

わが国金融経済の分析と展望

——情勢判断資料（平成3年春）——

[要 旨]

1. 一昨年来の金利上昇効果が浸透し、企業金融の緩和感が後退するとともに、湾岸危機下の原油価格上昇が企業収益を圧迫してきた中で、企業家心理も幾分慎重化している。こうした状況下、実体経済面では景気は緩やかに減速しはじめているが、これには天候不順など一時的要因が影響している面もあり、設備投資が増勢を持続しているなど全体として景気はなお拡大基調を続けている。この間、製品・労働需給は引締まり基調を持続しており、経済活動は依然として高水準にある。

物価面をみると、これまでの着き基調が大きく損なわれるには至っていないが、需給引締まりの下で、諸コストの上昇を製品・サービス価格に転嫁する動きが幅広くみられる。この間、対外収支面においては、平成2年度の経常収支の黒字は大幅に縮小したものと見込まれる。

2. 海外経済を展望すると、原油をはじめとする国際原材料品市況は落ち着いた推移をたどるとみられる。景気は昨年後半以降減速傾向が明確化してきたが、今後は米国が徐々に回復に向かうとみられることに加え、EC諸国については当面景気減速は緩やかなものにとどまるほか、アジア諸国でも比較的高めの成長を続けると予想されるため、全体としては世界経済が大きく落ち込むリスクは小さいと考えられる。

3. 以上のような環境の下で、わが国経済の先行きを平成3年度を中心に展望すると、国内需要を中心に、景気の拡大テンポが減速していくことが予想されるが、その程度は比較的緩やかなものにとどまる可能性が強いと考えられ、全体として景気は底固く推移することが期待される。このような背景には、①企業収益が交易条件の改善を主因に好転するとみられること、②設備投資が増勢は鈍化するものの堅調な伸びが予想されること、③個人消費についても良好な所得環境のもと比較的堅調に推移すると見込まれること、などの事情が挙げられる。

4. 需給面をみると、景気拡大テンポの鈍化が緩やかなものにとどまるとみられる中、製品・労働需給とも総じてタイトな状態が続くものと考えられる。物価動向については、石油関連製品の価格低下は予想されるとしても、上記のような需給環境等を反映して人件費や物流費などのコスト上昇を背景とする物価上昇圧力が根強いものと見込まれ、引続き注意を怠れない状況にある。

5. この間、対外収支面をみると、輸出数量は米国向けがやや伸び悩むものとみられることから、増勢が鈍化することが考えられる一方、輸入数量は国内需要の減速などから伸びが鈍化する見込みであり、結果として数量ベースの貿易黒字縮小テンポは緩やかなものにとどまる可能性が大きい。

6. 一方、金融面に目を転ずると、マネーサプライはM₂ + C Dの前年比でみると、前年同期の高い伸びの反動もあって、4～6月にかけてさらに伸びが低下することが見込まれる。もっとも、経済全体の流動性の水準をみると、過去の長期にわたるマネーサプライの増加を反映して、全体としてなお高い状況にある。

7. 以上のように、景気は底固い推移をたどると予想される一方、物価面では依然注意を怠れない状況にある。長い目でみて持続的な経済成長の達成のためには、物価の安定基調をより確実にしていくことが当面何よりも肝要である。

以上のような認識に立ち、当面の金融政策については、諸情勢を総合的に勘案しながら、これまでの利上げ効果の浸透状況を引続き注意深く見守りつつ、物価安定を基軸に据えた慎重な政策運営を図っていく方針である。

(目 次)

1. 最近の経済情勢	(3) 物価動向
(景気は拡大基調を持続)	(4) 対外収支
(根強い物価上昇圧力)	3. 最近の金融情勢等
(平成2年度の経常黒字は大幅に縮小)	(為替・金融市場の動向)
2. 当面の経済情勢の展望	(マネーサプライ等の動向)
(1) 海外経済情勢	(当面の政策課題)
(2) 国内景況	

1. 最近の経済情勢

(景気は拡大基調を継続)

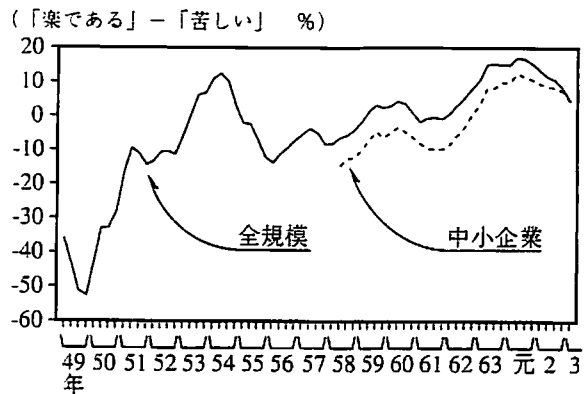
金利上昇効果の浸透に伴い企業金融の緩和感が後退するとともに、湾岸危機下の原油価格上昇による企業の交易条件（産出価格／投入価格）の悪化が素材関連業種を中心に収益を圧迫してきた中で、企業家心理もひとことに比べれば幾分慎重化している。こうした状況下、実体経済面では景気が緩やかに減速しはじめているが、これには天候不順など一時的要因が影響している面もあり、全体として景気はなお拡大基調を継続している。

すなわち、一昨年来の利上げによるコスト効果が次第に浸透するとともに、資金のアベイラビリティ（量的な面での調達容易さ）も低下し、不動産・ノンバンクを中心に企業金融の緩和感が後退しているほか、地価の騰勢も鈍化しつつある（図表1）。こうした状況下、日本銀行の「主要企業短期経済観測調査」（2月調査、以下「短観」と略）により企業収益の動向をみると、平成2年度下期には、原油価格上昇等に伴う交易条件の悪化、売上数量の伸び悩みもあって、素材型製造業や一部非製造業中心に前回調査時見込みに比べ下方修正を余儀なくされる先が増えている。

こうした中で、わが国の実体経済をみると、景気の拡大テンポはやや鈍化している。2年10～12月中の実質GNP成長率をみると、前期比+0.5%と前期（同+1.1%）と比べ伸び

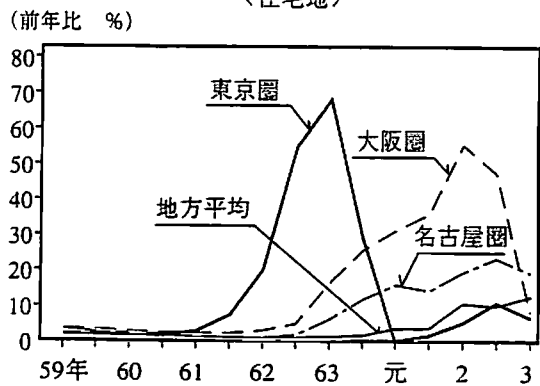
(図表1) 企業の資金繰り、地価の動向

(1) 資金繰り判断D.I. (全国短観)

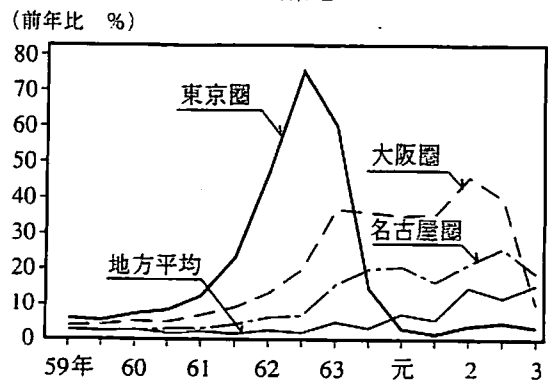


(2) 地価の動向

〈住宅地〉



〈商業地〉



(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、国土庁「公示地価」「都道府県地価」

(図表2)

G N P の 推 移

(前年比、季調済前期比、需要項目は寄与度 %)

	元年	2年				
			1~3月	4~6月	7~9月	10~12月
実質 G N P	4.7	5.6	1.6	1.4	1.1	0.5
民間最終消費	2.5	2.3	0.2	0.9	0.1	△0.2
民間住宅投資	0.0	0.5	0.1	0.3	0.3	△0.1
民間設備投資	2.8	2.7	0.7	0.6	0.5	0.7
民間在庫投資	0.1	△0.2	△0.5	0.3	0.0	△0.2
政府支出	0.2	0.4	0.4	0.1	0.1	△0.3
輸出等	2.3	1.8	1.2	0.1	△0.8	0.5
輸入等	△3.3	△2.0	△0.5	△1.0	0.9	0.1
国内需要	5.7	5.8	1.0	2.2	1.0	△0.1
経常海外余剰	△0.9	△0.2	0.7	△0.9	0.1	0.6
名目 G N P	6.7	7.6	1.6	2.1	1.0	1.7
GNPデフレーター	1.9	1.9	△0.0	0.7	△0.2	1.2

