価格引上げ意欲が高まってくることはないか、という点にも十分な注意が必要である。

次に対外収支をみると、ドルベースでみた貿易収支黒字は、輸出入とも増勢鈍化が見込まれること等から、黒字縮小テンポは次第に鈍化する可能性が高い。また、経常収支黒字も、旅行収支や運輸収支等は赤字幅を拡大しようが、投資収益の黒字幅拡大がこれを相殺するため、全体としては縮小傾向が鈍化すると予想される。

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いるが、今後、為替円安化がさらに進むことになると、「輸入の安全弁」効果の減殺を通じて国内物価に悪影響を及ぼすのみならず、対外不均衡是正の阻害要因となりかねない。一方、マネーサプライについては、昭和63年以来一貫して伸びを低めてきたが、昨年10～12月には再び伸びを高めているほか、实体经济との関係でみてかなり高水準にあり、今後ともその動向については十分に注視していく必要がある。

以上からすると、来年度におけるわが国経済は、景気が内生的要因から大きく崩れ、調整局面に入る可能性は小さいものと思われるが、①物価面では、製品・労働需給の引締めから、上昇圧力は引続き根強く、為替レート、賃金コスト、マネーサプライ等の動向如何では、物価上昇が加速されるリスクが小さくないほか、②対外面では、不均衡是正のテンポが鈍化することが予想されるため、対外

摩擦の面から注意を要する状況が続くと思われる。

こうした内外経済環境にかんがみれば、マクロ政策面では、インフレ心理の動向に十分留意し、その台頭を未然に防止し物価の安定を通じて景気の拡大を持続させることがまず何よりも重要であり、また対外不均衡是正の観点からも為替相場の円高方向での安定が肝要である。このうち、金融政策面では、日本銀行は昨年12月25日に第3次の公定歩合引上げ(3.75%→4.25%)を実施したが、本措置は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。日本銀行としては、当面の金融政策運営にあたり、これまでの金利引上げ効果の浸透状況を見守りつつ、引続き物価の安定確保を基軸に据えた慎重な政策姿勢を保持していく方針である。また財政政策については、国内需給が全般的に引締まっている局面だけに、このところの税収好調にとらわれず、引続き歳出面での適切かつ節度ある運営が望まれる。

一方、ミクロ政策面では、対外不均衡の是正のみならず、物価についての「輸入の安全弁」効果の活用といった観点からも、思い切った市場開放や競争制限的な諸規制、諸慣行の見直しを図り、併せて内外価格差を是正していくことが喫緊の課題である。

## 〔目 次〕

- |  |   |
|--|---|
| 1. 最近の経済情勢<br>（景気は拡大基調を持続）<br>（物価は落ち着いた気味で推移）<br>（貿易収支黒字はかなり縮小）          | 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）        |
| 2. 平成2年度の経済展望<br>（1）海外経済の展望<br>（2）わが国経済の展望<br>（3）物価上昇圧力の評価<br>（4）対外収支の展望 | 4. 今後の留意点と政策課題<br>（物価上昇加速のリスク）<br>（対外摩擦面でのリスク）<br>（当面の政策課題） |

### 1. 最近の経済情勢

（景気は拡大基調を持続）

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背景として、引続き拡大基調をたどっている（図表1）。

すなわち実質G N Pは、昨年4～6月には消費税導入前の駆け込み需要の反動等から、前期比・年率－3.0%とマイナス成長となったが、7～9月には①国内需要が設備投資の大幅増や前期減少した個人消費が増加に転じたことから急拡大したほか、②外需が輸出等の増加を主因にプラスになったこと等を背景に、同+12.2%とかなり高い伸びを記録した。また、最近発表された各種経済指標からみると、わが国経済はその後にも内需を中心に順調な拡大を続けていると判断される。

この点についてやや詳しくみると、鉱工業生産は、4～6月（前期比+0.0%）横ばいとなった後、7～9月（同+0.2%）、10～12月（同+0.7%）と緩やかながらも伸びを高めているほか、第3次産業活動指数も、4～6月に消費税の影響から前期比－2.7%の減少となったあと、7～9月には同+3.3%と大幅増加となっている。また、企業収益は元年度上期に製造業、非製造業とも増益となった後、下期においても高水準を持続する見込みである。このため、企業マインドは引続き積極的であり、11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、業況判断D.I.の「良い」超幅は、製造業が既往ピークの前回水準をやや下回ったものの高水準を持続しているほか、非製造業が4期連続で既往ピークを更新している。こうした状況下、元年度の設備投資計画は、さらに上

(図表 1)

## 景 気 の 足 取 り

	昭和63年 7～9月	10～12月	平成元年 1～3月	4～6月	7～9月	10～12月
実 質 G N P (前期比、年率・%)	9.6	4.7	7.2	Δ 3.0	12.2	n.a.
鉱 工 業 生 産 (前期比、%)	2.0	1.8	3.1	0.0	0.2	0.7
第 3 次産業活動指数 (前期比、%)	1.4	1.3	3.1	Δ 2.7	3.3	n.a.
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)		6.08 (元/上期)		〈予 測〉 6.08 (元/下期)
製造業業況判断 D.I. (「良い」-「悪い」、%)	39	48	52	55	55	53
生産設備判断 D.I. (「過剰」-「不足」、%)	2	0	Δ 1	Δ 2	Δ 3	Δ 4
全産業雇用判断 D.I. (「過剰」-「不足」、%)	Δ 11	Δ 18	Δ 23	Δ 22	Δ 27	Δ 35
名 目 賃 金 (前 年 比、%)	4.1	4.5	4.4	5.1	3.8	(10～11月) 4.5
全国百貨店売上高 (前 年 比、%)	7.5	7.5	17.3	2.9	9.7	10.6
新 車 登 録 台 数 (前 年 比、%)	10.7	10.4	Δ 6.3	22.6	16.8	19.3
公 共 事 業 請 負 額 (前 年 比、%)	5.5	Δ 5.8	Δ 2.2	2.0	11.4	10.9
新設住宅着工戸数 (前 期 比、%)	3.9	Δ 6.7	0.6	3.2	0.4	(10～11月) Δ 1.5
国 内 卸 売 物 価 (前 期 比、%)	0.3	Δ 0.2	0.1	2.2	0.6	Δ 0.4
商 品 市 況 (前 期 比、%)	0.5	Δ 0.6	0.6	2.6	0.3	Δ 0.9
経 常 収 支 (億 ド ル)	184	208	215	128	136	129

(注) 1. 売上高経常利益率、業況判断 D.I.、生産設備判断 D.I.、雇用判断 D.I. は、日本銀行「企業短期経済観測調査」(元年11月)による。

2. 全国百貨店売上高は、消費税を含むベース。

3. 商品市況は日本銀行調査統計局作成指数。

4. 経常収支は「投資収益収支」を除き季節調整後の計数。また、元年10～12月は10～11月の四半期換算。

(資料) 経済企画庁「国民所得統計」、通商産業省「通産統計」、日本銀行「企業短期経済観測調査」(元年11月)等

積みされ、前年度に引続き大幅な増加が見込まれている。一方、個人消費は4～6月にやや伸び悩んだが、その後は、百貨店売上高や乗用車新車登録台数等の高

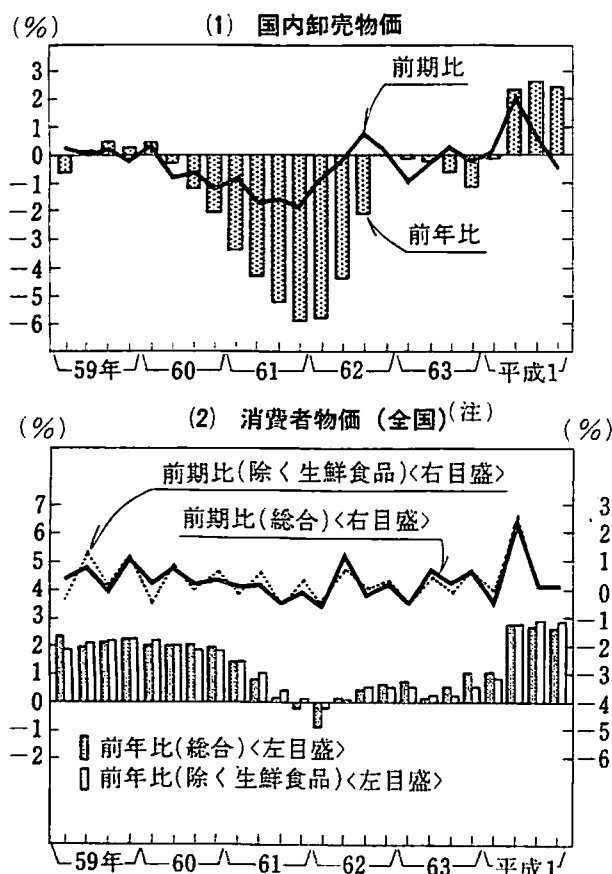
い伸びに示されるように、着実に回復している。

当面、年度末にかけても、企業収益、家計所得の順調な増大等を背景として、設備投資、個人消費が堅調に推移するとみられるほか、これまで出遅れ気味となっていた公共工事の実施が本格化すると予想されることなどから、わが国の経済活動は全体としては引続き順調に推移するものと見込まれる。

