

## わが国金融経済の分析と展望

— 情勢判断資料（平成4年秋） —

### [要 旨]

1. わが国経済は引続き調整局面にある。製造業設備投資の減勢が続き、所得形成の鈍化、消費者心理の慎重化等を背景に、個人消費の増勢も鈍化している。また、生産水準の切下げに伴って、企業収益も大幅な悪化をみている。ただ、こうした調整過程の中で、企業設備、住宅、在庫等の各面にわたってストック調整が進展しており、早期に調整を経た住宅投資が回復に転じているなど、前向きに評価すべき変化も同時に進行しつつある。

一方物価面では、国内卸売物価が落ち着いた基調で推移しているほか、消費者物価についても、サービス価格には目立った低下がみられないが、一般商品の騰勢鈍化から、全体として上昇率は緩やかに低下している。この間、経常収支黒字は、昨年から本年初にかけて大きく拡大した後、概ね高水準横ばいで推移している。

2. 金融面をみると、長・短市場金利は、国内景気の減速等を背景に昨年来低下基調をたどってきた。一方、金融機関貸出は、景気減速や不動産等の資産価格低下等を背景に、借入れ需要が減退していることから、増勢鈍化傾向を続けている。こうした貸出伸び悩みの中で、マネーサプライ（M<sub>2</sub>+CD）、広義流動性とも、伸び率をさらに低下させている。この間、株価については、8月央にかけて大幅な下落をみた後、総合経済対策の発表等を契機にやや持直している。

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、アジア諸国で引続き高めの成長が予想されるが、米国の景気回復テンポは緩慢にとどまり、欧州諸国は当面停滞基調を脱し切れないとみられることから、全体としての回復の足取りはかなり重いものとなる可能性が高い。

4. 次に国内経済を展望すると、累次にわたる金融緩和効果の浸透に加え、ストック調整圧力の緩和等によって、景気の底入れへ向けた条件が徐々に整えられつつある中で、総合経済対策の効果が加わることから、全体として景気は回復方向に転じていくことが期待される。ただ、景気回復のテンポに関しては、国内民需に目立った牽引役を見出し難いことに加え、外需にも多くを期待できない状況下、当面緩慢なものにとどまらざるを得ないと考えられる。加えて、企業収益面においては、固定費の圧迫等もあって現在の収益水準が相当に落込んでいることを勘案すると、企業の景況感が回復を示すに至るには、なおしばらくの時日を要しよう。

5. こうした景気展開を前提に物価面をみると、製品・労働需給に当面目立った引締まりが生ずるとは考えにくく、国内卸売物価、消費者物価とも、安定基調で推移するものとみられる。

一方、対外収支面については、生産の回復に伴って輸入数量は緩やかな増加に転ずるとみられるが、為替円高がドル・ベースの貿易黒字拡大方向に作用することに加え、投資収益収支の黒字拡大傾向もあって、経常黒字は当面高水準で推移することが予想される。

6. 以上のように、わが国経済は、これまでの財政・金融面の諸措置の効果浸透もあり、今後は緩やかながらも回復方向に向かうことが期待される。そうした中で、企業の収益体質改善や、金融機関における不良資産の整理・回収など、80年代後半以降の長期にわたる景気拡大、資産価格上昇の下で生じたさまざまな行過ぎの是正については、引続きこれを進めていく必要がある。こうした状況を踏まえ、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

- (景気は調整局面続く)
- (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  
(下期経済のイメージ)  
(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) 結 び

### 1. 最近の経済情勢

(景気は調整局面続く)

わが国経済は、最終需要が引続き減速傾向をたどる中で、依然として調整局面にある(後掲図表1)。

すなわち、今回の景気調整は、基本的に長期にわたる景気拡大の下で大幅な積上がりをみた企業設備、住宅、耐久消費財等のストック調整に起因する最終需要の減速によってもたらされたものととらえることができる。そうした中において現状は、在庫調整圧力がなお残存する下で、生産の抑制基調が続いてい

るため、所得形成が鈍化し、これが個人消費の減速をもたらしている。とくに最近では、消費者心理の慎重化等もあって、個人消費が所得形成の鈍化を上回るテンポで減退しているようにうかがわれるほか、こうした個人消費の鈍化は、卸小売等を中心とする中小企業非製造業の投資回復を遅らせる要因となっているように見受けられるなど、景気調整を深める方向に作用しているものとみられる。もとより、ストック調整の進展は、景気の自律的回復へ向けての基盤を整備する側面をもつものであり、現に、早期かつ大幅な調整を経

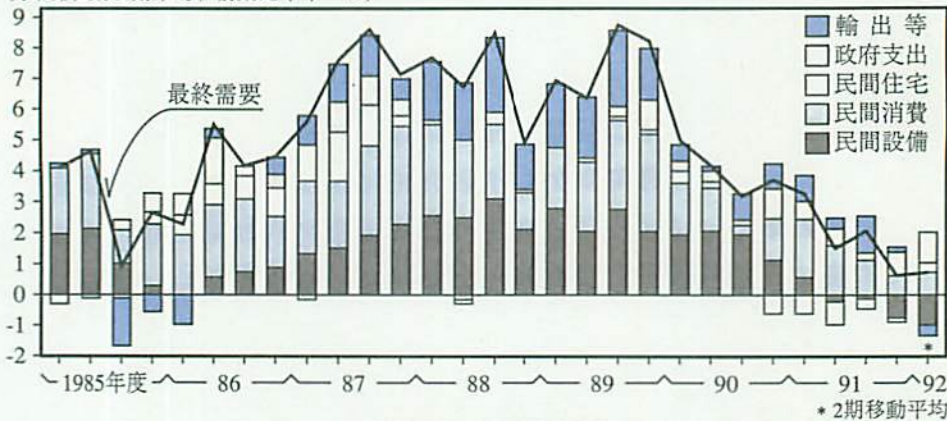
た住宅投資が既に回復基調にある。また、公共事業が景気下支えに寄与するなど、景気回復を促すモメンタムもそれなりに働き始めている。

ただ、製造業設備、耐久消費財を中心に、ストック調整圧力がなお根強く残る中において、全体として最終需要は依然減速傾向にある。

(図表1) 最終需要の動向

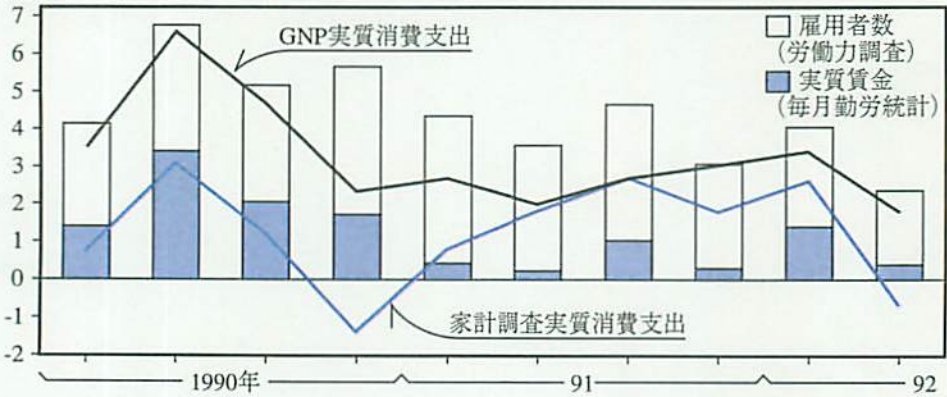
(1) 最終需要の推移

(季調済3期移動平均、前期比年率 %)



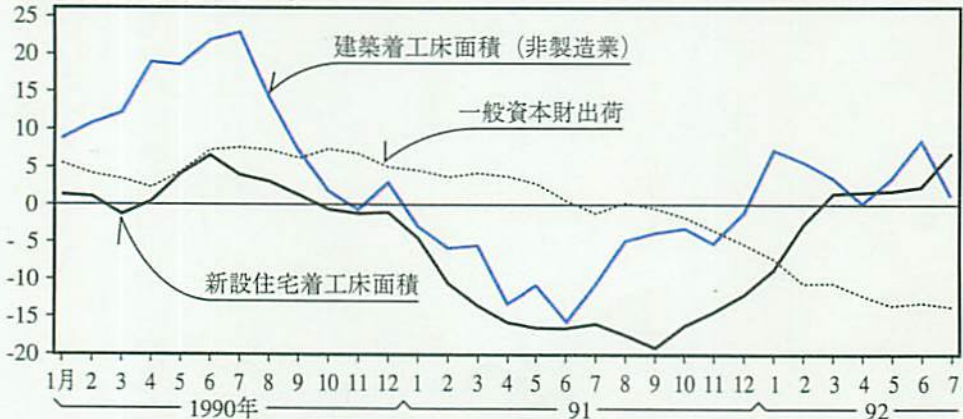
(2) 個人消費関連指標

(前年比 %)



(3) 設備、住宅投資関連指標

(3か月移動平均、前年比 %)



