

## わが国金融経済の分析と展望

— 情勢判断資料（平成4年冬） —

### [要 旨]

1. 最近のわが国経済をみると、住宅投資の減勢や設備投資の増勢鈍化等から最終需要の減速度合いがやや強まっており、その下で在庫調整の動きが広がりを見せるなど、景気は調整局面に入っている。もっとも、労働需給は引続きかなりタイトな状況にあり、雇用者数も順調な増加が続いているため、これが家計所得・消費の伸びを支えるかたちで、景気の底固さをもたらしている。

一方物価面では、消費者物価についてはサービス価格の根強い上昇が続くなど、なお課題を残してはいるが、国内卸売物価は一段と落ち着いた推移を示しており、全体として落ち着き傾向がより確かなものとなりつつある。この間、対外収支面では経常収支黒字は前年を大幅に上回って推移しているが、これには種々の一時的ないし特殊な要因が大きく影響しており、輸出入数量収支は引続き安定した状態で推移している。

2. 金融面をみると、国内景気動向等を反映して昨秋以降、長・短市場金利はかなりのテンポで低下し、これにつれて、長・短貸出金利もこのところスムーズに引下げられている。マネーサプライは、景気減速の影響やC P・社債等銀行借入れ以外の調達増加等を映じて企業の借入れ需要が伸び悩んでいることに加え、郵便貯金への資金シフトもあって低い伸びが続いている。もっとも、企業の資金繰りについては格別の逼迫感はみられない。

3. 以上のような金融・経済情勢を踏まえ、日本銀行は11月14日の公定歩合引下げ（5.5%→5.0%）に続き、12月30日に公定歩合の0.5%引下げを実施した（5.0%→4.5%）。これらの措置は、景気調整局面が続く中において企業マインドの慎重化等に配慮し、これまでの高過ぎる成長から、物価安定を基礎としたよりバランスのとれた経済に向けての移行プロセスを一層円滑かつ確実ならしめる趣旨に立って実施したものである。

4. 当面の経済情勢を展望すると、まず海外経済については、アジア諸国は今後とも高めの成長を続けると見込まれる。一方、米国経済は消費の伸び悩み等を背景に、いったん底入れした景気はこのところ再び足踏み状態に入っており、しばらくはもたついた状況が続くとみられる。また、E C諸国でもドイツが景気減速傾向にあるほか、フランス、英国等でもはっきりとした景気回復への展望をつけ難い状況にあるため、当面海外経済は全体としてかなり緩やかな成長に

とどまるものとみられる。

5. 国内経済を展望すると、最終需要は当面低めの伸びで推移するとしても、同時に底固さを維持する力も底流に認められる。すなわち、雇用の順調な増加等を背景に家計の所得環境は今後とも比較的良好な状態が維持されるとみられるほか、財政の下支え効果も引続き期待できる下で、中小非製造業の設備投資や住宅投資を中心に金利低下効果の浸透が見込まれること、物価上昇率の低下が個人消費等に好影響を及ぼすとみられること、貸家等を中心に過剰ストックの調整が徐々に進んでいること、などを勘案すれば、今後最終需要全体としてさらに減速が強まるとは考え難い。

このように最終需要が底固い展開をたどるとすれば、現在広がりつつある在庫調整については、目先なお調整過程が続くとみられるものの、先行き徐々に在庫圧縮が進展していくものとみられる。これに伴い、在庫面からの生産下押し圧力は軽減され、生産もいずれ回復に転じてくるものと展望される。

なお、対外収支については上記のような内外景気動向を映じて輸出入数量とも緩やかな増加にとどまるため、数量収支は引続き安定基調で推移し、貿易・経常収支も概ね横ばい圏内の動きが見込まれる。

6. 物価面を展望すると卸売物価は需要の緩やかな足取りや海外商品市況の安定から今後も落ち着いた基調が維持されるものと期待される。工業製品価格の落ち着きは消費者物価にも好影響を及ぼすとみられるが、タイトな労働需給が続く中でサービス価格には引続き上昇圧力が加わり続けるものとみられる。

7. 以上みたように、わが国経済は目先調整局面が続くとしても、景気が失速するリスクは小さいとみられる。また、これまでの金融緩和措置を通じて、今後よりバランスのとれた成長への移行を促す金融市場の環境は十分整えられてきている。こうした中で設備稼働率や労働需給の引締め度合いからみた全体としての経済活動水準は高く、その下で消費者物価は改善をたどりつつもサービス価格を中心になお根強い上昇を示している。金融政策運営にあたっては、公定歩合引下げの効果等を見守りつつ、これまで同様、物価安定を基軸に据えた慎重なスタンスを堅持して行くことが重要である。

## (目次)

1. 最近の経済情勢  
(景気は調整局面)  
(物価は全体として落ち着き傾向)  
(対外黒字は一次的要因を主因に拡大)
2. 最近の金融情勢等  
(為銀、金融市場の動向)  
(マネーサプライ・企業金融の動向)  
(公定歩合の引下げ)
3. 当面の経済情勢の展望  
(1) 海外経済  
(2) 国内経済  
(3) 対外収支  
(4) 物価動向

### 1. 最近の経済情勢

#### (景気は調整局面)

わが国経済は、底固さを維持しつつも、最終需要の減速度合いがやや強まる中で、在庫調整の動きが広がりつつあるなど景気調整局面に入っている。

すなわち、最近の需要動向をみると、個人消費が総じて底固く推移しているものの、住宅投資はストック水準の高まりや昨年央までの金融引締め効果を映じて減勢が続いている。また、設備投資も過去4年間にわたり高い伸びが続いたことに伴い、製造業を中心に資本ストック面からの調整圧力が働きつつあるほか、昨年央までの金利上昇等の影響を受けてとくに中小非製造業の投資が減少をみており、全体として増勢が鈍化している。このように、最終需要の減速テンポはこのところ

やや強まっており、その下で、住宅・建設関連を中心に幅広い業種で在庫の積上がりが生じ、流通・ユーザーおよびメーカー各段階で在庫調整の動きが広がっている。この結果、在庫調整の影響を強く受ける製造業の生産活動は需要の減速を上回るテンポで伸びが低下し、鉱工業生産は一進一退の足踏み状態が続いている。

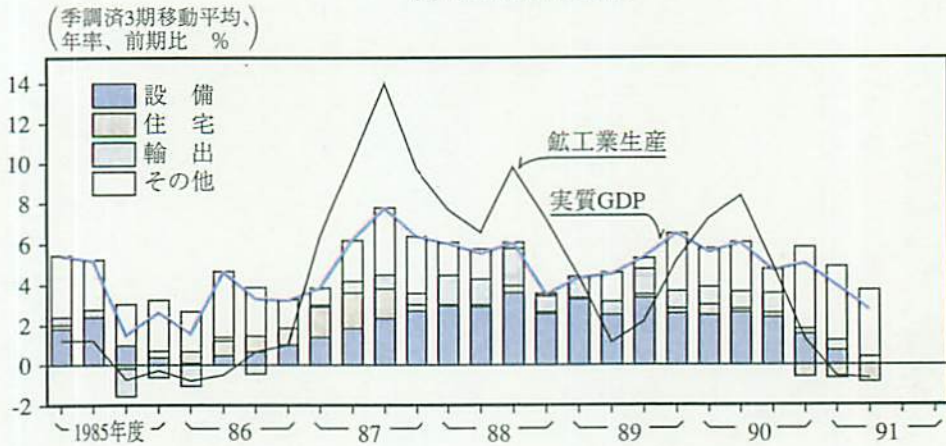
こうした状況下、日本銀行の「企業短期経済観測調査」(平成3年11月調査)により企業の業況良好感をみると、収益の低下や先行きに対する不透明感を映じて、ここへきて製造業を中心に一段と低下するなど、企業マインドは慎重化の方向にある(図表1)。

もっとも、稼働率や労働需給指標等をみると、ひとところに比べやや低下したとはいえ、なお1980年、85年の景気ピーク時点を上回る

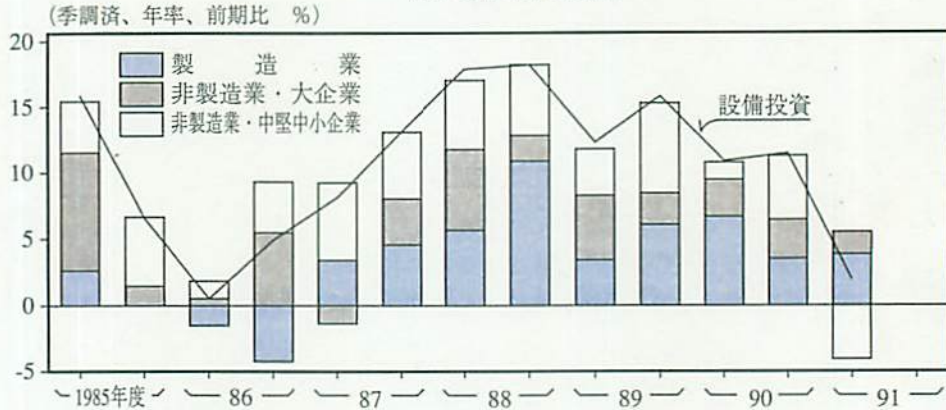
(図表1)