(資料) 経済企画庁「国民経済計算」

が低下した(図表2、3)が、これは住宅投資が金利上昇等の影響からマイナス寄与となったほか、個人消費が物価上昇に伴う実質値の目減りや暖冬による冬物商品の売行き不振から伸び悩んだことに加え、民間・政府在庫が一時的に大きく落込んだことが影響したものである。もっとも、民間設備投資が増勢を継続しているほか、外需も伸びを高めており、最終需要(国内需要+輸出等-在庫投資)のGNP寄与度は前期比+1.0%と引続き比較的高い伸びを示している。

更年後の状況を見ると、住宅着工戸数は2月にはかなり減少したものの、足元の設備投資関連指標は増勢を継続しており、公共投資も拡大基調にある。また、企業の業況感についても総じてなお良好な水準を維持しており、湾岸戦争終結後は企業経営者の先行きに

対する不透明感が次第に薄らぎつつあること、さらには生産者レベルの在庫率がなお低水準にあること等も考え合わせると、景気は全体として緩やかな減速過程に入ってきたとはいえ、拡大基調には底固さがうかがわれる。

この間、マクロ的にみた製品・労働需給はタイトな状態が続いており、製品需給面では製造業の稼働率が引続きかなり高い水準で推移している。また、労働需給面においても、有効求人倍率が「いざなぎ景気」(昭和40年11~45年7月)時のピークと同水準で推移しているほか、日本銀行の「全国企業短期経済観測調査」(2月調査)によれば企業の人手不足感は極めて強い状況が続くなど、経済活動は依然として高水準にある。

(図表3)

景気の足取り

	元/10~12月	2/1~3月	4~6月	7~9月	10~12月	3/1~3月
実質GNP (前期比 年率%)	5.4	6.6	5.6	4.6	2.1	n.a.
鉱工業生産 (前期比 %)	0.8	0.8	1.9	2.3	1.7	(1~2月) 0.7
第3次産業活動指数 (前期比 %)	1.9	0.5	1.2	2.4	△0.9	n.a.

全産業業況判断D.I. (「良い」-「悪い」%)	38	37	36	37	34	31
製造業売上高 経常利益率 (%) <除く石油精製>	6.10 (元/下)		5.90 (2/上)		<予測> 5.28 (2/下)	
全産業雇用判断D.I. (「過剰」-「不足」%)	△35	△40	△37	△41	△46	△46

機械受注 (前年比 %)	15.9	13.9	7.5	18.0	2.5	(1~2月) 7.1
建設工事受注 (前年比 %)	2.7	42.4	40.1	35.6	15.6	(1~2月) 20.4
全国百貨店売上高 (前年比 %)	10.6	4.6	16.6	9.8	6.3	(1~2月) 6.8
新設住宅着工戸数 (季調済 万戸)	167	169	177	172	165	(1~2月) 156
公共工事着工額 (前年比 %)	3.1	17.0	1.9	5.2	9.3	(1~2月) 10.9

国内卸売物価 (前年比 %)	2.5	2.5	0.6	0.7	2.1	2.4
全国消費者物価 (前年比 %)	2.6	3.3	2.4	2.8	3.8	(1~2月) 4.2
企業向けサービス価格 (前年比 %)	5.4	5.6	3.6	3.5	3.9	n.a.

経常収支 (季調済 億ドル)	100	144	79	70	64	(1~2月) 146
対名目GNP比率 (%)	1.4	2.1	1.2	0.9	0.8	n.a.

- (注) 1. 業況判断D.I.、売上高経常利益率、雇用判断D.I.は、日本銀行「企業短期経済観測調査」(3年2月)による(売上高経常利益率は主要企業、その他は全国企業)。
 2. 機械受注は、船舶・電力を除く民需。
 3. 建設工事受注は民間分。
 4. 新設住宅着工戸数は、季節調整後年率換算の計数。また、3年1~3月は1~2月の年率換算。
 5. 経常収支の3年1~3月は1~2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」(3年2月)等

(根強い物価上昇圧力)

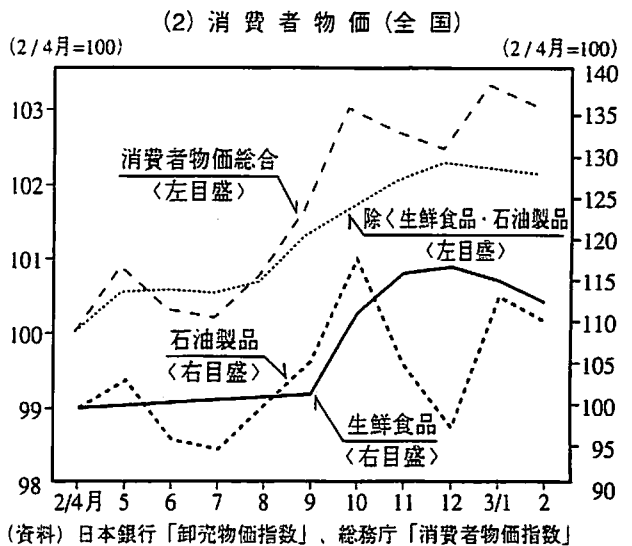
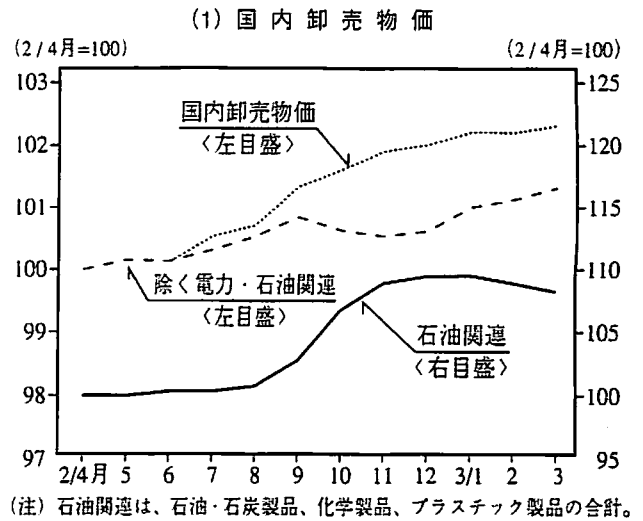
一方、物価面をみると、昨年秋から本年初にかけて国内卸売物価、消費者物価とも前年比上昇率が高まったが、その後は原油価格反落の影響等から上昇テンポは幾分鈍化しつつある(前掲図表3、図表4)。

しかしながら、製品需給がタイトな環境の下で、企業収益の圧迫等を背景に企業の値上げ意欲は根強く、とくに人件費、物流費などの上昇を製品やサービスの価格に転嫁する動きが幅広くみられるのも事実である。とくに消費者物価については、天候不順に伴う生鮮食品の値上がりも加わって、前年比上昇率は3%台後半で高どまった状態にある(2月全国+3.9%)など、引続き注意が怠れない状況にある。

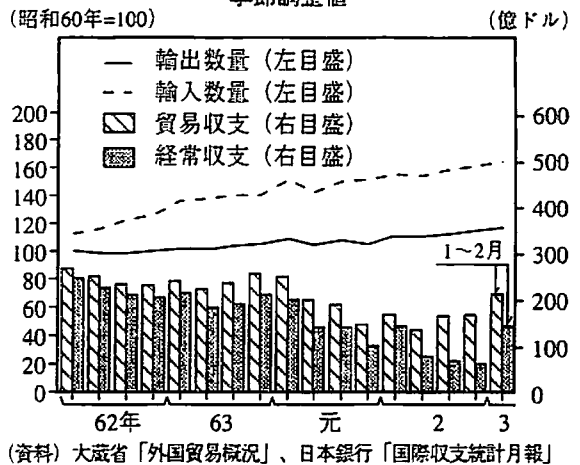
(平成2年度の経常黒字は大幅に縮小)

対外収支面をみると(図表5)、輸出が、東南アジア(とくにASEAN諸国)、EC向けを中心に海外現地生産拡大に伴う資本財や部品輸出増などから増勢を持続している一方、輸入は、原油価格反落による輸入価格の下落を主因に伸び悩んでいるため、貿易収支の黒字幅(季調済計数)は更年後幾分拡大に転じている。経常収支については湾岸支援に伴う移転支出の増大にもかかわらず、貿易収支の黒字拡大に加え、湾岸戦争中の出国者数の急減に伴う海外旅行収支の赤字幅縮小もあって、黒字の縮小が一服している。もっとも、平成2年度の経常収支については、原油価格の上昇に伴う輸入の増加や投資収益の黒字幅縮小等から黒字は大幅に縮小し、経常収支対名目GNP比率は1%前後まで低下したものと見込まれる(平成元年度1.9%、既往ピークは昭和61年度の4.4%)。