この間、製品・労働需給は、上記設備投資、個人消費を中心とした内需主導の景気拡大を反映して、引締まった状態が続いており、とくに労働面では企業の人手不足感が一段と強まるなど逼迫傾向にある。ちなみに、11月短観における雇用判断D.I.(全国企業・全産業)の「不足」超幅は、前回8月調査を大きく上回り、統計作成開始以来のピークを更新し、先行きも不足感がさらに強まる見通しである。こうした状況下、1人当たり賃金は緩やかながらもジリジリと上昇している。

(図表2)

### 物 価 の 動 向



(注) 直近値は元年10～11月平均の計数。

(資料) 日本銀行「卸売物価指数」  
総務庁「消費者物価指数」

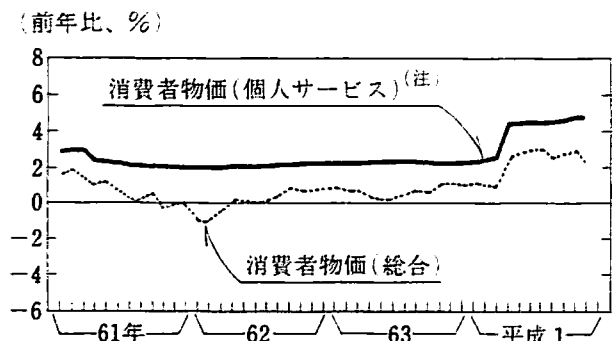
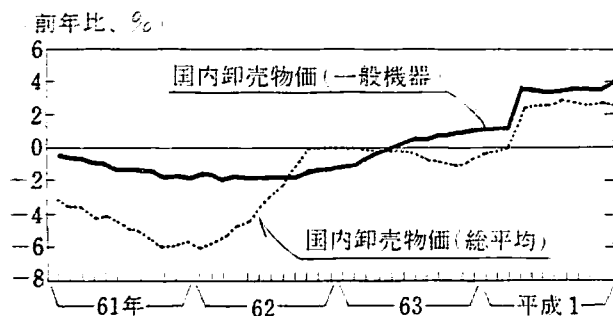
(物価は落着き気味で推移)

物価面についてみると、このところ落ち着いた動きで推移している(図表2)。すなわち、国内卸売物価については、①国際原材料品市況が軟調に推移していることに加え、②製品類の輸入増加が国内品の価格に対し抑制的に働いていること、また、③中間財(紙パ、半導体等)ではこれまでの設備投資が生産能力化しており供給力が増加していること等から、昨年10～12月には、前期比が-0.4%と4四半期ぶりにマイナスとなるなど、落ち着いた動きとなっている。一方、消費者物価は、生鮮食品等が落ち着いていることもあり、その上昇テンポは緩やかなものにとどまっている。

もっとも、こうしたなかで、製

(図表 3)

## 一般機器およびサービス価格の動向

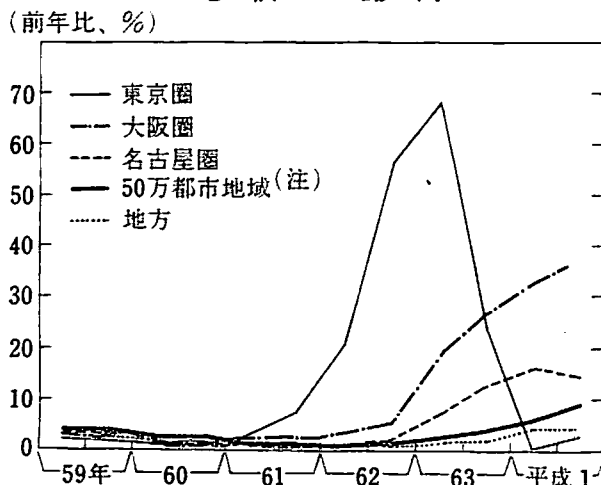


(注) 消費者物価個人サービス料金のうち労働集約度が高い項目を集計。

(資料) 日本銀行「卸売物価指数」、総務庁「消費者物価指数」

(図表 4)

## 地 価 の 動 向



(注) 東京圏、大阪圏、名古屋圏以外の人口50万以上の9都市(札幌、仙台、浜松、岡山、広島、福岡、北九州、熊本、鹿児島)およびその周辺地域を指す。

(資料) 国土庁「地価公示」「都道府県地価調査」

品・労働需給の引締まりを背景として、物価上昇圧力は引続き根強く、需給が逼迫している機械類や賃金と相関の高いサービス類については、すでにかなり高い上昇率となっている<sup>(注1)</sup>(図表3)。

このほか、①金融面では、マネーサプライがここへきて伸びを加速するとともに、為替相場の円安化が進んでいるうえ、②海外原油市況は米国の寒波や製油所の事故から昨年末以降上昇をみており、また③地価についても地方都市で騰勢が目立っているほか、一時落ち着いていた東京圏でも再び上昇に転じている(図表4)など、物価を巡る環境には引続き厳しいものがあり注視を怠れないところである。

(貿易収支黒字はかなり縮小)

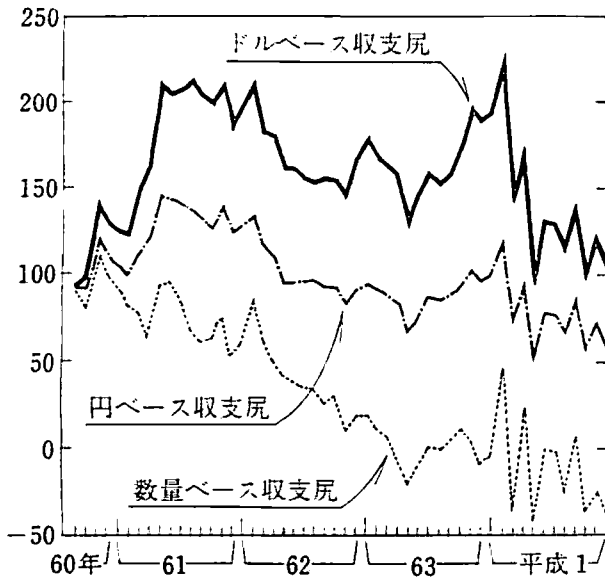
この間、貿易収支についてみると(図表5)、数量ベースの黒字は、①米国景気のスローダウン、②海外現地生産の進展に伴う輸出代替効果の顕現化(自動車)等から、緩やかながらも縮小傾向をたどっている。また、ドルベースでは、こうした数量面の黒字縮小に加え、昨年前半の円安に伴う

(注1) ちなみに、消費者物価のうち労働集約度が高い品目を合成した指数についてみると、最近の前年比上昇率は消費者物価総合に比べかなり高まっているほか、現在日本銀行で開発中の企業間サービス価格についても、現段階での試算ではあるが、昨年春以降の前年比上昇率は消費税導入もあり6%台となっている。

(図表5)

## 貿易黒字幅の推移

(60年7～9月平均=100)



- (注) 1. 通関ベース、記念硬貨用金の輸入を除く、季節調整済み。  
2. 数量ベース収支は、輸出入金額を60年7～9月基準の輸出入価格指数でデフレートして求めた実質輸出入の差。

(資料) 大蔵省「外国貿易概況」

Jカーブ効果や原油価格の上昇が大きく影響し、このところかなりのテンポで黒字幅を縮小している(図表6)。この結果、元年度の貿易収支黒字(ドルベース)は、前年度に比べかなり縮小するものと期待される。

## 2. 平成2年度の経済展望

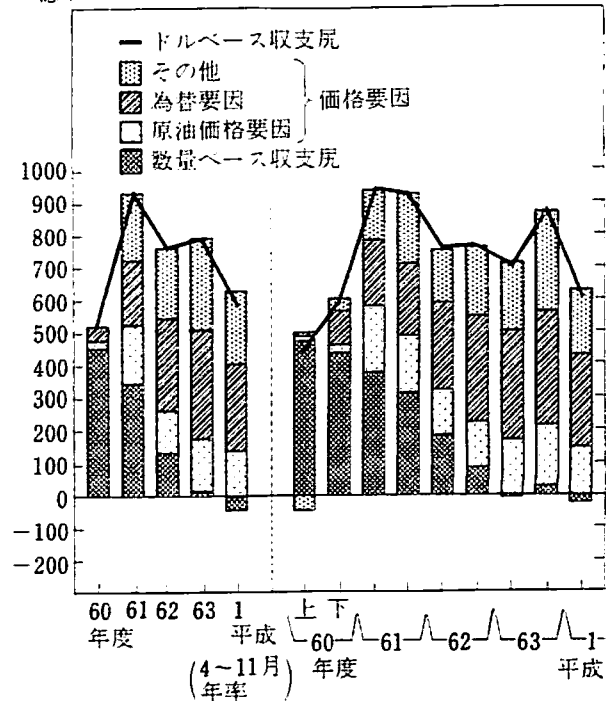
平成2年度経済を展望するにあたっての最大のポイントは、①元年中に実施された3次にわたる公定歩合引上げ(図表7)の下で、内需を中心とした現在の景気拡大を持続しつつ、物価の安定基調を維持し得るかという点であるが、このほか、②最近の対外収支不均衡是正の傾向が来年度も続くのかどうかという点も、貿易摩擦との関連で重要なポイントである。