# 景気の足取り

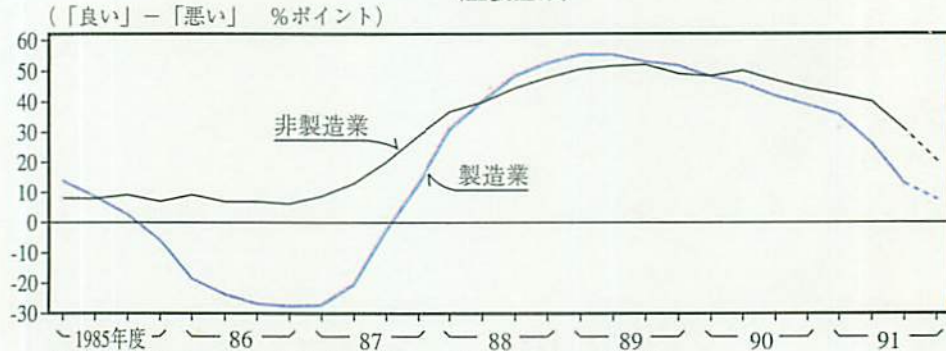
## (1) 実質GDPの推移



## (2) 設備投資の推移



## (3) 業況判断D.I.の推移 (主要企業)



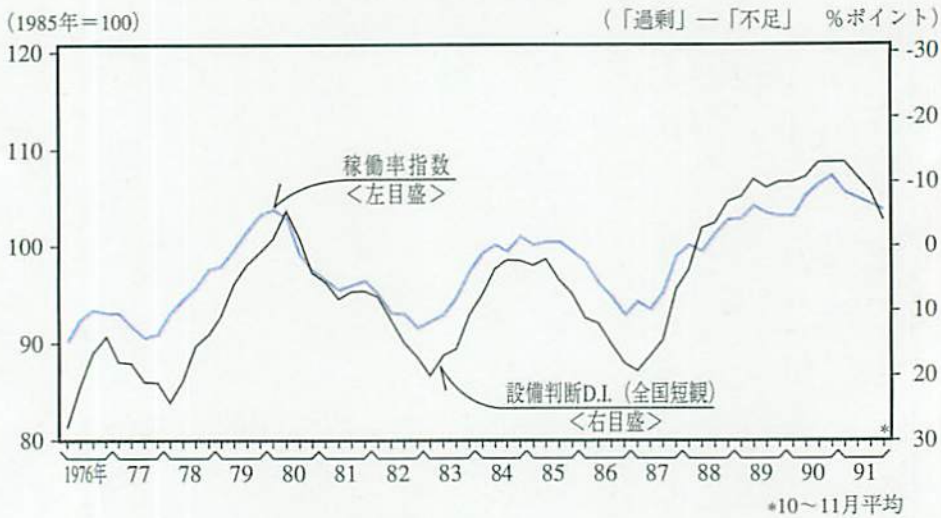
- (注) 1. 実質GDP、鉱工業生産の91年7~9月は4~6月との2期平均。  
2. 製造業、非製造業(大企業および中堅・中小企業)の内訳は資本ストック統計、法人企業統計季報をもとに日本銀行調査統計局推計。  
3. 業況判断D.I.の直近は91年11月時点での先行き見通し。  
(資料) 経済企画庁「国民所得統計」「民間企業資本ストック統計」、大蔵省「法人企業統計季報」、日本銀行「企業短期経済観測調査」

レベルにある。とくに労働需給面では、有効求人倍率が一時より幾分低下したものの直近でも1.3倍と1980年代の水準（概ね0.6から

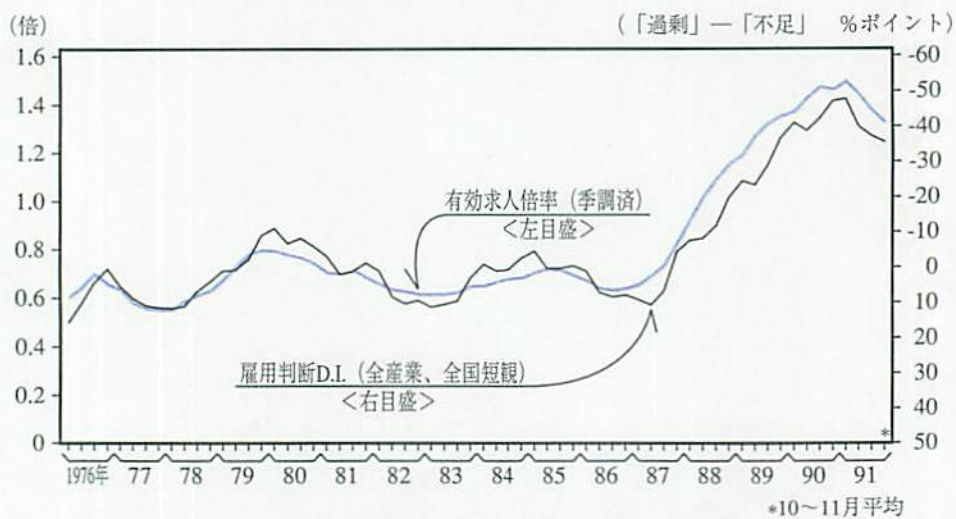
0.7倍）を相当上回るなど、かなりタイトな状態が続いている（図表2）。このため、景気が調整局面に入っている中であっても雇用

(図表2) 稼働率、労働需給の動向

(1) 稼働率、設備判断D.I.の推移



(2) 有効求人倍率、雇用判断D.I.の推移



(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」、労働省「職業安定業務統計」

者数は前年比3%前後の高めの増加が続いており(注1)、これが家計所得や消費の伸びをもたらすかたちで景気の底固い展開を支えている。この点は、過去の同様な局面ではみられなかった今回調整局面での際立った特徴である。

**(物価は全体として落ち着き傾向)**

こうした中で物価面をみると、国内卸売物価は、石油関連製品の値下がりが続いていることに加え、製品需給の緩和等を映じて市況関連製品が軟調に推移しているほか、人件費・物流費等諸コスト高転嫁の動きも徐々に下火となるなど、一段と落ち着いた推移を示している。この結果、前年比上昇率も最近では

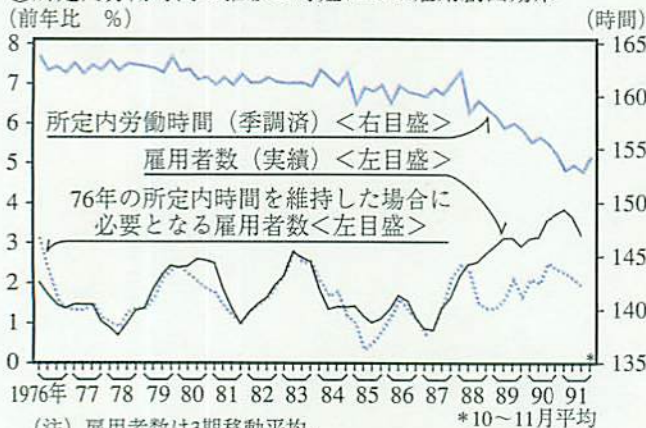
ほぼゼロ圏内まで低下している(昨年12月の前年比は $\Delta 0.2\%$ )。この間消費者物価は、卸売物価の安定化を映じて一般商品の騰勢が落ち着いてきているため、生鮮食品を除いた部分の上昇率は徐々に低下をみている。もっとも、人手不足傾向が続く中、サービス価格は依然根強い上昇傾向にあり、これが消費者物価全体の一層の安定化を困難なものとしている(後掲図表3)。

このように物価については、消費者物価になお課題を残してはいるが、全体として落ち着き傾向がより確かなものとなりつつある。なお、地価も大都市圏での下落が明確化しているほか、地方圏でも横ばいから弱含みとなるなど、引続き鎮静化の方向にある。

(注1) 景気が調整局面にある中でも雇用が比較的高い伸びを示しているのは、企業が中期的観点に立って計画的に雇用を確保しようとしていることが基本的背景とみられる。このような企業の積極的な雇用姿勢は一つには先行き人手不足傾向が続くとの見方が強いことによるが、加えて労働時間短縮化の影響も無視し得ない。ちなみに、一人当りの所定内労働時間をみると、1988年を境に着実に時短が進展しており、試算によればこれによる雇用者数の押し上げ効果は年々1%強に達しているものとみられる。

**時短の進展と雇用面への影響**

①所定内労働時間の推移と時短による雇用創出効果(前年比%)