(図表4) 物価の動向



(図表5) 対外収支の動向
— 季節調整値 —



2. 当面の経済情勢の展望

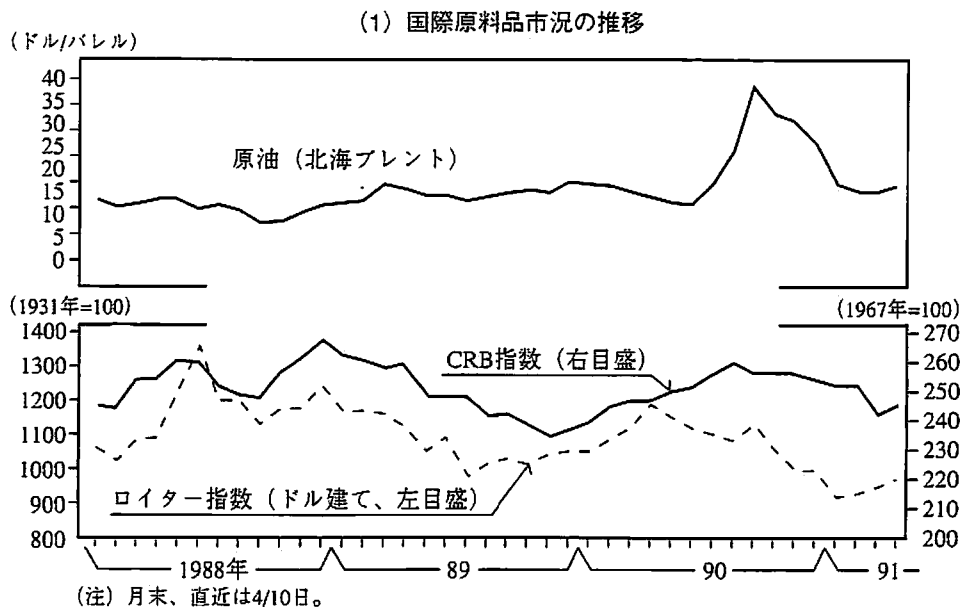
日本経済が当面する最大の課題は、4年余に及ぶ5%前後の高成長の下で強まってきた基調的なインフレ圧力にしっかり歯止めをかけることである。そのためには経済の成長テンポが物価安定を確保するうえに十分なだけスローダウンしていくことが望まれるが、一方、需要減退が相乗的に進み景気失速に陥る可能性はないか、といった面についても検討を要するところである。以下では、これらの

点を念頭に置きつつ、当面の内外経済について展望を試みることにしたい。

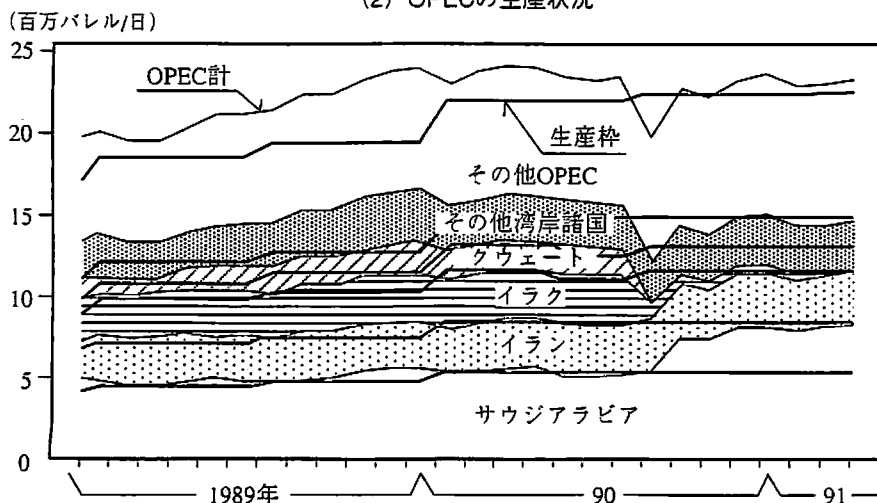
(1) 海外経済情勢

まず、国際原材料品市況についてみると（図表6）、原油価格については、サウジアラビアを中心とするOPEC諸国の増産の一方、米国を中心とする世界景気の減速等を反映した需給引緩みを背景に、1月下旬に1バレルあたり20ドル割れ（北海プレント・ペー

(図表6) 国際原材料品市況等を巡る動向



(2) OPECの生産状況



ス) の水準まで下落したあとも、総じて落ち着いた動きとなっている。先行きについても、引緩み気味の需給環境を反映して比較的安定した推移をたどるとの見方が市場では一般的である。

一方、石油以外の品目については、米国経済の底入れ期待などから一時強含む局面もみられたが、全般に供給圧力が根強いこともあり先行き目立った上昇を予想する向

きは少ない。

このような状況下、海外景気は、昨年後半以降減速傾向が明確化してきたが、今後は、米国が徐々に景気回復に向かうとみられることに加え、EC諸国については当面景気減速は緩やかなものにとどまるほか、アジア諸国でも比較的高めの成長を続けると予想されるため、全体としては世界経済が大きく落ち込むリスクは小さいと考えられる(図表7)。

(図表7) 海外主要国の景気・物価動向

(1) 実質GNPの推移

(前年比 %)

	1988年	89年	90年	4~6月	7~9月	10~12月
米 国*	4.5	2.5	1.0	0.4	1.4	△1.6
内需(寄与度)	3.4	2.0	0.5	1.3	1.6	△5.3
外需()	1.1	0.5	0.5	△0.9	△0.2	3.7
E C	4.0	3.3	n.a.	2.7	n.a.	n.a.
西ドイツ**	3.7	3.9	4.5	3.4	5.5	4.8
フランス***	3.9	3.7	n.a.	2.5	3.3	2.2
英 国***	4.3	2.0	0.5	2.5	0.4	△1.1
アジアNIEs	10.2	6.5	6.8	n.a.	n.a.	n.a.
韓 国	12.4	6.8	9.0	9.7	9.6	6.8
台 湾	7.8	7.3	5.3	5.1	4.1	5.3

(注) *米国の四半期計数は前期比年率、**統一前は西ドイツ、統一後は旧西ドイツ地域の計数、***印はGDP。
(資料) 各国政府統計、EC全体はOECD資料、アジアNIEsは1989年のGNPウエイトにて算出

(2) 物価の推移

(前年比 %)

		1988年	89年	90年	7~9月	10~12月	91/1~3月
米 国	生産者物価(最終財)	2.5	5.1	4.9	4.9	6.3	3.3
	<同・除く食料品・エネルギー>	3.2	4.4	3.7	3.6	3.5	3.8
	消費者物価	4.1	4.8	5.4	5.5	6.2	5.3
西ドイツ*	消費者物価	1.3	2.8	2.7	2.7	3.1	2.7
フランス	〃	2.7	3.5	3.5	3.4	3.6	3.4
英 国	〃	4.9	7.8	9.5	10.4	9.9	8.7
韓 国	消費者物価	7.1	5.7	8.6	9.6	9.2	10.9**
台 湾	〃	1.3	4.4	4.1	5.7	3.9	5.0**

(注) *統一前は西ドイツ、統一後は旧西ドイツ地域の計数。**1~2月平均。
(資料) 各国政府統計

すなわち、米国経済は、昨年10～12月に続き、本年1～3月も個人消費や住宅投資の減勢持続からマイナス成長を記録した模様であるが、先行きについては、①耐久財消費、住宅投資を中心にこれまでの金利低下の効果波及が見込まれること、②湾岸戦争終結に伴い消費者や企業の心理面での回復が予想されること、③既往のドル安もあって輸出が引続き堅調に推移するとみられること等から、景気は緩やかながら回復に向かうことが期待されている。この間、物価面においては、輸入原油価格の下落、国内の製品需給引緩みや賃金上昇圧力の緩和から上昇率は徐々に低下していくものと見込まれる。

EC諸国においては、個人消費の伸び悩みや設備投資の一巡から全般に景気は幾分減速するものと予想される。この間、ドイツでは、旧東ドイツ地域において生産の減少や失業の増大に加え、復興に伴う公的部門の赤字額増大が見込まれるなど課題を残してはいるが、経済全体としては減速のテンポは緩やかなものにとどまり、同国経済としては高めの成長が続く公算が大きい。一方、アジア諸国では、NIEs、ASEAN諸国ともに物価上昇率の高まりと対外収支の悪化の克服が先行きの課題となっているが、成長率は引続き高めの推移が見込まれている。

なお、今後の世界経済を展望した場合、湾岸戦争の終結に伴い先行きに対する不透明感はかなり薄らいできたものの、一方においてソ連・東欧の政治・経済情勢をはじめ、累積債務問題、中長期的にみた世界的な貯蓄不足

傾向など、金融・経済を巡る不確実性が依然として残されている点については留意が必要であろう。

(2) 国内景況

わが国経済の先行きを平成3年度を中心に展望すると、多少の緩を伴いつつも(注1)、全体としては設備投資、住宅投資の鈍化を中心に景気の拡大テンポが減速していくことが予想される。ただ、減速の程度は比較的緩やかなものにとどまる可能性が強いと考えられ、物価の安定基調を一層確実なものとするかどうかという観点から今後の推移を注視していく必要がある。

上記景気展望の背景としては、①企業収益が原油価格の低下などによる交易条件の改善を主因に2年度下期を底に好転に向かうと予想されること(図表8)、②こうした下で企業マインドが下支えられ、設備投資が堅調を持続すると見込まれること、③個人消費も所得、雇用環境が良好さを維持する中で増加傾向が続くとみられること、などの事情が指摘できよう。

