

わが国金融経済の分析と展望

— 情勢判断資料（平成4年夏） —

〔要 旨〕

1. わが国経済は、在庫調整に伴う生産下押し圧力がなお強く働いており、引続き調整局面にある。もっとも、最終需要の動向をみると、製造業の設備投資調整が本格化し、個人消費も緩やかに減速しているが、早期に調整を経た住宅投資が回復に転じているほか、公共投資の下支え効果も明らかになりつつあり、全体としては、製造業部門中心に調整局面が続く中であって、景気底入れへのモメンタムも同時に始動しつつある状況といえる。
一方物価面では、国内卸売物価が落ち着き基調で推移しているほか、消費者物価についても、サービス価格にはやや高止まり傾向がうかがわれるが、一般商品の騰勢鈍化から、ならしめれば上昇率は緩やかな低下傾向にある。この間、対外収支黒字は、生産調整に伴う原材料・中間財輸入の減少もあって、足元まで高水準を続けている。
2. 金融面をみると、国内景気の減速等を反映して、長・短市場金利は昨年後半以降かなりの低下を示しており、貸出金利も順調な低下をみている。この間、金融機関貸出は、景気減速や不動産取引の停滞等を背景に、企業等の借入れ需要が鎮静していることから、増勢鈍化傾向を続けている。また、マネーサプライも、M₂+CDベースでは、こうした貸出の伸び悩みに加え、郵貯等への資金シフトの影響もあって、かなり低い伸びとなっている。
3. 今後の経済情勢を展望すると、まず海外経済については、欧州諸国は当面停滞基調を脱し切れないとみられるが、アジア諸国が高めの成長を続け、米国も緩やかながら回復歩調をたどると考えられることから、全体として回復に向かうものと期待される。もっとも、そのテンポは比較的緩慢なものにとどまる可能性が高い。
4. 次に国内経済を展望すると、最終需要の展開については、ある程度幅をもってみていく必要があるが、住宅投資、中小企業非製造業設備投資といったこれまで景気の足を引っ張ってきた需要項目が上向きに転ずるとみられることに加え、製造業設備投資の下押し圧力も年央以降減衰に向かうと考えられることから、全体として緩やかながらも回復していく姿を想定することが一応可能であろう。こうした最終需要を前提とすると、現在進められている在庫調整についても、秋以降次第にめどがついてくるものとみられ、一部業種の生産はこれに先立って増加に転ずることが見込まれる。しかしながら、個人消費の増勢鈍化が続き、各種ストック調整圧力（企業設備、一部耐久消費財等）が残存する中、需要面で差し当たり力強いリード役は見当たらないだけに、当面景気回復テンポは緩慢なものにとどまる可能性が大きいように思われる。

5. 以上のような景気展開を前提に物価面をみると、最終需要、生産が回復に向かった後も、製品・労働需給が急速に引締まるといった事態は考え難く、国内卸売物価、消費者物価とも、当面安定基調で推移するとみられる。

一方、対外収支の先行きを展望すると、なお当面は高水準の黒字が持続するとみられるが、年度下期にかけては、生産の回復に伴って輸入数量が増加に転ずるとみられることや、原油価格の上昇も黒字削減方向に働くこと等から、さすがにこれまでの黒字拡大傾向には歯止めがかかるものと予想される。

6. 以上のように、わが国経済は当面なお調整を続けざるを得ない局面にある。一方、最終需要面についてみると、これまでの金融・財政政策の効果浸透等もあって、今後は緩やかながらも回復方向に向かう条件も徐々に生まれつつある。ただ、在庫調整の完了には、なおしばらくの時日を要することに加え、資産価格の下落に伴う金融面でのしこりの解きほぐしという課題もあって、先行きに対する不透明感がなお根強いことも否定できない。こうした状況下、日本銀行としては、金融・経済情勢の展開について、今後とも十分注意深く見守っていく所存である。

(目 次)

1. 最近の経済情勢

(景気は引続き調整局面)

(物価は落ち着き基調)

(対外収支黒字は高水準持続)

2. 最近の金融情勢

(為替・金融市場の動向)

(金融機関貸出・預金吸収の動向)

(マネーサプライの動向)

3. 当面の経済情勢の展望

(1) 海外経済の動向

(2) 国内経済の展望

(在庫調整進展の見通し)

(最終需要の回復力評価)

(3) 物価情勢の展望

(4) 対外収支面の動向

(5) 当面の政策課題

1. 最近の経済情勢

(景気は引続き調整局面)

わが国経済は、製造業において、資本ストック調整が進められている中で、在庫調整に伴う生産下押し圧力もなお強いことから、引続き調整局面にある(後掲図表1)。

すなわち、製造業では、広範な業種にわたって在庫圧縮に向けての減産が続けられており、鉱工業生産は、1～3月に大幅な減少を記録(前期比 $\Delta 3.1\%$ 、第1次オイルショック後の75年1～3月 $\langle \Delta 6.7\% \rangle$ 以来最大のマイナス幅)した後、4～6月も引続きかな

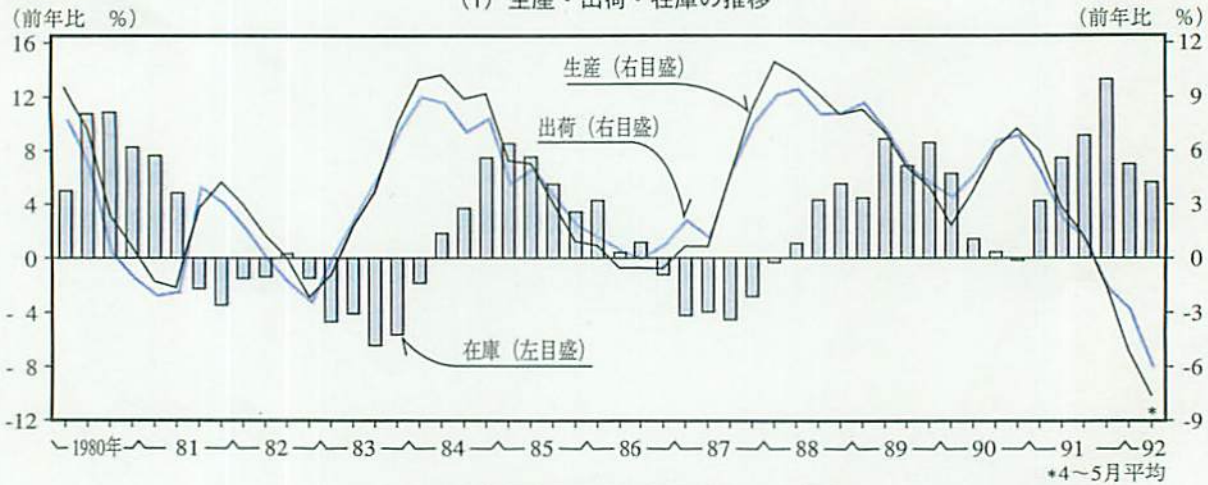
りの減少となったものと見込まれる。このよ
うな厳しい生産調整は、今次調整局面に先立

つ景気拡大の過程で売上高固定費比率が上昇
していたという事情もあって、製造業収益を

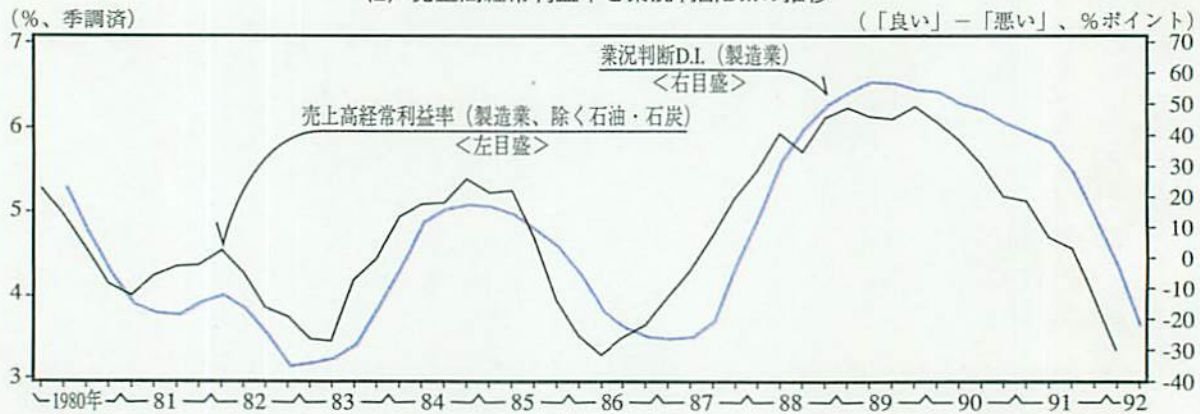
(図表1)

生産調整とその影響

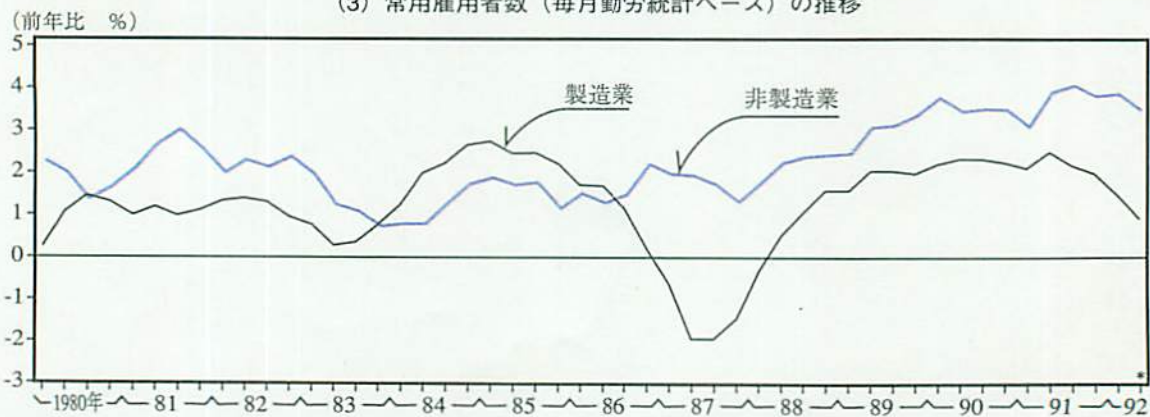
(1) 生産・出荷・在庫の推移



(2) 売上高経常利益率と業況判断D.I.の推移



(3) 常用雇用者数（毎月勤労統計ベース）の推移



*4~5月平均

(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」、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」、労働省「毎月勤労統計」

大きく圧迫している。こうした状況下、「5月短観」の業況判断D. I.（主要企業・製造業）は「悪い」超の△24%ポイントと、前回不況時のボトム（「悪い」超△27%ポイント）近