(注) 雇用者数は3期移動平均。  
(資料) 総務庁「労働力調査」、労働省「毎月勤労統計」「賃金構造基本調査」

②所定内労働時間減少分の要因分解

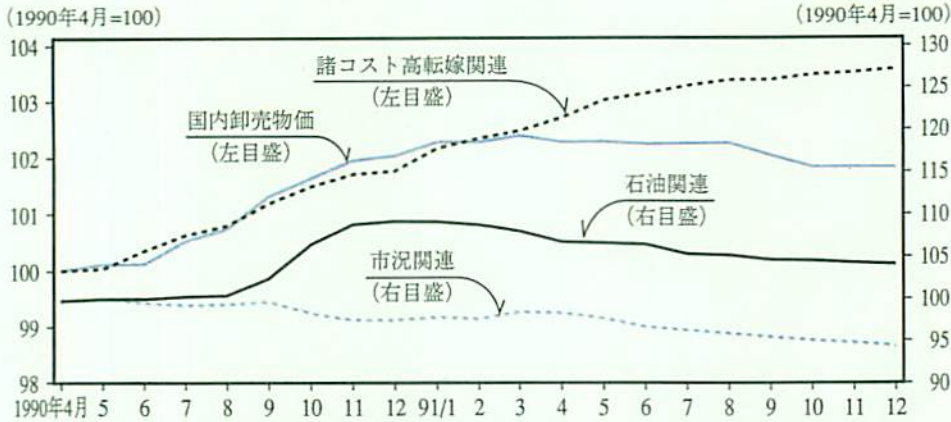
	(単位 %)
1987年から91年1~11月(平均)までの所定内労働時間の減少	$\Delta 4.2$
パートタイム雇用の時間変化寄与度	$\Delta 0.2$
常用雇用の時間変化寄与度	$\Delta 3.6$
常用・パート構成比変化要因寄与度	$\Delta 0.4$

(注) 日本銀行調査統計局で推計。

(図表3)

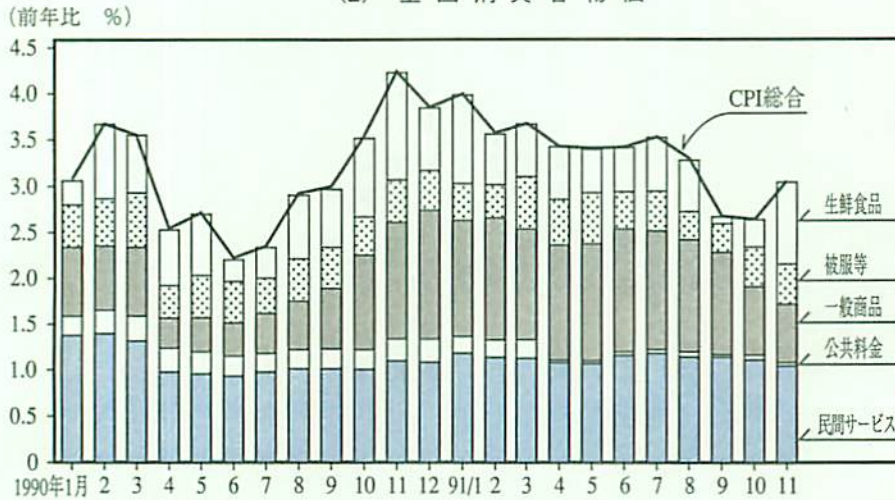
物価の動向

(1) 国内卸売物価



(注) 諸コスト高転嫁関連は、パルプ・紙・同製品、窯業・土石製品、加工食品、一般機器、金属製品、その他工業製品、鉄鋼、輸送用機器の合計。  
 石油関連は、石油・石炭製品、化学製品、プラスチック製品の合計。  
 市況関連は、非鉄金属、繊維製品、スクラップ類、製材・木製品の合計。

(2) 全国消費者物価



(資料) 日本銀行「卸売物価指数」、総務庁「消費者物価指数」

(対外黒字は一時的要因を主因に拡大)

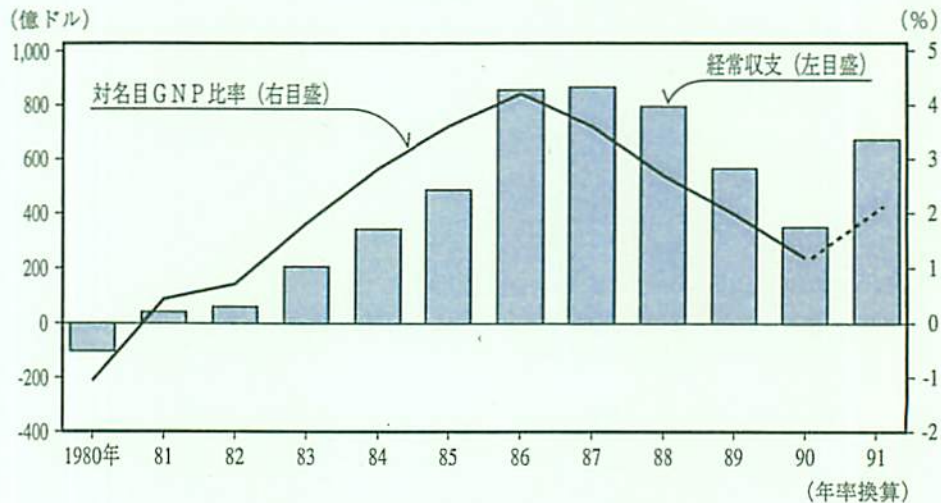
対外収支面をみると、経常収支黒字は昨年初来前年をかなり上回る水準で推移しており、昨年中の黒字額は700億ドル程度に達したものとみられる(1989年572億ドル、90年358億ドル)。もっとも、こうした経常収支

黒字の拡大は、貿易収支面で金貯蓄商品に係る金輸入の減少、為替円高化に伴うドル建て収支戻の拡大(いわゆるJカーブ効果)、一昨年急騰した原油価格の反落等一時的ないし特殊な要因が黒字拡大に大きく作用したことに加え、湾岸戦争の影響を受けた海外

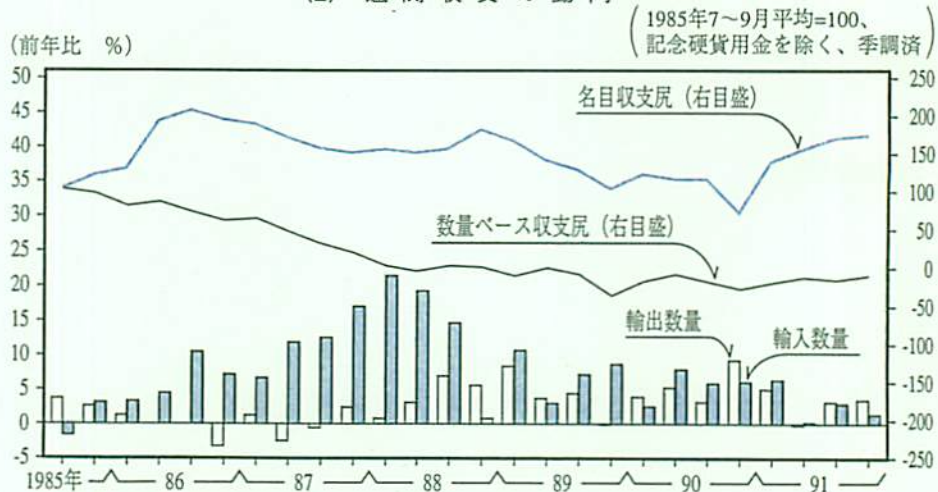
旅行者数の減少等により貿易外収支赤字が一時的に縮小したことによってもたらされた面が強い。また、わが国の成長が外需依存になっているか否かをみる指標として輸出入数量収支の動きをみると、輸入数量は国内景気減速の影響に加え、絵画等奢侈品輸入の急減

から緩やかな伸びとなっているものの、一方で輸出数量も海外景気のスローダウンを映じて小幅な増加にとどまっているため、最近でも安定した（成長に対し中立的な）状態が続いている（注2）（図表4）。

(図表4) 対外収支の動向  
(1) 経常収支と対名目GNP比率



(2) 通関収支の動向



(注) 91年の経常収支は1~11月（原計数）の年率換算。  
同名目GNP比率は91年1~9月（原計数）の実績。  
(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」