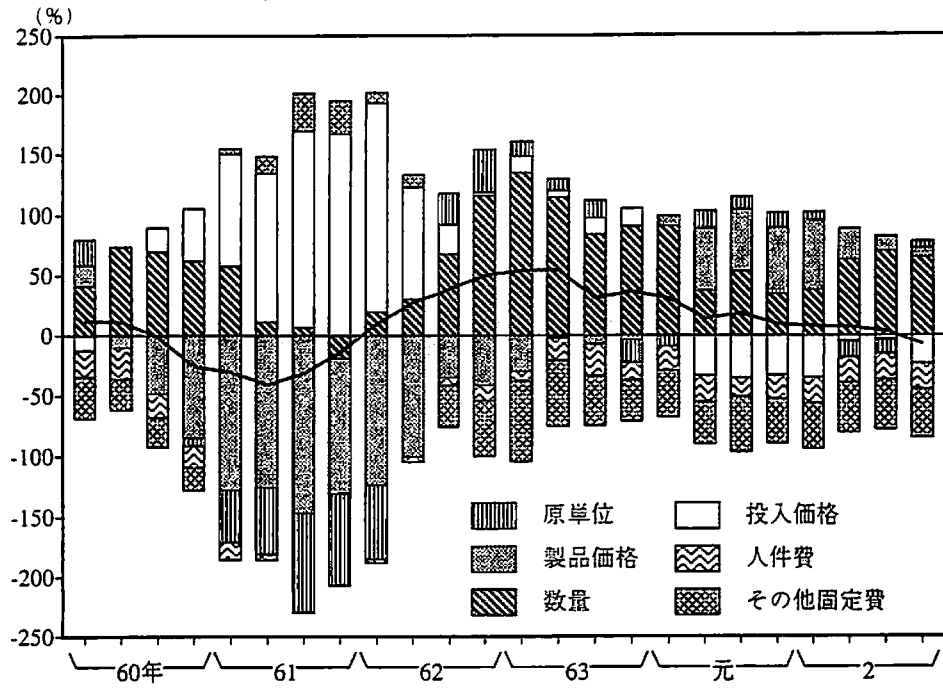
まず、設備投資についてみると(図表9)、①紙パ、食料品等一部業種における能力増強投資の一巡、②非製造業や中小企業を中心とする投資ファイナンス面における金利上昇およびアヴェイラビリティ面からの影響、等を考慮すると、今後増勢が鈍化していくことは自然な姿と考えられる。事実、短観等1～2月中の各種アンケート調査では今年度設備投資計画は伸び率の低下が見込まれており、こ

(注1) 本年1～3月の国内需要については、前四半期の反動から在庫面を中心に伸び率が再び高まる可能性があるほか、外需については先行き対米自動車輸出が現地在庫調整の影響から伸び悩む局面も考えられるなど、四半期ごとの成長率については多少の振れを伴うケースがあり得よう。

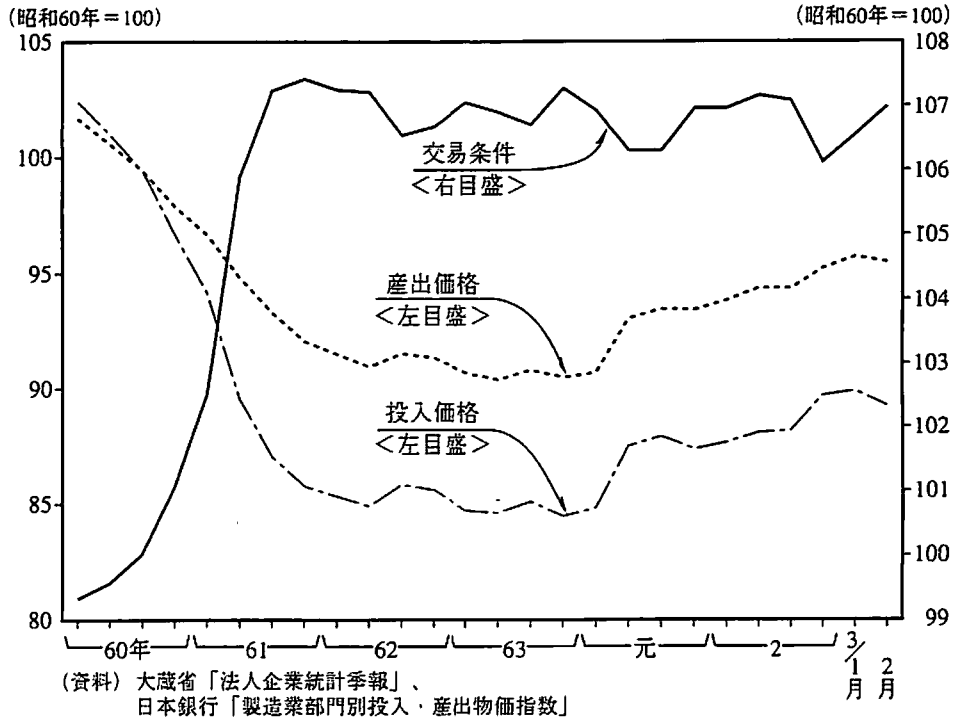
(図表8)

企業収益の動向

(1) 経常利益前年比(四半期)の要因分解
— 製造業大企業(資本金10億円以上) —



(2) 製造業の交易条件の推移(四半期)



(図表9)

設備投資の動向

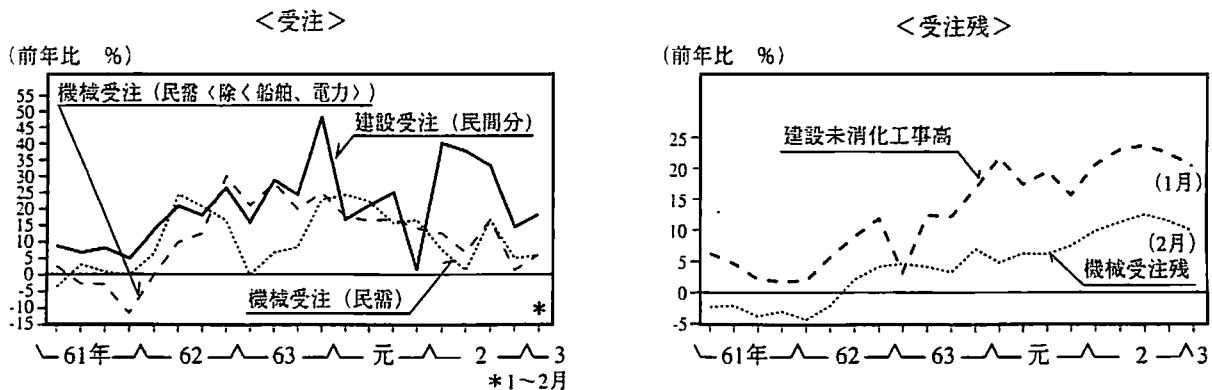
(1) 各種アンケート調査結果

(前年比 %)

調査機関	調査時点	全産業			製造業			非製造業		
		2年度	3年度	前年同時点 における 2年度計画	2年度	3年度	前年同時点 における 2年度計画	2年度	3年度	前年同時点 における 2年度計画
日本銀行「主要短観」 「全国短観」	2月	16.9	1.1	6.1	21.2	△1.1	7.5	13.9	2.7	5.2
		15.3	△5.4	△1.6	20.2	△3.4	2.7	12.6	△6.6	△3.9
日本開発銀行 (除く土地)	2月上旬	16.2 (15.6)	4.4 (7.6)	8.6 n.a.	22.8 (22.1)	1.7 (5.6)	10.1 n.a.	11.9 (11.9)	6.1 (9.0)	7.6 n.a.
日本興業銀行	1月下旬	15.1	0.6	7.3	23.5	△0.3	9.3	12.5	0.9	6.7
日本債券信用銀行	2月上旬	16.6	2.0	8.6	21.7	2.6	10.9	14.6	1.8	7.7
日本長期信用銀行	2月下旬	15.0	4.4	9.0	20.4	3.2	11.9	12.4	5.1	7.6