現時点においては、主要国経済や原油を中心とした国際原材料品市況等の海外環境、あるいは為替相場の動向等、なお見極め難い要素が少なくないが、以下では、上記のポイントを念頭に置きつつ、平成2年度の内外経済を展望し、併せて

(図表6)

## 貿易収支の要因別寄与度の推移

(億ドル)



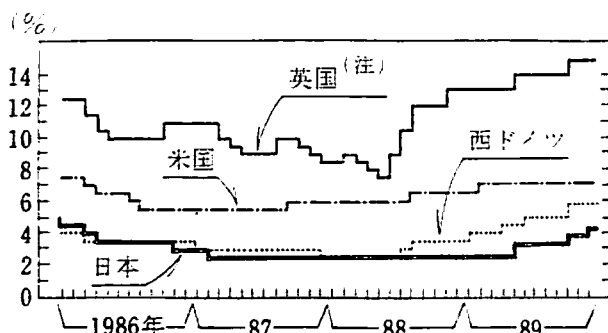
- (注) 1. 通関ベース、記念硬貨用金の輸入を除く、季節調整済み。  
2. 数量ベース収支は、輸出入金額を60年7～9月基準の輸出入価格指数でデフレートして求めた実質輸出入の差。  
3. (価格要因)=(ドルベース収支)-(数量ベース収支)  
4. 価格要因のうち為替要因は、円建て輸出入の為替変動による評価増減を計上。

(資料) 大蔵省「外国貿易概況」



(図表7)

## 各国公定歩合等の推移



(注) 市場介入金利。

わが国経済が抱えているリスク、および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

まず海外経済の動向についてみると(図表8)、世界景気は米国を中心にスローダウンの方向にあるが、欧州・アジア諸国の景気が総じて堅調を持続するとみられるだ

けに、そのテンポは緩やかなものにとどまるものと予想される(詳しくは、調査月報平成元年12月号掲載論文「世界経済の回顧と展望」参照)。

すなわち、米国経済は、昨年以降、景気の減速が徐々に明確化しているが、本

(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	89/1 Q	2 Q	3 Q
米 国	3.7	4.4	3.3	3.0	3.0
内 需	3.3	3.3	2.7	2.5	2.5
外 需	0.4	1.1	0.6	0.5	0.4
E C	2.7	3.7	3.3	3.6	n.a.
西 ド イ ツ	1.7	3.6	4.4	4.9	3.2
フ ラ ン ス*	1.9	3.4	3.0	3.4	n.a.
英 国*	4.5	4.4	2.9	2.7	1.9
ア ジ ア N I E s	12.3	10.0	n.a.	n.a.	n.a.
韓 国	12.8	12.2	5.6	7.3	6.9
台 湾	11.9	7.8	6.8	6.8	7.8

\*印はGDP

## (2) 物価の推移

(前年比、%)

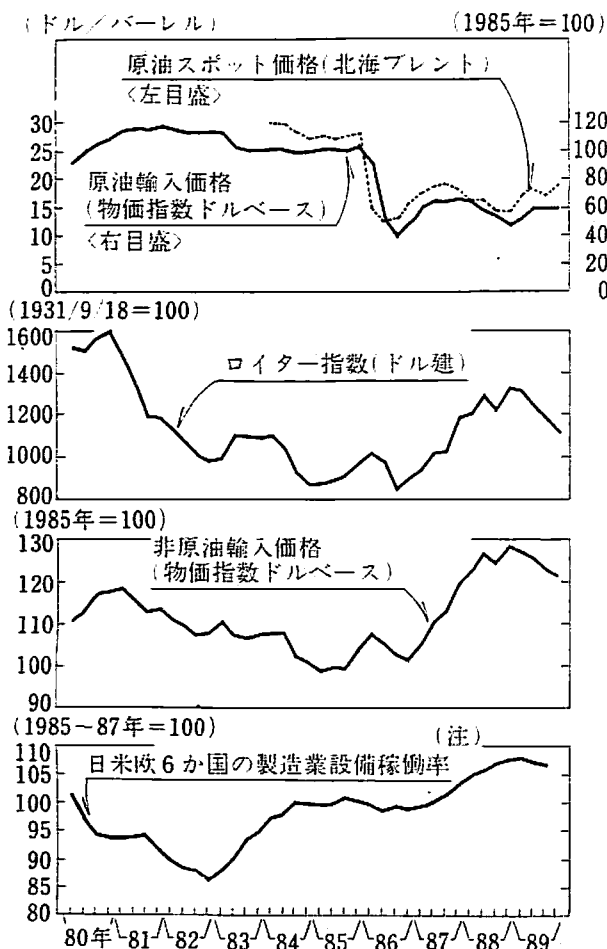
	1987年	88年	89/1 Q	2 Q	3 Q	最 近
米 国						
生産者物価(最終財)	2.1	2.5	5.1	6.0	4.6	4.8 (12月)
〈同・除く食料品・エネルギー〉	〈 2.4〉	〈 3.2〉	〈 4.4〉	〈 4.5〉	〈 4.3〉	〈 4.2〉(12月)
消費者物価	3.7	4.1	4.8	5.2	4.7	4.6 (12月)
西ドイツ						
消費者物価	0.2	1.2	2.6	3.1	3.0	3.1 (12月)
英 国						
消費者物価	4.2	4.9	7.7	8.2	7.7	7.7 (12月)
韓 国						
消費者物価	3.0	7.1	5.6	5.7	5.7	6.1 (11月)
台 湾						
消費者物価	0.5	1.3	3.9	5.1	4.3	3.1 (12月)

年についても設備投資、個人消費を中心に内需が伸びを低めるため、景気拡大テンポは引続き鈍化傾向をたどる可能性が高い。こうした状況下、物価については、景気減速に伴って製造業部門での物価上昇圧力は徐々に低下していくと予想されるものの、非製造業部門の賃金上昇がなお高止まっているなど、先行き懸念材料を残している。この間、貿易面では、輸出の伸びは、世界景気が次第に減速していくのに伴い、鈍化するものとみられる一方、輸入も、内需の減速から当面伸びは鈍化しようが、米国景気が底固く推移するとみられるだけに、大幅な鈍化は考え難く、貿易収支赤字の縮小は小幅にとどまる可能性が大きいように思われる。

また、欧州諸国の景気については、これまでの金融引締め効果の浸透により、成長率は徐々に低下していくものと考えられるが、英国を除けば全体としては設備投資を軸に拡大基調を持続すると期待される。このため、製品需給は総じてタ

(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 各国ベース。

イトな地合が続くとみられる一方で、賃金上昇率も高まりをみせているため、物価の上昇圧力は引続き根強いものがあると思われる。一方、アジア NIEs の経済については、成長率は主要先進国と比べなお高いものの、賃金の大幅上昇等に伴う対外競争力の後退や主要国経済の伸び鈍化を背景に輸出が減速するため、そのテンポは若干スローダウンするものとみられる。ASEAN 諸国では、直接投資受入等を背景に内外需とも好調を続ける見通しである。

こうした状況下、海外経済の動向がわが国の輸入物価(外貨建)に与える影響をみると(図表 9)、まず、加工製品の輸入価格については、一部(鉄鋼、化学)で需給緩和の影響から弱含む可能性もある

が、アジア NIEs 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、大きく下押しするとは考えにくい。次に、国際原材料品市況は、世界経済の伸びが鈍化することに加え、非鉄等の生産増加が見込まれるため、総じて軟調地合が続けることが予想されるが、原油価格については、供給面で OPEC 加盟諸国の減産の足並みが揃ってきたとみられることや、世界第 1 位、第 2 位の産油国であるソ連、米国の生産減少が予想されることなどから、今後その動向を十分に注視していく必要がある。

以上のように、来年度の海外景気は緩やかながらもスローダウンの方向にあるほか、これまでの景気拡大が設備投資主流だったこともあり、年後半にかけては若干ながらも需給緩和が進むことも期待できる。しかし一方で、①最大の産油国であるソ連ではスト発生などにより生産が下振れする可能性を否定できないことに加え、わが国を含む先進国では石油製品の消費原単位の上昇が見込まれることもあり、原油価格は従来に比べると上振れし易くなっているほか、②E C 統合や東西緊張緩和への動きが欧州諸国等の設備投資や個人消費を刺激し、世界的な需給を予想以上にタイト化させることも考えられること、また、③国際政治情勢の流動化が為替相場を不安定化しかねない可能性もあるなど、海外の景気・物価動向については、従来にも増して不確実性が増している点については留意しておく必要がある。