(注2) 輸出入数量収支の安定化の背景については、日本銀行月報1991年11月号論文「最近の対外収支動向について」参照。



## 2. 最近の金融情勢等

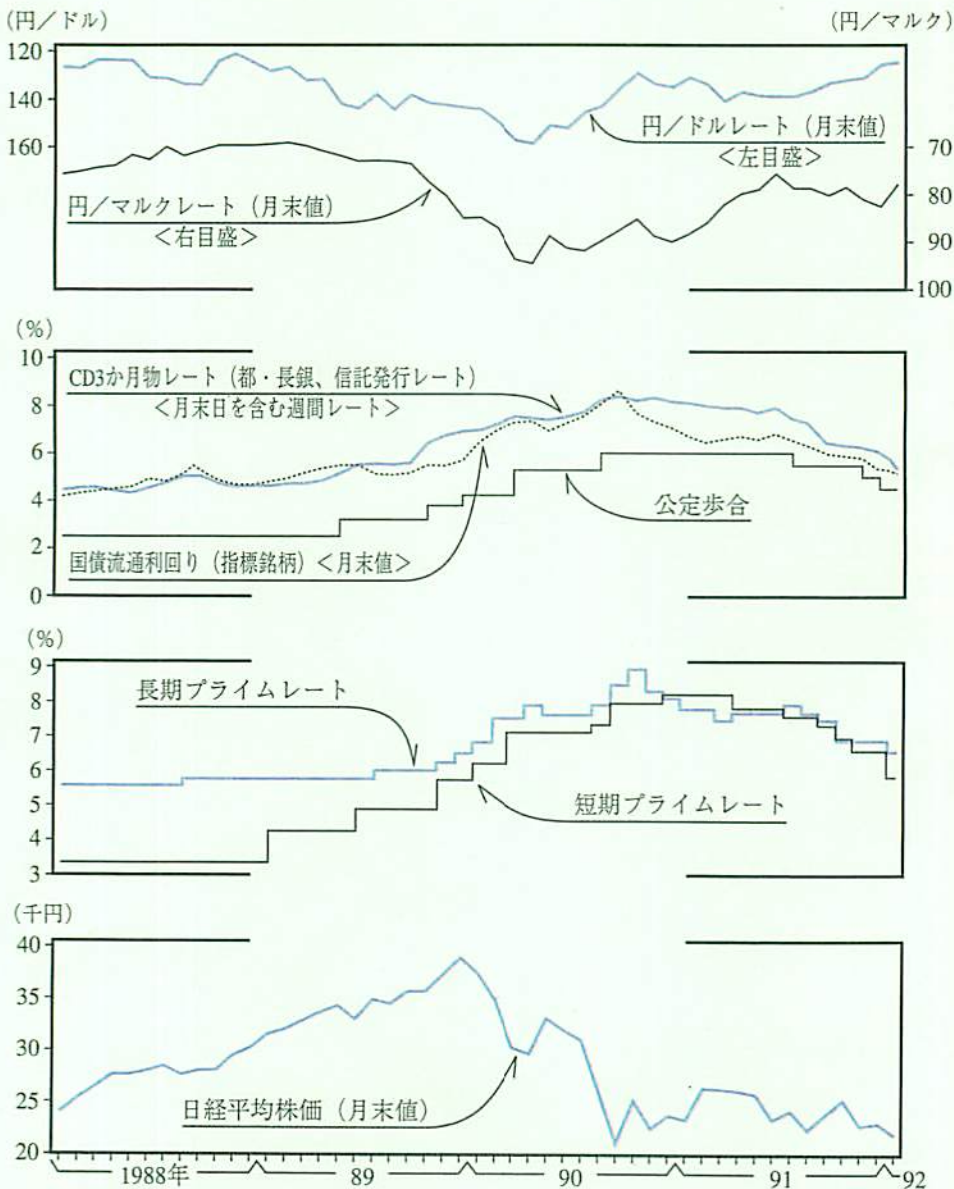
### (為替、金融市場の動向)

最近の金融情勢をみると(図表5)、まず為替市場では、わが国経常収支黒字拡大や米国金利の低下傾向を映じて、昨秋以降円/ドル相場は緩やかな円高傾向をたどり、昨年

末以降は米国金利の一段低下等からさらに円高化し120円/ドル台半ばで推移している。

一方、国内金利は、長・短市場金利とも国内景気の減速や円/ドル相場の円高化などを反映して、いずれも昨秋以降かなりのテンポで低下傾向をたどり、最近では代表的な

(図表5) 為替相場、金利、株価の動向



(注) 直近は1月23日、ただし、CDは1月16~22日のレート。  
(資料) 日本銀行「経済統計月報」等

短期市場金利であるCDレートは5%前後、長期債流通利回りは5.2%程度と歴史的にみてもかなり低い水準まで低下している。また、こうした市場金利低下を背景に貸出金利もこのところ比較的スムーズに引下げられており、本年1月段階での短期・長期プライムレートはピークに比べ各々△2.375%、△2.3%低下し、その低下幅はこの間における3回の公定歩合引下げ幅(1.5%)をかなり上回っている(本年1月の短期プライムレートは5.875%、長期プライムレートは6.6%。なお、長期プライムレートについては、2月以降さらに0.6%引下げられ6.0%となる見通しである)。

この間、株価については、金利低下や米国株価上昇等の相場押上げ要因がある一方で、企業業績悪化懸念等が頭を押さえるかたちとなっており、日経平均株価は、昨秋以降概ね22~23千円台を中心に推移したあと、更年後は20千円台まで低下している。

#### (マネーサプライ・企業金融の動向)

マネーサプライの動向をみると、M<sub>2</sub>+CD(平残、前年比)はこのところ増勢鈍化傾向が続いているが、昨年10~12月も+2.2%と7~9月(+2.8%)に比べ更に幾分伸び率が低下した。これは、市場金利の低下に伴い金利面で有利化した郵便貯金へと資金がシフトしたことにもよるが、基本的には銀行貸出が低い伸びにとどまっていることが影響している。銀行貸出の伸びが鈍い背景としては、景気減速に伴い企業の資金需要自体が低調化していることに加え、企業が銀行借入れに比べてコストが割安な生保借入れやCP、普通

社債等銀行借入れ以外の調達手段を利用する動きを強めているためである。このように、最近の銀行貸出の伸び悩みは主に借り手側の事情を反映している面が強い。こうした状況下、中小企業を含めて企業の資金繰りには格別の逼迫感はみられない(後掲図表6)。

なお、目先1~3月のM<sub>2</sub>+CD(平残、前年比)についても基本的には上記と同様の状況が続くとみられるため、2%台となる見通しである。

#### (公定歩合の引下げ)

このような金融経済情勢を踏まえ、日本銀行は11月14日に公定歩合を0.5%引下げた(5.5%→5.0%)あと、12月30日に同じく0.5%の引下げを実施した(5.0%→4.5%)。これらの措置は、景気調整局面が続く中であって企業マインドの慎重化等に配慮し、これまでの高過ぎる成長から、物価安定を基礎としたよりバランスのとれた経済に向けての移行プロセスを一層円滑かつ確実ならしめる趣旨に立って実施したものである。

### 3. 当面の経済情勢の展望

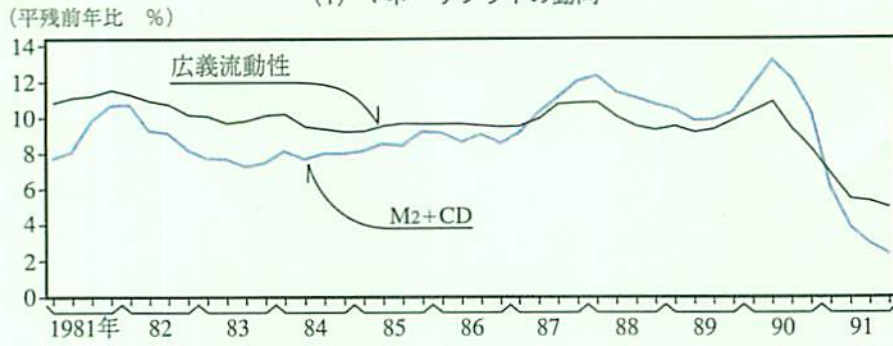
次に、以上の点を踏まえ、先行きの内外経済について展望を試みることにしたい。

#### (1) 海外経済

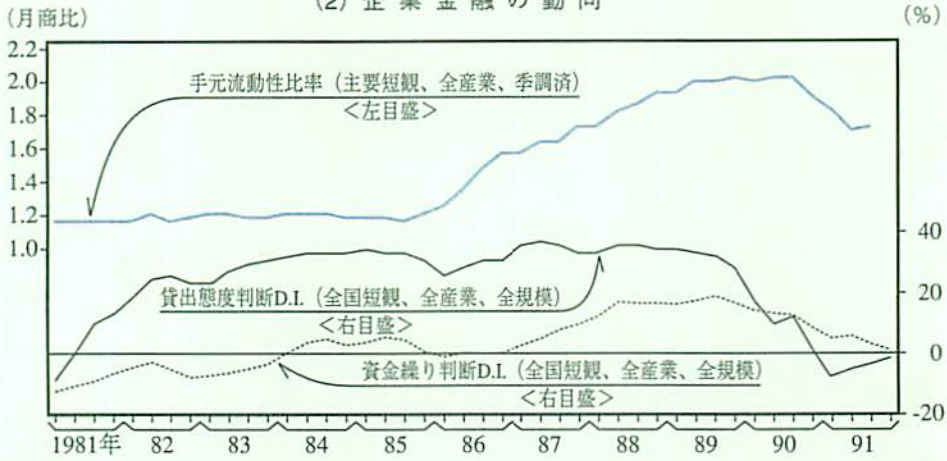
海外景気を展望すると、アジア諸国が比較的高めの成長を続けると見込まれる一方、米国およびEC諸国では本年後半にかけて回復テンポが高まるとの期待はあるものの、当面は景気の足取りは極く緩慢なものにとどまるものとみられるため、海外経済全体として