(資料) 経済企画庁「国民所得統計」、総務庁「家計調査報告」「労働力調査」、労働省「毎月勤労統計」、建設省「建築物着工統計」、通商産業省「鉱工業指数統計」

こうした状況下、在庫調整に関しても、耐久消費財関連を中心にやや遅れ気味となって

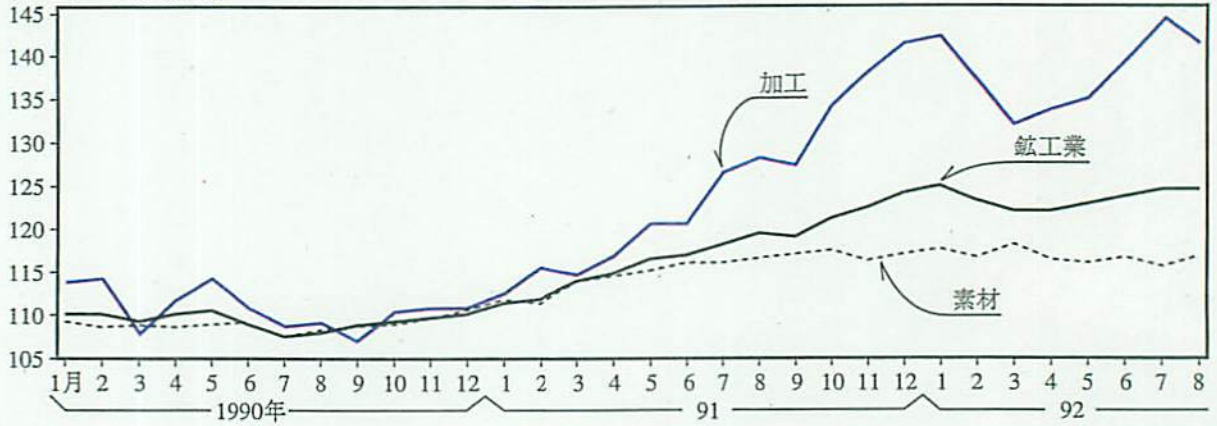
おり、多くの業種でなお生産抑制を続けざるを得ない情勢にある（図表2）。企業収益面

(図表2)

在庫調整の進捗状況

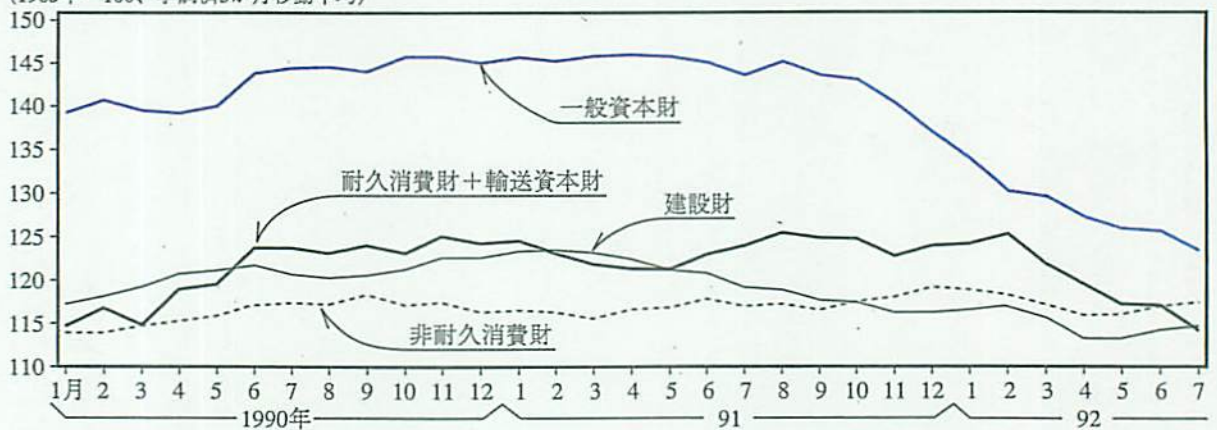
(1985年=100、季調済)

(1) 鉱工業在庫の動向

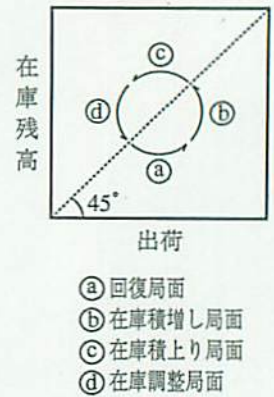
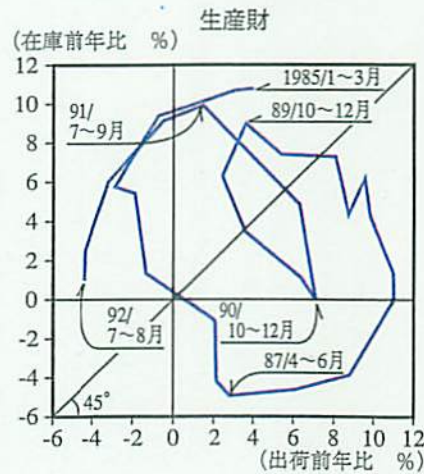
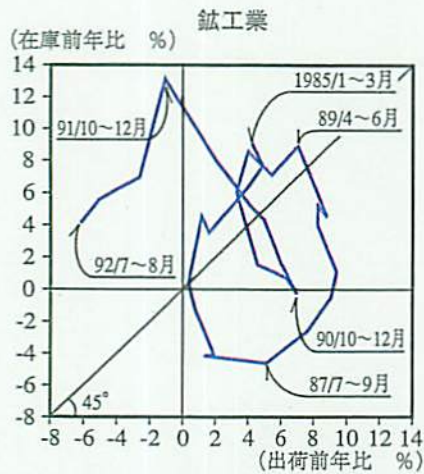


(1985年=100、季調済3か月移動平均)

(2) 最終需要財出荷の動向



(3) 在庫循環の動向



(資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」

でも、生産レベルの切下げに伴って、製造業の今年度上期収益はかなりの減益になったものとみられ(注)、この結果、企業マインドもさらに慎重化している(「主要短観」製造業業況判断D.I.、5月△24→8月△37)。

**(物価は落着き基調)**

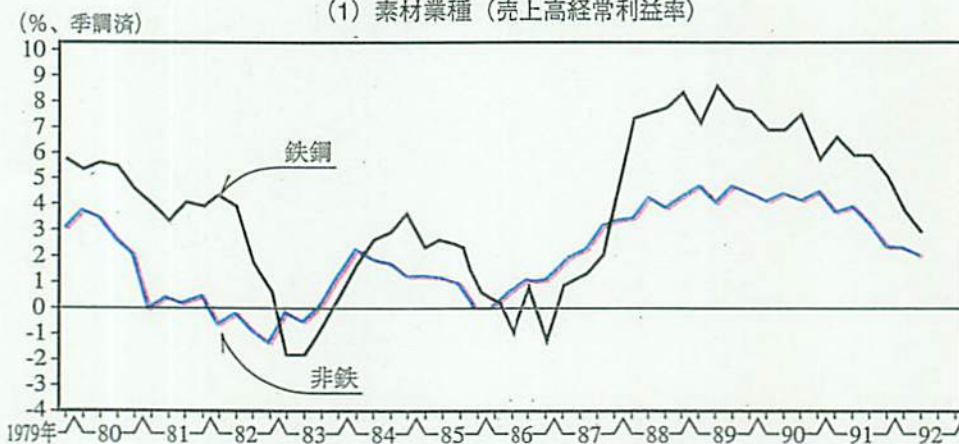
こうした中で物価面をみると(図表3)、国内卸売物価は、製品需給の全般的な引緩み

を反映して、引続き弱含みで推移している。需要段階別には、在庫調整の一応の進捗にもかかわらず、最終需要の低迷等から、中間財が市況関連中心に軟化しているほか、年初まで上昇傾向がうかがわれた最終財についても、落ち着き基調が定着してきている。一方、消費者物価(生鮮食品を除くベース)については、中小・零細サービス分野で人手不足が依然解消し切れていないという事情もあつ

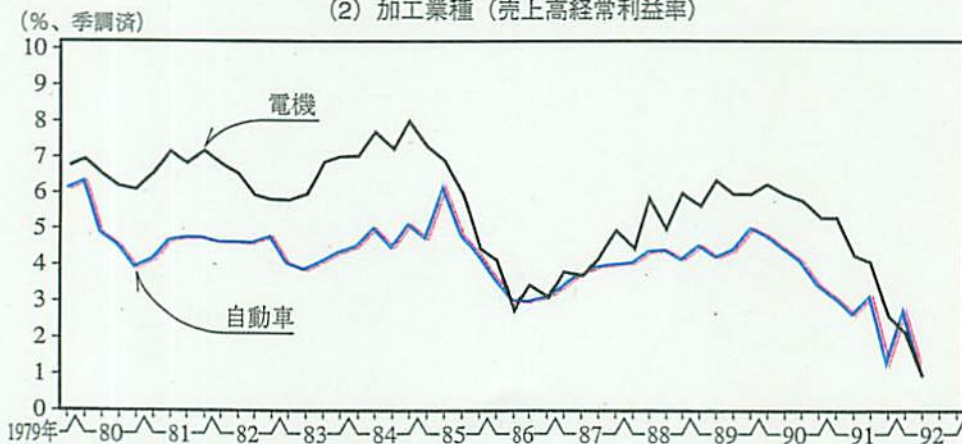
(注) 法人季報ベースでみると、製造業・大企業の売上高経常利益率は、全体として既に円高不況時のボトムを下回っているが、今次調整局面の特徴は、素材業種の利益率が相対的に高めの水準を維持する一方、自動車、電機等の加工業種の収益の落込み幅が大きい点に求められよう。

**業種別収益の動向**  
(大企業<資本金10億円以上>)

(1) 素材業種(売上高経常利益率)



(2) 加工業種(売上高経常利益率)