(資料) 日本開発銀行、日本興業銀行、日本債券信用銀行、日本長期信用銀行の設備投資調査、
日本銀行「企業短期経済観測調査」

(2) 先行指標の動向



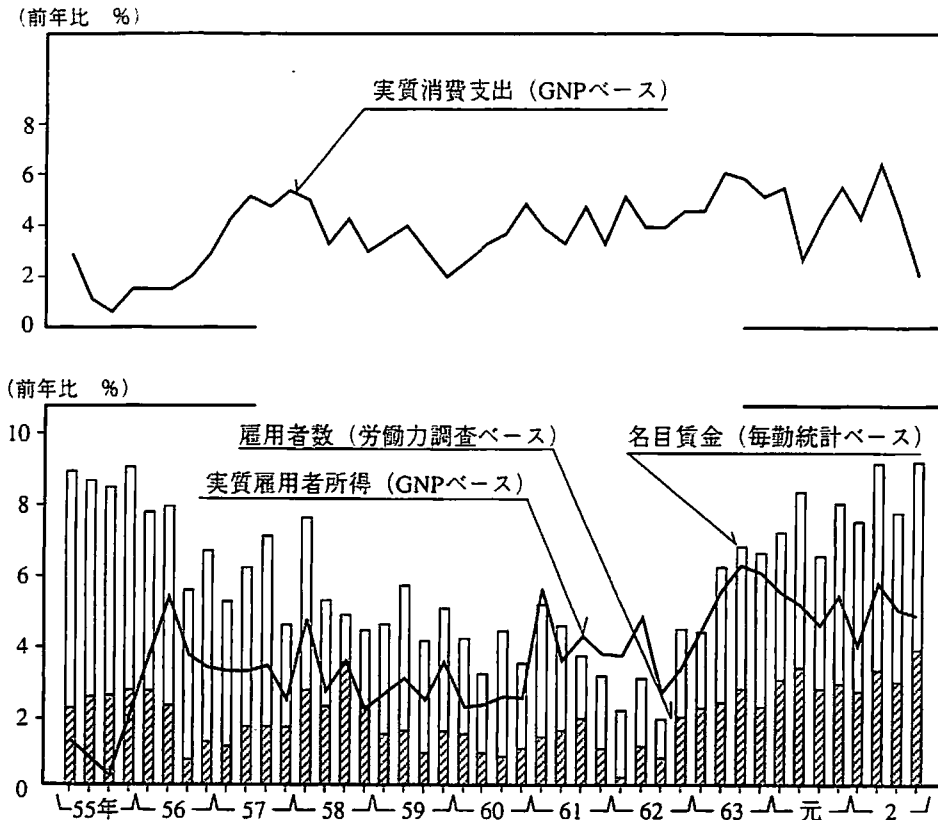
(資料) 経済企画庁「機械受注統計調査報告」、建設省「建設工事受注調査」

これは上記要因を反映したものであるが、時期的に計画が未成熟であったり、湾岸戦争下で企業家心理が幾分慎重化していたことも影響しているとみられる。いずれにせよ、当面の設備投資については、現在の機械・建設受注残の積上がりを考慮すれば高めの進捗ペースが続くことが予想されるところであり、加えて、今年度の設備投資計画に關

しても①技術革新の進展や人手不足対応、さらにはインフラ整備のための投資意欲が旺盛であること(注2)、②企業収益が改善方向に向かうとみられること、③湾岸戦争終結に伴い先行きの不透明感が薄らぎつつあること、等を考慮すると今後増額修正される可能性が高く、これらの諸点を勘案すると、設備投資は全体として堅調な伸びを示すも

(注2) 例えば日本開発銀行の設備投資調査をみると、インフラ整備、規制緩和関連業種の投資が活発であるうえ、土地投資を除いたベースでは伸び率は全産業で前年比+7.6% (2年度実績見込みは+15.6%) とかなり高い。

(図表10) 所得環境と消費動向



(資料) 経済企画庁「国民経済計算」労働省「毎月勤労統計」、総務庁「労働力調査」

のと考えられる。

次に、個人消費についてみると(図表10)、消費の基調を規定する家計の所得環境は、①1人当り賃金が比較的高い伸びを維持するとみられること、②雇員数伸びもさすがに鈍化するとはいえ、女子の労働市場参入意欲の強まりを背景に引続き伸長が予想されること、等から良好な状態が続くものとみられ、物価面での着き確保される限り、個人消費は比較的堅調に推移するものと期待される。

一方、住宅投資に関しては、金利上昇の効果浸透や分譲マンション建設の鈍化から着工戸数ベースでは減少基調が続くものと見込まれる。もっともGNPベースでは、1戸当り投資額の増加傾向を反映して減少幅は比較的

マイルドなものにとどまるものとみられる。

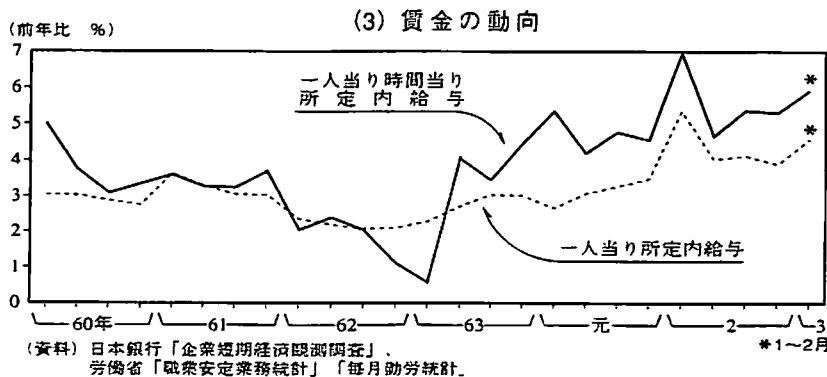
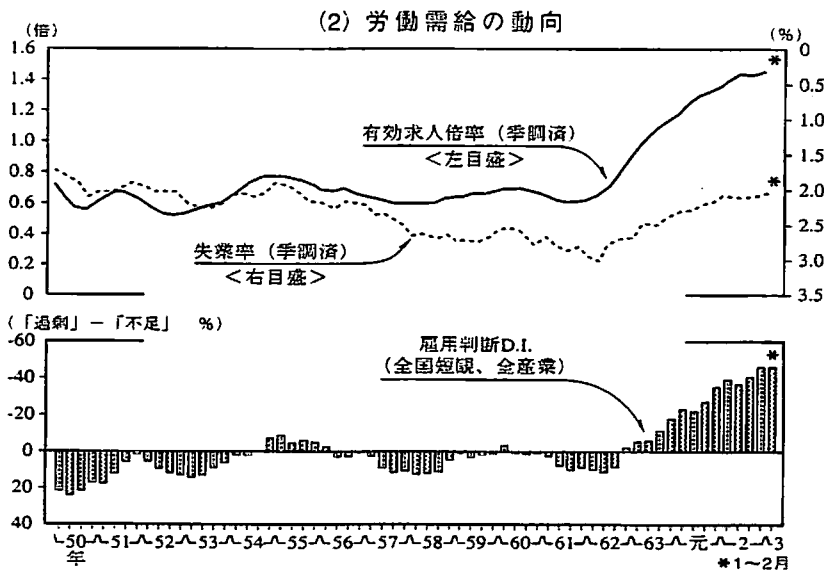
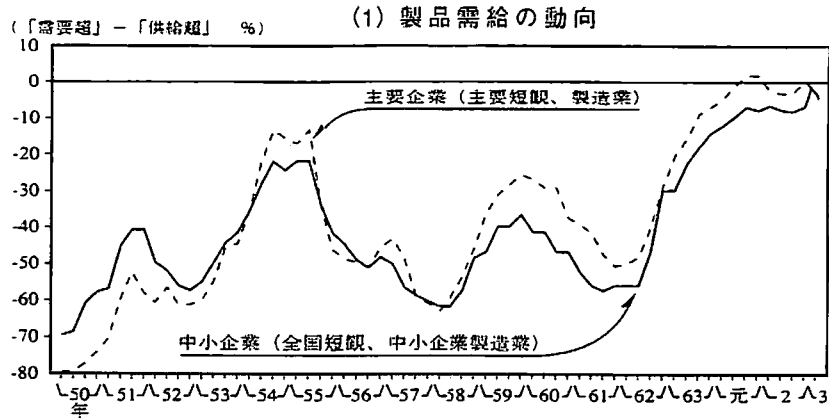
政府支出、とくに公共投資については、①公共投資拡大10か年計画の初年度とあって、地方を中心に予算規模の伸びが高まると予想されるうえ、②2年度からの工事持越しの影響もあって、平成3年度には対GNP寄与度をやや高める可能性が大きいと考えられる。

(3) 物価動向

次に、先行きの物価動向を展望するうえで前提条件となる製品・労働需給についてみると(図表11)、景気拡大テンポの鈍化が緩やかなものにとどまる中で、引続きタイトな状態で推移するものとみられる。

まず、製品需給については、一部の業種

(図表11) 製品・労働需給の動向



(紙パ、建設資材、天然繊維、自動車など)では設備投資の能力化や需要の伸び悩みから若干の需給引緩みが予想されるが、景気減速度合いが緩やかと予想される状況下においては、生産活動がかなり高水準を持続し稼働率も高い状態を続ける可能性が大きく、マクロ