(図表6) マネーサプライ・企業金融の動向

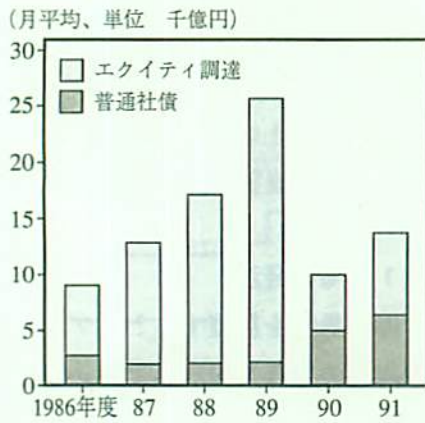
(1) マネーサプライの動向



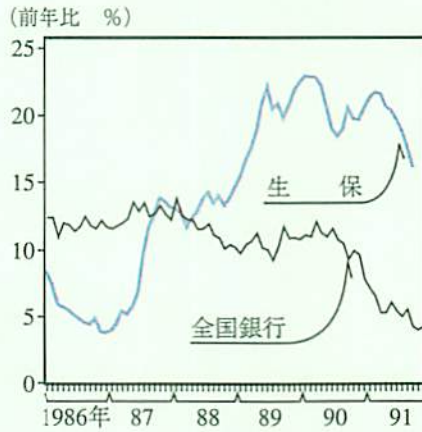
(2) 企業金融の動向



(3) 資本市場調達動向



(4) 生保の貸出動向



(注) 91年度は4~11月平均。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」「企業短期経済観測調査」、東京証券取引所、公社債引受協会調べ

しばらくはかなり緩やかな成長となる可能性が高い(図表7)。

すなわち、米国経済は、昨春いったん底入れしたものの、その後秋口以降は消費の伸び悩み等を背景に追加的な在庫・雇用の調整局面を迎えており、景気は足踏み状態にある。

同国の景気が捗々しい回復をみせない背景として、①高水準の負債を抱えている企業・家計が債務圧縮を優先し新規借入れを抑制する傾向にあるため、これが金利低下効果を減殺する方向に働いていること、②商業用不動産の過剰在庫が解消されていないこと、③連邦

(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	91年			
				10~12月	91/1~3月	91/4~6月	91/7~9月
米 国	3.9	2.5	1.0	△3.9	△2.5	1.4	1.8
内需(寄与度)	3.1	1.9	0.5	△6.6	△3.6	0.9	3.4
外需( )	0.9	0.6	0.5	2.8	1.0	0.5	△1.5
E C	4.0	3.3	2.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
西ドイツ	3.7	3.8	4.5	5.3	5.2	4.3	1.9
フランス	4.2	3.9	2.8	1.8	0.7	1.4	1.4
英 国	4.2	2.3	0.9	△0.9	△2.2	△3.5	△2.1
アジアNIEs	10.2	6.5	6.8	5.9	7.3	7.6	n.a.
韓 国	12.4	6.8	9.0	6.8	8.9	9.2	8.1
台 湾	7.8	7.3	5.0	5.3	6.2	7.1	n.a.

- (注) 1. 米国の四半期計数は前期比年率。  
 2. 西ドイツは、両ドイツ統一後は旧西ドイツの計数を使用。  
 3. 米国、フランス、英国は実質GDPを使用。  
 4. アジアNIEsは各国の1989年GNPウエイトで加重平均して算出。

(2) 物価の推移

(前年比 %)

	1989年	90年	91年	91年				
				1~3月	4~6月	7~9月	10~12月	
米 国	生産者物価(最終財)	5.1	4.9	2.1	3.5	3.4	1.9	△0.2
	消費者物価	4.8	5.4	4.2	5.3	4.8	3.9	3.0
	(同・除く食料品・エネルギー)	4.5	5.0	4.9	5.5	5.1	4.6	4.4
西ドイツ	消費者物価	2.8	2.7	3.5	2.7	3.1	4.2	4.0
フランス	〃	3.6	3.4	3.0	3.4	3.2	3.0	2.9
英 国	〃	7.8	9.5	n.a.	8.6	6.0	4.8	4.0*
韓 国	消費者物価	5.7	8.6	n.a.	11.0	9.1	9.1	9.5*
台 湾	〃	4.4	4.1	n.a.	4.7	3.3	2.4	2.8**

\* 10、11月の平均、\*\* 10月

(注) 西ドイツは、両ドイツ統一後は旧西ドイツの計数を使用。

(資料) 各国政府統計

および地方政府の財政事情の悪化から歳出の削減や地方での増税の動きが広がっていること等が指摘されている。さらに、④不良資産の増大を眺め金融機関の貸出姿勢も慎重化していることが設備投資や消費を抑制する方向で作用しているよううかがわれる。このため、やがては物価上昇率の低下や金融緩和の累積的効果が徐々に表われてくると期待されているものの、年前半は景気はもたついた状態が続くものとみられる。この間消費者物価については食料、エネルギーを除いたコアインフレ率は、前年比4%強と騰勢が緩やかに鈍化している。

一方、EC諸国をみると、ドイツでは昨年7月の所得税および間接税にかかる増税措置や金融引締め政策の下で景気は減速している。先行きについては、下期には所得税増税措置の期限到来が内需押上げ要因として寄与すると見込まれるが、当面については減速傾向が続くものとみられる。また、ドイツ以外の諸国でも、内外需に目立った押上げ要因が見当たらない中で自国通貨安定の観点からドイツの金利引上げに対応した政策金利の引上げが行われていることもあって、はっきりとした景気回復への展望はつけ難い状況にある。なお、EC諸国の物価については総じて改善傾向にあるとはいえ、ドイツでは根強い物価上昇圧力が続いている。

この間、アジア経済については、一部にこれまでの金融引締めや米国景気足踏みの影響がみられるものの、財政支出の増加や中国を含めた域内貿易の活発化等を背景に、全体としては今後とも高めの成長が続くことが期待される。

## (2) 国内経済

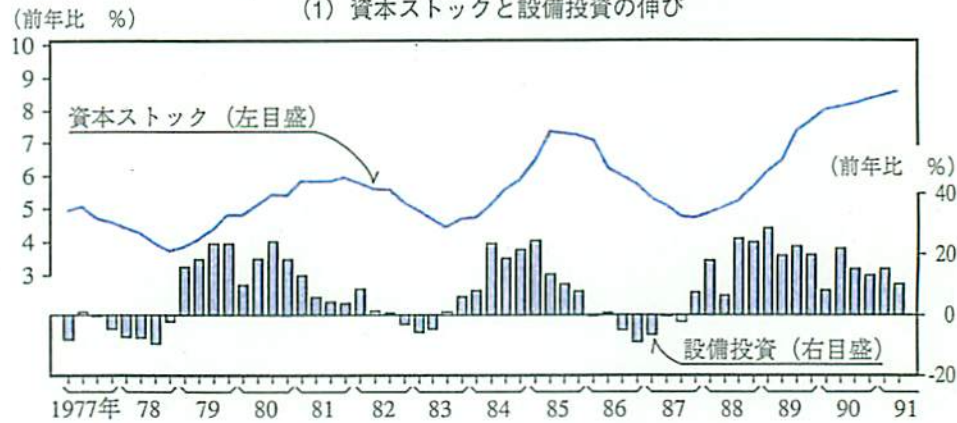
このような海外経済情勢の下でわが国経済の先行きを展望する場合、ポイントとなるのは、①減速度合いをやや強めている最終需要が先行きどう展開するか、②現在生じている在庫調整が今後どのようなテンポで進展するのか、という点であり、両者は相互に影響し合いつつ今後の景気経路を規定して行くこととなろう。

先行きの最終需要動向を展望すると、まず設備投資については次のような事情からみて力強さには欠けるものの、底固く推移すると見込まれる。すなわち、製造業については資本ストックの伸びが足元前年比8%台とかなり高い水準に達しているため、その面からの調整圧力がしばらくは重石となって投資は当面減勢をたどる可能性がある。もっとも、今回の場合、①かつての調整期と違って貸出金利が収益率の低下に見合っただけでスムーズに低下し、投資採算の急激な悪化が回避されていること、②研究開発投資や、人手不足傾向に対応した省力化・合理化投資等独立的な投資が根強い下支え要因として底流していること、さらに③稼働率が依然高く、また設備不足感も続いていること、などを勘案すれば調整の深度はこれまでの調整期に比べ浅いものにとどまる可能性が強い(図表8)。一方、非製造業については、大企業では電力・ガス、小売、運輸・通信等の業種が長期的な供給力整備の必要性や規制緩和に対応して積極的な投資スタンスを示しており、今後とも堅調に推移すると予想される。また、金利上昇等の影響を受けてかなり減少してきた中小非製造業に