## (2) わが国経済の展望

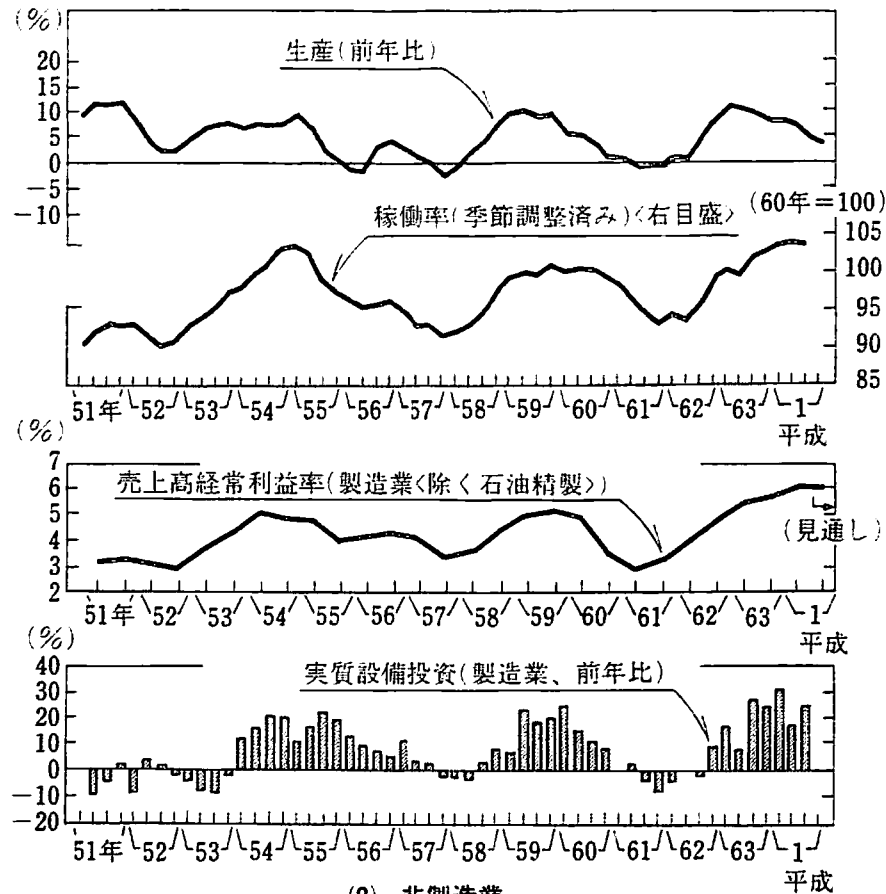
来年度のわが国経済を展望すると、国内民需は年度下期にかけて拡大テンポが緩やかに鈍化するとみられるが、全体としては引続き拡大基調を維持するという望ましい展開を一応現時点では展望できるように思われる。

まず、設備投資についてみると、①企業収益、稼働率とも、引続き高水準で推移すると予想されるうえ(図表10)、②経済構造調整の進展や技術革新の展開等を背景とした、能力増強目的以外の投資が堅調を持続するとみられること、また③資本財等の供給ネックから、一部設備投資計画については来年度へのずれ込みもある程度予想されることもあり、本年度に引続き高めの伸びを維持することが期待される。ただ、ストック循環のうえからは(図表11)、今回の設備投資はすでに成熟局面に入っている可能性が大きく、したがって来年度には素材型産業や非製造業の一部を中心に、これまでの投資の能力化が進展しストック調整が進むとみられるため、その増加テンポは次第に鈍化する見込みである。なお、いわゆる設備投資(有形固定資産形成)には含まれない研究開発費やソフトウェア投資につい

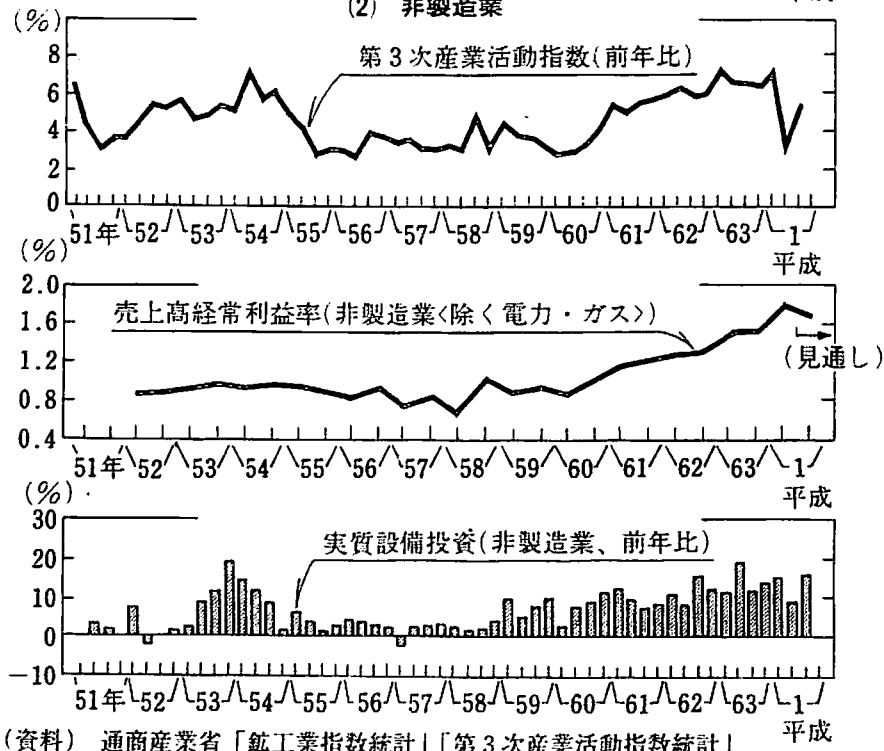
(図表10)

# 設備投資関連指標の推移

## (1) 製造業



## (2) 非製造業



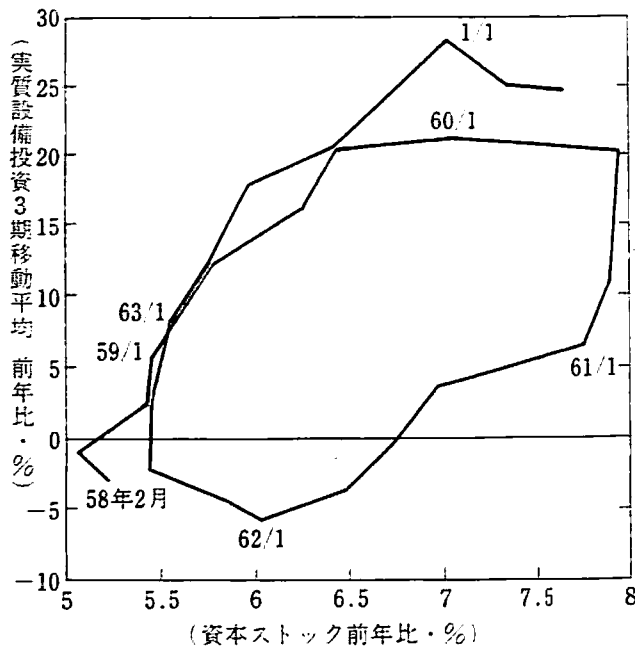
(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」「第3次産業活動指数統計」

経済企画庁「国民所得統計」「資本ストック統計」

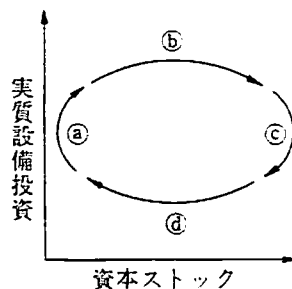
日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(元年11月)

(図表11)

## 製造業設備投資のストック循環



(注) 図表の見方



- ㊤ 回復局面：設備投資は増加に向かうが、生産能力の増大にはつながらないため、稼働率は上昇。
- ㊦ 成熟局面：設備投資が一段と積極化し、生産能力も増加テンポを次第に高める。稼働率は上昇するが、上昇テンポは鈍る。
- ㊧ 調整開始：稼働率は頭打ちないし低下に向かうのに伴い設備投資の増勢も鈍化。ただし、生産能力は引き続き増大。
- ㊨ 調整局面：生産能力の増加テンポは低下するが稼働率は引き続き低下、また、設備投資も減少を続ける。

(資料) 経済企画庁「資本ストック統計」「国民所得統計」、大蔵省「法人企業統計季報」

トックの増大をみていることに加え、金利上昇の効果が来年度にかけて顕現化し

ては、近年、大幅な増加傾向を示しているが<sup>(注2)</sup>、このような傾向は来年度以降も続くものと予想される。

次に、家計支出のうち、その大宗を占める個人消費についてみると(図表12)、所得環境は、①雇用者所得については、雇用者数の伸びが元年度を下回る可能性があるものの、企業収益の好調と労働需給のタイト化を背景に1人当たり賃金上昇率が高まることも予想されるため、元年度並みの高い伸びを持続すると期待されることに加え、②個人企業所得も、売上・収益の好調を反映して増加地合を続けるとみられるなど、引続き良好な状態で推移すると思われる。また、このような所得の好調を背景に消費マインドは堅調を持続するとみられるほか、元年度中に消費を下押しした消費税の影響が出尽くすこともあり、来年度の実質個人消費は元年度を上回る増加となる見通しである。