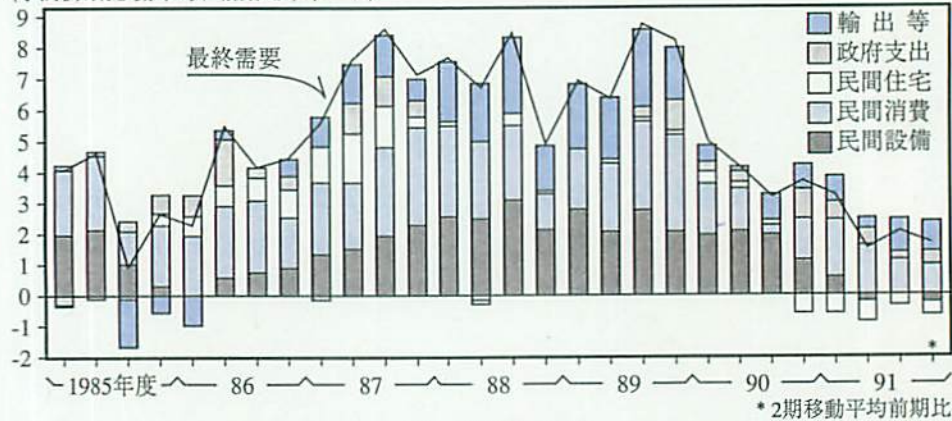
辺まで低下している。また、これまで堅調に推移してきた雇用者数の増加テンポにも、製造業に関する限り、足元かなりの鈍化がみられる。

もつとも、最終需要の動向をみると(図表2)、

(図表2) 最終需要の動向

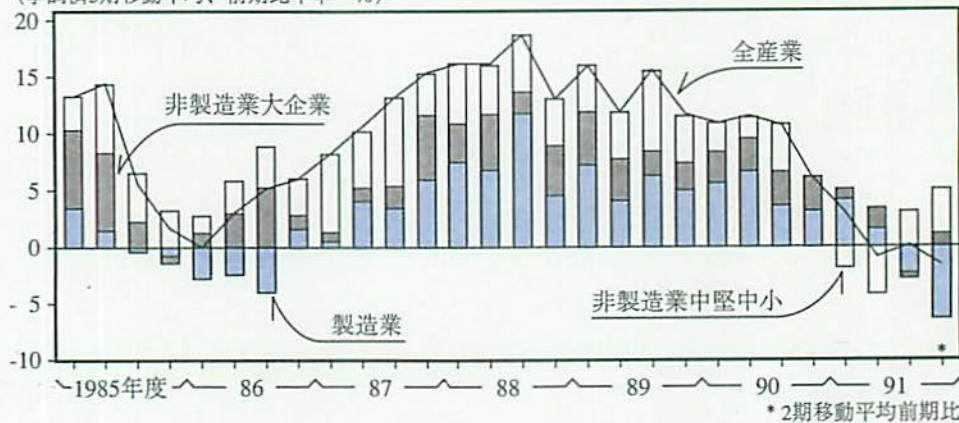
(1) 最終需要の推移

(季調済3期移動平均、前期比年率 %)



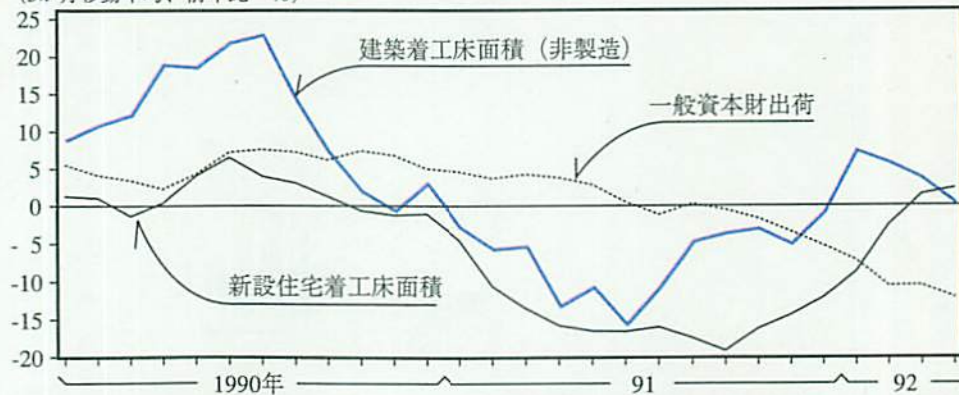
(2) 設備投資内訳

(季調済3期移動平均、前期比年率 %)



(3) 関連指標

(3か月移動平均、前年比 %)



(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」、建設省「建設統計月報」、通商産業省「鉱工業指数統計」

製造業の設備投資調整が本格化し、個人消費も緩やかに減速しているが、早期に調整を経た住宅投資が回復に転じているほか、公共投資の下支え効果も明らかになりつつあり、全体としては、製造業部門中心に調整局面が続く中であって、景気底入れへのモメンタムも同時に始動しつつある状況といえる。各種関連指標の動きをみても、製造業設備投資と関連の深い一般資本財出荷が大きく落ち込む一方で、住宅着工は既に上向きに転じ、また非製造業の建築着工にも底入れ気配がうかがわれているところである。

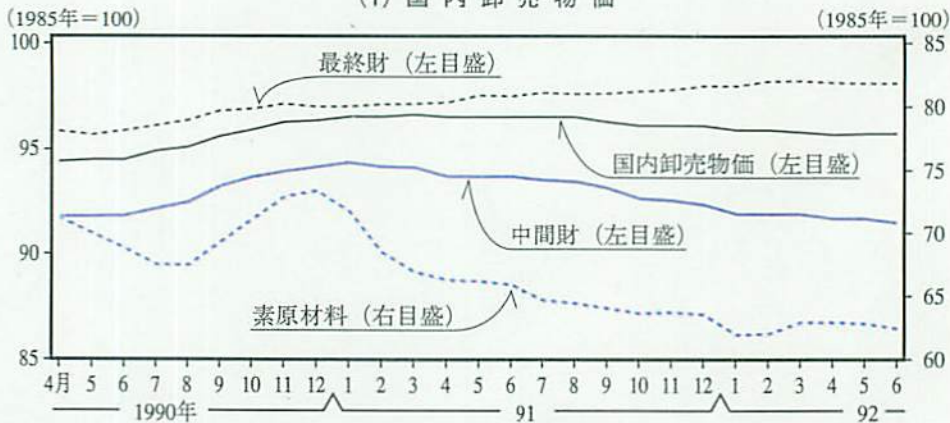
(物価は落着き基調)

こうした中で物価面をみると(図表3)、国内卸売物価は、全般的な製品需給の引緩みを反映して、昨年後半以降弱含み傾向で推移している。これを需要段階別にみると、原油価格が幾分強含んでいることもあって、素原材料が下げ止まりに向かっている一方、市況関連中心に中間財が引続き軟調に推移しているほか、これまで根強い上昇傾向がうかがわれた最終財にも、鎮静化傾向が明確化してきている点が最近の特徴である。消費者物価(生鮮食品を除くベース)についても、上記

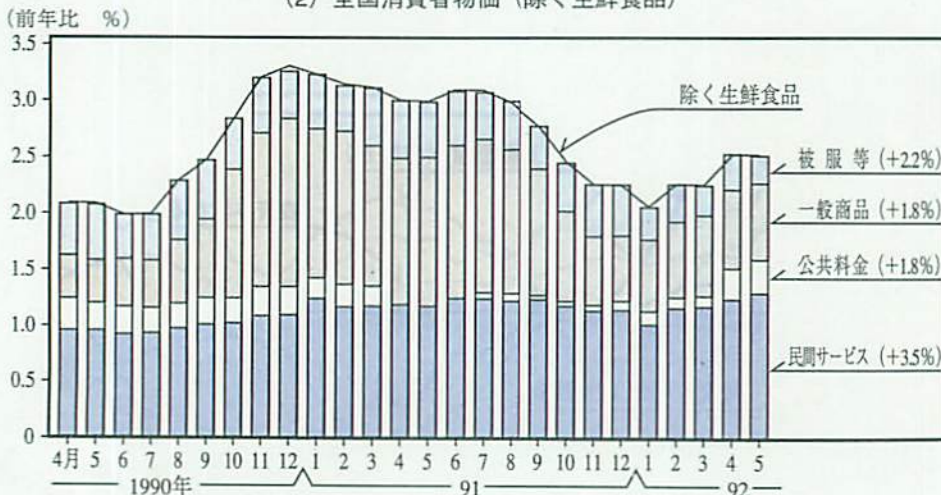
(図表3)

物価の動向

(1) 国内卸売物価



(2) 全国消費者物価 (除く生鮮食品)



(注) 内訳項目の()内は92年5月の各項目の前年比上昇率。
 (資料) 日本銀行「卸売物価指数」、総務庁「消費者物価指数」

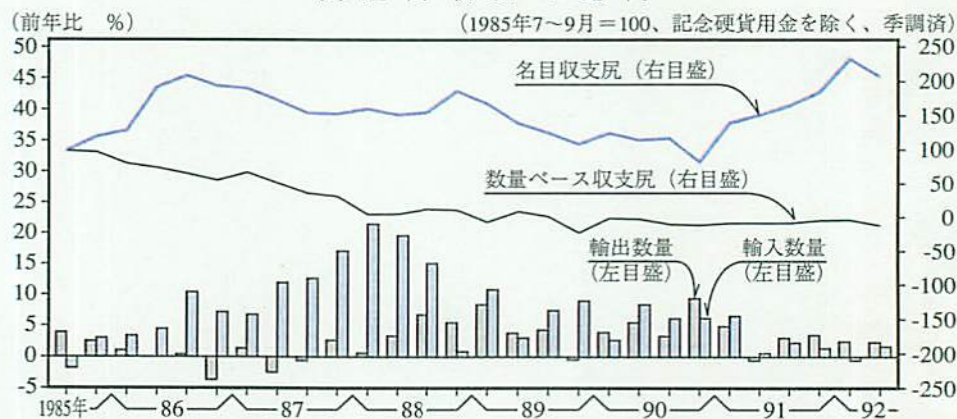
のような卸売物価の安定を反映して、一般商品が落ち着き傾向を続けていることから、ならしめてみて上昇テンポは緩やかに鈍化している。ただ、サービス分野では依然労働需給がタイトなこともあって、民間サービス料金の上昇率には、今のところ目立った低下がうかがわれておらず、このことが、卸売物価と消費者物価の上昇率にかなりの乖離が生ずる原因となっている。

この間、地価については、住宅着工が持直し、マンション需給にも幾分改善がみられる状況にあって、一部住宅地ではほぼ下げ止まりとの声も聞かれているが、オフィス用地等をも含めた全体としてみれば、依然軟調に推移しているとみられる。