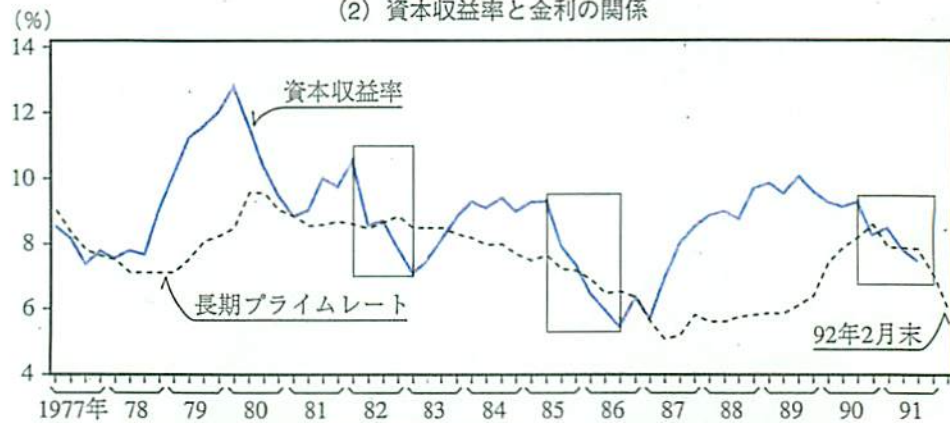
ついても、昨年央以降の急速な金利低下が収益の悪化に歯止めをかける要因として寄与し

てくるため、これが今後投資マインドにも好影響を与えていくことが期待される(注3)

(図表8) 製造業の設備投資環境  
(1) 資本ストックと設備投資の伸び



(2) 資本収益率と金利の関係



(注) 資本収益率は営業利益を時価調整後の資本ストックで除して算出(算出方法については日本銀行調査月報昭和62年2月号「円高下の経済調整について」参照)。  
(資料) 経済企画庁「民間企業資本ストック統計」、大蔵省「法人企業統計」等

(注3) 中小非製造業では金融債務増加に伴い近年金利変動の収益に及ぼす影響がかなり大きくなっており、金利低下局面では従来以上に収益を押し上げる効果があるものとみられる。