一方、住宅投資については(図表13)、建て替え需要が引続き根強いものの、すでにかんりのス

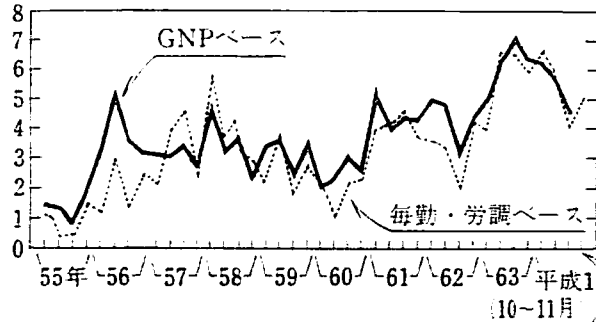
(注2) 日本銀行が実施した金融機関の設備投資についての調査によれば、金融機関における元年度のソフト関連投資の伸び<前年度比+29.4%>はハード関連投資の伸び<同+15.7%>をかなり上回る結果となっている(調査月報平成元年12月号「金融機関の設備投資動向について」参照)。

(図表12)

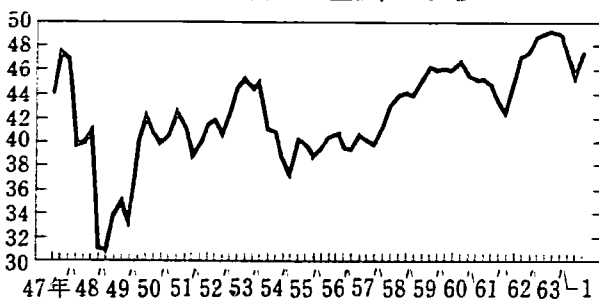
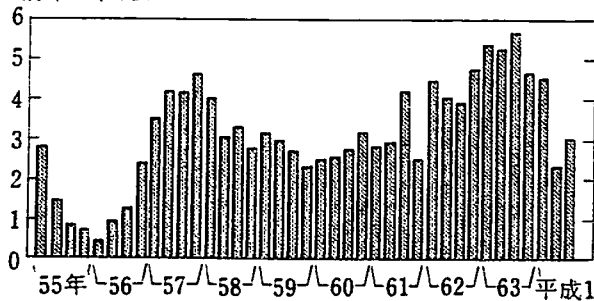
## 個人消費関連指標の推移

## (1) 雇用者所得(実質)の推移

(前年比、%)



## (2) 消費者態度指数(季節調整値)の推移

(3) 民間最終消費(GNPベース、実質)の推移  
(前年比、%)

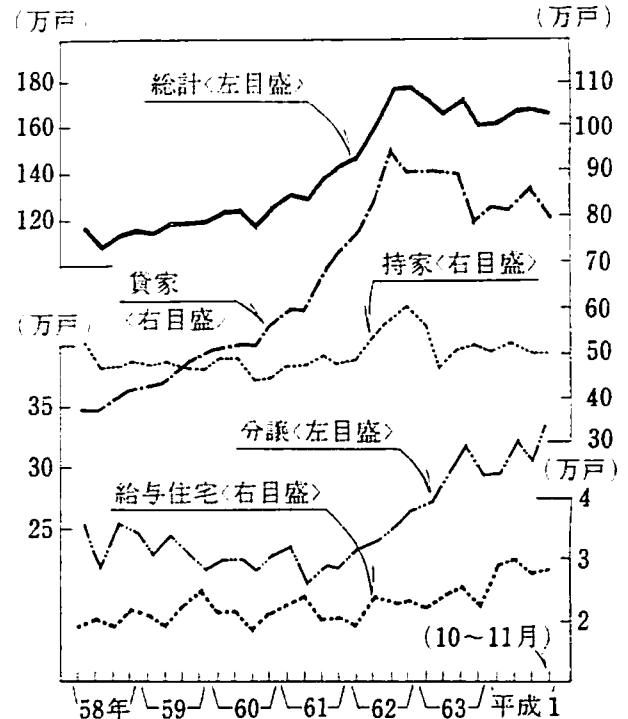
- (注) 1. 毎勤・労調ベースの雇用者所得は労働省「毎月勤労統計」および総務庁「労働力調査」より日本銀行調査統計局推計。  
2. GNPベース雇用者所得は民間最終消費デフレーター、毎勤・労調ベース雇用者所得は消費者物価指数(総合)でデフレート。

(資料) 経済企画庁「国民所得統計」「消費動向調査」  
労働省「毎月勤労統計」、総務庁「労働力調査」  
「消費者物価指数」

(図表13)

## 新設住宅着工戸数の利用関係別推移

(季節調整済み・年率換算)



(資料) 建設省「建設統計月報」

てくることも予想されるため、若干ながらも減少に向かう見込みである。ただ、このところ新規着工住宅の質的な向上が進展していることもあって、GNPベースの住宅投資は着工戸数の減少に比べて小幅のマイナスにとどまる可能性が高い。

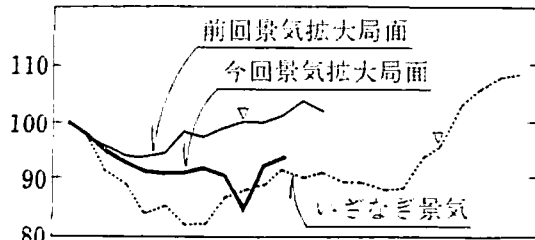
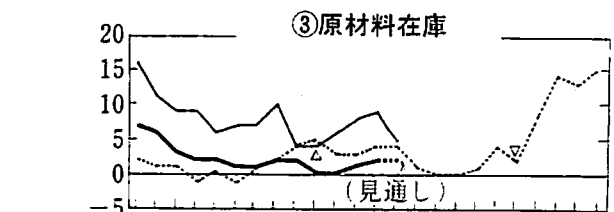
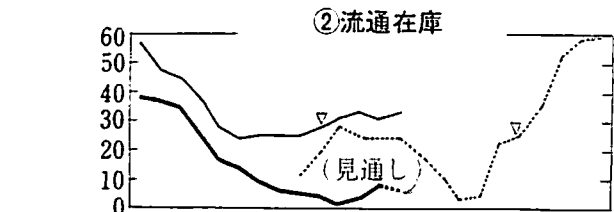
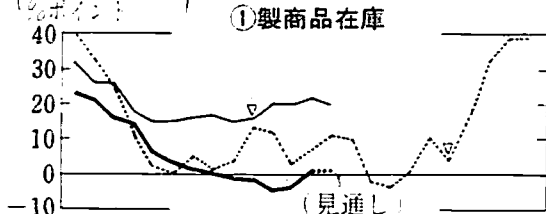
こうしたなかにおいて在庫投資については、現状なお各段階の在庫率が低いことに加え(図表14)、

最近の企業の慎重な在庫積み増し態度からすると、インフレ期待が急速に高まるような事態が回避される限り、総じて最終需要の拡大に見合ったテンポで積み増しが行われる可能性が高い。以上のことからすると、来年度中に意図せざる在庫が大きく積み上がり、その調整が必要になってくるといった事態は予想しにくい。

(図表14)

## 在庫の局面比較

## (1) 製商品在庫率 (景気のボトム=100)

(2) 在庫判断D.I. (主要企業製造業ベース)  
(「過剰」-「不足」, %ポイント)

いざなぎ 40年 41 42 43 44 45 46  
前回 58 59 60 61  
今回 61 62 63 平成1

(注) ▽印は景気のピーク。

(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」(元年11月)

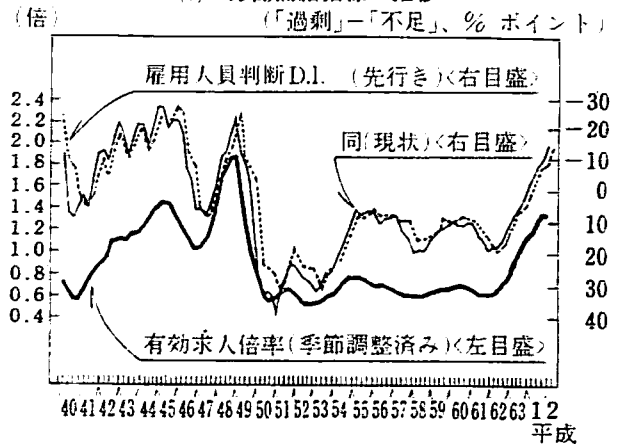
## (3) 物価上昇圧力の評価

物価に関してみると、素材型業種等ではこれまでの設備投資の能力化が進展するとみられるほか、海外需給の緩和等を背景とした「輸入の安全弁」効果が引き続き期待されることから、原油をはじめとする原材料価格が安定した推移をたどり、インフレ心理の落ち着きが維持される限り、目立った物価上昇は回避し得ると期待できる。もっとも、最終財を中心とした製品需給は需要の堅調から引き続きタイトな状態が続くとみられるなかで、労働需給が今後一段とタイト化し、賃金コストが上昇する可能性が高いことから(図表15)、引き続き物価上昇圧力は根強い状態で推移することが予想され、この点上記景気展望を現実のものとするうえで