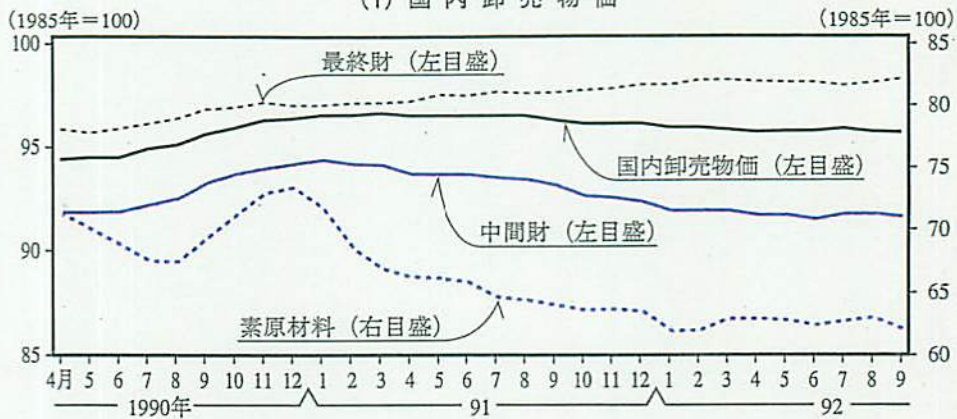


(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

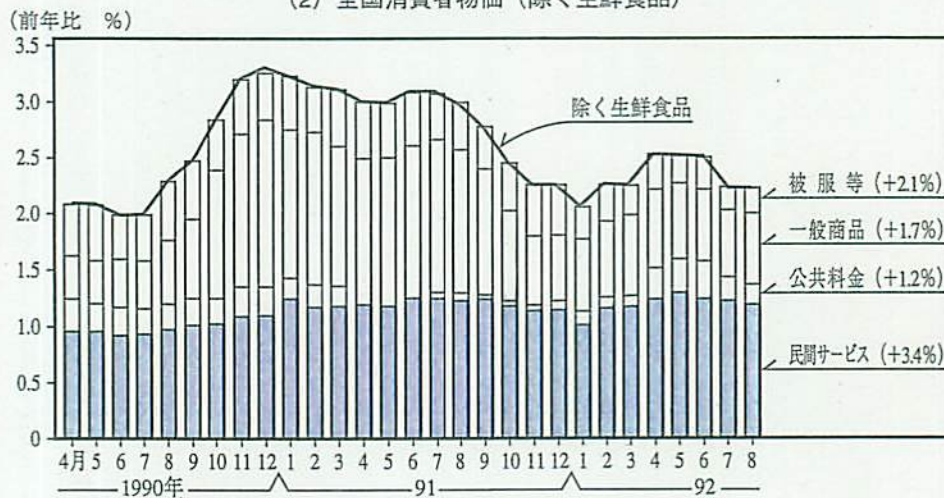
(図表3)

## 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8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」

て、民間サービス料金の上昇率はなお高止まっているが、卸売物価の安定を反映して、一般商品が落ち着き基調にあることから、全体として上昇テンポは緩やかに鈍化している。

この間、不動産市場においては、中・低価格物件中心にマンション需給には幾分改善がうかがわれるが、オフィス需要は一段と低迷しており、地価に関しても、商業地中心に下落傾向が続いているものとみられる。

## (対外収支黒字は高水準持続)

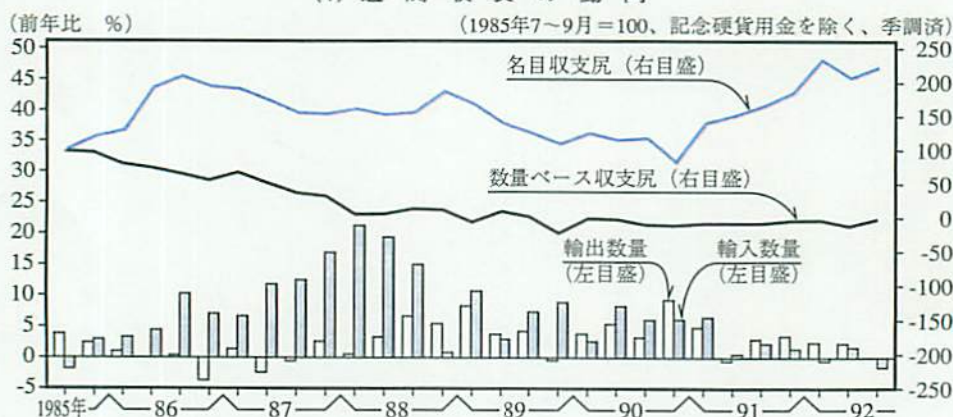
一方、対外収支面をみると、貿易収支黒字

は昨年から本年初にかけて大きく拡大した後、概ね高水準横ばいで推移している(後掲図表4)。このような貿易黒字の拡大に関しては、輸出数量の増加テンポは緩やかにとどまっているにもかかわらず、①為替円高や製品の高付加価値化等から、輸出価格がこのところ基調的に上昇傾向をたどっていることや、②昨年後半からの生産調整の下で輸入数量が伸び悩んでいることなどが寄与しているとみられる。加えて、貿易外収支の面では、これまでの経常黒字拡大に伴って対外純資産が増加していることや、短期調達・長期運用

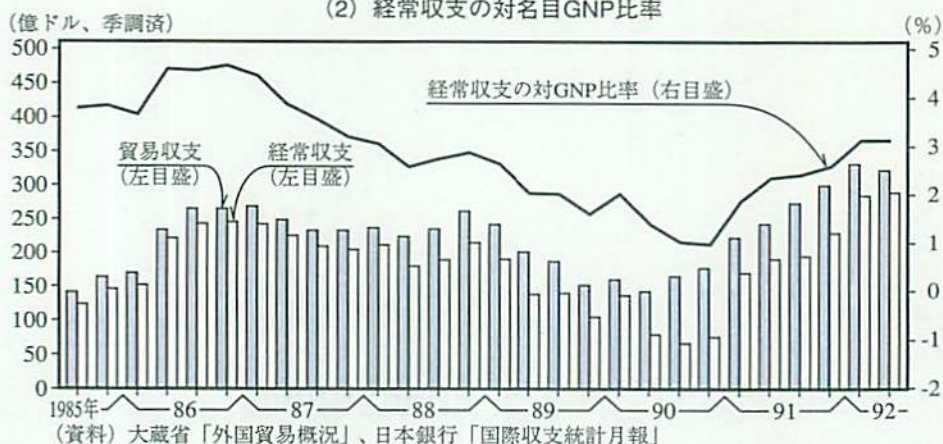
(図表4)

## 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



というわが国の対外資産・負債構成の下では、ドル・ベースの長短金利差拡大が投資収益のネット受取超を拡大するという事情もあって、投資収益収支の黒字が拡大する傾向にあり、これが貿易外収支の赤字幅縮小を通じて経常黒字を押し上げる方向に作用している。

## 2. 最近の金融情勢

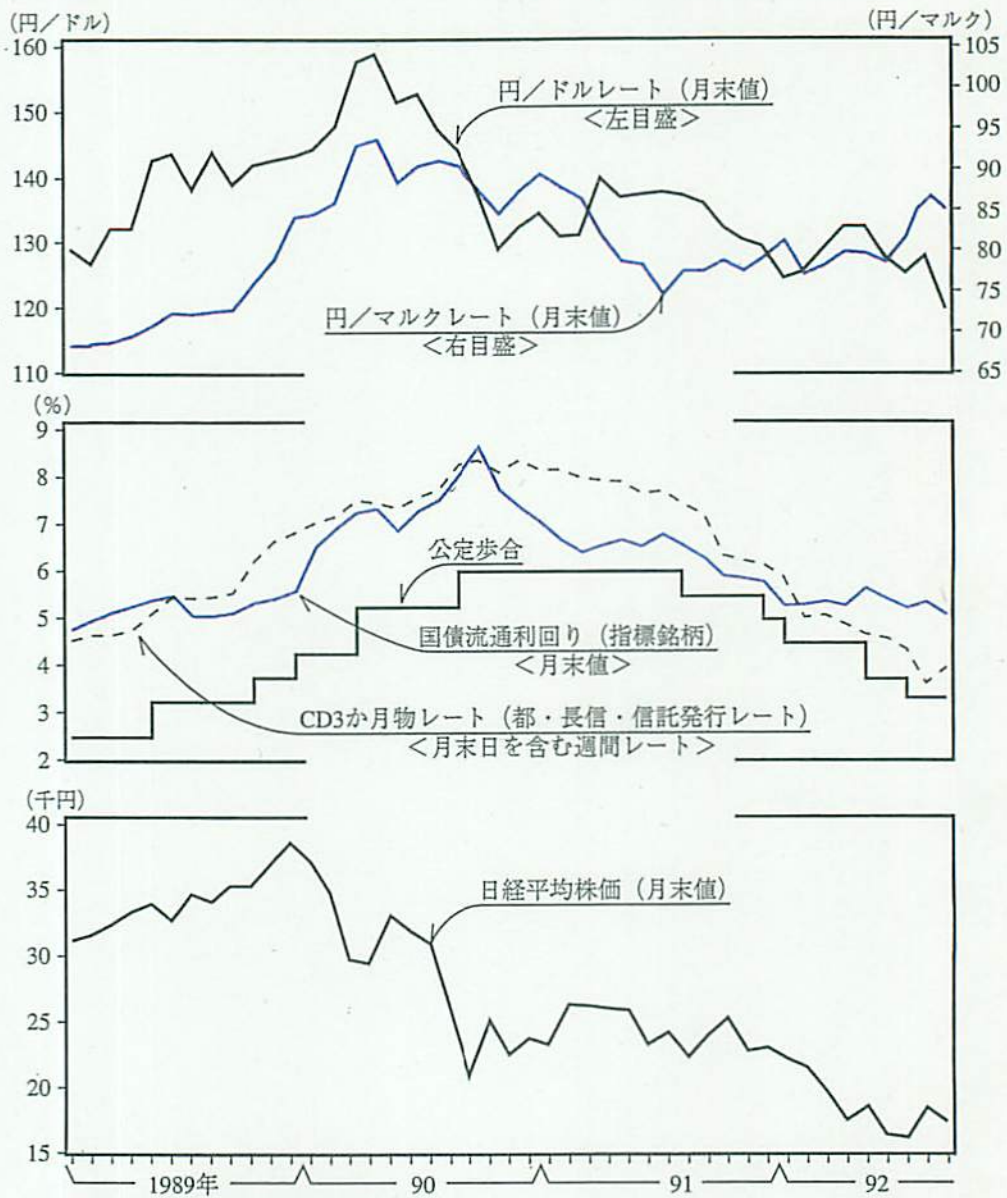
### (為替・金融市場の動向)

最近の金融情勢をみると(図表5)、まず為替市場では、円/ドル相場は高水準のわが国対外黒字、米国金利の低下傾向等を背景に、

春以降緩やかな円高基調で推移(もっとも対DMでは、むしろ若干円安傾向)してきたが、9月以降欧州通貨情勢の緊張や米国景気回復の遅れ等を受けて、円買いの動きがやや広がり、一時120円/ドルを上回る局面もみられた。