#### 中小非製造業収益に対する金利変動の影響



(資料) 大蔵省「法人企業統計」

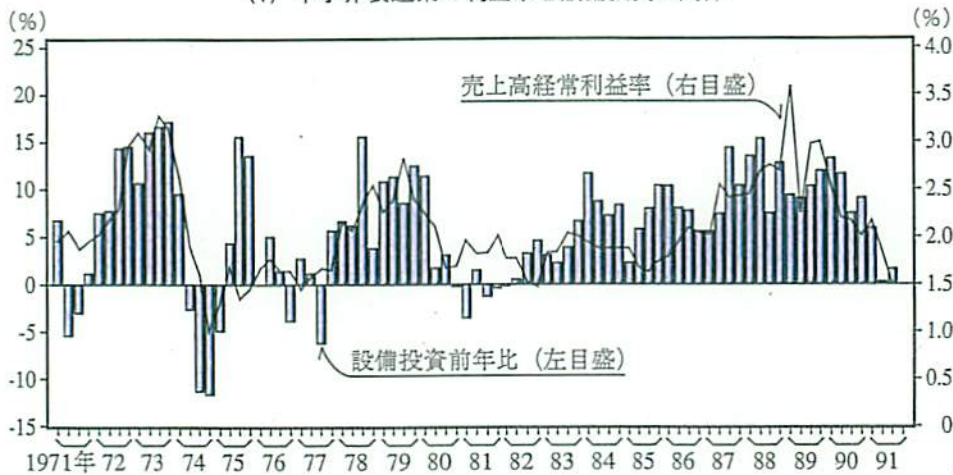
(図表9)。

次に家計支出についてみると、個人所得の環境は、雇員者数や賃金については若干の伸

び率低下は免れないとしても前述したような労働需給引締まりを背景に今後とも良好な基調で推移するとみられる。このため消費は、

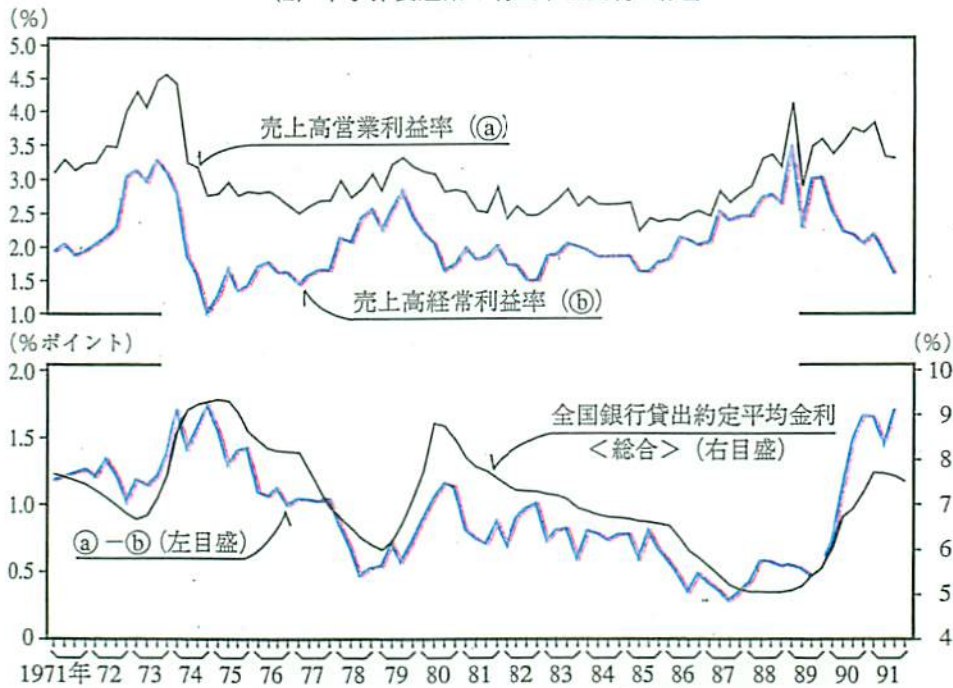
(図表9) 中小非製造業の収益・設備投資動向

(1) 中小非製造業の利益率と設備投資の関係



(注) 設備投資額は日本銀行調査統計局推計。

(2) 中小非製造業の利益率と金利の影響

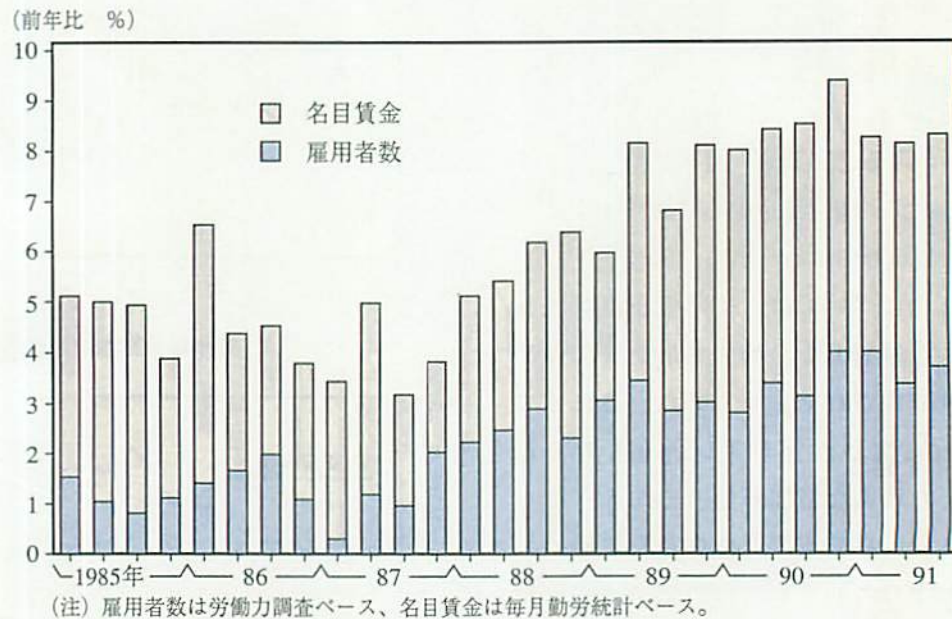


(資料) 大蔵省「法人企業統計」、経済企画庁「国民所得統計」「民間企業資本ストック統計」、日本銀行「経済統計月報」

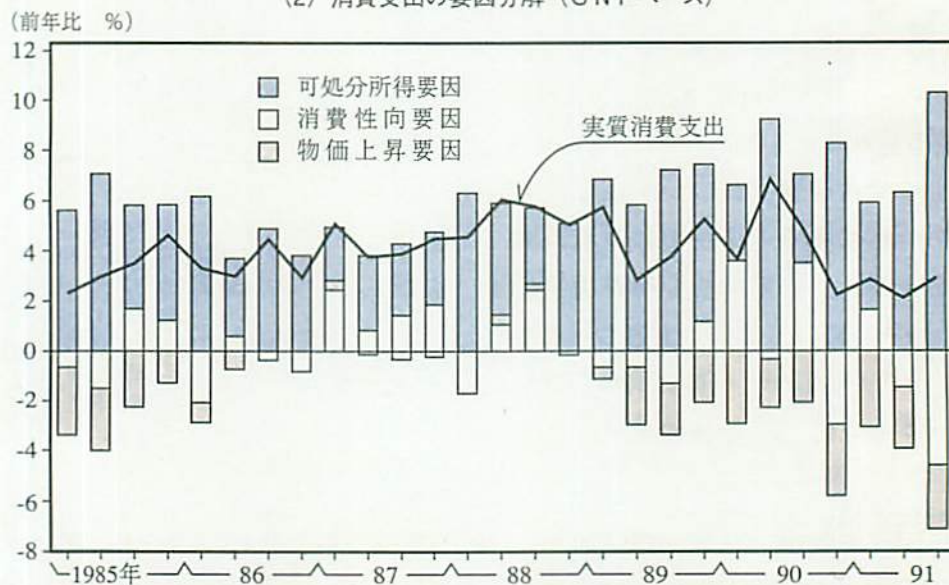
物価上昇率が落ち着き方向にあることに伴う  
 実質所得増加効果等もあって、総じて堅調に  
 推移すると予想される（図表10）。また住宅

投資についても、足元すでに着工戸数につい  
 ては底入れの兆しが出始めているが、今後は、  
 分譲住宅が引続き減勢をたどるとしても、

(図表10) 所得環境と消費動向  
 (1) 雇用者所得の要因分解



(2) 消費支出の要因分解 (GNPベース)





①貸家が過剰ストックの調整進展、金利低下等に伴う事業採算の好転、3大都市圏農地での貸家建設増加(注4)等から徐々に持直しに転ずるものと見込まれること、また、②持家も建替需要の増加や金利低下効果などから緩やかに増加するとみられるため、全体としては底入れ傾向が漸次はっきりしていくことが期待される(図表11)。

この間、輸出については前述したような海外環境からみると、欧米向けは低調にとどまるものの、アジア向け等を中心に緩やかながらも増勢をたどるものとみられる(図表12)。また、財政支出については、来年度予算案においても財政投融资分を含め公共事業費の伸びがある程度確保されており、また、これまで工事が遅延してきた分のズレ込みも考えると、今後とも着実な増加が見込まれる。

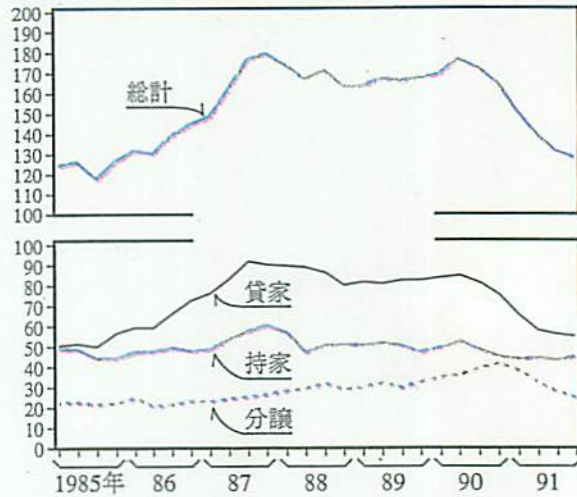
このように、最終需要は全体として低めの伸びにとどまるとしても、そのなかで、家計の比較的良好な所得環境が維持されるうえ、財政の下支え効果、金利低下効果の浸透や物価上昇率の低下、あるいは過剰ストックの調整進展(住宅)も見込まれるため、今後さらに減速が強まるとは考え難い。

こうした中で在庫調整についてみると、素材関連を中心に多くの業種では昨秋以降在庫圧縮を企図した生産抑制姿勢が次第に明確化しつつあるため、これが生産の下押し要因となってきたが、今後は調整が遅れていたメーカー段階でも減産効果が徐々に

(図表11) 住宅投資の動向

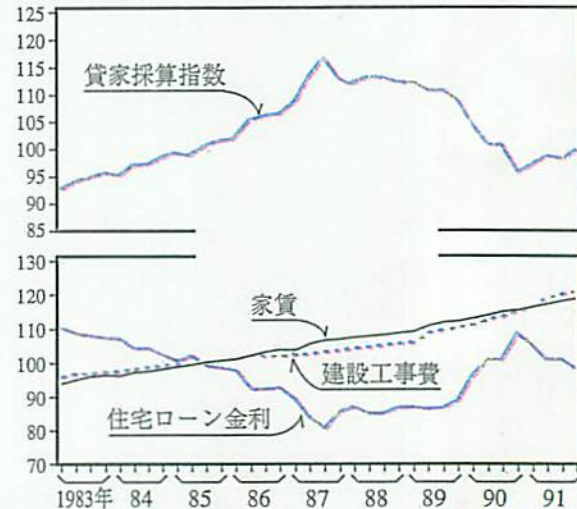
(1) 住宅着工の動向

(季調済、年率 万戸)



(2) 貸家採算指数の推移

(1985年=100)



(注) 1. 貸家採算指数は以下の算式により計算。

$$\text{貸家採算指数} = \frac{\text{家賃}}{\text{貸家建築費負担}} \times \frac{\text{貸家建築費負担}}{\text{建設工事費}}$$

$$= \text{PH} \times r \times (1+r)^n / \{ (1+r)^n - 1 \}$$

ただし、PH：建設工事費

r：民間住宅ローン貸付利率

n：民間住宅ローン返済期間

2. 直近は、10～11月平均。

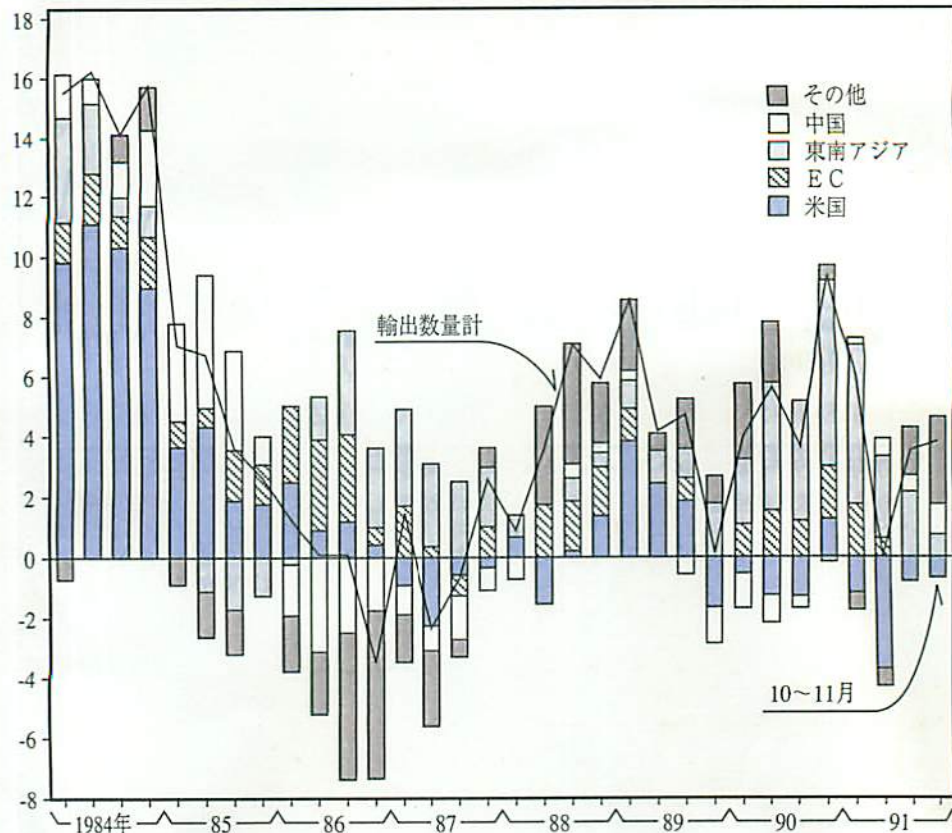
(資料) 建設省「住宅着工統計」、総務庁「消費者物価指数」、日本銀行「経済統計月報」