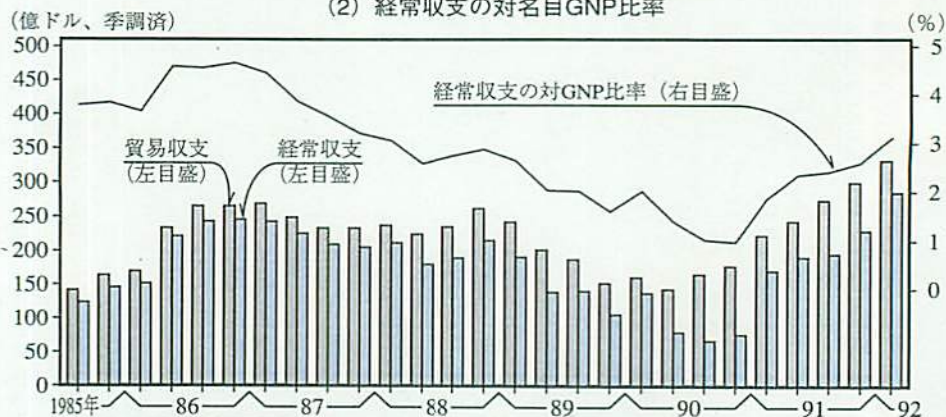
(対外収支黒字は高水準持続)

一方、対外収支面をみると、貿易収支黒字は前年度大幅に拡大（90年度699億ドル→91年度1,137億ドル）した後、今年度入り後も高水準を維持している（図表4）。すなわち、輸出数量の動きをみると、自動車・電機が海外現在庫の調整を背景に、足元輸出抑制スタンスを強めていること等から、3月以降かなりの減少をみている。しかしながら、輸入数量も、生産調整が続く中で、原材料・中間財中心に減少している。加えて、金貯蓄口座から5月以降新規に発売されたMMFへの資金シフト等もあって、投資用金輸入の減少幅が拡大していることも、足元の貿易

(図表4) 対外収支の動向
(1) 通関収支の動向



(2) 経常収支の対名目GNP比率



(資料) 大蔵省「外国貿易概況」、日本銀行「国際収支統計月報」

黒字拡大にかなりの程度寄与しているものとみられる。

2. 最近の金融情勢

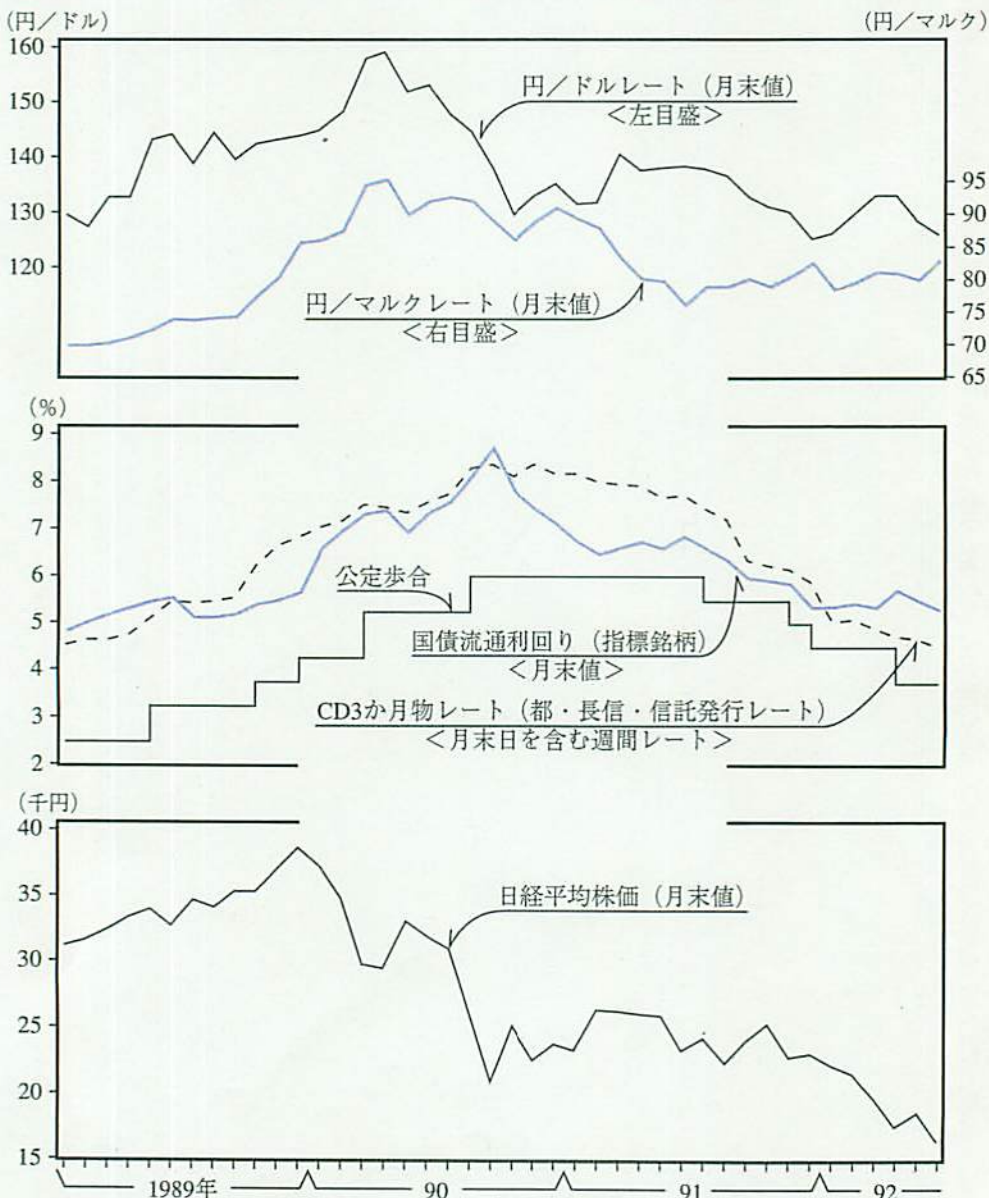
(為替・金融市場の動向)

最近の金融情勢をみると、まず為替市場(図表5)では、昨秋以降緩やかな円高傾向をたどってきた円/ドル相場は、春先にかけて

米国景気回復期待の高まり等から一時弱含む場面もみられたが、その後は、高水準のわが国対外黒字、米国金利低下等を背景に再び円高方向へと転じ、足元は120円台半ばで推移している。

一方、国内金利についてみると、短期市場金利は、国内景気の減速や公定歩合の引下げ等を反映して、昨年後半以降今春にかけて大

(図表5) 為替レート、金利、株価の動向

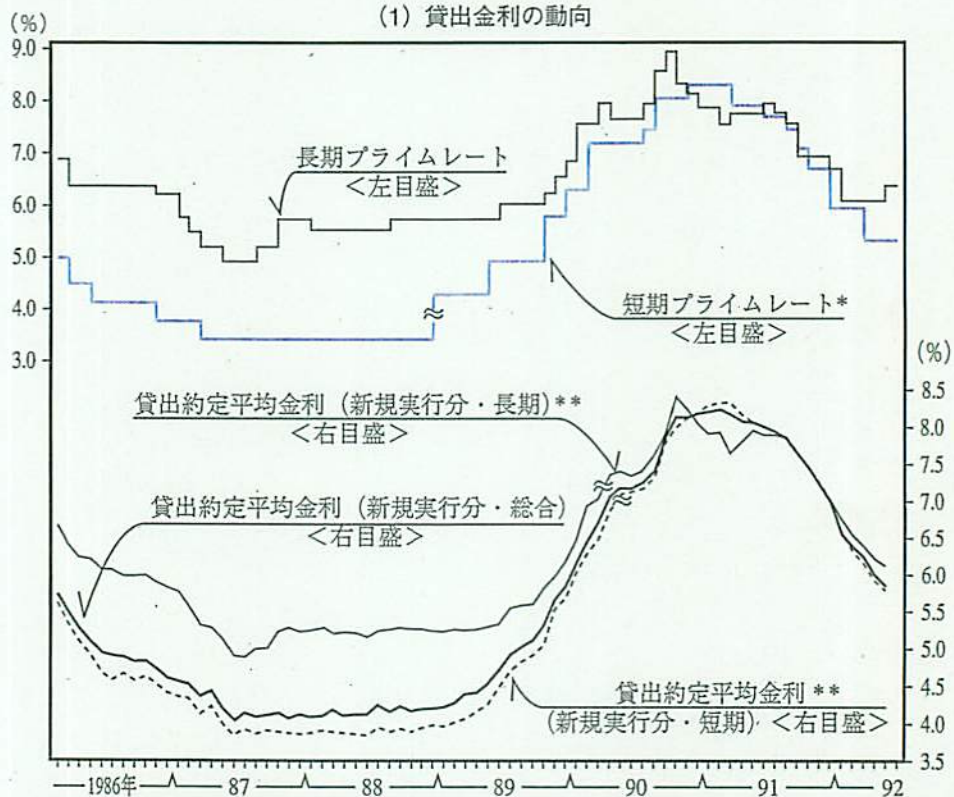


(資料) 日本銀行「経済統計月報」等

幅な低下をみた後、最近についても、ごく緩やかながら低下歩調をたどっている。また、長期債利回りも同様に、昨年後半以降大幅に低下した後、春ごろには一時強含みで推移したが、足元は再び低下している。こうした長・短市場金利低下のもと、預金金利自由化

に伴い金融機関の自由金利調達比率が大幅に上昇しているという事情から、貸出金利は従来の金融緩和期以上のテンポで低下をみている。こうした観点からみる限り、これまでのところ貸出金利の下げ渋りといった現象はうかがわれていない(図表6)。

(図表6) 貸出金利等の推移



(2) 貸出約定平均金利(総合、ストックベース)の低下状況

<今回>				
	都 銀	地 銀	地 銀II	信 金
ピーク時点	7.895 (1990年12月)	7.775 (91年2月)	8.078 (91年7月)	7.959 (91年7、8月)
1992年5月	6.127	6.238	6.881	6.980
<ピーク比>	<△1.768>	<△1.537>	<△1.197>	<△0.979>
都銀追随率	—	86.9	67.7	55.4
<前回>				
	都 銀	地 銀	地 銀II	信 金
ピーク時点	9.058 (1980年7月)	8.829 (80年8月)	8.987 (80年8月)	9.109 (80年10月)
1981年12月	7.432	7.638	8.143	8.678
<ピーク比>	<△1.626>	<△1.191>	<△0.844>	<△0.431>
都銀追随率	—	73.2	51.9	26.5

(資料) 日本銀行「経済統計月報」

この間、株価については、企業業績の悪化懸念等を背景に、3～4月にかけて急落をみた後も、一高一低を繰り返しつつ、総じてみれば軟調地合いに推移している。

(金融機関貸出・預金吸収の動向)