一方、国内金利についてみると、短期市場金利は、景気減速や累次にわたる公定歩合の引下げ等を反映して、昨年後半以降ほぼ一貫して低下基調をたどってきた。また、長期債利回りについても、春ごろ一時強含む場面もみられたが、ならしてみればかなりの低下をみている。こうした長・短市場金利の低

(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

下を受けて、長期・短期プライムレートとも夏以降一段と引下げられており、貸出金利は歴史的にみてもかなりの低水準となっている(後掲図表6)。

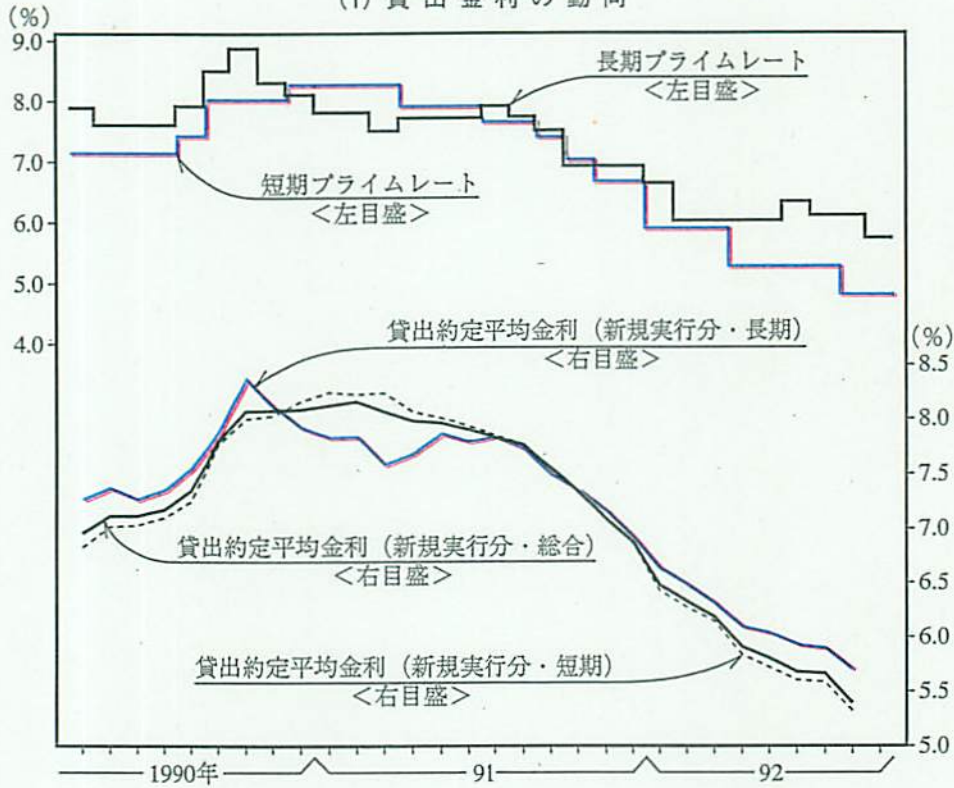
この間、株価については、企業業績の悪化懸念や景気の先行き不透明感等を背景に、春

以降も大幅な下落が続き、8月半にかけては一時15千円を割込むに至った。ただ、その後は大蔵省の「金融行政の当面の運営方針」、政府の総合経済対策発表を契機にやや持直している。



(図表6) 貸出金利等の推移

(1) 貸出金利の動向



(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> (単位 %)

	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8月 <ピーク比>	5.832 <△2.063>	5.950 <△1.825>	6.631 <△1.447>	6.757 <△1.202>
都銀追随率	—	88.5	70.1	58.3

<前回> (単位 %)

	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)
1982年3月 <ピーク比>	7.082 <△1.976>	7.365 <△1.464>	7.938 <△1.049>	8.532 <△0.577>
都銀追随率	—	74.1	53.1	29.2

(資料) 日本銀行「経済統計月報」

(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、8)、景気調整下での企業活動の停滞や不動産をはじめとする資産取引の量および価格双方の減少等を背景に、借入れ需要が低迷基調

にあることから、一段と増勢が鈍化している。

すなわち、まず大企業では、設備投資が減少していることに加え、手元流動性の取崩し余地もなお残していることから、その借入れ需要は引き続き低調に推移している。下期以降

本格化が見込まれるエクイティ債の償還資金の調達についても、普通社債等による調達が引続き順調な状況下、銀行借入れへの依存は限定的にとどまるものとみられている。中堅・中小企業に関しても、滞貨・減産資金需

要は一部に散見されるものの、このところの消費減退に伴う売上げの伸び悩み等を背景に、ひところ回復の兆しもみられた非製造業の設備投資が足元やや頭打ちとなっているという事情もあって、借入れ需要は依然目立っ

(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			
	10~12月	1~3月	4~6月	7~9月	6月	7月	8月	9月	
都 銀	6.1	5.0	4.0	2.8	3.3	3.0	2.7	2.5	
長 信	1.8	1.2	0.6	△1.2	0.5	△0.3	△1.4	△1.8	
信 託	2.0	1.3	0.1	△0.6	△0.3	△0.5	△0.5	△0.8	
地 銀	4.6	5.1	4.5	4.5	4.0	4.5	4.5	4.4	
地 銀 II	4.3	4.0	3.3	3.2	3.0	3.3	3.4	3.1	
5業態計	4.7	4.1	3.3	2.4	2.7	2.7	2.5	2.2	
円貸出	4.7	4.7	4.1	3.5	3.9	3.9	3.4	3.2	
インバ	3.9	△1.0	△4.7	△7.1	△8.1	△8.2	△6.0	△7.0	

(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4~6月		7~9月		当初見込み	
	実	績	実	績		
都 銀	4.8	(△4.6)	3.4	(△76.2)	3.6	(△62.6)
長 信	3.4	(△57.4)	0.6	(△57)	1.7	(△8)
信 託	4.7	(△30.7)	5.5	(64.5)	4.7	(6.0)
地 銀	7.0	(△63)	5.8	(△25.8)	5.9	(△24.0)
地 銀 II	5.0	(△32)	4.7	(△6.2)	4.0	(△28.5)

(3) 外銀・信金・生保の円貸出

(単位 前年比 %)

	1991年	92年				92年				
	10~12月	1~3月	4~6月	7~9月	5月	6月	7月	8月	9月	
外 銀 (平残)	△2.5	△11.6	△14.1	△12.2	△12.9	△14.3	△15.5	△11.9	△9.1	
信 金 (末残)	8.5	6.1	5.0	5.1	7.2	5.0	5.7	4.5	5.1	
生 保 (末残)	12.6	12.8	11.6	n.a.	12.8	11.6	11.0	10.9	n.a.	

(注) 1. 信金は総貸出(インバを含む)。

2. 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」、全国信用金庫連合会「全国信用金庫主要勘定」等

(図表8)

## 貸出関連統計の動向

## (1) 資本市場における民間資金調達

(単位 億円、( ) 内前年比 %)

	調達計	普通社債	うち私募債	うち外債	エクイティ・ファイナンス	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)
7~9月	23,283 (△43.3)	20,381 ( 16.5)	2,356 (△50.9)	10,925 ( 33.2)	2,902 (△87.1)	1,964 (△88.0)

(注) 7~9月のエクイティ・ファイナンスは増資を除いたベース。

## (2) 中小企業の動向

(単位 末残前年比 %)

	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	62.5
91年 4~6月	10.0	10.3	4.4	11.3
7~9	4.4	6.4	1.2	9.1
10~12	6.2	6.5	2.5	8.5
92年 1~3	6.7	7.5	0.7	6.1
4~6	7.9	8.3	0.9	5.0
7~8	5.3	7.4	(7月) 2.0	4.5

(資料) 日本銀行「経済統計月報」、全国信用金庫連合会「全国信用金庫主要勘定」等

た動意を欠いている。加えて、個人の住宅資金についても、着工戸数の回復にもかかわらず、物件の低価格化が進んでいるうえ、融資枠の拡大された住宅金融公庫への振替わりもあって、金額ベースでみた民間ローンは引き続き低調にとどまっている。

この間、金融機関の融資姿勢についてみると、引き続き良質案件の開拓には積極的に取り組んでいるものの、ひところ甘めに流れがちであった審査基準の見直しが行われる中で、これまでの金融緩和期にみられたような量的拡

大に過度に傾斜した動きはうかがわれず、質・量のバランスを重視したスタンスを維持している。とくに、前回緩和期に大幅な増加をみた不動産関連融資に関しては、こうした姿勢がより鮮明となっている。ただ、ごく最近では、予想を上回る資金需要低迷から多くの先で貸出の実績が計画を大幅に下回る状況が続いており、経営規模縮小への懸念が次第に強まりつつあるのも事実である。こうした中で、劣後債務の取入れや株価の持直し、円高等から、B I S規制を巡る先行きの不確実

性が幾分後退しているといった事情もあって、金融機関の資金需要開拓意欲は徐々に積極化の方向に向かいつつあり、営業店の貸出要員を増強する等の貸出伸長策を講じる先もみられつつある。また、貸出金利の面をみても（前掲図表6）、金融機関サイドでは貸出量が伸び悩む中で、収益確保のため前回緩和期に大幅に上昇したプライムレート適用比率の引下げ等により利鞘拡大を図ろうとする動きは引続き根強いものの、借入れ需要の低迷に加え、預金金利の自由化に伴って、市場金利の低下が資金調達コストの速やかな低下につながっていることを背景に、貸出約定平均金利は従来の金融緩和期以上に順調に低下している。こうした状況からみると、金融緩和が融資の量的拡大にはいまだつながっていないことは事実としても、全体として实体经济活動が資金の供給面から大きく阻害されているとは考え難い。