的にはタイトに推移するものと考えられる。

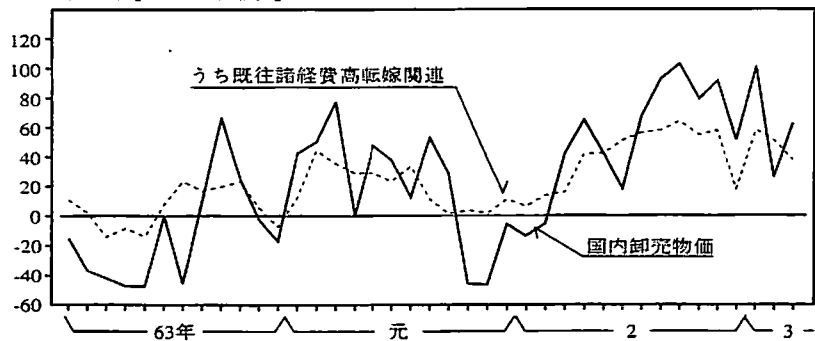
この間、労働需給面では、成長テンポに見合って労働需要が増大していく一方、女子の労働市場参入増を勘案しても全体として労働供給余力が低下している下では、需給逼迫状態に大きな変化が生ずるとは考えにくい。

(図表12)

物価面の分析

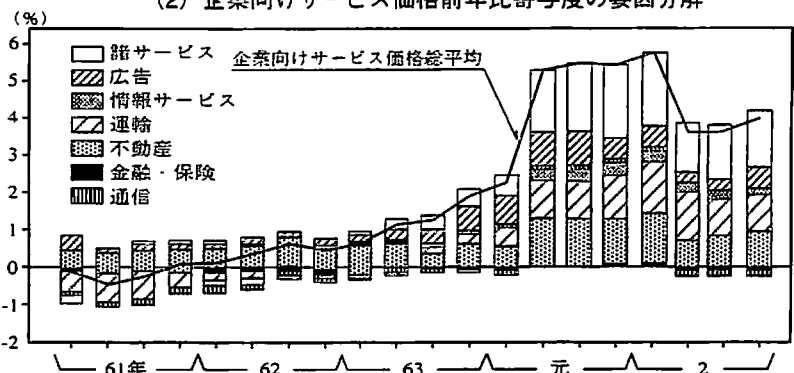
(1) 国内卸売物価のネット上昇品目数の推移

(「上昇品目数」-「下落品目数」)

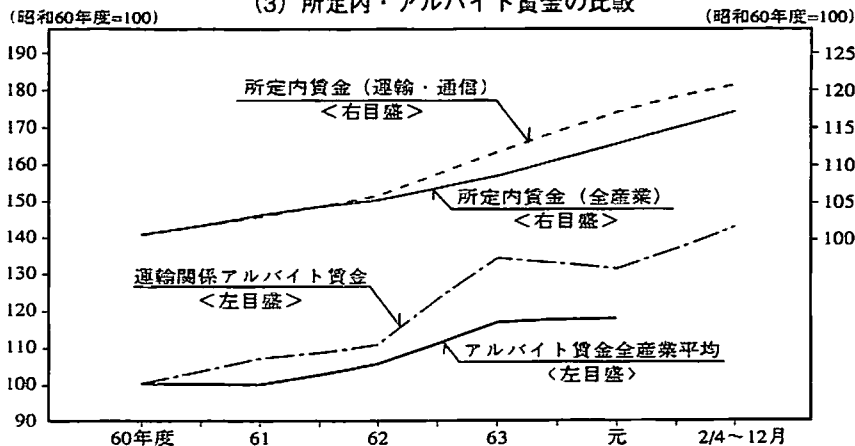


(注) 既往諸経費高転嫁関連=加工食品、パルプ・紙・同製品、
医薬・土石製品、鉄鋼、その他工業製品の合計。

(2) 企業向けサービス価格前年比寄与度の要因分解



(3) 所定内・アルバイト賃金の比較



(資料) 日本銀行「卸売物価指数」「企業向けサービス価格指数」、労働省「毎月勤労統計」、
アルバイト賃金はリクルートフロムエー社調べ。

先行きの物価動向を考えると、石油関連製品の価格低下は予想されとしても、以上のような需給環境の下、景気拡大テンポの鈍化と相まってユニット・レーバ・コスト（名目雇用者所得／実質GNP）は上昇する可能性があること等を踏まえると、潜在的な物価

上昇圧力は引続き根強いものと見込まれ、この点十分留意することが肝要である。

すなわち、国内卸売物価についてみると、素原材料、中間財では、原油価格の低下やその他国際原材料品市況の安定に加え、一部業種での需給引緩みもあって概ね落ち着いた推移

をたどるものと予想される。しかしながら最終財については、人件費、物流費などのコスト高の転嫁から(注3)、ジリ高基調が続くことが考えられ、引続きその動向を十分注視していくことが必要である(前掲図表12)。

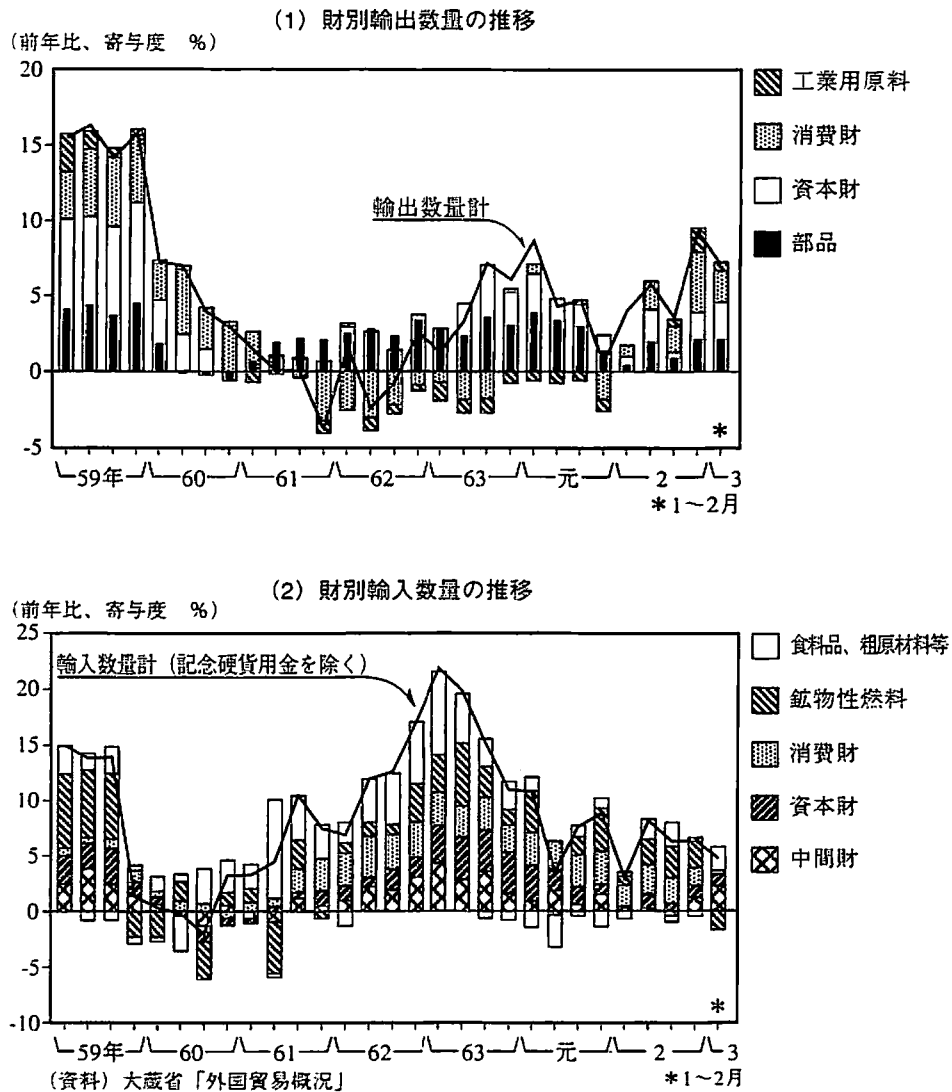
また、消費者物価については、生鮮食品を除いたベースでは、ユニット・レーバ・コストが上昇する可能性が強いことに加え、物