次に、金融機関の貸出動向をみると(図表7)、景気調整に伴う企業活動の停滞や不動産取引の減少持続等を背景に、借入れ需要が引続き鎮静していることから、増勢鈍化

(図表7) 金融機関貸出の動向

(1) 5業態計の総貸出推移

(単位 平残前年比 %)

	1991年		92年		92年			
	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月	3月	4月	5月	6月
都 銀	7.1	6.1	5.0	4.0	5.0	4.8	3.9	3.3
長 信	3.5	1.8	1.2	0.6	1.1	0.9	0.5	0.5
信 託	2.2	2.0	1.3	0.1	0.8	0.8	△0.0	△0.3
地 銀	4.2	4.6	5.1	4.5	4.8	4.9	4.6	4.0
地 銀 II	5.2	4.3	4.0	3.4	3.8	3.5	3.5	3.1
5業態計	5.3	4.7	4.1	3.3	4.0	3.8	3.2	2.7
円貸出	5.2	4.7	4.7	4.1	4.6	4.4	4.0	4.0
インバ	6.2	3.9	△1.0	△4.7	△1.9	△1.6	△4.2	△8.2

(2) 円貸出の推移

(単位 末残前年比、() 内期中増加額前年比 %、< > 内実額 百億円)

	1992年1～3月		4～6月		当初見込み	
	実績		実績			
都 銀	4.9	(△87.8)	4.8	(△4.6)	4.8	(0.7)
長 信	4.2	(△77.9)	3.4	(△57.4)	3.3	(△66.7)
信 託	5.1	(19.9)	4.7	(△30.7)	5.4	(32.9)
地 銀	6.9	(△75.7)	7.0	(△63)	7.7	(18)
地 銀 II	5.9	(△30.9)	5.0	(△33)	6.8	(7.4倍)

(3) 外銀・大手信金・生保の円貸出

(単位 前年比 %)

	1991年		92年		92年				
	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月	2月	3月	4月	5月	6月
外 銀 (平残)	15.1	△2.5	△11.6	△14.2	△10.3	△15.4	△15.1	△12.9	△14.4
16信金 (末残)	10.1	8.1	6.1	4.7	6.8	6.1	5.8	4.9	4.7
生 保 (末残)	16.1	12.6	12.8	n.a.	11.4	12.8	n.a.	n.a.	n.a.

(注) 生保貸出は生命保険協会調べ、27社ベース。
(資料) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」等

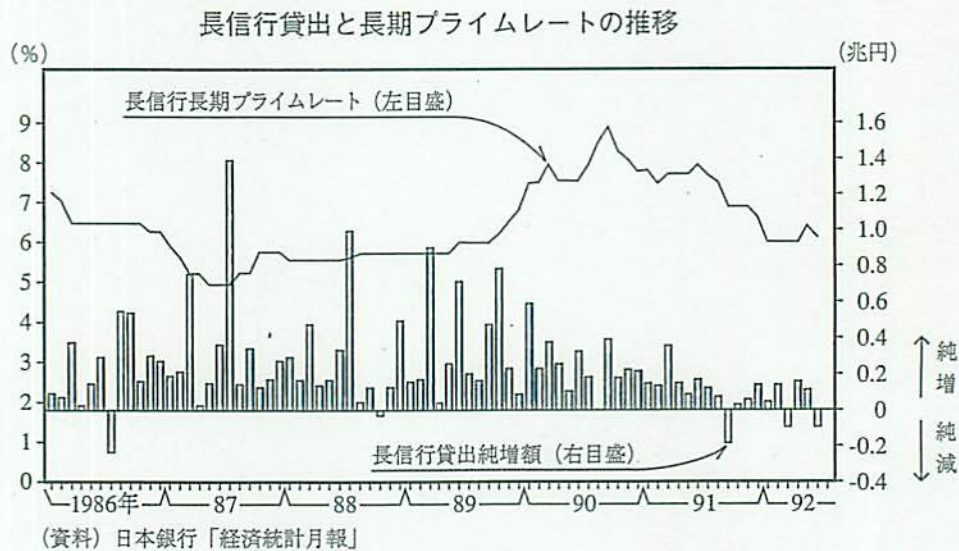
傾向を続けている(注1)。

すなわち、まず大企業の借入れ需要については、設備投資の減勢が続いているうえ、必要資金については手元取崩しや社債・CP発行、生保借入れ等、銀行借入れ以外の調達手段で確保できることから引続き極めて低調に推移している。また、中堅・中小企業の借入れ需要についても、景気回復の足取りに対する慎重な見方から設備・運転資金の借入れ需要は総じて動意を欠いており、基本的に低調を持続している。こうした中で、個人の住宅ローン(新規実行額)については、件数ベースでは足元前年をかなり上回る水準にあるが、地価等不動産価格の下落に伴い1件当りの融資額が低下していることから、金額

ベースではほぼ前年並みにとどまっている(後掲図表8)(注2)。

この間、金融機関の融資姿勢については、一部に「貸し渋り」を指摘する声が聞かれるが、不動産関連等を中心に融資の際の審査基準が厳格化していることは事実としても、資金需要低調の折、良質案件の開拓意欲はむしろ高まっているのが実情であり、営業店の取引採算基準となる本支店レートも、市場金利に合わせて着実に引下げられている。また、「全国短観」の貸出態度判断D. I. が引続き「緩い」超で推移していることや、前述のとおり貸出金利が従来の金融緩和期以上のテンポで低下している事実も、こうした見方と整合的である。なお、年度初来の株価低迷に

(注1) 例えば、これまで長期プライムレートが引上げられる直前には長信行の貸出が急増するのが通例であったが、本年6月の引上げ前にはこうした動きがほとんどみられなかったことも、借入れ需要が鎮静化していることを示す1つの証左といえよう。



(注2) 同様のことが、建設投資のウエイトの高い中小企業非製造業向け融資等でも生じている可能性があり、その場合には、中小企業非製造業の設備投資とその借入れ需要(金額)動向との間に乖離が生じていることも考えられる。

(図表8)

貸出関連統計の動向

(1) 資本市場における民間企業の資金調達

(単位 億円、() 内前年比 %)

	調達計	普通社債	うち私募債	うち外債	エイトイ・ファイブス	うちワラント
1989年度	282,878 (45.7)	19,117 (7.0)	3,402 (18.5)	8,425 (12.3)	263,761 (49.6)	90,951 (82.6)
90年度	99,525 (△64.8)	48,948 (2.6倍)	8,561 (2.5倍)	19,727 (2.3倍)	50,577 (△80.8)	30,229 (△66.8)
91年度	144,655 (45.3)	79,890 (63.2)	16,518 (92.9)	39,105 (98.2)	64,765 (28.1)	42,112 (39.3)
92年4~6月	26,943 (△31.4)	23,257 (16.8)	2,440 (△46.2)	10,717 (40.9)	3,686 (△81.0)	2,077 (△87.0)

(2) 中小企業の借入動向

	中小企業金融公庫 貸出	国民金融公庫 貸出	全銀中小企業向け 貸出	信用金庫 貸出
1991年度末残高 (兆円)	7.8	7.5	219.1	61.7
	(末残前年比 %)			(平残前年比 %)
91年 4~6月	10.0	10.3	4.4	9.2
7~9	4.4	6.4	1.2	8.0
10~12	6.2	6.5	2.5	6.4
92年 1~3	6.7	7.5	0.7	5.0
4~5	7.1	7.5	(4月) 2.2	6.6

(3) 住宅ローンの動向

(単位 前年比増減率 %)

	住宅ローン新規実行額 (全銀、信金、信組、損保、住宅公庫計)	
	全銀新規取組件数	
1991年 1~3月	△18.9	△23.3
4~6	△11.6	△5.2
7~9	△21.1	△15.0
10~12	2.0	28.4
92年 1~3	△2.2	13.1

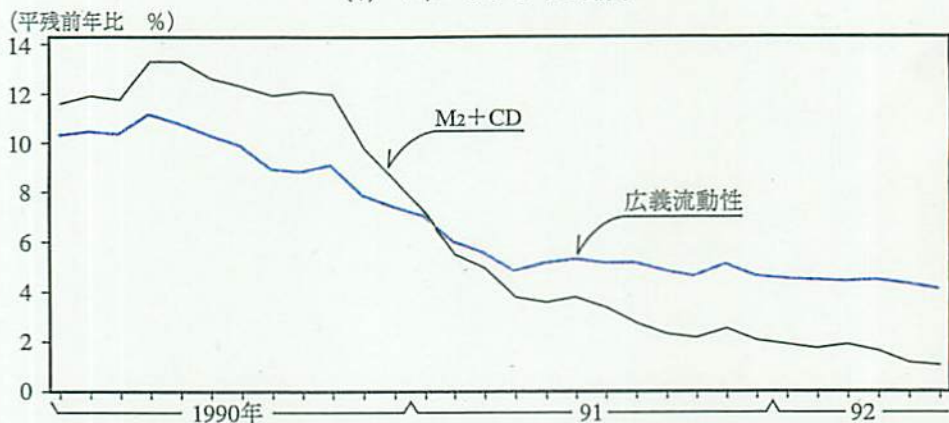
(資料) 日本銀行「経済統計月報」等

に伴い、BIS規制による貸出制約を懸念する見方もあるが、金融機関は劣後債務の追加取入れや市場性資産を中心とする国際部門資産の圧縮等に対応していることもあって、これま

でのところ国内融資活動がこの面から制約されているとはみられない。

こうした貸出環境を反映して、金融機関における預金の伸びも(図表9)、低迷基調を

(図表9) マネーサプライ等の動向
(1) マネーサプライの動向



(注) 広義流動性=M₂+CD+郵便貯金+農漁協・信組・労金の預貯金(含むCD)+全国銀行信託勘定の信託元本+債券現先+金融債+国債+投資信託+金外信託+外債

(2) 都銀、地銀、地銀IIの預金吸収(実質預金+CD)

(単位 平残前年比 %、百億円)

	1991年		92年		92年			
	7~9月	10~12月	1~3月	4~6月	4月	5月	6月	6月平残
3 業 態 計	2.3	0.7	0.0	0.5	0.8	0.6	0.1	39,933
うち自由金利定期	0.8	△1.2	6.2	8.8	8.4	8.3	9.7	19,346
うち都 銀	1.0	△1.4	△2.9	△1.9	△1.6	△1.9	△2.1	19,383
地 銀	3.7	3.3	3.6	3.4	3.7	3.6	2.8	14,798
地 銀 II	3.2	1.4	1.6	1.5	1.9	1.6	1.1	5,752

(注) 自由金利定期にはスーパー定期を含む。

(3) 個人・法人預金等の動向

(単位 %、百億円)