なお、金融機関の預金吸収についても（後掲図表9）、基本的には上記のような貸出の低迷等を反映して、法人預金、個人預金とも、引続き極めて低調に推移している。すなわち、法人預金については、企業が必要資金は手元取崩しで賄う姿勢を崩していないうえ、金融機関サイドも都銀等を中心に高利の市場性大口定期預金取入れにつき引続き抑制的なスタンスで臨んでいる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、郵貯や貸付信託（ビッグ）など他の金融商品へのシフトはこのところ幾分鎮静化してきているが、増勢は引続き鈍化している。

#### （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、 $M_2 + CD$ の平残前年比伸び率は低下を続けており、7～9月も+0.0%と4～6月（同+1.2%）に比べさらに増勢が鈍化した。より広い範囲の金融資産を含む広義流動性でみると、7～9月同+3.2%と $M_2 + CD$ との対比でみた伸びは幾分高いが、これも4～6月（同+4.2%）に比べ一段と伸びが低下していることに変わりはない。

先行き10～12月についても、財政資金が収減や公共事業前倒し等に伴う支払増からマネー押上げ方向に作用するとみられるものの、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割下回っていることから、金融機関貸出の伸びが急速に高まるとは考え難く、 $M_2 + CD$ の前年比伸び率は7～9月に引続き極めて低いもの（0%前後）にとどまる可能性が大きいとみられる。

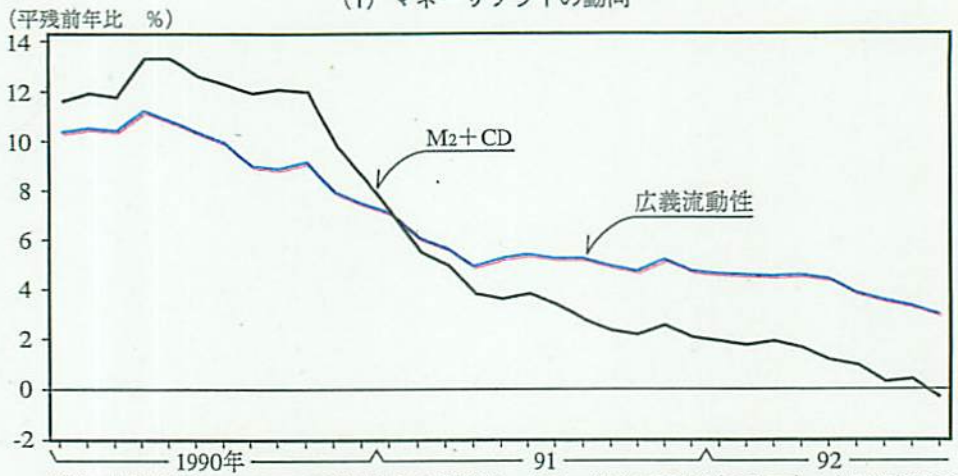
### 3. 当面の経済情勢の展望

#### （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、アジア諸国では引続き高めの成長が予想されるが、米国の景気回復テンポは緩慢にとどまり、欧州諸国は当面停滞基調を脱し切れない可能性が大きいことから、全体として回復の足取りはかなり重いものになるとみられる（後掲図表10）。

すなわち、まず米国経済については、引続き景気回復過程にはあるものの、雇用情勢の回復の遅れ等を背景に、個人消費の増勢がこのところ鈍化している。先行きについても、①雇用面での捗々しい回復が見込み難いこと、②巨額の財政赤字を背景とする長期金利の高止まりなどから、企業収益の改善にもか

(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)

	1992年			92年			
	1~3月	4~6月	7~9月	7月	8月	9月	9月平残
3 業 態 計	0.0	0.5	△0.7	△0.5	△0.5	△1.2	39,880
うち自由金利定期	6.2	8.8	10.0	10.2	10.2	9.6	19,595
うち都 銀	△2.9	△1.9	△3.3	△3.1	△3.0	△3.9	19,267
地 銀	3.6	3.4	2.4	2.6	2.6	2.1	14,918
地 銀 II	1.6	1.5	0.2	0.6	0.5	△0.6	5,695

(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)

	1992年			92年				
	1~3月	4~6月	7~9月	7月	8月	9月	9月残高	
未 残 前 年 比	個人預金	4.4	3.2	2.9	3.5	2.8	2.9	20,284
	ワイド	11.9	8.2	1.7	3.7	2.8	1.7	799
	ビッグ	9.2	8.9	7.7	8.3	8.0	7.7	3,137
	ヒット	2.6倍	4.5倍	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	(6月) 258
	郵 貯	13.9	13.3	11.0	11.5	11.4	11.0	16,133
	合 計	8.7	8.0	6.4	6.9	6.5	6.4	40,353
平 残 前 年 比	法人預金	△ 3.8	△ 3.1	△ 5.9	△ 5.7	△ 5.3	△ 6.6	9,232
	定期性	△12.2	△10.7	△11.0	△10.8	△10.4	△11.7	6,644
	流動性	31.4	26.7	11.3	11.8	12.6	9.8	2,588

(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7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

かわらず投資マインドの急速な回復は差し当たり期待できないことを踏まえると、景気回復のテンポはかなり緩慢なものにとどまる可能性が大きい。

次に、EC諸国についてみると、ドイツでは、先月公定歩合の小幅引下げが実施されたものの、根強いインフレ圧力を背景に市場金

利が長期・短期とも依然高水準で推移する中であって、当面低成長の持続が予想されている。一方、ドイツ以外の諸国でも、内需停滞にもかかわらず、EC統合にかかる金融・財政両面での制約を背景に、積極的な景気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みられる。なお、先

(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	92年		92/1~3月	92/4~6月
				7~9月	10~12月		
米 国	2.5	0.8	△1.2	1.2	0.6	2.9	1.5
内需(寄与度)	1.9	0.4	△1.8	2.4	△0.4	3.0	3.4
外需(々)	0.6	0.5	0.6	△1.2	0.9	△0.1	△1.8
E C	3.3	2.8	0.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ド イ ツ	4.0	4.9	3.6	2.7	1.3	1.2	1.1
フ ラ ン ス	4.1	2.2	1.2	1.5	1.8	2.7	2.2
英 国	2.2	1.0	△2.4	△2.2	△1.8	△1.5	△0.7
アジアNIEs	6.6	6.9	7.3	7.3	6.9	6.8	n.a.
韓 国	6.8	9.3	8.4	7.8	7.4	7.4	6.0
台 湾	7.3	5.0	7.3	8.4	7.5	6.9	n.a.

- (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	92年		92/1~3月	92/4~6月	92/7~9月
				10~12月	7~9月			
米 国	生産者物価(最終財)	5.1	4.9	2.1	△0.2	0.4	1.2	1.6*
	消費者物価	4.8	5.4	4.2	3.0	2.9	3.1	3.2*
	(同・除く食料品・エネルギー)	4.5	5.0	4.9	4.4	3.9	3.8	3.6*
ド イ ツ	消費者物価	2.8	2.7	3.5	4.0	4.3	4.5	3.4
フ ラ ン ス	々	3.6	3.4	3.2	2.8	3.0	3.1	2.8*
英 国	々	7.8	9.5	5.9	4.2	4.1	4.1	3.6
韓 国	消費者物価	5.7	8.6	9.3	9.4	7.2	7.0	6.3*
台 湾	々	4.4	4.1	3.6	4.2	4.4	5.8	3.2*

- \* 7、8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

般約6年ぶりに実施されたERM（為替相場メカニズム）のリアラインメント（および英ポンド、伊リラのERM離脱）は、差し当たり、EC各国の政策運営の自由度をある程度回復する方向に作用するものと思われるが、国際通貨情勢はもとよりEC統合自体への展望にも不透明感が強まっていることから、その影響については現時点では測り難い部分が多い。

この間、アジア諸国については、NIEsで内需の伸び悩みや米国向け輸出の鈍化等から景気拡大テンポが幾分減速しているが、中国を含む全体としては依然高成長を継続しており、先行きについても、直接投資を媒介とする域内貿易関連の強まりを背景に、高めの成長が予想される。

## （2）国内経済の展望

### （下期経済のイメージ）

先にみたとおり、景気の現状は、製造業設備投資や個人消費等の減速を背景に、調整過程がなお続いている段階と判断せざるを得ない。ただ、そうした中であって、先行きの景気回復に向けた変化が同時に進行しつつあることも事実であり、こうした面も見逃すことはできない。

その第1は、今回の景気調整をもたらした最大の要因であるストック調整に関して、その調整がかなりの進捗をみていることである（図表11）。もとより、今次調整局面の場合、これに先立つ景気拡大局面でのストックの積上がりは極めて大きかっただけに、ストック面での調整はなお今後尾を引くと考えておかなければならないが、フローの投資はこれに先立って増加に転ずることが可能である。

現に、比較的早期にストック調整局面に入った住宅に関しては、金利低下の効果もあって、フローの投資は既に回復方向にある。製造業設備についても、後述のように今後フローの投資のマイナス幅は縮小に向かうことが予想される。

第2は、鉱工業生産の動向である。昨年来の厳しい生産抑制によって、在庫調整に関しては、耐久消費財等の一部を除いて、一応進捗しているものとみられ、これまで一本調子で減少してきた鉱工業生産も足元は一進一退の動きとなりつつある。過去においても、景気循環の大枠は鉱工業生産の動向によって規定されてきたこと（後掲図表12）を考えると、こうした変化を軽視することはできない。