流費などコスト上昇分の価格転嫁の動きが根強いことを考慮すると、当面なお楽観は許されない情勢にある。

(4) 対外収支

この間、対外収支面についてみると(図表13、14)、輸出数量は、東南アジア向けが堅調を持続するとみられる一方、米国向けにつ

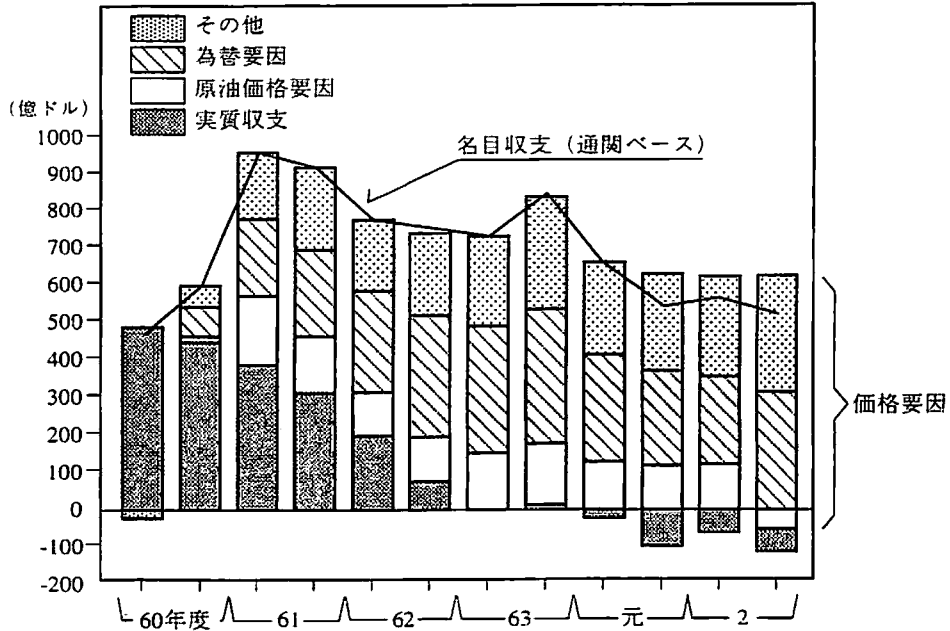
(図表13) 輸出入数量の動向



(注3) 企業向けサービス価格の前年比の動きをみると、「運輸」の上昇寄与度が平成元年以降大きくなっている。これは、労働需給の逼迫化を背景に運輸関連の賃金が全産業平均と比べて上昇していることや都市部における交通渋滞、倉庫保管料の上昇などを反映したものとみられる。

(図表14)

通関収支の要因分解



- (注) 1. 通関ベース、記念硬貨月金の輸入を除く、季節調整済み。
- 2. 数量ベース収支 況は、輸出入金額を60年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 況) - (数量ベース収支 況)
- 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」

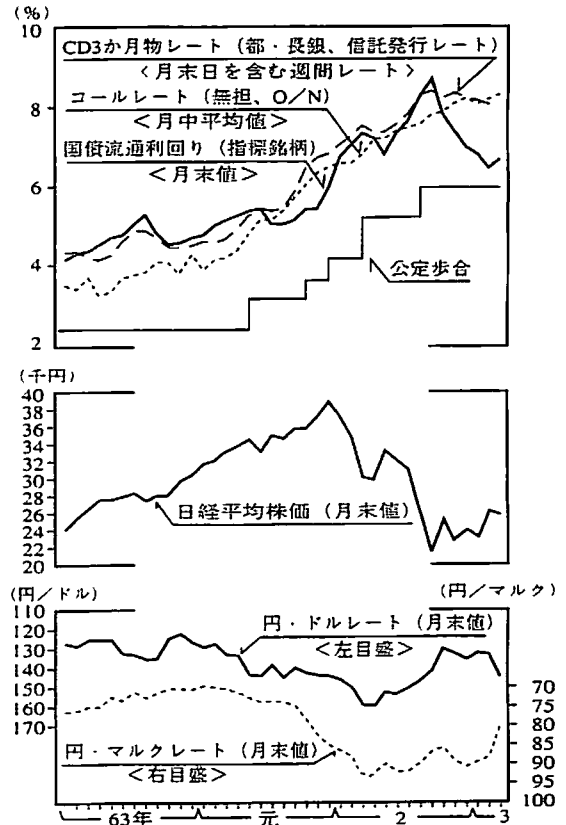
いては、成長率の鈍化といった所得要因に加え、自動車が現地での販売低迷に伴う在庫積上りにより船積み抑制を余儀なくされる可能性が高いこと等から、伸び悩むものとみられ、全体として増勢がやや鈍化することが考えられる。一方、輸入数量については、原油輸入が国内の在庫積上りなどを受けて減少することに加え、国内需要の減速からやや伸びが鈍化するものと見込まれる。この結果、数量ベースの貿易黒字縮小テンポは緩やかなものにとどまる可能性が大きい。この間、価格面では、原油輸入価格の下落が寄与することもあって、名目ベースの貿易黒字は拡大方向が予想される。

3. 最近の金融情勢等

(為替・金融市場の動向)

本年入り後の為替市場の動きを振り返ると(図表15)、米国の金融緩和を背景に2月央

(図表15) 金利、株価、為替相場の動向



までは円高傾向をたどったものの、湾岸戦争終結後は米国景気の早期回復期待などを背景にドル買い意欲が高まったため円相場は一時140円台乗せまで軟化したあと、このところ概ね130円/ドル台後半での展開が続いている。この間、円・マルク相場をみると、3月に入ってソ連情勢やドイツ経済に対する先行き不透明感の強まりもあって、マルクが弱含みの展開となっている。

一方、国内の金融・資本市場をみると、短期市場金利は概ね横ばい圏内で推移しているのに対し、長期市場金利は、10月以降2月までは原油市況の反落や為替円高、米国の金融緩和などを背景に金利先安観が強まり大幅に低下したあと、円相場の軟化などを受けて小反発している(注4)。また、株式市況については、2月以降、国内長期金利の低下や米国株式市況の上伸を受けて、活発な商いの中上昇したが、3月半ば以降については日経平

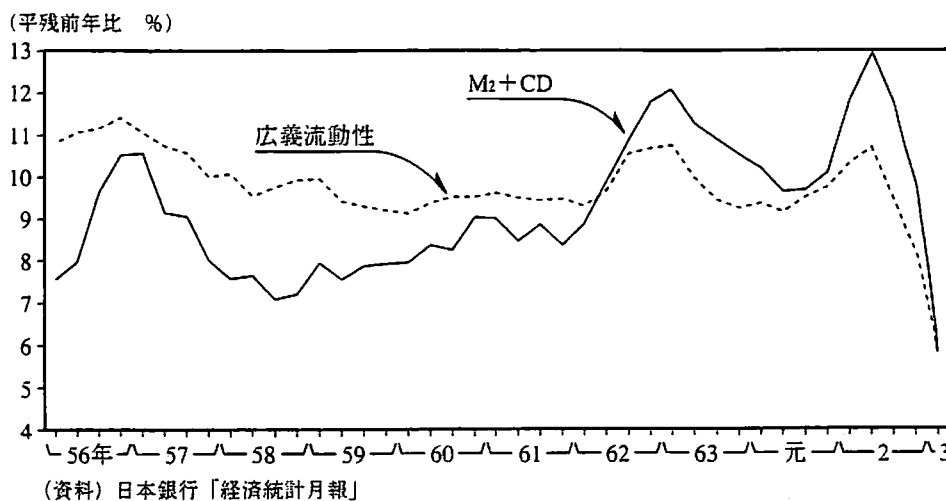
均株価(225種)は26~27千円台でのみ合いが続いている。

(マネーサプライ等の動向)

金融の量的指標であるマネーサプライについてみると(図表16)、 $M_2 + CD$ (平残、前年比)は、昨年4~6月の+13.0%をピークに本年1~3月は+5.9%へと低下した。このようなマネーサプライの伸び率低下には、金利の上昇に加え、BIS規制や大蔵省による不動産関連融資総量規制等の影響もあって、金融機関が信用リスクや採算性をより重視する方針を打ち出しつつあり、不動産、ノンバンク向けを中心に融資姿勢を慎重化していることが大きく寄与している(図表17)。

また、コマーシャル・ペーパー(CP)と大口定期預金などの金利差を利用した調達運用の両建て取引が金利差の縮小に伴い急減しているほか、金利先安観に伴う企業の借控え

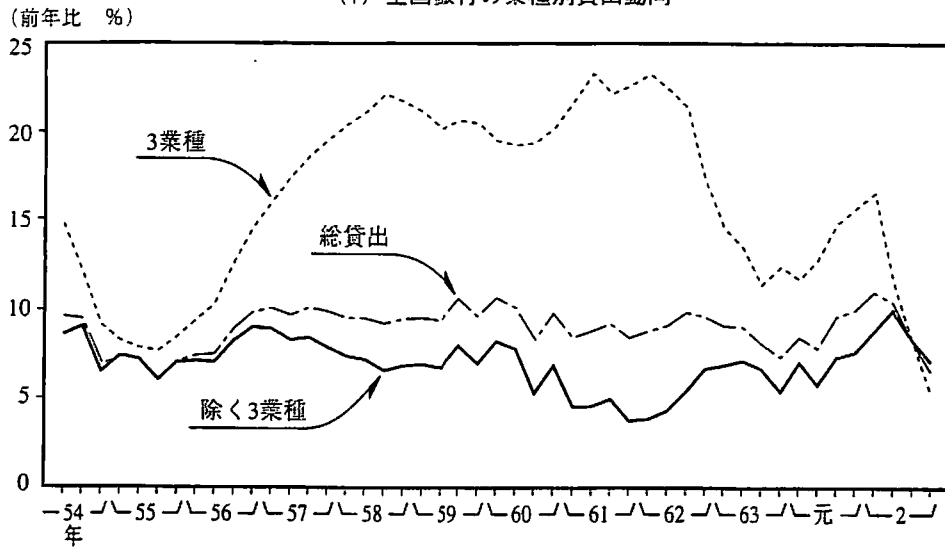
(図表16) マネーサプライの動向



(注4) この結果、長期プライムレートは昨年11月以降4回引下げられ、3月1日以降7.5%(通算低下幅1.4%)となったが、債券市況の反落を反映して4月1日以降7.7%へと0.2%引上げられた。