	1991年		92年		92年				
	7~9月	10~12月	1~3月	4~6月	4月	5月	6月	6月残高	
未 残 前 年 比	個人預金	5.6	5.8	4.4	3.3	3.9	4.0	3.3	20,441
	ワイド	89.6	15.9	11.9	8.2	10.2	8.9	8.2	798
	ビッグ	13.2	9.0	9.2	8.9	8.9	8.5	8.9	3,078
	ヒット	18.2	2.1倍	2.6倍	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	(3月) 152
	郵 貯	8.9	12.9	13.9	13.3	13.8	13.5	13.3	15,849
合 計	8.4	9.0	8.7	7.5	8.1	8.0	7.5	40,165	
平 残 前 年 比	法人預金	△ 4.2	△ 4.4	△ 3.8	△ 2.5	△ 1.7	△ 1.7	△ 4.2	9,315
	定期性	△12.1	△13.5	△12.2	△10.8	△10.7	△11.2	△10.4	6,821
	流動性	37.4	41.3	31.4	26.7	35.9	27.2	18.0	2,495

(注) 1. 個人預金は都銀、地銀、地銀II合計。法人預金は都銀、上位地銀計。

2. 個人預金等の4月以降の合計値はヒットを除いたベース。

(資料) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」「経済統計月報」等

持続している。すなわち、法人預金については、企業が借入れ抑制姿勢持続の下で決賞資金等を手元取崩しで賄っていることや、金融機関サイドも高利の市場性大口定期預金取入れにつき慎重なスタンスを崩していないことから、前年を下回る水準で推移している。また、個人預金についても、定額郵貯へのシフトはこのところやや鎮静化しているものの、個人ローンが伸び悩んでいることや信託商品（ビッグ、ヒット）や新型短期公社債投信（MMF）等への資金シフトもあって引続き増勢鈍化傾向にある。

（マネーサプライの動向）

以上のような金融機関の貸出・預金吸収動向を背景に、M₂+CDの平残前年比伸び率は低下傾向を続けており、4～6月も+1.2%と1～3月（同+1.7%）に比べさらに増勢が鈍化した。もとより、足元のM₂+CDの低い伸びには、郵貯、信託、投信等への資金シフトによる面が大きい。広義流動性（4～6月同+4.3%）でも、金融機関貸出の増勢鈍化を背景に低調な伸びにとどまっている。

先行きについても、都銀等への借入れ申込み（増加額ベース）が引続き前年を2～3割下回っている状況の下で、目先7～9月にかけては、金融機関貸出の伸びが急速に高まるとは考え難く、マネーサプライの伸びも、4～6月に引続き1%前後にとどまる可能性が大きいとみられる。前述のとおり、これまでのところ金融面から実体経済活動が制約されたとは考え難いが、資産価格の下落の過程で、金融機関の不良資産が増加するなど、金融部門がしこりを抱えている点が、今次景気調整局面の大きな特徴でもあるだけに、株価

動向とも絡んだBIS規制の影響をも含めて、今後こうした問題が実体経済に影響を及ぼすことはないかという観点から、金融面の情勢推移を注意深く見守っていく必要がある。

3. 当面の経済情勢の展望

（1）海外経済の動向

次に、以上の点を踏まえて、内外金融経済の今後の展望について考えてみると、まず海外経済に関しては、欧州諸国は当面停滞基調を脱し切れないと考えられるが、アジア諸国が引続き高めの成長を続けるとみられることに加え、米国も緩やかながら回復歩調をたどると思われることから、全体としてみれば回復に向かうことが期待される。もっとも、そのテンポは比較的緩慢なものにとどまる可能性が高い（図表10）。

すなわち、まず米国経済については、昨年末にかけての一時的な停滞局面と比べると、更年後は家計支出中心に最終需要の回復傾向がうかがわれる。また企業部門においても、これまでのリストラクチャリング努力の奏功等から、収益が持直し方向にある。しかしながら、巨額の財政赤字を背景に、長期金利が高止まりを続けていることもあって、企業の投資や雇用には捗々しい回復がみられていない。こうした状況の下で、物価が着き基調を続けていることもあって、米国連銀は、今月初公定歩合の引下げを実施している。

一方、EC諸国についてみると、ドイツでは、設備投資の不芳等から、景気の停滞基調が続いている。本年後半にかけては、昨年実施された所得税臨時増税措置の解除（7月）もあって、個人消費の緩やかな回復が期待されるが、根強い賃金・物価上昇を背景に引締

(図表10)

海外経済の動向

(1) 実質GNPの推移

(単位 前年比 %)

	1989年	90年	91年	91年			92年1~3月
				4~6月	7~9月	10~12月	
米 国	2.5	1.0	△0.7	1.4	1.8	0.4	2.7
内需 (寄与度)	1.9	0.5	△1.4	0.9	3.4	△0.4	2.6
外需 ()	0.6	0.5	0.6	0.5	△1.5	0.8	0.1
E C	3.3	2.8	0.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ド イ ツ	3.8	4.5	3.1	4.5	2.0	0.9	0.8
フ ラ ン ス	3.9	2.8	1.2	0.6	1.4	1.6	2.9
英 国	2.2	0.9	△2.4	△3.6	△2.2	△1.7	△1.6
アジアNIEs	6.6	6.9	7.3	7.9	7.3	6.9	6.8
韓 国	6.8	9.3	8.4	9.8	7.8	7.4	7.5
台 湾	7.3	5.0	7.3	7.1	8.4	7.5	7.0

- (注) 1. 米国の四半期計数は前期比年率。
 2. ドイツは、旧西ドイツ地域の計数。
 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ウエイトにて算出。

(2) 物価の推移

(単位 前年比 %)

	1989年	90年	91年	91年		92年1~3月	92年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	1.9	△0.2	0.3	1.0*
	消費者物価	4.8	5.4	4.2	3.9	3.0	2.9	3.1*
	(同・除く食料品・エネルギー)	4.5	5.0	4.9	4.6	4.4	3.9	3.9*
ド イ ツ	消費者物価	2.8	2.7	3.5	4.2	4.0	4.3	4.6*
フ ラ ン ス	消費者物価	3.6	3.4	3.2	3.0	2.9	3.1	3.1*
英 国	消費者物価	7.8	9.5	5.9	4.8	4.2	4.1	4.3*
韓 国	消費者物価	5.7	8.6	9.3	9.3	9.4	7.2	7.1*
台 湾	消費者物価	4.4	4.1	3.6	2.4	4.2	4.4	6.1*

- * 4、5月の平均。
 (注) ドイツは、旧西ドイツ地域の計数。
 (資料) 各国政府・中央銀行統計、EC委員会資料

めスタンスが堅持 (ブンデスバンクは今月中央公定歩合を引上げ) されている状況の下、当面本格的な回復は期待し難いとみられる。また、ドイツ以外の諸国でも、フランスが輸出伸長から景気回復への足がかりをつかみつつある点を除けば、内需停滞にもかかわらず、「欧州統合」にかかる金融・財政両面での制

約から、積極的な刺激策を採り難いという事情もあって、当面停滞色を脱し切れないものと思われる。もっとも、物価面においては、依然根強い上昇圧力が続くドイツ以外では、総じて改善傾向をたどっている。

この間、アジア諸国については、一部に米国、日本等での景気停滞の影響もうかがわれ

るが、中国を含めた域内貿易の活況や公共投資の拡大もあって、全体としては今後とも力強い成長を持続する見通しであり、むしろインフレ圧力の高まりが懸念材料となりつつある。

(2) 国内経済の展望

(在庫調整進展の見通し)

当面の景気展開の鍵を握る在庫調整の動き

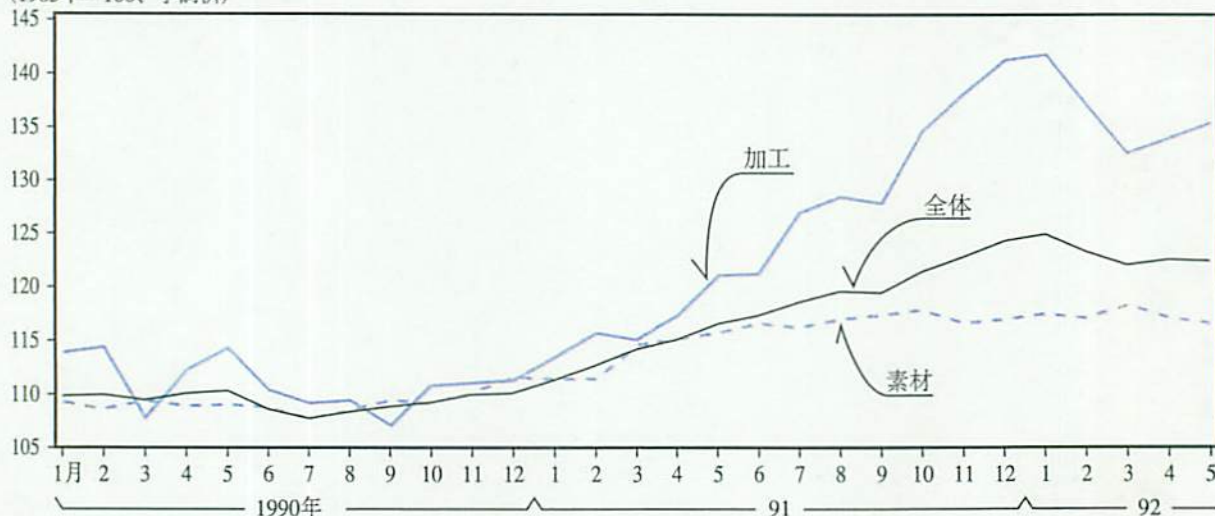
をみると(図表11)、鉱工業製品在庫は1～3月中かなりの減少をみた後、4～5月はやや調整一服気味となっている。これを加工、素材業種別にみると、1～3月中大幅な在庫減となった加工業種では、自動車、電機等での一時的な輸出減や国内販売の不振から在庫が幾分増加(在庫増は専ら乗用車とエアコンによるもの)した一方、1～3月中に加工業

(図表11)

在庫調整の進展状況

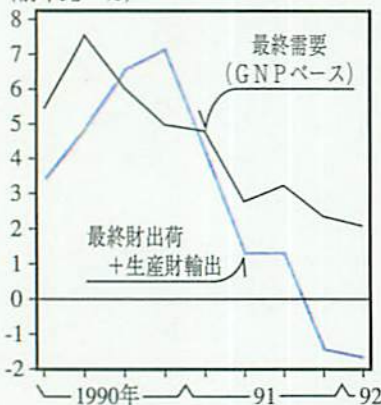
(1) 鉱工業在庫の動向

(1985年=100、季調済)