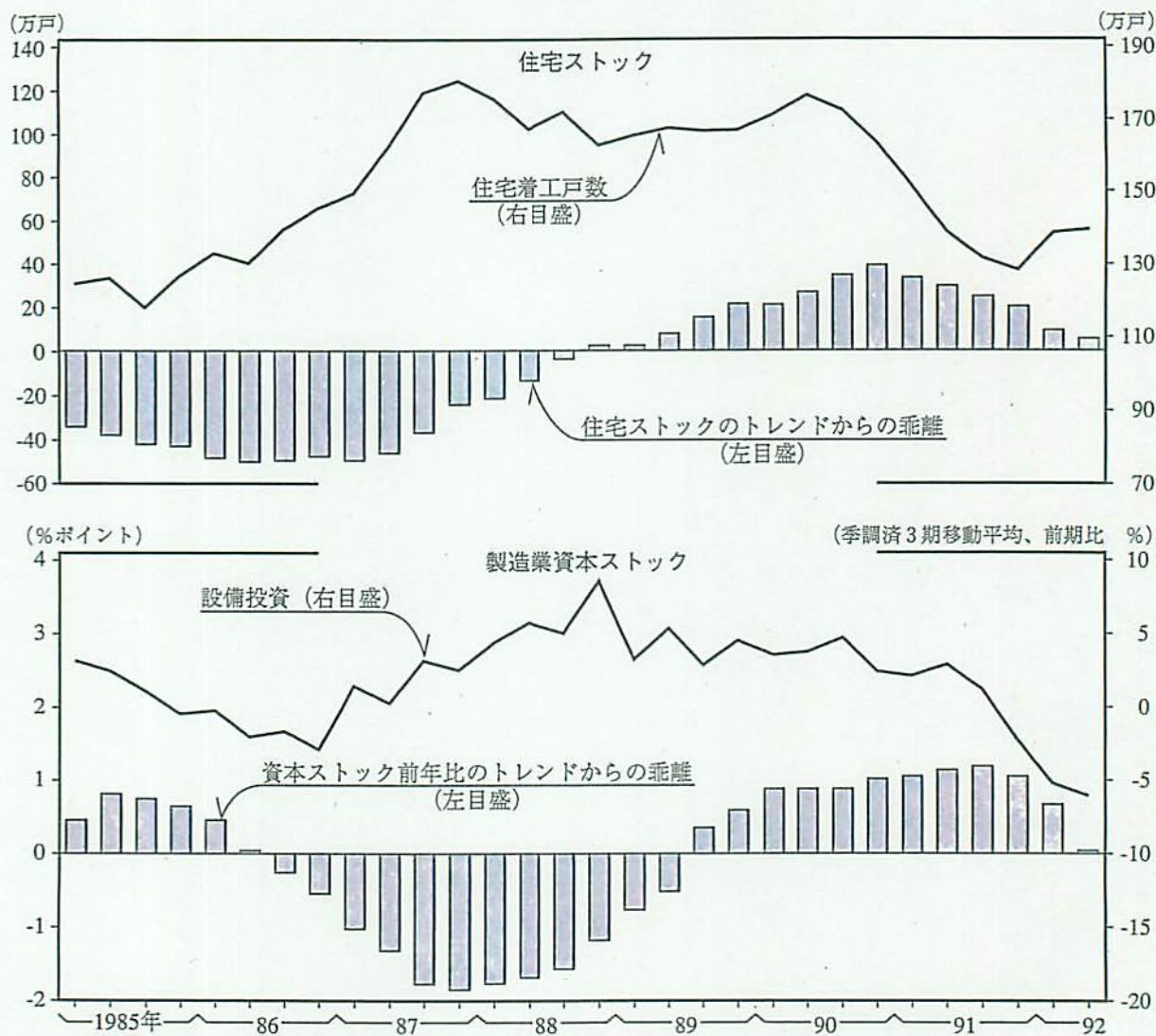
このように、景気調整が続く中であっても、次の景気回復へ向けての基盤が徐々に整えられつつあるところへ、今後は先般の総合経済対策等の効果が加わることとなる。今次対策の規模は、10.7兆円という絶対額でも、また対名目GNP比率でも、戦後最大級のものであり（後掲図表13）、その実物的な効果はもとより、心理面への好影響も期待しうるとみられる。累次にわたる金融緩和の効果に加え、このように財政面からも需要喚起が図られることによって、今後個人消費等の民間需要がさらに冷え込むといった事態が回避される限り、この先最終需要の減速には次第に歯止めがかかり、景気は徐々に回復方向に転じていくことが期待できる。

その場合、在庫調整についても、すでに調整がかなり進捗している生産財や、公共投資需要の期待される建設財を中心に、遠くない将来に調整完了のめどが立つものと予想される（もっとも、耐久消費財等では、調整完了

(図表11)

### ストック調整の進展

(ストックの長期トレンドからの乖離)



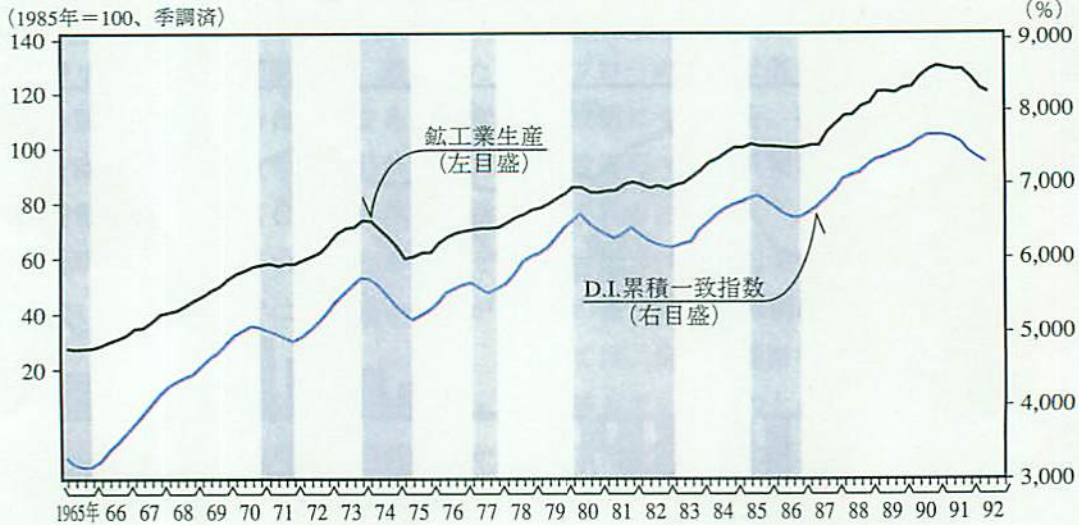
(注) 1. 住宅ストックについては住宅着工戸数、除却戸数等から推計。  
2. 住宅については世帯数から導き出されるストックの長期トレンドからの乖離幅をとったもの。一方、設備資本ストックについては、資本ストック伸び率(前年比)のトレンド(80年以降)からの乖離幅をとったもの。  
(資料) 建設省「住宅着工統計」、経済企画庁「民間企業資本ストック統計」

がやや遅れる可能性が高い)。またそうした中で、鉱工業生産についても、徐々に増加に向かうものとみられる。ただ、景気回復のテンポについては、後述のとおり国内民間需要に目立った牽引役を見出し難いことに加え、外需にも多くを期待できない状況下、当面緩慢なものにとどまらざるを得ないと考え

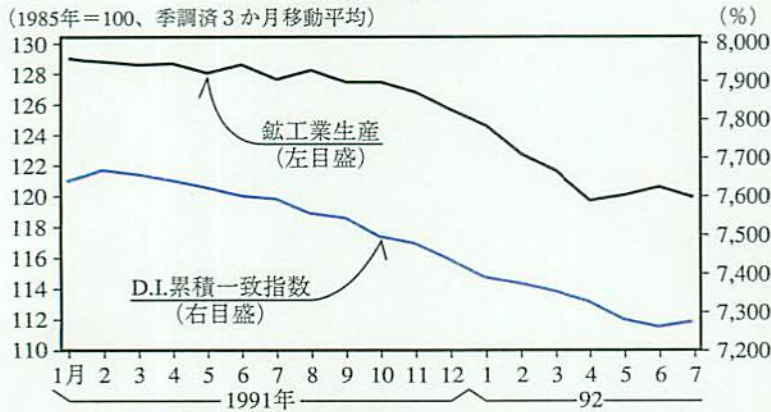
られる。加えて、企業収益面においては、固定費の圧迫もあって現在の収益水準が相当に落ち込んでいることを勘案すると、ミクロ・レベルで企業の景況感が目立った回復を示すに至るまでには、なおしばらくの時日を要するとみておく必要がある。



(図表12) 鉱工業生産と景気動向指数の関係



<足元の動向>



(注) シャドー部分は景気後退期。  
 (資料) 通商産業省「鉱工業指数統計」、経済企画庁「景気動向指数」

(図表13) 総合経済対策の規模

(単位 兆円)

	今次総合経済対策	(参考) 1987年緊急経済対策
総規模	10.7	6.0
公共投資の追加	6.25	4.3
うち一般公共事業	3.25	2.45
地方単独事業	1.8	0.8
公共用地の先行取得	1.55	—
うち地方公共団体	1.0	—
政府系金融機関等融資の拡大	2.9	0.7
うち住宅公庫等 <sup>(注)</sup>	0.8	0.7
所得税減税	—	1.0
前年度名目GNP比(%)	2.32	1.76