(図表15)

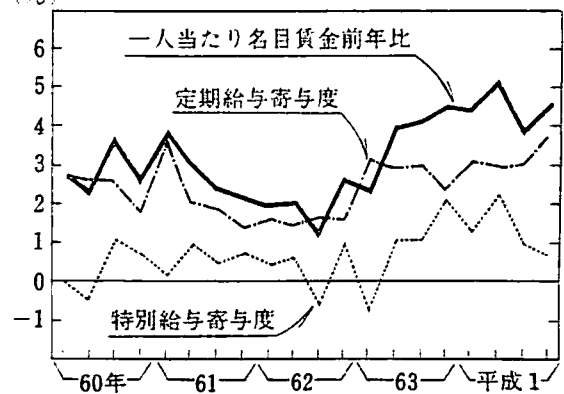
## 雇用と賃金の動向

## (1) 労働需給指標の推移



(注) 雇用人員判断D.I.は主要短観全産業ベース。  
有効求人倍率の直近値は元年10~11月平均の計数。

## (2) 名目賃金の推移 (毎勤ベース)



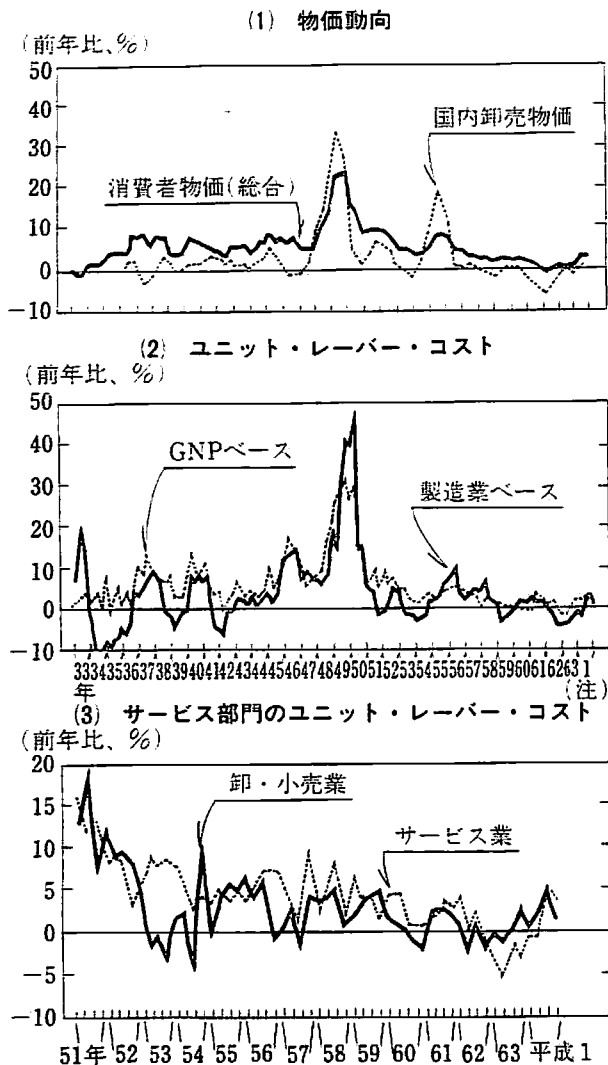
(注) 直近値は元年10~11月平均の計数。

(資料) 日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(元年11月)

労働省「職業安定業務統計」「毎月勤労統計」

(図表16)

## ユニット・レーバ・コストの推移



(注) 名目賃金指数×雇用者数÷第3次産業活動指数

(資料) 日本銀行「卸売物価指数」

総務庁「消費者物価指数」「労働力調査」

労働省「毎月勤労統計」

通商産業省「鉱工業指数統計」「第3次産業活動指数統計」

経済企画庁「国民所得統計」

十分な注意が必要である。

すなわち、2年度のベアについては現状なお見極め難いが、1人当たり賃金の上昇率は労働需給の逼迫や企業収益の好調を映じ、今後、伸びを高めることも予想されるほか、企業のユニット・レーバ・コストについても、生産・売上数量の伸び鈍化から、上昇率を次第に高めていくものとみられる(図表16)。こうした賃金コスト上昇の影響は、労働集約的なサービス価格を中心に物価上昇圧力となって作用するものとみられ、したがって個人サービス価格を含む消費者物価については、国内卸売物価に比べ上昇率が高めになると考えられる。

この間、企業収益は、売上数量の増大から一応増益基調を維持するとみられるが、その増益テンポは鈍化するとみられる一方、売上高経常利益率ベースでは上記賃金コストの上昇等から、緩やかながらも低下に向かう可能性もある。

それだけに、企業の潜在的な価格引上げ意欲が次第に高まってくることも予想されるため、こうした面からも先行きの物価動向には十分な注意が必要である。

## (4) 対外収支の展望

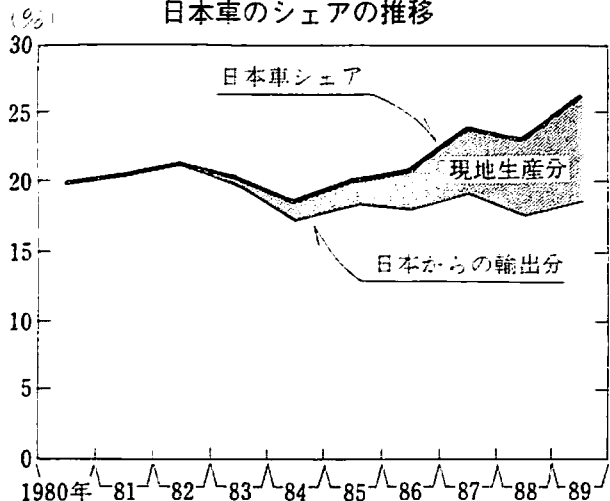
対外収支の動向に目を転じると数量ベースの貿易収支黒字は、元年度に続き来年度についても若干ながら縮小する見込みである。

すなわち、輸出数量は、海外経済の伸びが緩やかながらも鈍化する方向にあることに加え、自動車等では海外現地生産の立上がりに伴う輸出代替効果が顕現化



(図表17)

米国乗用車販売における  
日本車のシェアの推移



(資料) Ward's Communications Inc.「Ward's Automotive Yearbook」

してくること(図表17)等から、比較的低い伸びにとどまることが予想される。一方、輸入数量は、国内需要がやや伸びを低めるものの、NIEsの景気鈍化に伴いこれら諸国からの輸出プレッシャーが幾分高まるとみられるため、伸び率は輸出を上回る見込みである。

もっとも、ドルベースでみた貿易収支黒字は、輸出価格が緩やかに上昇すると予想される一方で、国際原材料品市況が落ち着き気

味に推移するとみられることもあり、黒字縮小テンポは次第に鈍化する可能性が高い。また、経常収支黒字についても、旅行収支や運輸収支等が赤字幅を拡大するが、投資収益の黒字幅が拡大するため、全体としては元年度に大幅な縮小をみた後、その縮小テンポは鈍化すると予想される。