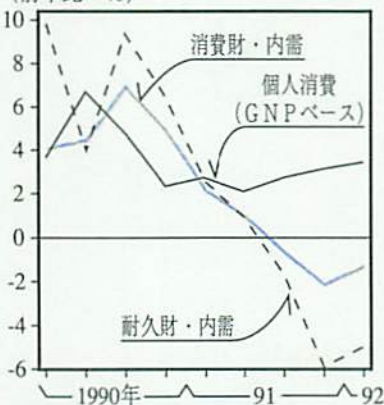


(2) 最終需要と鉱工業出荷

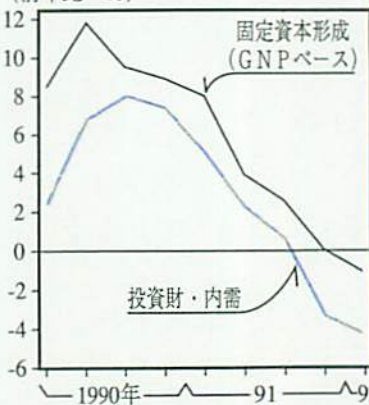
(前年比 %)



(前年比 %)



(前年比 %)



(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」、経済企画庁「国民所得統計」

種の大幅減産の影響から一時的に在庫増をみた素材業種では、足元再び在庫調整が進み始めた姿がうかがわれる。このように製品在庫調整の進展が依然として捗々しくない点については、①流通段階での在庫調整が進められていること（建設財、とくに鋼材類等において顕著）に加え、②サービス消費が底固く推移する一方で、財消費、とりわけ耐久消費財需要が低迷していること等から、これまでのところ最終需要（GNPベース）の成長率減速を上回るテンポで、鉱工業出荷が大幅に落込んできたことが、かなり影響したものと思われる。

しかしながら、先行きについて考えてみると、①企業が各業種とも総じて厳しい生産抑制スタンスを堅持している一方、②後述のとおり最終需要は緩やかながらも回復歩調をたどると期待されることから、今後在庫調整が進んでいくための環境は、引続き維持されているとみることが可能である。したがって、業種によって区々ではあるが、総じてみれば秋以降次第に在庫調整にめどがついてくる可能性が高い。こうした中で、在庫面からの生産下押し圧力は早晩減衰に向かうものと思われる、早ければ夏場ごろから一部業種で生産が増加に転ずることを想定できよう。もとより、生産の急テンポでの立上がりは期待し難いが、これまで厳しい生産調整が製造業収益を大きく圧迫してきただけに、緩やかであって

も生産が上向きに転ずれば、企業マインドにもそれなりの変化をもたらすことが期待される。先般の「5月短観」で主要企業・製造業の業況が先行きやや改善するとの見方（現状△24%ポイント→9月時点見通し△20%ポイント）が示されたことは、企業サイドがこうした変化への手がかりを感じつつあることを示唆するものとも解釈されるところである。

（最終需要の回復力評価）

いうまでもなく、在庫調整進捗の見通しは、今後の最終需要の動向に大きく依存する。そこで最終需要の動向をみると、以下のとおり緩やかな回復歩調をたどる公算が大きい。

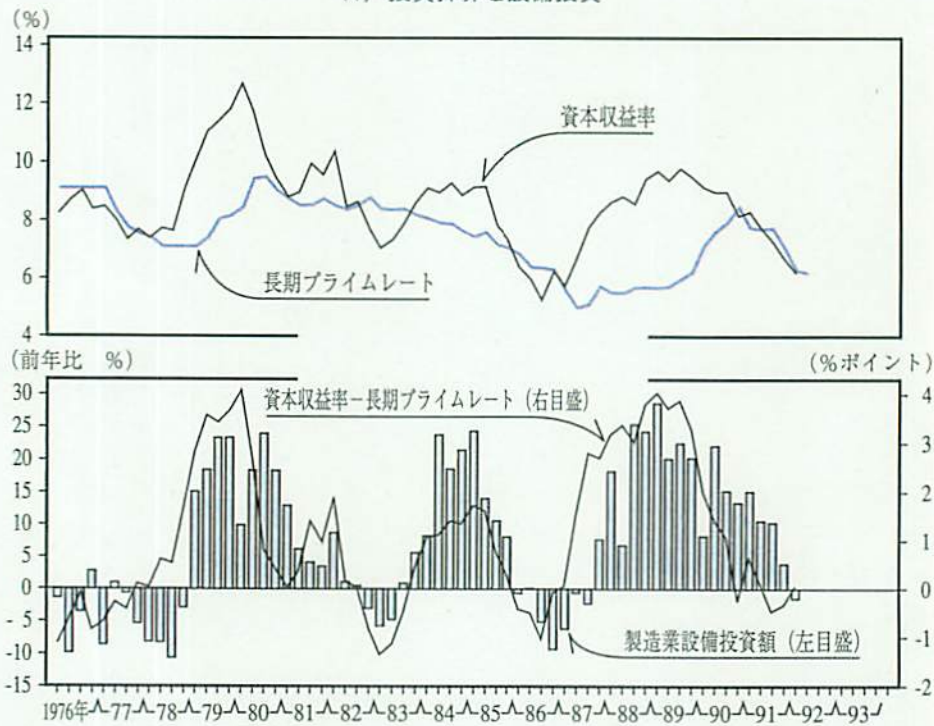
まず、最終需要の大きな流れを規定する設備投資についてみると、製造業に関しては、資本ストックの高い伸びに起因する調整圧力に加え、厳しい生産調整に伴う稼働率の低下、企業収益の悪化から、今年度の設備投資はかなりの減少になるもの（「5月短観」の92年度設備投資計画〈主要企業・製造業〉△8.9%）と考えられる（後掲図表12）。もとより、収益動向とも絡み不確定要因を無視し得ないが、製造業では、既にこれまでかなりのテンポで設備投資の調整を進めてきているため、投資計画が大きく下方修正されない限り、この面からの最終需要の下押し圧力は、今後徐々に低下していく方向と思われる（注3）。

（注3）設備ストック循環の観点からみると、製造業設備については、来年度にかけてなお資本ストックの増勢鈍化という意味でのストック調整局面が続く可能性が大きいとみられる。しかしながら、このことはフローとしての設備投資が今後とも減少を続けることを必ずしも意味しない。ちなみに、①資本ストック調整が来年度いっぱい続き、かつ②来年度末の資本ストックの伸び率が過去の経験則上のボトムにまで低下すると仮定して、製造業設備投資の動きをシミュレーションしてみると、今後投資の減少幅は急速に縮小し、来年度にかけては若干ながら増加に転じていくとの結果となる。

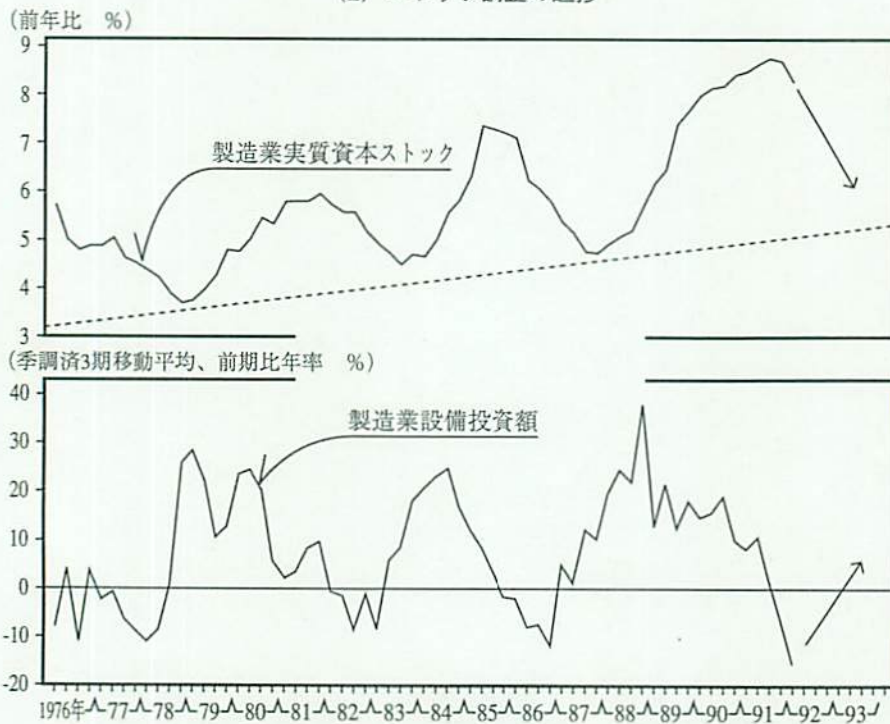
(図表12)

製造業設備投資の動向

(1) 投資採算と設備投資



(2) ストック調整の進捗



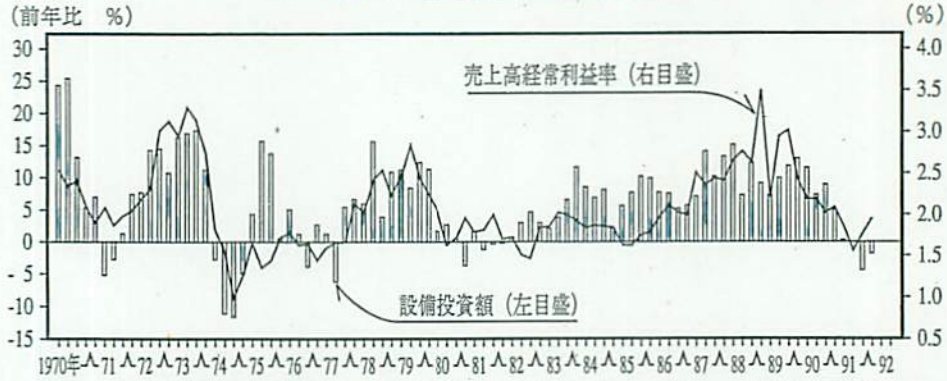
(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」、日本銀行「経済統計月報」、経済企画庁「民間企業資本ストック統計」