(注) 住宅金融公庫および年金福祉事業団の住宅融資制度の拡充。  
 (資料) 政府公表資料

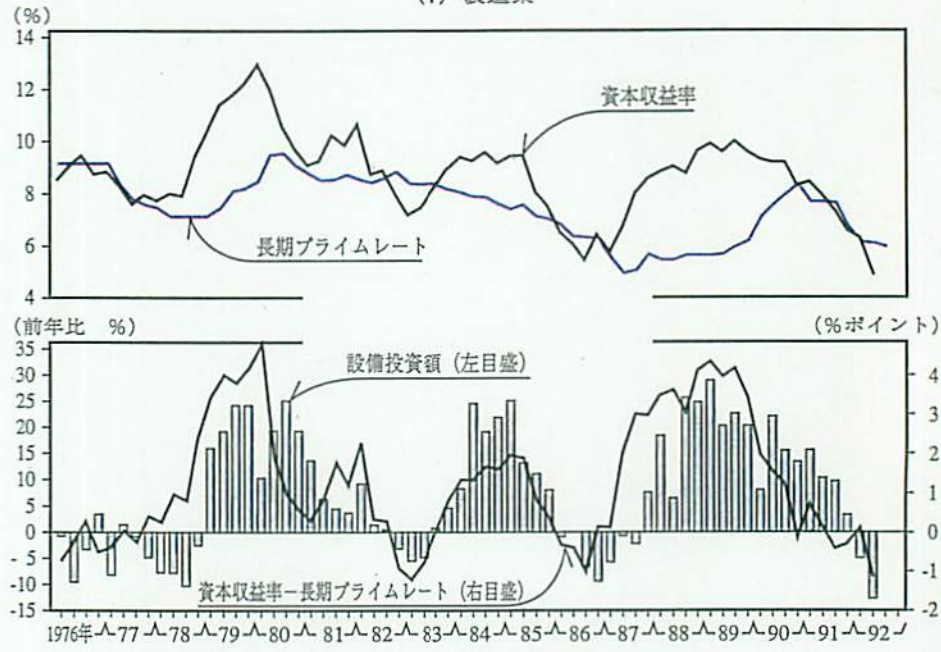
**(最終需要の回復力評価)**

次に、今後の景気回復の可能性、およびそのテンポを見定めるために、最終需要の動向

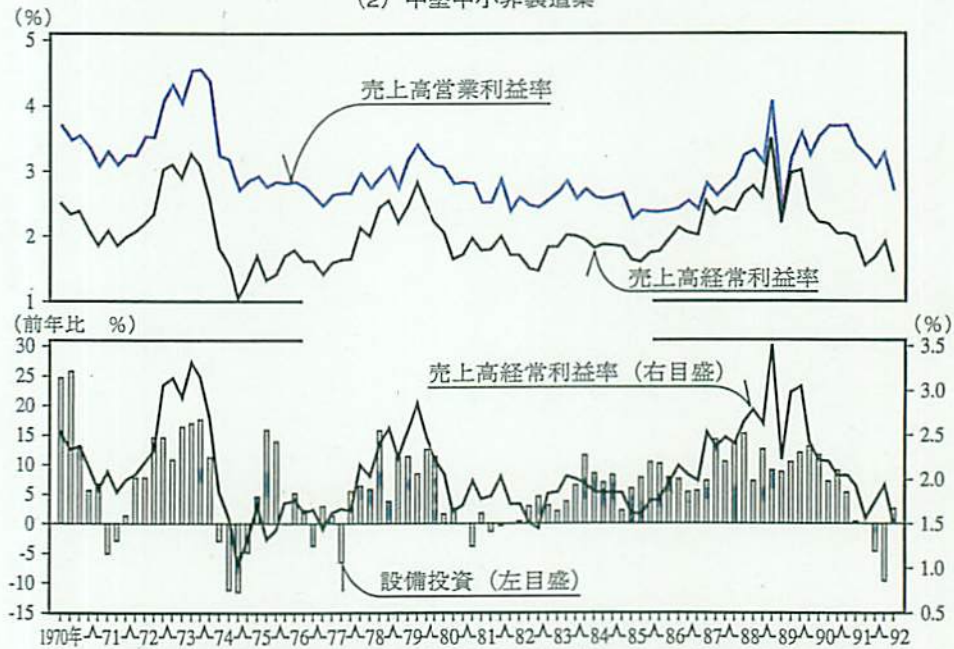
について、需要項目別にみていくことにしよう。

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(図表14)、製造業に

(図表14) 設備投資の動向  
(1) 製造業



(2) 中堅中小非製造業



(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。  
(資料) 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」、大蔵省「法人企業統計季報」

関しては、ストック調整圧力に加え、需要低迷に伴う稼働率、収益の悪化から、今年度の設備投資は前年を1割以上下回る大幅な減少となる可能性が高い。ただ、製造業設備投資は昨年末から既に急激な低下をみていることを踏まえると、現在の投資計画（例えば、「8月短観」の主要企業・製造業は前年度比△10.4%）を前提とすれば、設備投資フローの減少幅は今後次第に縮小に向かうことが予想される。

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・通信等のインフラ関連の底固さに加え、電力等で政策的に投資積み増しが図られていることもあって、引続き景気下支えへの寄与が見込まれる。この間、中小企業非製造業の設備投資に関しては、このところやや停滞気味ながら、これまでの長・短金利低下の収益面への好影響が今後次第に浸透してくることを考えると、先行きある程度の持直しは期待できよう。

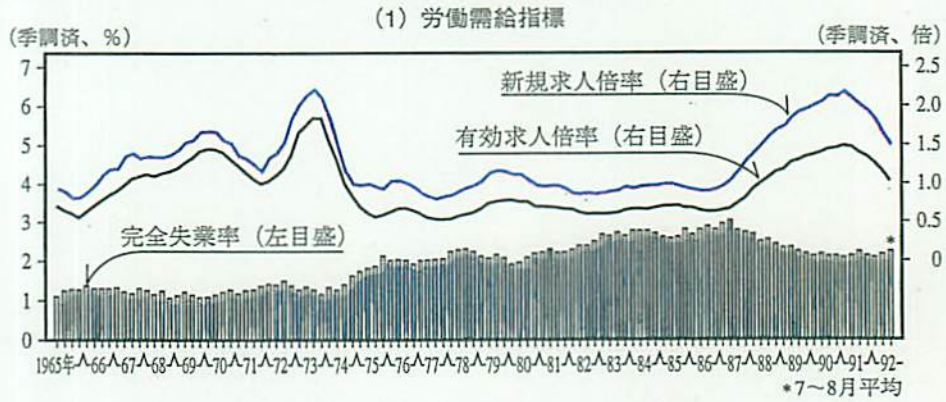
以上みたように、設備投資循環の観点からは、今後設備投資は最悪期を脱することを展望しうが、今後の投資回復のテンポに関しては、①製造業設備のストック面からの調整圧力は、少なくとも来年度までは残存することに加え、②今次調整局面においては、自動車、電機といった周辺産業へ大きな影響力を有する業種での業況悪化が著しく、こうした産業の投資立直りには、かなりの時間を要すると見込まれること、③中小企業非製造業においても、個人消費の増勢鈍化の影響に加え、もともと不動産関連のウエイトが高いことも

あって、過去の金融緩和局面に比して、金利低下が直ちに投資増に結びつきにくくなっている側面もあるとみられること等を勘案すると、過去の設備投資回復局面と比べ、かなり緩慢なものにとどまる公算が大きい。

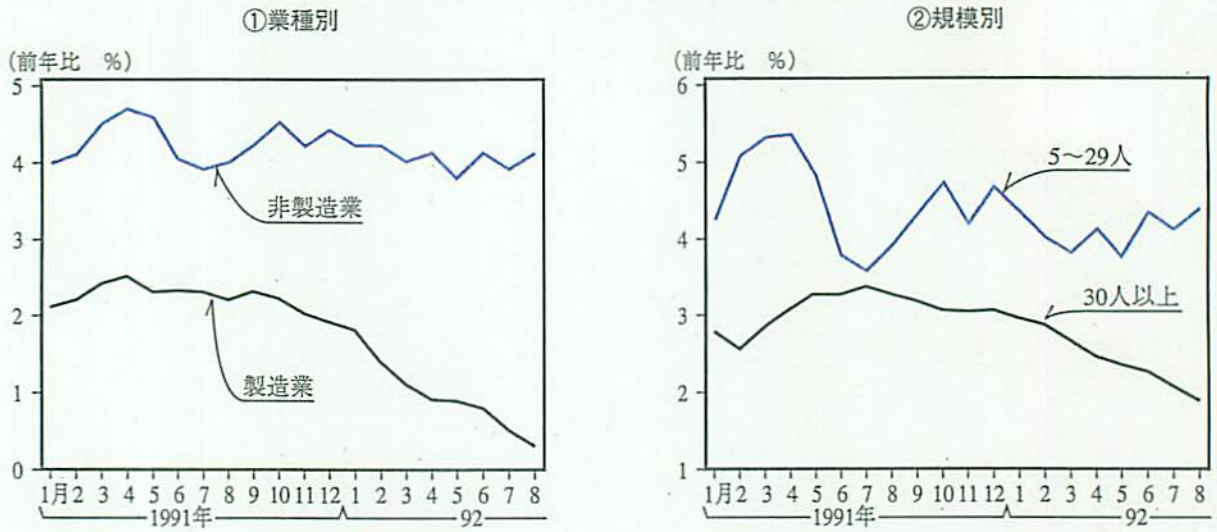
次に、個人消費の前提をなす雇用・賃金面をみると（図表15）、労働需給は製造業中心に引緩みに向かい、雇用の伸びが鈍化している一方で、所定外やボーナスを中心に賃金の上昇率も低下していることから、家計の名目所得は引続き増勢鈍化傾向をたどるものとみられる。このような所得環境の下、引続き個人消費の増勢鈍化は免れ難いであろう（後掲図表16）。ただ、最近の個人消費減速には、景気調整の深まりや株価の下落等を背景とした心理的な要因も何がしか影響したとみられるだけに、総合経済対策の心理面への効果もあって、消費マインドの悪化に歯止めがかかりつつあるとすれば、個人消費の急速な減速は回避することが可能と考えられる。

なお、今後の消費動向とも関連し、最近製造業の一部に配転、一時帰休等の雇用調整の動きが見られ始めていることをもって、雇用不安の高まりを指摘する声がある。しかしこれについては、①今後製造業生産が緩やかながらも回復に向かうとすれば、その分雇用調整圧力も徐々に低下方向に向かうと考えられること、②中長期的な雇用不足感が根強い中で、中小企業（とくに非製造業）にかなりの雇用吸収余力が存在することなどから、失業率の大幅上昇や雇用不安を伴うかたちで雇用情勢が急速に悪化し、この面から消費マインド

(図表15) 労働需給・雇用の動向



(2) 常用雇用 (毎勤ベース) の推移



(参考) 常用雇用者数の規模別・業種別構成

(単位 万人、( ) 内は規模別・業種別ウエイト)