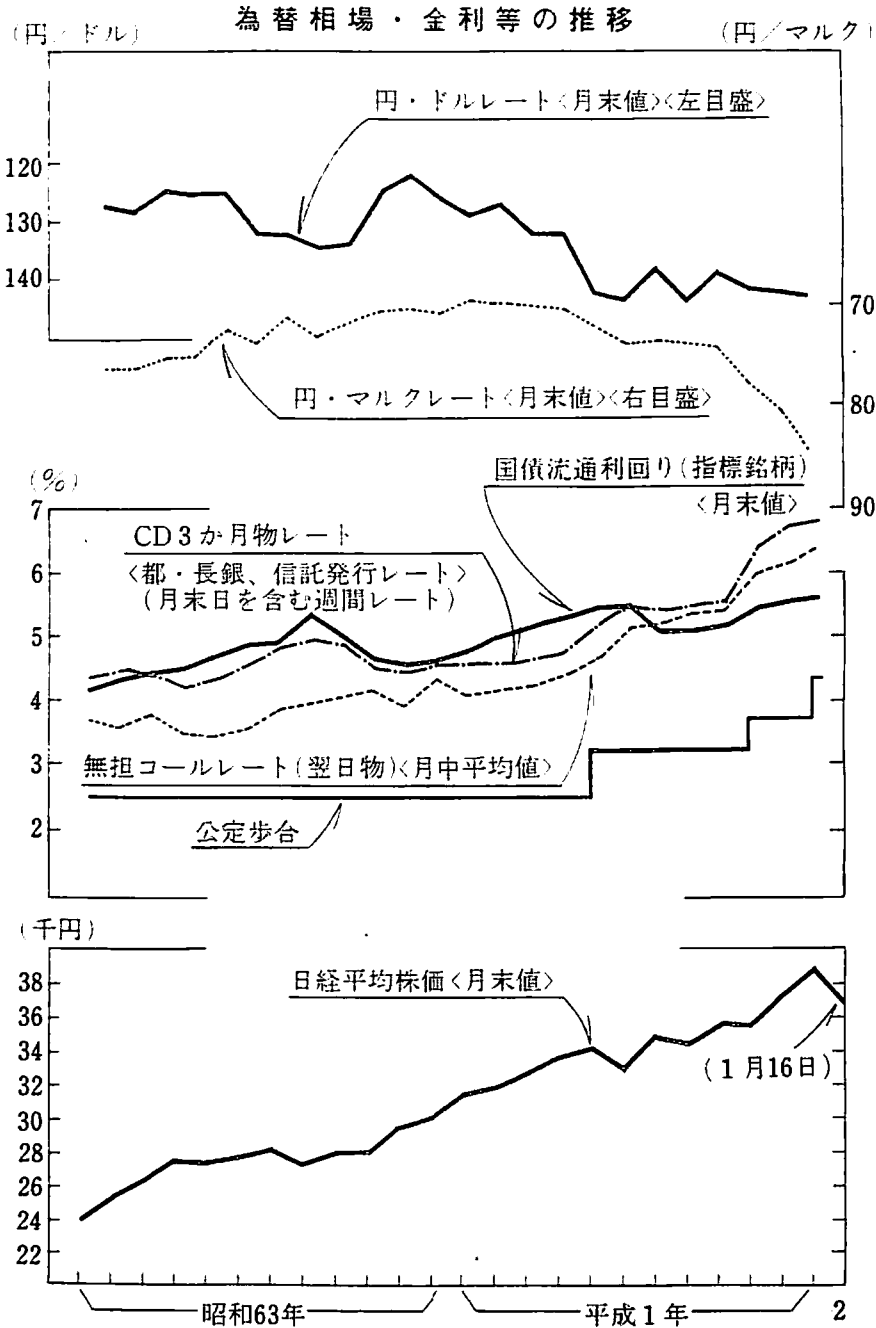
### 3. 最近の金融情勢

#### (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18)、昨年夏場頃には6月央に1ドル＝151円台と元年中の円最安値を記録した後、8月にはドル高修正が進み136円台に戻すなどかなり振れの大きい相場展開となった。しかし、10月の公定歩合引上げ頃から年末にかけては、141～144円台の比較的狭いレンジ内の値動きで推移した。もっとも更年後は内外政治情勢に対する不透明感が台頭したことや、米国の金融緩和期待がやや後退したこと等から、1月央には4か月ぶりに146円台を記録するなど再び円安気味の展開となっている。

このように、為替市場では、昨年後半以降、不安定な地合が続いており、とくに対マルクでは東西緊張緩和等を材料としたマルク高から円安傾向を強めている。為替相場が円安方向に行き過ぎることになると、「輸入の安全弁」効果が低下することを通じて、物価に悪影響を及ぼすのみならず、現在進んでいる対外不均衡の是正に対し阻害要因となりかねない。それだけに、円高方向での為替相場の安定が重要であり、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

(図表18)



注視し、必要とあれば、各国との協調体制の下で適切な措置を講じていく方針である。

#### (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月以降、景気の拡大やドル高・円安気味の為替相場の動向等を背景にはほぼ一貫して上昇ないし強基調で推移し、12月の第3次公定歩合引上げ後も上昇をみている。この間、長期市場金利は、市場における長期的なインフレ心理の落ち着き等を背景に、6月末から8月初にかけて小幅ながら低下した後、9月以降は上昇に転じたとはいえ、

その上昇幅は比較的小幅なものにとどまっていた。しかし、上記短期市場金利の上昇や米国金融緩和期待の後退等から、このところ上昇テンポを速めている。この間、株式市況は、昨年秋口に一進一退の動きをした後、年末には大幅に上伸し、連日既往最高値を更新したが、年明け後は内外政治情勢の不透明感もあり軟調な展開となっている。

#### (マネーサプライの動向)

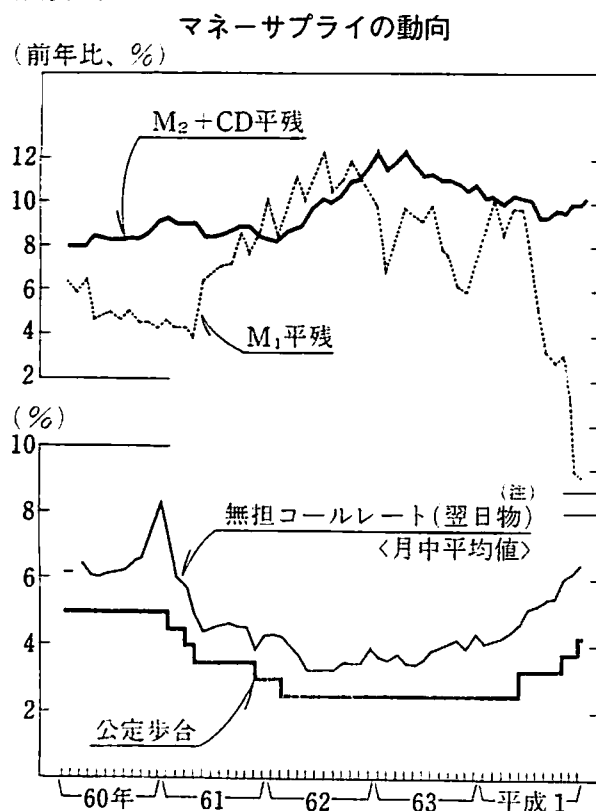
金融の量的指標である、マネーサプライ( $M_2 + CD$ 平残、前年比)は、63年1～3月に+12.1%と約9年ぶりに12%台を記録した後、徐々に伸び率を低下させ、昨年4～6月、7～9月にそれぞれ+9.7%を記録したが、10～12月には+10.0%と再び伸びを高めている(図表19)。

このように、10～12月のマネーサプライは、これまでの伸び低下の傾向から一転しやや伸びを高めているが、その背景を通貨需要面からみると、最近の市場金利の上昇がマネーの押下げ要因として働いているものの、①景気が順調に拡大していることに加え、②株式市場の活況等10～12月には資産取引が活発化したことが、マネーの押上げ要因として寄与している。一方、これを通貨供給面からみると、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、前期に比べ若干伸びを高めたことが主因となっている。

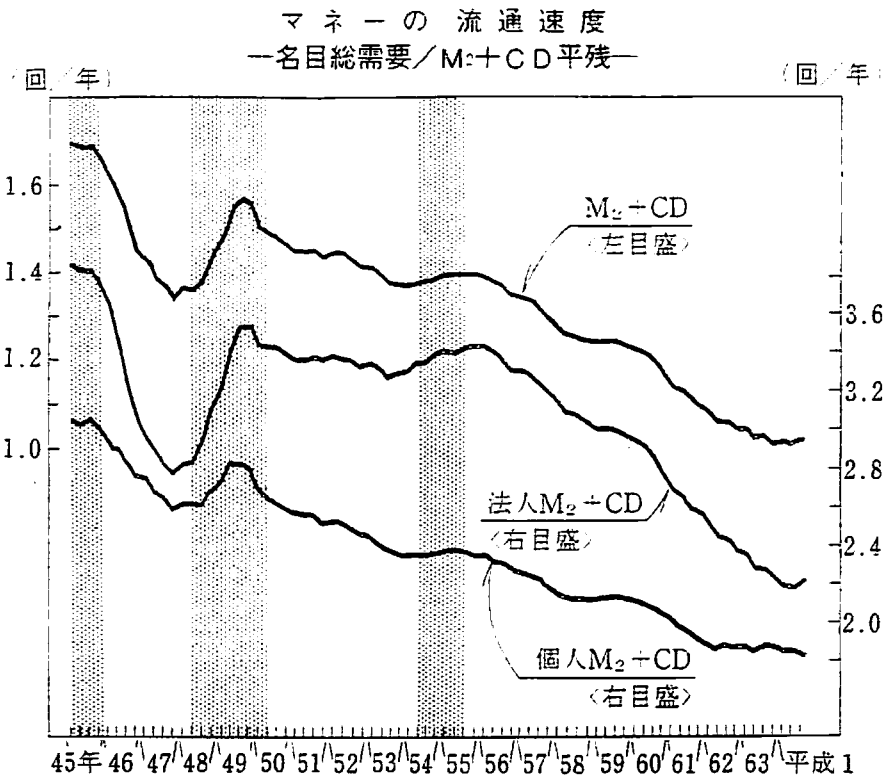
目先1～3月のマネーサプライ動向を展望すると、通貨需要面では、①これまでの累次にわたる金利上昇に伴うマネーの押下げ効果が働く一方で、②従来と同様、景気の拡大に伴い名目総需要の増加がマネーの取引需要を押上げるという要因が働くと考えられる。また、マネー供給面では、公定歩合引上げの趣旨を踏まえ、金融機関においては量・質の両面にわたりディシプリンの効いた運営が行われることが期待されている。こ