一方、非製造業の設備投資についてみると、まず大企業投資は、運輸・通信等のインフラ投資の増加や電力等での政策的な投資積み増

しもあって、総じて底固く推移するものとみられる。また、設備投資全体の約4割を占める中小企業非製造業については（図表13）、

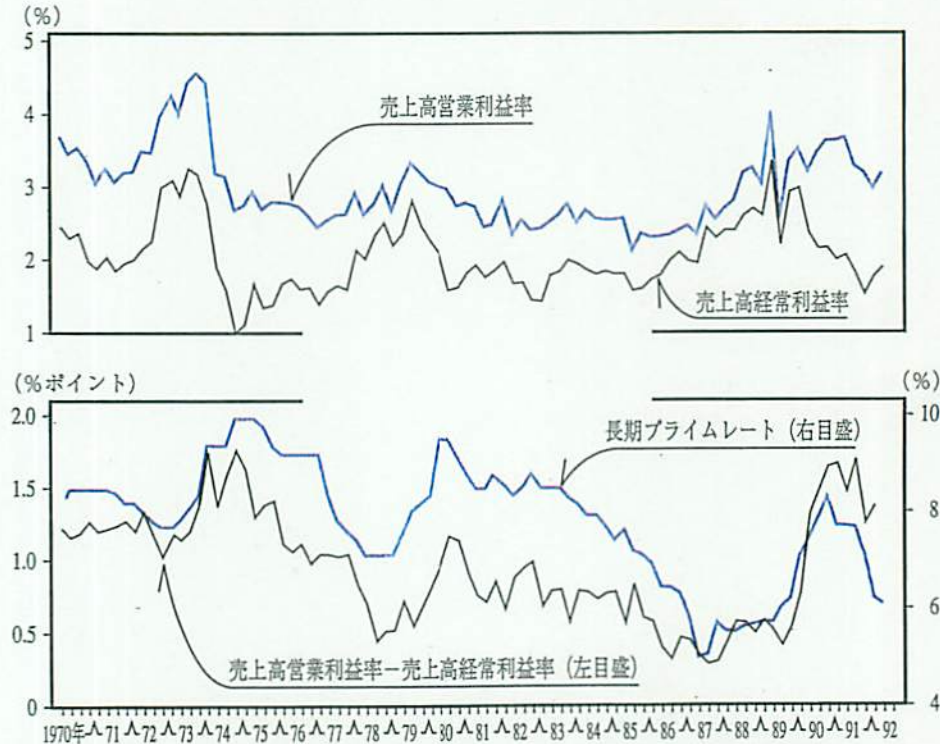
(図表13) 中堅中小非製造業の設備投資動向

(1) 中堅中小非製造業の設備投資と収益



(注) 中堅中小非製造業(資本金10億円未満)の設備投資はGNP、ストック統計および法人季報をもとに日本銀行調査統計局で算出。

(2) 中堅中小非製造業の収益と金利の効果



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

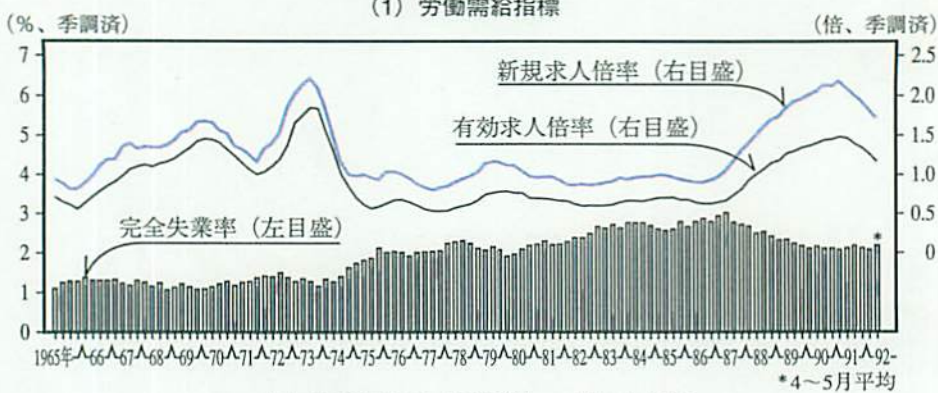
営業利益率が比較的高水準を維持しており、
 今後は金利低下の累積的効果が金融費用の低下を通じて、
 経常利益ベースの収益下支えに寄与するとみられる。
 加えて、中小企業非製造業の売上げと関連が深い需要（消費、とくにサービス消費）は総じてなお底固いことを

考慮すると、その投資は緩やかながらも回復歩調をたどるものと期待され、非製造業の設備投資は、全体として最終需要の下支えに寄与するものと考えられる。

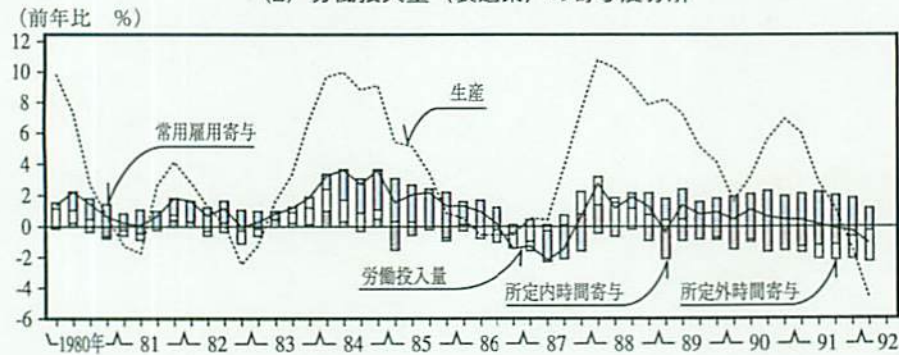
次に、個人消費の前提をなす雇用・賃金面をみると（図表14）、労働需給は依然タイト

(図表14)

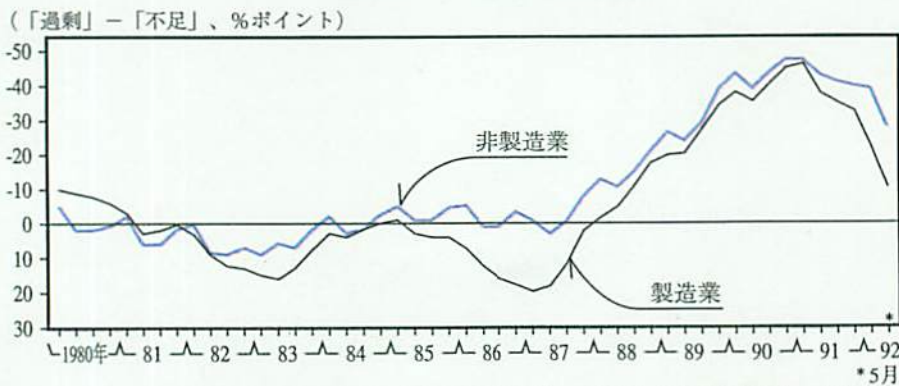
労働需給・雇用の動向



(2) 労働投入量（製造業）の寄与度分解



(3) 企業の人手不足感（全国短観）



(資料) 労働省「職業安定業務統計」「毎月勤労統計」、総務庁「労働力調査」、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」

ながら、雇用者数の伸びは製造業中心に緩やかに鈍化していることに加え、賃金面でも、所定外賃金の減少やボーナスの低い伸びが抑制的に働くことから、家計の名目所得は引続き増勢鈍化傾向をたどるものとみられる。ただ、厳しい生産調整が実施されている製造業においても、時短を通ずる労働投入量の削減が進められてきたこともあって、これまでのところ過去の景気調整局面と比べ、生産と労働投入とのギャップが著しく拡大しているわけではない。したがって、企業内での雇用調整圧力が大きく高まっているとはみなし難く（現に「全国短観」の雇用判断D. I. は依然として「不足」超で推移）、雇用環境が今後急速に悪化するといった可能性はかなり小さいと考えられる。

こうした所得環境のもとで、個人消費についても（後掲図表15）、引続き増勢鈍化は免れないとみられるが、物価上昇率の低下や、景気動向に左右されにくいサービス支出が堅調を維持しているとみられること、さらには、足元不振が目立つ耐久消費財に関しても、家具・家電等については、住宅着工の回復につれて持直す可能性があること等をも勘案すると、今後とも総じてみればなお底固さを維持し得るものと思われる。もとより、景気調整の深まりや株価の下落等を背景に、マインド面から消費支出が抑制される可能性も無視し得ないが、雇用環境が安定している中で、

これまで消費者コンフィデンスがなお安定的に推移していることを踏まえるならば、そうしたリスクも比較的小さいとみることができよう。

一方、住宅投資についてみると（後掲図表16）、金利低下効果の波及から、既に持家、貸家の着工が上向きに転じており、今後とも貸家面でのストック調整の進展や農地転用住宅建設の増加等が着工押上げ要因として働くことを考えると、今年度の住宅投資は回復歩調をたどることが予想される。ただ、分譲住宅に関しては、足元のマンション需給は幾分持直し方向にあるものの、なおしばらくは売れ残り在庫の圧力が残存せざるを得ないとみられることから、住宅投資全体としての回復テンポは、緩やかなものにとどまる公算が大きい。

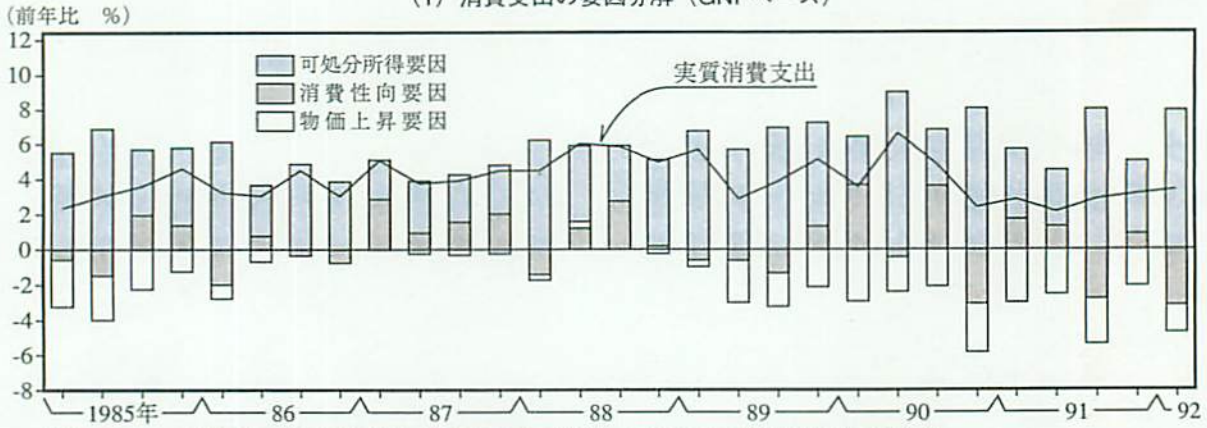
この間、外生需要についてみると、まず輸出は、前述のような海外環境のもとで、基調としては緩やかな増勢が続くものとみられる。もっとも、四半期別には、例えば足元輸出抑制が実施されている自動車・電機等について、海外現地在庫の調整進捗後は、夏場にかけて一時的に高めの増加となる場面が考えられるなど、ある程度の振れを伴った動きとなろう。

一方、財政支出については、地公体の財政バランス好転を背景に、地方単独事業が高い伸びを続けていることに加え、今後は公共工事前倒し執行の効果が徐々に実現してくると

(図表15)

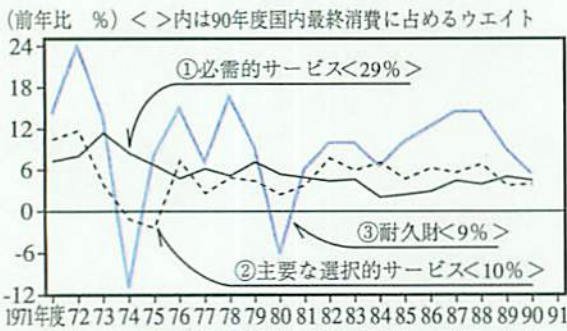
個人消費の動向

(1) 消費支出の要因分解 (GNPベース)