	常用雇用者数 1992年3月末	大企業 500人以上	中堅企業 30~499人	中小企業 5~29人
全産業	3,998 (100.0)	462 (11.6)	1,890 (47.3)	1,645 (41.1)
製造業	1,159 (29.0)	271 (6.8)	561 (14.0)	327 (8.2)
非製造業	2,839 (71.0)	191 (4.8)	1,329 (33.2)	1,318 (33.0)
建設	357 (9.0)	15	134	208
卸小売	915 (22.9)	41	346	529
サービス	998 (25.0)	76	521	401

(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」

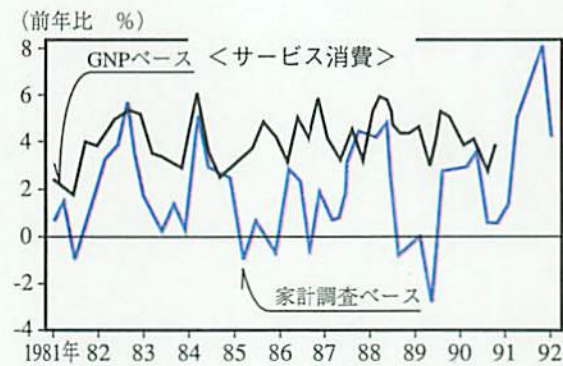
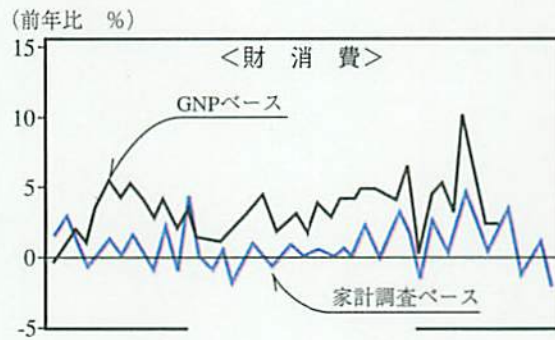
(図表16)

個人消費の動向

(1) 実質GNP成長率と個人消費寄与度の推移



(2) 財・サービス別消費動向 (実質)



(資料) 経済企画庁「国民所得統計」、総務庁「家計調査報告」

がさらに委縮するリスクは小さいものと思われる。

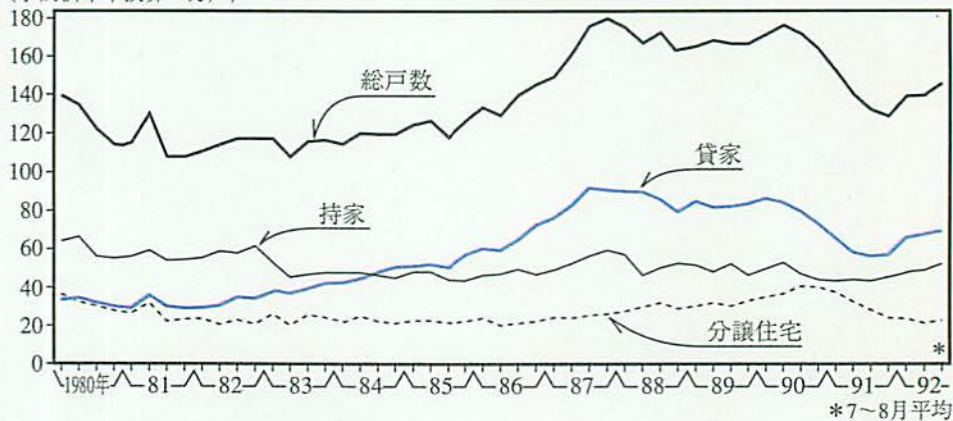
一方、住宅投資については（図表17）、マンション着工は依然低調が続くとみられるもの

の、金利低下の累積効果とストック調整の進展を背景に、持家・貸家中心に回復歩調をたどる公算が大きい。加えて、持家については、総合経済対策による住宅公庫の融資条件緩和

(図表17) 住宅投資の動向

(季調済年率換算 万戸)

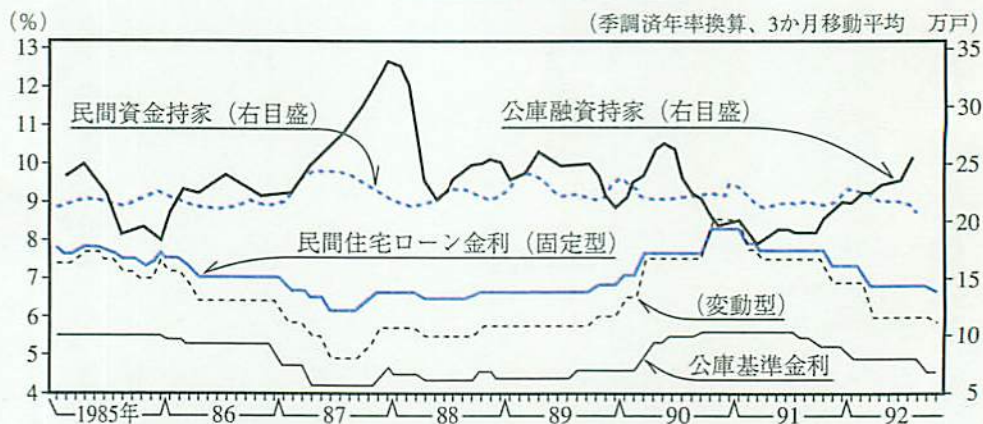
(1) 住宅着工戸数の推移



(2) 総合経済対策の概要（住宅金融公庫分）

	今回の総合経済対策	1987年5月の対策
事業規模	5,000億円	7,000億円
貸付戸数の追加	54万戸 → 55万戸<1万戸>	52万戸 → 54.5万戸<2.5万戸>
金利引下げ	基準金利 4.9% → 4.55%	同 4.7% → 4.2%
受付期間の延長	7/20~9/11 → 7/20~10/16 <63営業日>	7/20~8/25 → 7/20~11/25 <99営業日>
特別割増貸付額の増額	900万円 → 1,100万円	分譲住宅 400万円 → 650万円等

(3) 資金別持家着工と金利の動向



(資料) 建設省「建設統計月報」、住宅金融公庫「住宅金融月報」「住宅金融公庫年報」

が、貸家については、生産緑地法の改正に伴う農地転用住宅の建設が、それぞれ着工押上げに寄与するものとみられる。

この間、外需についてみると、前述のような海外経済環境の下、輸出数量については、これまで同様緩やかな増勢をたどるものと予想される。

以上みたように、ストック調整の進展を背景に最終需要の減速には徐々に歯止めがかかるとしても、国内民需や外需に下期回復への力強い牽引役は見出し難いだけに、当面は財政支出の景気下支え効果発揮が期待される状況にある。こうした中で、公共投資に関しては、夏以降公共工事前倒しの効果が次第に現われつつあることに加え、来年1～3月以降は、総合経済対策の効果も本格化することが予想される。今次経済対策については、直接的な建設需要に加え、①建設業を中心とする非製造業の設備投資、雇用の拡大、②所得増やマインド改善効果を通ずる個人消費への影響、③さらには、生産、稼働率上昇に伴う製造業設備投資への波及等をも含めて考えると、来年度上期にかけての需要創出効果は、かなりの規模に達するとみられる。

### (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、今後在庫調整の進展に伴って、次第に下げ止まりに向かうとみられるが、生産の回復テンポが緩慢にとどまることを考えると、直ちに上昇基調へと転ずる公算は小さい。ただ、年明け以降公共投資が本格化するに伴って、建材の一部で需給が引締まり、市

況上昇が生ずる可能性がないとは言い切れず、この点留意を要しよう。一方、消費者物価については、民間サービス料金の高止まりについて、なお注意深く見守っていく必要があるが、卸売物価（とくに最終財）の鎮静化がラグをもって波及することを考えると、前年比上昇率は当面緩やかに低下していくことが期待される。

### (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、国内生産の緩やかな回復に伴って輸入数量が増加に転ずることが黒字圧縮方向に作用するとみられるが、為替円高がドル・ベースの黒字拡大方向に働くことに加え、前述のような投資収益収支の黒字幅拡大傾向等を考え併せると、なお当面高水準の黒字が続くものとみざるを得ない。ただ、経常黒字の対名目GNP比率という観点で見れば、3%前後で推移しており、年度で見ても既往ピーク（86年度4.4%）をかなり下回る水準にとどまろう。

### (5) 結 び

以上のように、わが国経済は依然として調整局面にあるが、ストック調整の進展に加え、これまでの財政・金融面の諸措置の効果浸透に伴って、今後は次第に回復方向に向かうものとみられる。ただ、①個人消費の動向になお見定め難い部分が多いことに加え、②製造業設備や耐久消費財について、依然ストック調整圧力が残存し、③中小非製造業設備投資の回復テンポも、極めて緩慢なものにとどまるなど、民間最終需要の回復力は、当面力強さを欠いたものとなる可能性が大きい。また、固定費比率上昇等により悪化した企業の収益

体質の改善や、金融機関における不良資産の整理・回収など、80年代後半以降の長期にわたる景気拡大、資産価格上昇の下で生じたさまざまな行過ぎがもたらした「歪み」の是正については、引続きこれを進めていく必要が

ある。こうした状況を踏まえつつ、日本銀行としては、金融・経済情勢の展開について、今後とも注意深く見守っていく所存である。

(平成4年10月23日)

---

(変更のお知らせ)

— 「情勢判断資料」公表月における「国内金融経済概観」の公表取止めについて—

国内の金融経済情勢の説明について、日本銀行月報では従来毎月号に「国内金融経済概観」を掲載するとともに、2、5、8、11月号には四半期ごとに「情勢判断資料」（わが国金融経済の分析と展望）を掲載しておりますが、11月号以降、「情勢判断資料」の公表時においては重複感を避けるため「国内金融経済概観」の掲載を取止め、「情勢判断資料」に一本化することとしましたのでお知らせします。

なお、「情勢判断資料」の日本銀行月報掲載月以外の月（1、3、4、6、7、9、10、12月号）については今後とも従来同様「国内金融経済概観」を掲載いたします。