(図表19)



(注) 60/7月までは有担無条件物。

(図表20)



(注) シャドー部分は金融引締め期を示す。

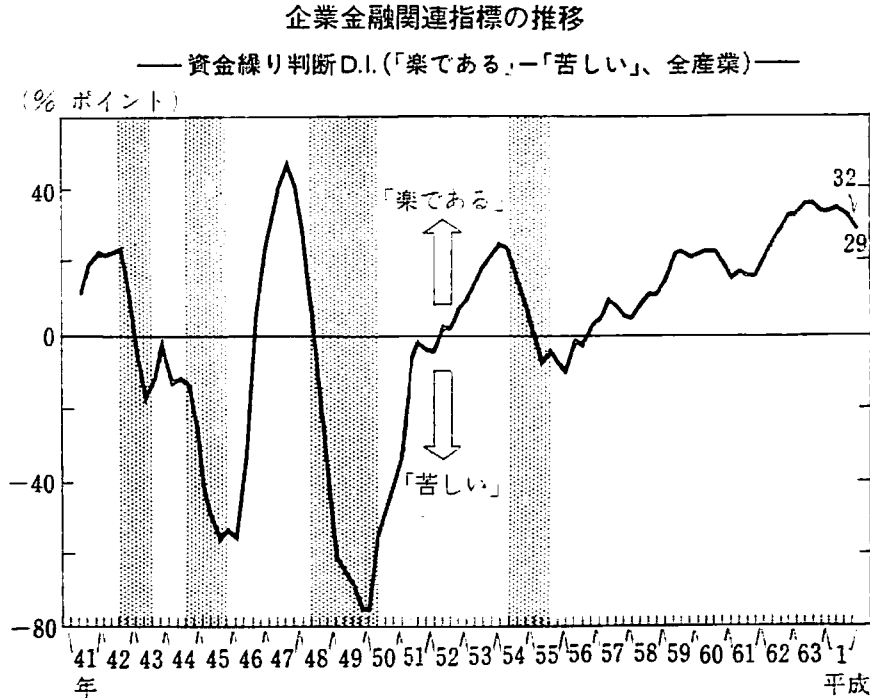
(資料) 日本銀行「経済統計月報」

れらを総合的に勘案すると、1～3月のマネーサプライの前年比伸び率は、9%台と前期比ほぼ横ばい圏内の動きになると予想される。

次にマネーサプライの伸びを実体経済との関連で評価するため、 $M_2 + CD$ の流通速度(名目総需要/ $M_2 + CD$ 平残)をみると(図表20)、過去の公定歩合引上げ時には、反転上昇がみられたにもかかわらず、今次局面においては、金利上昇下においても高いマネーサプライの増加が続いていることを反映して、低下傾向をたどっており、目先1～3月にもさらに低下する見通しである。また11月短観により企業金融関連指標(主要企業・全産業)をみても(図表21)、企業の資金繰り判断D.I.は、「楽である」超幅が徐々に後退しつつも引続き緩和感が根強い状態を示しており、企業の手元流動性も高水準を続けている。

以上を総合すると、マネーサプライの前年比伸び率が引続き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なおかなり高めであることを示している。12月末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、貸出計画の実行にあたっては金額、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

(図表21)



(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」(元年11月)

な対応を行うよう強く求めているところである。マネーサプライの動向については、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・資本市場の攪乱的な影響を防止していくとの見地からも、十分注視、管理していく必要がある。

#### 4. 今後の留意点と政策課題

上記のように、来年度におけるわが国経済は、引続き拡大基調を維持することが期待され、景気が内生的要因から大きく崩れ、調整局面に入る可能性は小さいものと思われる。こうしたことを前提とすると、今後の経済運営でとくに留意しておく必要のあるのは、①物価上昇加速のリスク、および、②対外摩擦面でのリスクの2点であろう。

##### (物価上昇加速のリスク)

物価については、国際原材料品市況の安定やインフレ心理の落ち着き等を前提にすると、年度後半にかけジリ高傾向が予想されるとはいえ、一応、目立った上昇加速は回避し得るシナリオを想定し得る。しかし、来年度の経済においては、製品需給のタイトな状況が続くなかで、労働需給が一段と引締まることから、物価上昇圧力が依然強い状態で推移する可能性があることは前述のとおりである。こ

うした観点から、改めて来年度の物価情勢を巡るリスクについてみると、とくに問題となるのは、①為替相場の動向、②賃金コストの上昇幅、③マネーサプライ水準の諸点である。

第1に為替相場については、昨年中は円安が進展したが、来年度についても、こうした傾向がさらに進むことになると、企業の「中長期的には円高」との見通しが崩れ、元年中は回避し得ていた上昇した輸入コストの製品価格への転嫁の動きが広範化するおそれがある。とくに、来年度においては、収益が高水準とはいえず増益テンポが鈍り、企業の潜在的な価格引上げ意欲が高まってくる可能性も懸念されるだけに、この点については従来にも増して注意を要するところである。第2に、賃金コストに関してみると、来年度は雇用誘発力の大きい個人消費の成長寄与度が高まる一方、これまでのように女子を中心とした高めの労働供給が続くかどうかなど不透明な面もあるため、賃金コスト上昇圧力はかなり強くなってくる可能性も否定できない。万一、女子等新規の労働供給が予想以上に細るようなことになれば、賃金コストの上昇を通じサービス価格主体に物価上昇を加速するおそれがある。第3に、マネーサプライについては、このところ実体経済活動との比較でみてなおかなり高い伸びが続いている。こうした状況の下、地方都市を中心に地価の騰勢が目立つなど資産価格が再び上昇しているが、こうした傾向が今後さらに強まる場合には、資産価格のアンバランスな上昇が経済全体のインフレ心理を刺激する懸念がある。

以上のように物価を巡る情勢は、来年度についてもかなり厳しい状況が続くと思われるが、今後、物価に関する判断にあたっては、近年におけるサービス化やストック化の進展等経済構造の急速な変化を踏まえると、既存物価指標でカバーされていない企業間サービス価格や地価の動静もチェックするなど、綿密かつ幅広い視点からの物価情勢についての検討が重要になってくるとと思われる。

(対外摩擦面でのリスク)

国内経済が前記のように比較的良好な推移をたどるとみられるなかで、対外不均衡の是正については、来年度にはそのテンポが次第に鈍化する可能性がある<sup>(注3)</sup>。また、最近では、国際化が急テンポで進展しているなかで、海外への投資が大幅に増大している。こうしたことにかんがみると、今後、対外摩擦が深刻

---

(注3) 対米貿易収支については、乗用車の現地生産拡大の影響等から、輸出が低い伸びにとどまるとみられるため、黒字幅がある程度縮小することが期待されるが、米国貿易赤字の中で、対日赤字が高いシェアを占める(86年38%→88年41%→89年上期45%)という構図が大きく変化するとは考え難い。

化し保護主義や管理貿易主義が惹起されるおそれもあるが、この場合には、自由な貿易が阻害される結果、景気・物価の両面に悪影響が及びかねず、ひいてはこれが再び対外不均衡の改善、内外価格差是正の障害となりかねない。

(当面の政策課題)

こうした平成2年度におけるわが国の景気、物価および対外経済環境にかんがみれば、マクロ政策面では、インフレ心理の動向に十分留意し、その台頭を未然に防止し物価の安定を確保することにより景気拡大を持続させることが何よりもまず重要であり、またこうした展望をより確かなものとするとともに、対外不均衡の是正を図るためには為替相場の円高方向での安定が肝要である。

このうち、金融政策面では、日本銀行は昨年5月、10月に続き、12月25日に国内景気、物価、マネーサプライの動向ならびに為替相場、海外金利の動きを勘案しつつ、これらを反映した市場金利の上昇をも踏まえ、第3次の公定歩合引上げ(3.75%→4.25%)を実施した。本措置は前回、前々回の引上げ同様、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。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、やや長い目でみて対外不均衡の是正を通じて為替相場の一層の安定に資するものと期待される。日本銀行としては、当面の金融政策運営にあたっては、これまでの金利引上げ効果の浸透状況を見守りつつ、引続き物価の安定確保を基軸に据えた慎重な政策姿勢を保持していく方針である。財政政策については、全般的に国内需給が引締まっている局面だけに、このところの税収好調にとらわれず、将来をも展望した歳出面での適切かつ節度ある運営が望まれる。

一方、ミクロ政策面では、対外不均衡の是正のみならず、物価についての「輸入の安全弁」効果の活用といった観点からも、思い切った市場開放や競争制限的な諸規制、諸慣行の見直しを図り、併せて内外価格差を是正していくことが喫緊の課題である。