(注) 91年4～6月期以降の可処分所得は、雇用者所得の伸びに基づき日本銀行調査統計局で推計。

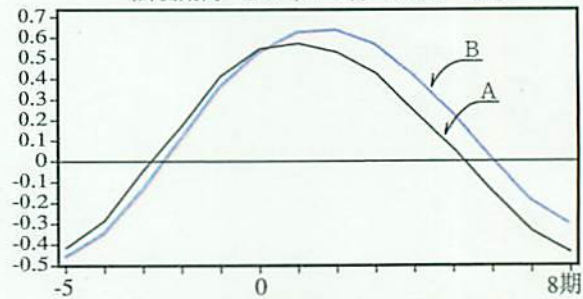
(2) 内訳別消費支出の動向 (実質・GNPベース)



(注) ①…目的別最終消費のうち「家賃・水道・光熱・医療・保険」。
 ②…目的別最終消費のうち「レクリエーション・娯楽・教育・文化サービス」。
 ③…形態別最終消費のうち「耐久財」。

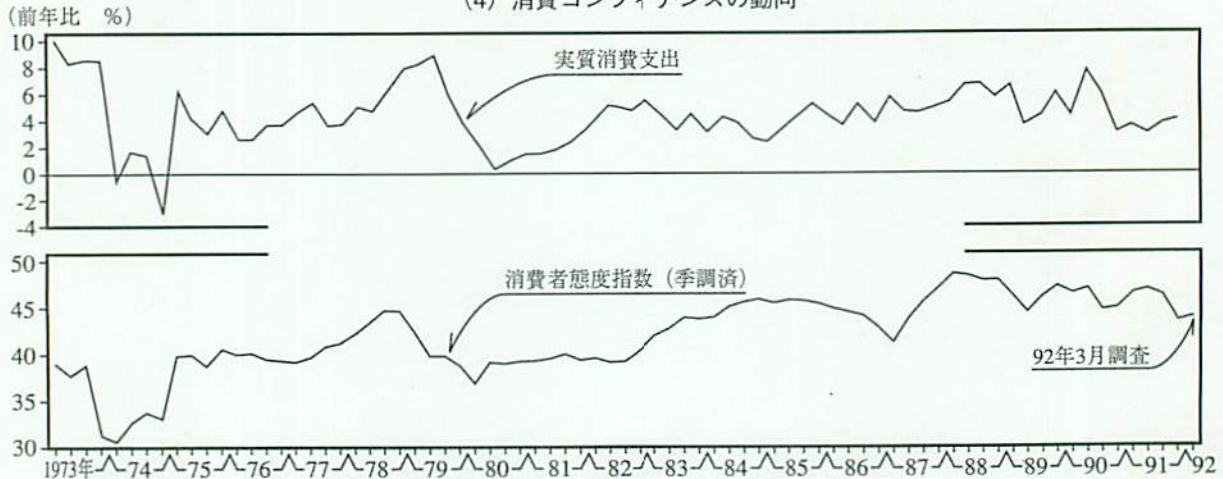
(3) 住宅着工と家具・家電支出の時差相関

住宅着工が家具・家電支出に1～2四半期先行 (計測期間 1970年1-3月～90年1-3月)



(注) A：住宅着工とGNP消費のうち家具・家電等支出。
 B：貸家着工とGNP消費のうち家具・家電等支出。
 ただし、すべて前年同期比（2四半期移動平均）。

(4) 消費コンフィデンスの動向



(注) 消費者態度指数 (季調済)：経済企画庁「消費動向調査」。対象、全国3,000万世帯。
 今後半年間の暮らし向き、収入の増え方、物価の上がり方、雇用環境、耐久財の買い時に関する5段階の回答に評点を与え（「良くなる」<+1点>～「悪くなる」<0点>）、回答分布 (%) に乗じ指数を作成。

(資料) 経済企画庁「国民所得統計」「消費動向調査」、建設省「建設統計月報」

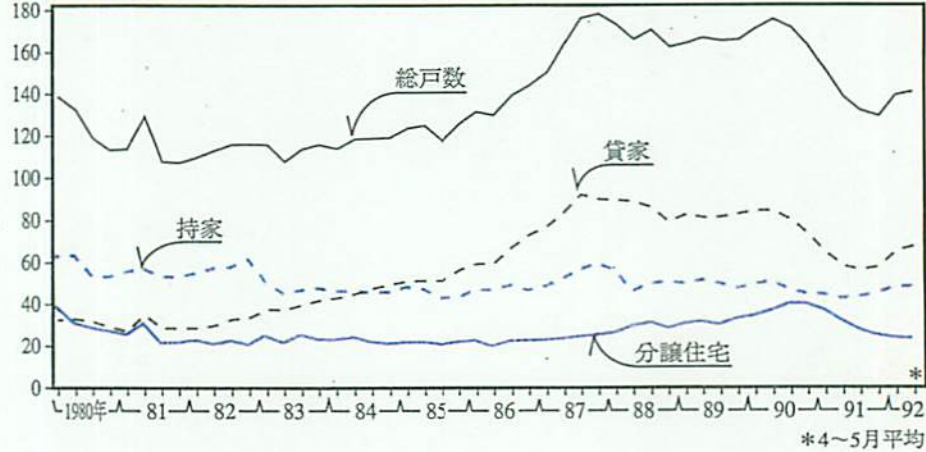
みられることから、当面景気下支えにかなり
寄与することが期待される。

以上みたように、最終需要の展開について
は、ある程度幅をもってみていく必要がある

(図表16) 住宅着工の動向

(1) 住宅着工戸数の推移

(季調済年率換算 万戸)



(2) 住宅金融公庫の申込み戸数

①個人向け融資分

	受付戸数	前年比 (%)
1991年度第1回	85,678	50.4
第2回	97,327	31.7
第3回	69,374	20.3
第4回	98,700	42.4
92年度第1回	130,351	52.1

②農地転用賃貸住宅向け融資分

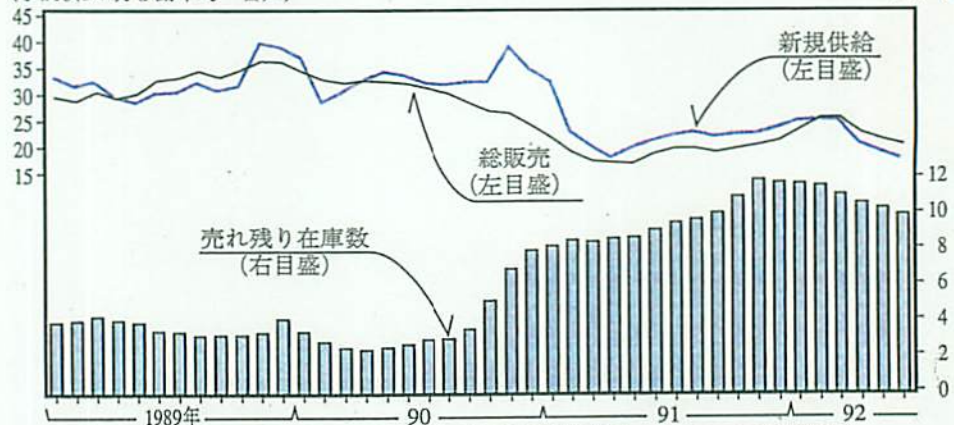
	受付戸数	前年比
1991年 4～6月	2,582	68.0%
7～9月	5,748	3.9倍
10～12月	9,521	2.3倍
92年 1～3月	19,215	16.7倍
4～5月	7,077	9.5倍

(注) 住宅金融公庫 東京・南関東支店、名古屋支店、大阪支店のみで受付。

(3) 最近のマンション販売状況 (首都圏)

(季調済3か月移動平均 百戸)

(千戸)



(資料) 建設省「建設統計月報」、不動産経済研究所「首都圏のマンション市場動向」、住宅金融公庫「住宅金融月報」「農地転用賃貸住宅受理状況」

が、住宅投資、中小企業非製造業設備投資といったこれまで景気の足を引っ張ってきた需要項目が、底入れから上向きに転ずるとみられること、製造業設備投資の下押し圧力も、年央以降減衰に向かうと考えられること等から、今後緩やかながらも回復していく姿を想定することが一応可能と思われる。しかしながら、個人消費の増勢鈍化が続き、ストック調整圧力の残存（企業設備、一部耐久消費財等）が抑制的に作用する中であって、景気回復への力強いリード役が差し当たりは見当たらないだけに、前述のように秋以降在庫調整にも次第にめどがついてくるとしても、当面景気回復テンポは緩慢なものにとどまると考えておく必要がある。

（３）物価情勢の展望

上記のような景気展開を前提に物価面をみると、全体として引続き安定基調で推移するものと期待される。すなわち、国内卸売物価については、本年後半以降、在庫調整の進捗に加え、原油価格上昇の影響もあって、下げ止まりに向かうものとみられるが、鉱工業生産が増勢に転じて、製品需給にさしたる引締めが生ずるとは考え難く、当面落ち着き基調を維持するものと考えられる。

また、消費者物価に関しても、卸売物価の下落がラグを伴って波及するとみられることから、前年比上昇率は今後なお低下の余地があるものとみられる。ただ、これまでの民間

サービス料金の高止まりについては、サービス分野中心になお労働需給がタイトな状況にあるだけに、今後どの程度上昇率が低下し得るか注意深くみていく必要がある。

（４）対外収支面の動向

一方、対外収支の先行きを展望すると、夏場にかけては、前述のように輸出が一時的に強含むといった事情もあって、なお当面は高水準の貿易黒字が持続する公算が大きく、年度を通してみても、昨年度並み、ないしそれを若干上回る黒字は避け難いものとみられる。

もっとも、年度下期にかけては、為替円高の効果に加え、鉱工業生産の回復に伴って輸入数量も増加に転ずるものと予想され、さらには、原油価格の上昇も黒字削減方向に働くことを考慮すると、さすがにこれまでの対外収支黒字の拡大傾向には歯止めがかかることが予想される。

（５）当面の政策課題

以上のように、わが国経済は製造業部門中心に当面は調整を続けざるを得ない状況にある。一方、最終需要面においては、これまでの金融緩和措置の累積効果や財政面での諸措置の効果浸透もあって、今後は緩やかながらも回復方向に向かう条件も徐々に生まれつつある。ただ、在庫調整の完了には、なおしばらくの時日を要することに加え、实体经济面

でのストック調整と同時に、資産価格の上昇・下落の過程で生じた金融面でのしこりの解きほぐしという課題もあって、先行きに対する不透明感がなお根強いことも否定できない事実である。こうした状況の下にあって、

日本銀行としては、金融・経済情勢の展開について、今後とも十分注意深く見守っていく所存である。

(平成4年7月21日)