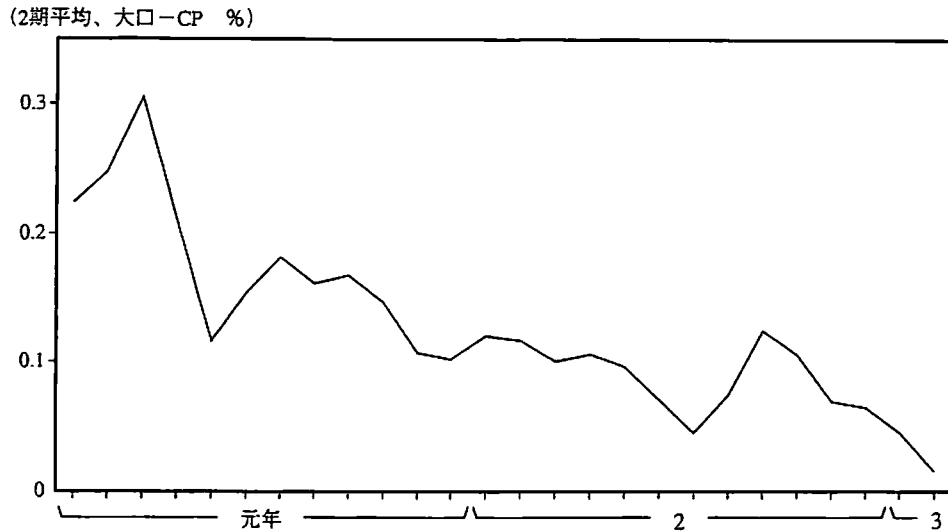
(図表17) マネーサプライの伸び率低下の背景

(1) 全国銀行の業種別貸出動向



(注) 3業種=不動産、建設、ノンバンク。

(2) CPと大口定期の利鞘



(資料) 日本銀行「経済統計月報」等

という事情が重なったことなどもマネーサプライの伸び率低下に寄与している。

目先4～6月については、金融機関が信用リスクの見直しや不採算取引の是正を継続する姿勢にあるうえ、昨年4～6月はマネー対象外の郵便貯金からマネー対象資産への大規模なシフトによりマネーサプライの伸びが一

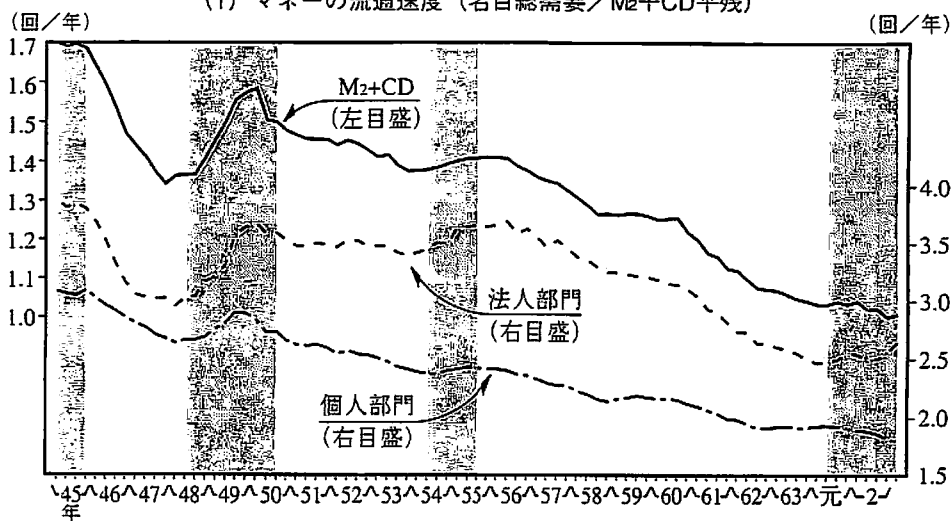
段と高まった時期であったこと ($M_2 + CD < \text{前年比} > 2 / 1 \sim 3 \text{月} + 11.7\% \rightarrow 4 \sim 6 \text{月} + 13.0\%$) などを映じて、 $M_2 + CD$ は+4%前後に低下する見通しにある。

もっとも、経済活動との関係における流動性の水準についてみると、通貨の流通速度 (名目総需要/ $M_2 + CD$ 平残) や企業の手

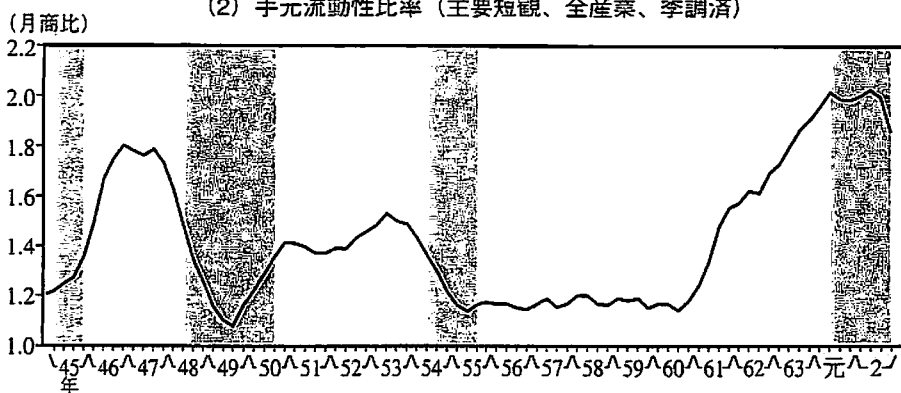
(図表18)

流動性水準の評価

(1) マネーの流通速度 (名目総需要/M2+CD平残)



(2) 手元流動性比率 (主要短観、全産業、季調済)



(注) 1. シャドウ部分は公定歩合引上げ局面。

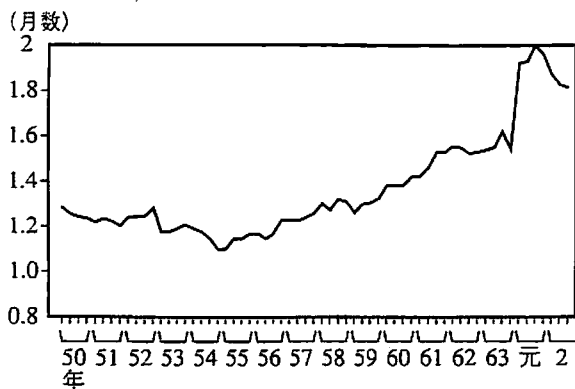
2. 手元流動性比率 = (現預金 + 短期有価証券) / 月商

(資料) 日本銀行「経済統計月報」「主要企業短期経済観測調査」

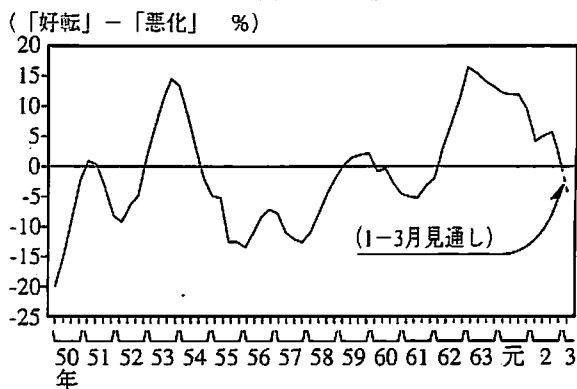
(図表19)

中小企業の資金繰り動向

(1) 手元流動性比率の推移 (季調済、全産業、資本金1億円未満)



(2) 資金繰り判断D.I.の推移 (季調済)



(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」、中小企業金融公庫「中小企業動向調査」

元流動性といった量的指標から判断すると（図表18、19）、過去の長期にわたるマネーサプライの増加を反映して、全体として供給量はなお高い状況にある。また、現行の金利水準およびアヴェイラビリティの下で企業の設備投資など実物投資が底固く推移する見込みにあることなどからみても、わが国経済が安定的拡大を確保していくうえで、金融面から制約がかかりすぎることはまずないものと判断される。

（当面の政策課題）

以上みたように先行きのわが国経済の姿を展望すると、景気は底固い推移を続けると予想される一方、物価面をみると、需給面で引締め感が続き、企業の販価引上げ意欲も根強い中、依然注意を怠れない状況にあると考

えられる。

したがって、長い目でみて持続的な経済成長を達成するという観点からは、物価の安定基調を一段と確実にしていくことが当面何よりも肝要と考えられる。また、わが国経済の健全な発展のためには、地価の沈静化傾向を引続き確かなものにしていくことも重要な課題といえよう。

日本銀行としては上記のような認識に立ち、当面の金融政策運営にあたっては、諸情勢を総合的に勘案しながら、これまでの利上げ効果の浸透状況を引続き注意深く見守りつつ、物価安定を基軸に据えた慎重な政策運営を図っていく方針である。

（平成3年4月24日）