(注4) これまで長期営農を前提に固定資産税等の大幅軽減措置が認められてきた3大都市圏の市街化区域内農地については、4年度以降税制改正が実施され、生産緑地地区内農地(保全する農地)以外の農地(宅地化する農地)については現行税制面の優遇措置を廃止する一方、宅地化を促進する場合は固定資産税、相続税等の面で各種優遇措置が適用されることになっている。このため最近税制改正の対象となる農地を貸家へ転用する動きが活発化している。

(図表12)

## 輸出数量の動向

(前年比、寄与度 %)



(資料) 大蔵省「外国貿易概況」「日本貿易月表」

顕現化してくるものとみられる。もちろん、年度内にすべての業種で調整が一巡するとみるのは難しく、新年度入り後も在庫圧縮の動きは続くともしておく必要はあろうが、その圧縮テンポが縮小するにつれ在庫面からの生産下押し圧力は次第に減衰していくものとみられる。

以上のように、景気は当面在庫調整を軸に調整局面が続くと考えられ、生産も目先なお抑制基調が続こう。しかし、最終需要の底固さの下で在庫調整が進展していくにつれ、生産は緩やかに持直していくものと期待され

(後掲図表13)、また、生産が回復に転じてくれば、企業収益の改善等を通じて上述した最終需要自体の足取りを一層確かなものにする事となる。

## (3) 対外収支

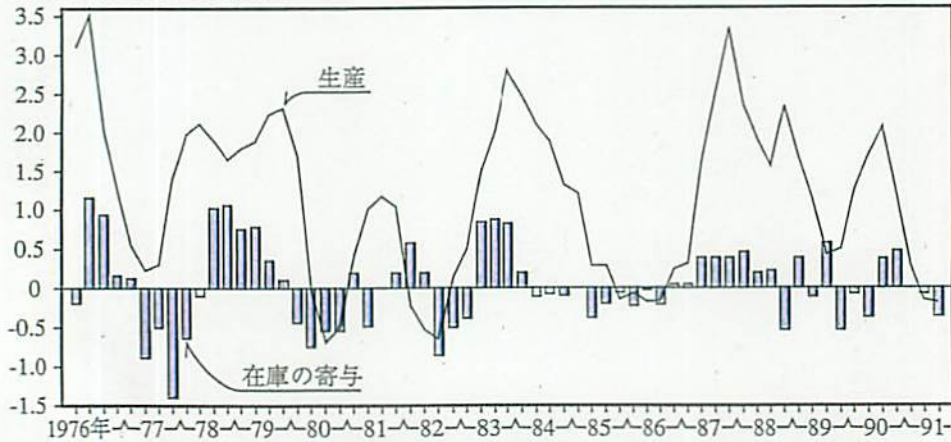
対外収支面についてみると、輸出金額は高付加価値化等に伴う価格上昇が続くとしても、前述の海外景気の展開の下では数量の伸びが極く緩やかとみられるため、増加幅は小幅にとどまると見込まれる。一方輸入金額は、原料品が当面低調に推移しようが、所得弾性値の

(図表13)

鋁工業生産・在庫の動向

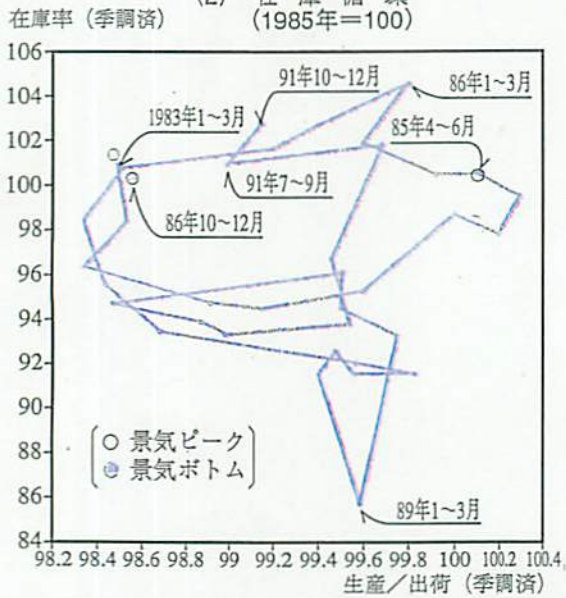
(1) 鋁工業生産と在庫変動の影響

(季調済3期移動平均、前期比%)



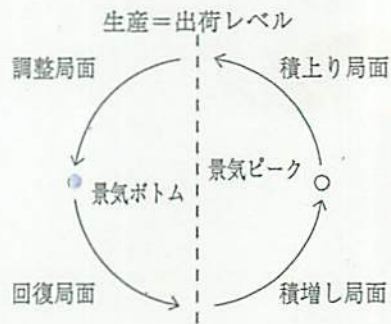
- (注) 1. 鋁工業生産の91年7~9月は4~6月との2期平均。  
 2. 在庫の寄与は、最終需要 (GNPベース) → 最終財生産 → 生産財生産といった財の流れの概念をもとに、その間に介在する流通・原材料・メーカー在庫がそれぞれ最終財生産および生産財生産に与える影響を関数推計し、これら段階別在庫の寄与を合計して求めたもの。

(2) 在庫循環 (1985年=100)



(資料) 通商産業省「鋁工業指数統計」「原材料統計」、大蔵省「法人企業統計季報」

<概念図>



高い製品類が着実に増加することにより数量の底固い伸びが見込まれるほか、これまで

輸入の大幅な押下げ要因となってきた特殊要因 (金貯蓄商品に係る金輸入や奢侈品輸入の

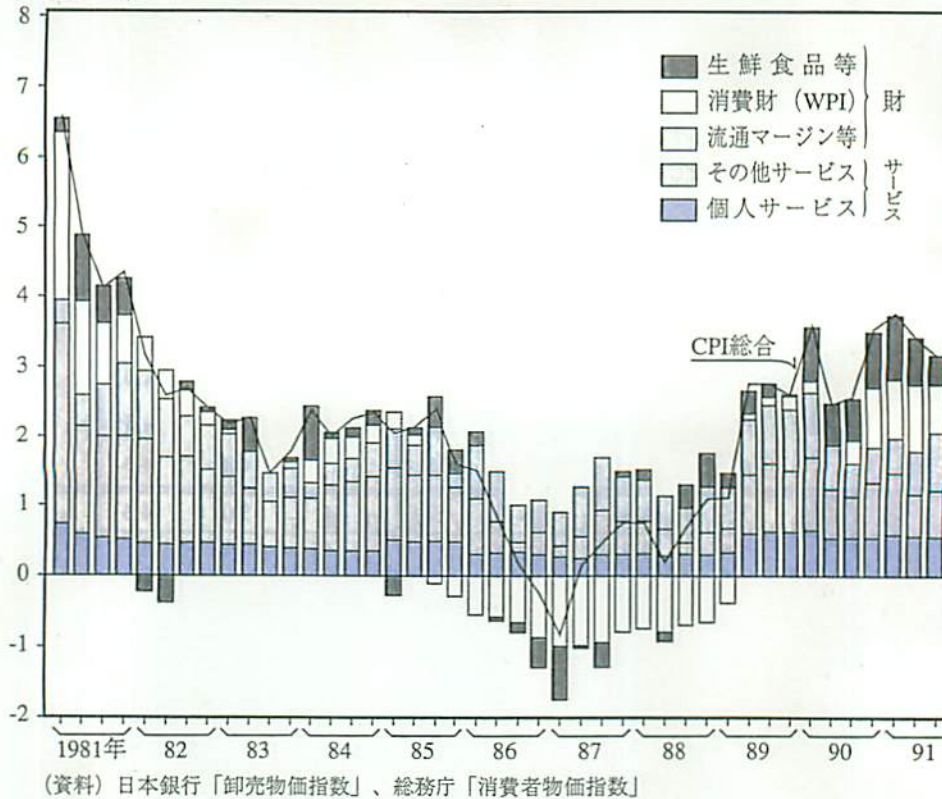
減少)が剥落してくることも想定すれば、全体としては緩やかに増加すると予想される。このため輸出入数量収支は安定基調が続き、貿易・経常収支黒字とも概ね横ばい圏内の推移が予想される。

#### (4) 物価動向

国内卸売物価については、上記のように需要の伸びが緩やかにとどまる中で、原油をはじめとした海外原料品市況も海外景気の状態を反映して安定的に推移すると見込まれるため、しばらくは落ち着いた基調が続くことが期待される。

この間、消費者物価については当面は卸売物価安定が商品価格の落ち着きを通じて好影響を及ぼすものと期待される。しかしながら、現在でもサービス価格や商品に係る流通マージン等人件費圧力を強く受ける部分については根強い上昇が続いており、今後ともタイトな労働需給が続くことを考えると、この面からは引続き物価上昇圧力が加わり続けることになる(図表14)。この点、消費者物価の一層の安定を息の長い課題と受けとめ、今後「インフレなき持続可能な経済成長」を実現していくうえで、中期的にも十分慎重な注意が必要である。

(図表14) 消費者物価の動向  
(前年比 %)



(平成4年1月30日)